

# Агропромышленные компании Украины

«Мироновский хлебопродукт», «Кернел», «Астарта».

23 января 2012 г.

Владимир Ланда, [landa@ufc-capital.com](mailto:landa@ufc-capital.com)

Сельское хозяйство

Феликс Фурман, [furman@ufc-capital.com](mailto:furman@ufc-capital.com)

Украинские агропромышленные компании прочно обосновались на зарубежных площадках. Несмотря на то, что на «Украинской бирже» торги акциями сельскохозяйственных компаний обеспечивают менее 0.1% оборота, среди эмитентов, торгующихся за границей, они имеют ощутимое преимущество над бумагами других секторов.

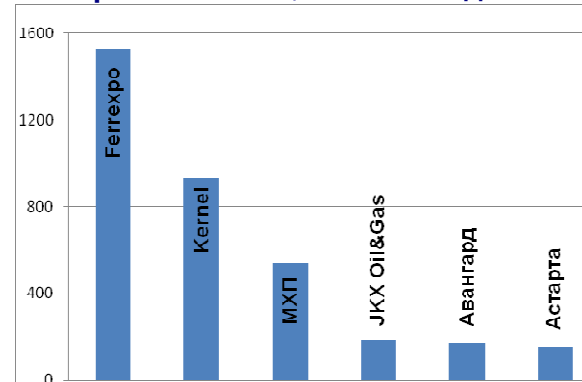
Котировки наиболее ликвидных украинских агрокомпаний, чьи акции торгуются за рубежом, с начала июня 2011 г. снизились на 40%-50%, что соответственно повлекло за собой увеличение прогнозов роста цен ликвидных бумаг. Учитывая то, что акции, торгуемые за рубежом, как правило, оценены более справедливо, чем компании, торгуемые в Украине, мы сохраняем рекомендации для покупки акций, потенциал роста которых превышает 20%, тогда как в случае с бумагами, торгуемыми в Украине, мы советуем покупать бумаги как минимум с 30%-ным «апсайдом».

В данном обзоре мы проводим краткий анализ привлекательности акций трех эмитентов. «Мироновский хлебопродукт» - крупнейший производитель курятины в Украине. «Кернел» - лидер в производстве подсолнечного масла, занявший крупную долю рынка также в производстве зерновых культур. «Астарта» - лидер рынка сахара в Украине, а также один из крупнейших производителей молока.

## Таблица рекомендаций

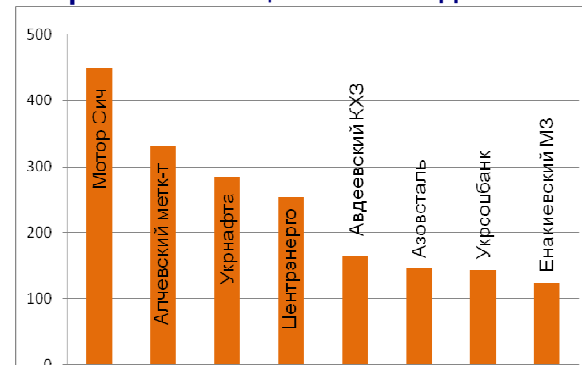
Тиккер	Компания	Целевая цена, \$	Потенциал роста	Рекомендация
MHPC LI	Мироновский хлебопродукт	23.90	115%	ПОКУПАТЬ
KER PW	Кернел	27.68	42%	ПОКУПАТЬ
AST PW	Астарта	25.69	83%	ПОКУПАТЬ

## Акции, торгуемые за рубежом с оборотом более \$100 млн./год



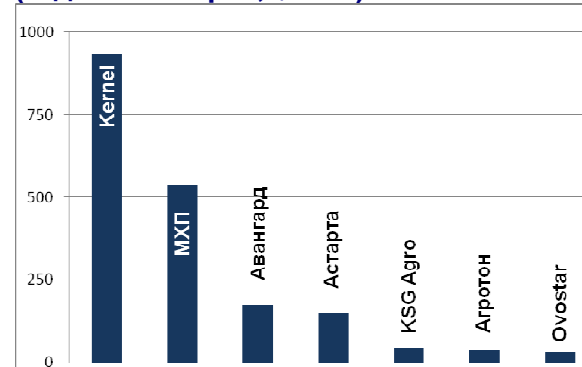
Источники: Bloomberg, Украинская Биржа, расчеты UFC Capital.

## Акции, торгуемые в Украине с оборотом более \$100 млн./год



Источники: Украинская Биржа, расчеты UFC Capital.

## Наиболее ликвидные акции украинских агрокомпаний (годовой оборот, \$млн.)



Источники: Bloomberg, Украинская Биржа, расчеты UFC Capital.

## Мироновский хлебопродукт (МНРС LI)

	Sales (\$млн.)	EBITDA (\$млн.)	Net income (\$млн.)	P/S	EV/S	EV/EBITDA	P/E
2009	711.0	271.0	160.0	1.68	2.71	7.12	7.48
2010	944.2	325.0	215.4	1.27	2.04	5.94	5.56
01.10.2010- 30.09.2011	1148.2	394.0	258.4	1.04	1.68	4.90	4.63

Источники: данные компании, расчёты UFC Capital.

«Мироновский хлебопродукт» (МХП) – один из крупнейших вертикально-интегрированных агропромышленных холдингов в Украине, специализирующийся на производстве курятины под торговой маркой «Наша Ряба». На долю компании приходится около половины внутреннего производства куриного мяса.

### Производство и сбыт

- Стратегия развития компании предполагает углубление вертикальной интеграции, а также диверсификацию бизнеса. Помимо производства курятины, компания активно занимается растениеводством, как с целью самообеспечения кормами, так и для реализации, а также другими направлениями деятельности - разведением крупного рогатого скота и свиней, производством колбас и мясных полуфабрикатов и пр. Кроме того, в 2011 г. компания запустила проект собственной сети ресторанов быстрого питания «Крылья». Однако производство курятины все же является ключевым направлением бизнеса, обеспечивающим более 80% выручки МХП.
- В 3 квартале 2011 г. компании МХП удалось улучшить основные показатели операционной деятельности: так, объем реализованной курятины увеличился на 13% г/г до 282 тыс. т, в первую очередь за счет сокращения остатков продукции на складах, а также за счет более эффективного использования производственных мощностей. Почти всю произведенную продукцию «Мироновский хлебопродукт» реализовывает на внутреннем рынке, где средний уровень цен за отчетный период вырос на 7.15% г/г до 14.39 грн. за 1 кг курятины.
- Объемы производства подсолнечного масла за 9 месяцев 2011 г. снизились на 16% г/г до 125.4 тыс. т, при этом средняя цена реализации подсолнечного масла выросла на 54% г/г до \$1297 за 1 т.
- В 2011 г. МХП собрал 1.71 млн. т зерновых и масличных культур, что на 87.6% больше, чем в 2010 г.

**ПОКУПАТЬ**

Текущая цена: \$11.10

Справедливая цена: \$23.90

Потенциал роста: 115%

#### Торговая информация

Торговая площадка LSE

Валюта котировок USD

Тиккер Bloomberg **МНРС LI**

Минимум за 12 мес., \$ 8.35

Максимум за 12 мес., \$ 19.60

#### Структура акционеров

Юрий Косюк 65.0%

GDR 19.4%

Другие 15.6%

#### Структура капитала

Количество акций 107 854 900

Количество акций  
в 1 GDR 1:1

Капитализация, \$ млн. 1 197.2

Чистый долг, \$ млн. 732.0

EV, \$ млн. 1 929.2



---

## Финансовые результаты

- ▶ Январь-сентябрь 2011 г. компании удалось завершить с чистой прибылью \$201 млн., что на 27% больше чем годом ранее, чистый доход МХП вырос на 30% г/г до \$880 млн., EBITDA увеличилась на 30% г/г и составила \$301 млн. Учитывая высокую стоимость строительства птицефабрики в Винницкой области, большая часть полученной прибыли будет направлена на реализацию этого проекта.
- ▶ Задолженность по финансовым обязательствам МХП по состоянию на 30 сентября 2011 г. составила \$869 млн. Около 70% от общего долга компании – это еврооблигации с погашением в апреле 2015 г. Отметим, что валютные доходы компании полностью покрывают расходы на обслуживание долга, что снижает валютные риски агрохолдинга.
- ▶ Существенным фактором риска для отрасли выступают колебания цен на зерно, однако данные риски минимизируются за счет высокого уровня самообеспечения кормами. Вертикальная интеграция также обеспечивает достаточно низкий уровень производственных издержек: рентабельность EBITDA по итогам 12 месяцев, которые завершились 30 сентября 2011 г., составила 34.0%.
- ▶ Благодаря высокой урожайности зерновых культур, в частности, кукурузы, а также высоким ценам на мировых рынках, «Мироновский хлебопродукт» повысил прогноз EBITDA на 2011 г. с \$370 млн. до \$410 млн.

## Инвестиционная программа

- ▶ Основным инвестиционным проектом МХП на ближайшие годы является строительство Винницкой птицефабрики. Реализация первой стадии проекта позволит увеличить производственные мощности компании на 220 тыс. т куриного мяса в год до 570 тыс. т. Запуск Винницкой птицефабрики запланирован на 2013 г., выход на проектную мощность – на 2015 г., в 2017 г. – 2018 г. планируется завершить вторую стадию увеличения мощностей — еще на 220 тыс. т куриного мяса в год. Уже в 2012 г. компания намерена увеличить мощности по производству комбикормов в 2 раза до 2.4 млн. т. Общая стоимость проекта – \$750 млн.
- ▶ Планы по выходу на рынок куриного мяса ЕС начинают обретать реальные очертания – МХП собирается приобрести мясоперерабатывающее предприятие в Германии или других странах ЕС и готов потратить на эти цели €100-150 млн. Сырье для мясоперерабатывающего завода компания планирует поставлять со своих украинских предприятий.

- ▶ В рамках программы энергосбережения предусмотрено строительство комплексов по производству биогаза, добыче гелиоэлектроэнергии, а также переработке отходов из элеваторов, соломы и органического мусора. Наряду с энергопроизводством программа также предусматривает налаживание производства органических минеральных удобрений объемом около 500 тыс. т продукции в год. В долгосрочной перспективе, реализация энергосберегающей программы позволит существенно снизить себестоимость продукции МХП.
- ▶ На внеочередном собрании акционеров, которое состоялось 19 октября 2011 г. была утверждена программа выкупа собственных акций в форме GDR, обращающихся на Лондонской фондовой бирже. В течение пяти лет «Мироновский хлебопродукт» сможет выкупить до 10.3% своих акций по цене не выше \$18 за 1 GDR. Вероятно, такое решение собрания акционеров вызвано недооценкой акций МХП рынком.

## Оценка справедливой стоимости компании

Мироновский хлебопродукт и компании-аналоги: фундаментальные показатели, \$ млн.

Компания	Страна	Капитализация	EV	Последние 4 квартала		
				Продажи	ЕБИТДА	Чистая прибыль
Astral Foods	ЮАР	656.1	661.3	1 075.1	86.7	53.6
Hormel Foods	США	7 720.5	7 434.5	7 895.1	839.7	474.2
Industrias Bachoco-Ser B	Мексика	979.1	799.9	1 903.0	106.7	47.9
L.D.C. Sa	Франция	854.9	871.0	3 420.9	210.1	57.8
Brf - Brasil Foods Sa	Бразилия	16 953.5	19 564.3	13 991.6	1 298.4	898.9
Rainbow Chicken	ЮАР	659.1	596.3	869.1	92.2	46.0
Charoen Pokphand Foods Pub	Таиланд	8 289.7	9 740.1	6 321.3	572.5	487.8
Gfpt Public Co	Таиланд	430.4	514.2	437.2	68.9	37.9
<b>Всего (компании-аналоги)</b>		<b>36 543.3</b>	<b>40 181.6</b>	<b>35 913.3</b>	<b>3 275.2</b>	<b>2 104.0</b>
<b>Мироновский хлебопродукт</b>	<b>Украина</b>	<b>1197.2</b>	<b>1929.2</b>	<b>1148.2</b>	<b>394.0</b>	<b>258.4</b>

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

Для оценки мы провели сравнение последних доступных показателей компании с текущей отчетностью компаний, производящих подобную продукцию.

## Мионовский хлебопродукт и компании-аналоги: сравнительные показатели

Компания	Страна	Последние 4 квартала			
		P/S	EV/S	EV/EBITDA	P/E
Astral Foods	ЮАР	0.61	0.62	7.63	12.24
Hormel Foods	США	0.98	0.94	8.85	16.28
Industrias Bachoco-Ser B	Мексика	0.51	0.42	7.50	20.43
L.D.C. Sa	Франция	0.25	0.25	4.15	14.80
Brf - Brasil Foods Sa	Бразилия	1.21	1.40	15.07	18.86
Rainbow Chicken	ЮАР	0.76	0.69	6.46	14.34
Charoen Pokphand Foods Pub	Таиланд	1.31	1.54	17.01	17.00
Gfpt Public Co	Таиланд	0.98	1.18	7.46	11.36
<b>Всего (компании-аналоги)</b>		<b>1.02</b>	<b>1.12</b>	<b>12.27</b>	<b>17.37</b>
<b>Мионовский хлебопродукт</b>	<b>Украина</b>	<b>1.04</b>	<b>1.68</b>	<b>4.90</b>	<b>4.63</b>

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

В оценке мы использовали мультипликаторы P/E, EV/EBITDA, EV/S и P/S которым присвоили одинаковый вес при расчете итоговой целевой стоимости компании.

### Расчет справедливой стоимости

База сравнения	Ценовой ориентир по мультипликатору, \$	Вес показателя	Потенциал роста, %
P/S (последние 4 квартала)	10.83	0.25	-2%
P/E (последние 4 квартала)	41.61	0.25	275%
EV/EBITDA (последние 4 квартала)	38.03	0.25	243%
EV/S (последние 4 квартала)	5.12	0.25	-54%
<b>Итоговая оценка</b>	<b>23.90</b>	<b>1.00</b>	<b>115%</b>

Источник: расчеты UFC Capital.

Таким образом, используя сравнительную оценку, мы получили цену компании, которая составила \$23.90, что предполагает потенциал роста 115%. Мы рекомендуем ПОКУПАТЬ акции компании.

## Ключевые финансовые показатели

	2009	2010	01.10.2010-30.09.2011
Объем продаж (чистый доход)	711.0	944.2	1148.2
Прибыль от операционной деятельности	218.0	256.8	322.4
Финансовый результат от обычной деятельности до налогообложения	153.5	217.3	262.2
Чистая прибыль	160.0	215.4	258.4
Активы	1137.9	1574.0	1864.5
Краткосрочные обязательства	285.6	242.4	308.9
Долгосрочные обязательства	357.9	661.2	686.0
Собственный капитал	474.6	641.0	826.2
EBITDA	271.0	325.0	394.0

Источник: данные компании, расчеты UFC Capital.

# Кернел (KER PW)

	Sales (\$млн.)	EBITDA (\$млн.)	Net income (\$млн.)	P/S	EV/S	EV/EBITDA	P/E
2010ФГ	1020.5	190.0	151.7	1.52	1.98	10.63	10.25
2011ФГ	1899.1	310.0	226.0	0.82	1.06	6.51	6.88
01.10.2010- 30.09.2011	1951.7	283.4	135.6	0.80	1.03	7.12	11.47

Источники: данные компании, расчёты UFC Capital.

«Кернел» - крупнейшая в Украине вертикально-интегрированная агропромышленная компания, лидер украинского рынка бутилированного подсолнечного масла и один из крупнейших украинских экспортеров зерновых культур. Последний год компания проявляет огромную активность в сфере M&A, что способствует укрупнению, а также усилению диверсификации ее бизнеса.

## Бизнес компании

- ▶ «Кернел» является лидером по экспорту подсолнечного масла из Украины. Компания экспортирует сырое, рафинированное и бутилированное подсолнечное масло, а кроме того, входит в тройку крупнейших украинских экспортеров зерновых культур.
- ▶ Оперативный контроль над компанией через компанию Namsen LTD осуществляет народный депутат Украины Андрей Веревский.
- ▶ Акции «Кернела» входят в состав польского фондового индекса WIG20 Варшавской Фондовой биржи (WSE) с весом более 2%.
- ▶ «Кернел» - первая иностранная компания на WSE, акции которой стали базовым активом для фьючерсных контрактов. Первая серия фьючерсных контрактов была введена в обращение 16 декабря 2011 г.
- ▶ Земельный банк «Кернела» достиг 215 тыс. га, около половины из которых размещено в плодородных Полтавской и Черкасской областях.
- ▶ Залогом успешного развития компании в ближайшие годы станет интеграция приобретенных в последние месяцы активов в ее компании.
- ▶ На годовом собрании акционеров совету директоров было предоставлено право выпустить в течение пяти лет до 2.55 млн. новых акций, что составляет 3.2% от общего количества акций, находящихся в обращении. Запланированная эмиссия акций, скорее всего, рассчитана на выполнение опционов в рамках программы поощрения менеджмента.

## ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$19.45  
Справедливая цена: \$27.68  
Потенциал роста: 42%

### Торговая информация

Торговая площадка WSE

Валюта котировок PLN

Тиккер Bloomberg **KER PW**

Минимум за 12 мес., \$ 17.89

Максимум за 12 мес., \$ 30.98

### Структура акционеров

Namsen LTD 37.6%

Другие 62.4%

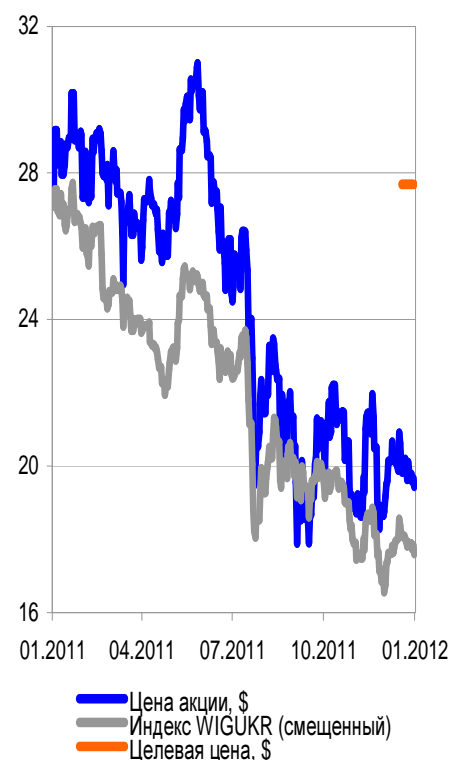
### Структура капитала

Количество акций 79 955 661

Капитализация, \$ млн. 1 555.17

Чистый долг, \$ млн. 463.7

EV, \$ млн. 2 018.9



---

## Финансовые результаты

- ▶ В июле-сентябре 2011 г. «Кернел» получил \$32.0 млн. чистой прибыли, что на 5.6% меньше чем годом ранее. Консолидированный доход компании за отчетный период вырос на 13.4% г/г до \$391.5 млн. EBITDA компании снизился на 33% г/г до \$45.1 млн.
- ▶ Неутешительные финансовые результаты Kernel, в первую очередь связаны с действовавшими до конца октября 2011 г. ограничениями по экспорту зерновых культур из Украины (сначала квотирование, позже экспортные пошлины). Уже в последующих периодах стоит ожидать существенного улучшения финансовых результатов компании.
- ▶ Больше 68.7% выручки компании приходится на подсолнечное масло, 29.5% - на зерновые культуры.
- ▶ Агрохолдинг решил не выплачивать дивиденды по итогам 2011 финансового года, что выглядит вполне логично, учитывая активную позицию «Кернела» на рынке слияний и поглощений.

## Недавние приобретения

- ▶ В рамках диверсификации деятельности «Кернел» приобрел 71% акций одного из крупнейших производителей сахара в Украине компании «Укррос» за \$42 млн. В результате земельный банк «Кернела» увеличился вдвое, что в условиях либерализации земельного рынка Украины и ожиданий увеличения стоимости земли способствует укреплению позиций компании. В состав агрохолдинга вошли сахарные заводы с мощностями по переработке 22 тыс. т сахарной свеклы в сутки и элеваторные мощности для хранения 87 тыс. т зерна.
- ▶ В начале 2011 г. «Кернел» приобрел 100%-ную доли в компании «Русские Масла», производителя подсолнечного масла в России. Стоимость приобретаемой компании оценивается в \$60 млн. Суммарная дополнительная мощность трех заводов, которые будут приобретены в рамках транзакции, составляет 400 000 т семян подсолнечника в год. Одна производственная площадка находится в Краснодарском регионе, две другие – в Ставрополье, на юге России. Мощности по рафинации и бутылированию компании «Русские масла» составляют 100 000 т масла в год. Кернел ожидает, что в течение 2012 финансового года данное приобретение позволит получить дополнительную EBITDA порядка \$20 млн. Данная сделка дает возможность компании в долгосрочной перспективе географически диверсифицировать свою деятельность и получить выгоды от высокого урожая подсолнечника в России - вторым в мире производителем и третьим в мире экспортером подсолнечного масла.

- 
- ▶ В июне «Кернел» подписал соглашение на право покупки 100% акций перерабатывающего завода Black Sea Industries (BSI), расположенного рядом с зерновым терминалом компании в Ильичевском порту. Стоимость сделки составляет \$140 млн. при условии отсутствия долговых обязательств и денежных средств.
  - ▶ В августе 2011 г. Kernel сообщил о заключении нового кредитного соглашения на сумму \$500 млн. с синдикатом банков, который возглавляют ING Bank N.V, UniCredit Bank AG и Deutsche Bank AG. Новая кредитная линия будет направлена на финансирование затрат по приобретению компанией семян подсолнечника, их хранению и производству подсолнечного масла и шрота, с целью их дальнейшей продажи на внутреннем рынке или поставки на экспорт. Новая кредитная линия расширяет и заменяет прошлогоднюю, открытую компанией на сумму \$360 млн., предоставляя дополнительную финансовую гибкость, так как состоит из двух траншей: долгосрочного – \$278 млн. на срок до 31 июля 2014 г. и краткосрочного – \$222 млн. на срок до 31 июля 2012 г. с возможностью продления по согласию кредиторов.
  - ▶ Кроме того, для пополнения оборотного капитала агрохолдинг привлек еще две кредитные линии объемом \$150 млн. и \$100 млн. с погашением в июне 2012 г. и 30 сентября 2016 г. соответственно. Отметим, что возвращение нового, а также ранее привлеченных кредитов разбито во времени, что снижает риски невыполнения агрохолдингом своих обязательств перед кредиторами.
  - ▶ Компания не собирается сбавлять темпы по приобретению новых мощностей. Так, в текущем маркетинговом году Kernel планирует увеличить земельный банк минимум на 50 тыс. га до 265 тыс. га, рассматривает возможность строительства или покупки в России завода по переработке подсолнечника мощностью 500-600 тыс. тонн семян в год, а также ряда объектов инфраструктуры.

## **Оценка справедливой стоимости компании**

Для расчета справедливой стоимости акций «Кернела» мы провели сравнение последних доступных показателей компании с текущей отчетностью компаний-аналогов. В качестве аналогов мы отобрали производителей растительных масел, прежде всего располагающих собственным земельным банком и диверсифицирующих свою деятельность путем производства зерновых и других культур.

**«Кернел» и компании-аналоги: фундаментальные показатели, \$ млн.**

Компания	Страна	Капитализация	EV	Продажи	ЕБИТДА	Чистая прибыль
MHP SA -GDR REG S	Украина	1 187.5	1 963.4	1 147.8	395.6	240.9
CRESUD S.A.C.I.F.Y A.	Аргентина	650.8	1 794.5	669.3	235.3	37.5
NEW BRITAIN PALM OIL LTD	Папуа-Новая Гвинея	1 768.8	3 116.6	1 027.9	347.1	434.2
PP LONDON SUMATRA INDONESIA	Индонезия	1 828.6	1 622.9	520.8	252.1	188.3
SOCFINAF	Люксембург	401.1	538.0	441.0	173.3	111.8
BAKRIE SUMATERA PLANTATIO PT	Индонезия	461.8	1 286.1	492.0	142.1	119.0
SIPEF NV	Бельгия	710.2	676.4	259.7	115.7	85.6
SAMPOERNA AGRO TBK PT	Индонезия	663.2	659.5	382.4	121.9	73.5
BUKIT DARAH PLC	Шри-Ланка	939.4	1 403.8	331.2	117.2	28.6
ANGLO-EASTERN PLANTATIONS	Великобритания	419.2	668.0	366.0	150.7	98.9
CASA GRANDE SAA	Перу	487.9	533.6	208.1	113.1	115.4
KENCANA AGRI LTD	Индонезия	313.9	355.8	118.7	15.1	17.8
R.E.A. HOLDINGS PLC	Великобритания	306.7	627.4	213.9	114.3	73.5
GOKUL REFOILS & SOLVENT LTD	Индия	214.0	341.3	941.8	34.6	13.9
ZARNENI HRANI BULGARIA AD-SO	Болгария	36.5	93.3	125.8	10.3	5.5
<b>Всего (компании-аналоги)</b>		<b>10 389.7</b>	<b>15 680.6</b>	<b>7 246.5</b>	<b>2 338.4</b>	<b>1 644.3</b>
<b>Кернел</b>	<b>Украина</b>	<b>1555.17</b>	<b>2018.85</b>	<b>1951.7</b>	<b>283.4</b>	<b>135.6</b>

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

Для оценки мы использовали финансовые результаты «Кернела» и компаний-аналогов за последние доступные четыре квартала.

**Кернел и компании-аналоги: мультипликаторы**

Компания	Страна	P/S	EV/S	EV/ЕБИТДА	P/E
MHP SA -GDR REG S	Украина	1.03	1.71	4.96	4.93
CRESUD S.A.C.I.F.Y A.	Аргентина	0.97	2.68	7.63	17.36
NEW BRITAIN PALM OIL LTD	Папуа-Новая Гвинея	1.72	3.03	8.98	4.07
PP LONDON SUMATRA INDONESIA	Индонезия	3.51	3.12	6.44	9.71
SOCFINAF	Люксембург	0.91	1.22	3.11	3.59
BAKRIE SUMATERA PLANTATIO PT	Индонезия	0.94	2.61	9.05	3.88
SIPEF NV	Бельгия	2.73	2.60	5.85	8.30
SAMPOERNA AGRO TBK PT	Индонезия	1.73	1.72	5.41	9.02
BUKIT DARAH PLC	Шри-Ланка	2.84	4.24	11.98	32.88
ANGLO-EASTERN PLANTATIONS	Великобритания	1.15	1.83	4.43	4.24
CASA GRANDE SAA	Перу	2.34	2.56	4.72	4.23
KENCANA AGRI LTD	Индонезия	2.64	3.00	23.51	17.64
R.E.A. HOLDINGS PLC	Великобритания	1.43	2.93	5.49	4.17
GOKUL REFOILS & SOLVENT LTD	Индия	0.23	0.36	9.86	15.40
ZARNENI HRANI BULGARIA AD-SO	Болгария	0.29	0.74	9.09	6.66
<b>Всего (компании-аналоги)</b>		<b>1.43</b>	<b>2.16</b>	<b>6.71</b>	<b>6.32</b>
<b>Кернел</b>	<b>Украина</b>	<b>0.80</b>	<b>1.03</b>	<b>7.12</b>	<b>11.47</b>

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

## Расчет справедливой стоимости

База сравнения	Ценовой ориентир по мультипликатору, \$	Вес показателя	Потенциал роста, %
P/S (последние 4 квартала)	35.00	0.25	80%
P/E (последние 4 квартала)	47.02	0.25	142%
EV/EBITDA (последние 4 квартала)	17.97	0.25	-8%
EV/S (последние 4 квартала)	10.72	0.25	-45%
<b>Итоговая оценка</b>	<b>27.68</b>	<b>1.00</b>	<b>42%</b>

Источник: расчеты UFC Capital.

В результате мы понижаем целевую цену до **\$27.68** за акцию, сохраняя рекомендацию **ПОКУПАТЬ** акции «Кернела». По нашему мнению, их потенциал роста составляет 42%.

## Ключевые финансовые показатели

	2010ФГ	2011ФГ	01.10.2010-30.09.2011
Объем продаж (чистый доход)	1020.5	1899.1	1951.7
Прибыль от операционной деятельности	167.5	277.3	245.3
Финансовый результат от обычной деятельности до налогообложения	151.6	208.4	195.1
Чистая прибыль	151.7	226.0	135.6
Активы	1124.8	1561.9	2053.2
Краткосрочные обязательства	352.2	395.0	658.9
Долгосрочные обязательства	167.7	169.6	351.5
Собственный капитал	604.9	997.3	1042.8
EBITDA	190.0	310.0	283.4

Источник: данные компании, расчеты UFC Capital.

## Астарта (AST PW)

	Sales (\$млн.)	EBITDA (\$млн.)	Net income (\$млн.)	P/S	EV/S	EV/EBITDA	P/E
2009	178.8	68.1	41.0	1.96	3.23	8.49	8.54
2010	305.7	140.4	111.6	1.15	1.89	4.12	3.14
01.10.2010- 30.09.2011	384.6	161.6	135.1	0.91	1.50	3.58	2.59

Источники: данные компании, расчёты UFC Capital.

«Астарта» является вертикально интегрированным агропромышленным холдингом, объединяющим пять региональных подразделений в Полтавской, Винницкой и Хмельницкой областях. Основными направлениями деятельности холдинга является производство сахара, сопутствующей продукции, зерна и масличных культур, а также мяса и молока.

- ▶ По информации деловых СМИ, около 63% компании принадлежит генеральному директору Виктору Иванчику и председателю совета директоров Валерию Короткову.
- ▶ «Астарта» владеет восемью сахарными заводами. Площадь обрабатываемых холдингом земель составляет около 240 тыс. га. До 2015 г. компания планирует увеличить земельный банк до 400 тыс. га. В частности, в 2012 г. агрохолдинг намерен расширить площадь обрабатываемых сельхозземель до 300 тыс. га.
- ▶ «Астарта» сохраняет лидирующие позиции, на рынке сахара Украины занимая около 17.7% рынка. В 2011 г. компания увеличила производство сахара по сравнению с 2010 г. на 85% до 370 тыс. т.
- ▶ Благодаря реконструкции сахарных заводов, а также приобретению двух заводов в Харьковской области компании удалось значительно увеличить перерабатывающие мощности. Общая суточная мощность заводов «Астарты» по переработке сахарной свеклы составляет 30 тыс. т, что на 50% больше чем годом ранее.
- ▶ В июле 2011 г. «Астарта» начала переработку тростникового сахара-сырца на принадлежащем ему Ярьесковском сахарном заводе. Несмотря на незначительные объемы переработки нового сырья (около 30 тыс. т), диверсификация производственного процесса позволит существенно повысить эффективность сахарного бизнеса компании.

## ПОКУПАТЬ

Текущая цена: \$14.02  
Справедливая цена: \$25.69  
Потенциал роста: 83%

### Торговая информация

Торговая площадка WSE  
Валюта котировок PLN

Тиккер Bloomberg **AST PW**

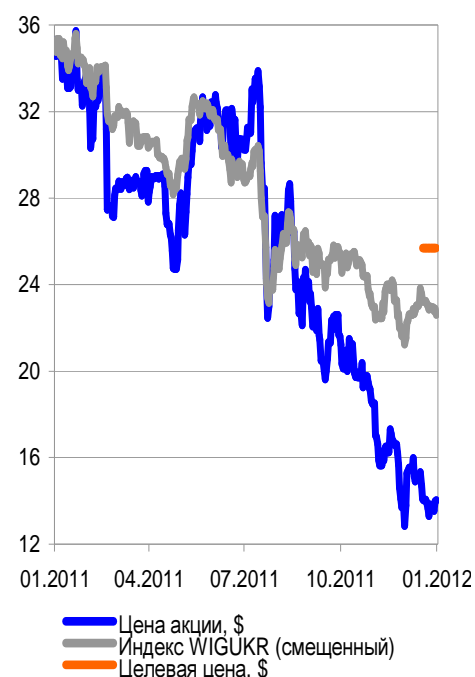
Минимум за 12 мес. 12.86  
Максимум за 12 мес. 35.72

### Структура акционеров

Albacon Ventures, ltd 37.0%  
Aluxes Holdings, ltd 26.0%  
Другие 37.0%

### Структура капитала

Количество акций 25 000 000  
Капитализация, \$ млн. 350.6  
Чистый долг, \$ млн. 227.5  
EV, \$ млн. 578.1



- ▶ В рамках диверсификации бизнеса, «Астарта» увеличила поголовье коров на 23% г/г, что позволило нарастить производство молока почти на 35% г/г до 69 тыс. т. В целом поголовье крупного рогатого скота холдинга насчитывает 28 тыс. голов, в том числе 14 тыс. голов дойного стада.
- ▶ В 2011 г. «Астарта» увеличила валовой сбор зерновых и масличных культур почти в два раза г/г до 660 тыс. т, что оказалось выше прогнозов компании.
- ▶ «Астарта» - первый производитель сахара в Украине, который принимает участие в реализации проектов по продаже единиц сокращенных выбросов (ЕСВ) в рамках Киотского протокола. Благодаря программе энергосбережения, которая финансируется за счёт кредитных ресурсов ЕБРР, было достигнуто значительное снижение потребления энергоресурсов на сахарных заводах (в 2011 г. потребление газа на ключевых заводах компании сократилось на 10% г/г).
- ▶ За первые 9 месяцев 2011 г. «Астарта» получила €93.0 млн. чистой прибыли, что на 18% больше чем за аналогичный период 2010 г. Чистый доход компании за рассматриваемый период увеличился на 24% г/г до €187 млн. Стоит отметить, что доля доходов от продажи сахара в общей структуре продаж компании уменьшилась с 73% в январе-сентябре 2010 г. до 65% в январе-сентябре 2011 г., при этом «Астарта» существенно нарастила объемы продаж зерна, масличных культур и молока. EBITDA агрохолдинга за девять месяцев возрос на 12% г/г и составил €109 млн.
- ▶ Компания продолжает привлекать заемные средства. Так, в январе 2012 г. «Астарта» подписала кредитное соглашение с Citibank, в рамках совместной программы с американской «Корпорацией зарубежных частных инвестиций», на сумму \$25 млн. сроком на пять лет, с целью финансирования дальнейшей модернизации и реконструкции своих сахарных заводов.

## Оценка справедливой стоимости компании

«Астарта» и компании-аналоги: фундаментальные показатели, \$ млн.

Компания	Страна	Капитализация	EV	Последние 4 квартала		
				Продажи	ЕБИТДА	Чистая прибыль
Rogers Sugar Inc.	Канада	489.5	657.4	604.9	78.0	43.7
Delta Sugar	Египет	402.1	372.9	227.3	69.7	49.4
Cosumar	Марокко	814.8	893.2	685.1	127.5	74.6
Razgulay Group	Россия	139.6	962.8	756.7	75.4	4.5
Ros Agro Plc.	Россия	846.0	1 112.9	1 024.3	246.2	159.3
Kernel Holding Sa	Украина	1 456.1	1 919.8	1 951.7	283.4	135.6
<b>Всего (компании-аналоги)</b>		<b>4 148.1</b>	<b>5 918.9</b>	<b>5 250.0</b>	<b>880.1</b>	<b>467.1</b>
<b>Астарта</b>	<b>Украина</b>	<b>350.6</b>	<b>578.1</b>	<b>384.6</b>	<b>161.6</b>	<b>135.1</b>

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

Для оценки мы использовали показатели финансовых результатов деятельности «Астарта» и компаний-аналогов за последние доступные четыре квартала.

#### «Астарта» и компании-аналоги: сравнительные показатели

Компания	Страна	Последние 4 квартала			
		P/S	EV/S	EV/EBITDA	P/E
Rogers Sugar Inc.	Канада	0.81	1.09	8.43	11.21
Delta Sugar	Египет	1.77	1.64	5.35	8.14
Cosumar	Марокко	1.19	1.30	7.00	10.92
Razgulay Group	Россия	0.18	1.27	12.77	30.76
Ros Agro Plc.	Россия	0.83	1.09	4.52	5.31
Kernel Holding Sa	Украина	0.75	0.98	6.78	10.74
<b>Всего (компании-аналоги)</b>		<b>0.79</b>	<b>1.13</b>	<b>6.72</b>	<b>8.88</b>
<b>Астарта</b>	<b>Украина</b>	<b>0.91</b>	<b>1.50</b>	<b>3.58</b>	<b>2.59</b>

Источники: Bloomberg, данные компаний, расчеты UFC Capital.

В оценке мы использовали мультипликаторы P/E, EV/EBITDA, EV/S и P/S которым присвоили одинаковый вес при расчете итоговой целевой стоимости компании.

#### Расчет справедливой стоимости

База сравнения	Ценовой ориентир по мультипликатору, \$	Вес показателя	Потенциал роста, %
P/S (последние 4 квартала)	12.15	0.25	-13%
P/E (последние 4 квартала)	48.00	0.25	242%
EV/EBITDA (последние 4 квартала)	34.37	0.25	145%
EV/S (последние 4 квартала)	8.24	0.25	-41%
<b>Итоговая оценка</b>	<b>25.69</b>	<b>1.00</b>	<b>83%</b>

Источник: расчеты UFC Capital.

На текущий момент компания торгуется с низким мультипликатором P/E = 2.59, что значительно ниже среднего уровня по группе аналогов. Исходя из сравнительной оценки, **целевая цена компании составляет \$25.69, что предполагает потенциал роста 83%.**

#### Ключевые финансовые показатели

	2009	2010	01.10.2010-30.09.2011
Объем продаж (чистый доход)	178.8	305.7	384.6
Прибыль от операционной деятельности	56.7	122.0	187.3
Финансовый результат от обычной деятельности до налогообложения	41.6	111.0	177.5
Чистая прибыль	41.0	111.6	135.1
Активы	315.1	480.1	737.6
Краткосрочные обязательства	66.2	102.7	184.0
Долгосрочные обязательства	87.5	92.8	142.8
Собственный капитал	161.3	284.6	410.9
EBITDA	68.1	140.4	161.6

Источник: данные компании, расчеты UFC Capital.

**ООО «Украинский фондовый центр»**  
01034, Украина, г. Киев, ул. Владимирская 47, офис 1  
тел.: +380 (44) 391-37-78 факс: +380 (44) 391-37-79  
<http://www.ufc-capital.com>

**Владимир Ланда**  
Начальник аналитического отдела  
[landa@ufc-capital.com](mailto:landa@ufc-capital.com)

**Владимир Оваденко**  
Старший аналитик  
[ovadenko@ufc-capital.com](mailto:ovadenko@ufc-capital.com)

**Феликс Фурман**  
Младший аналитик  
[furman@ufc-capital.com](mailto:furman@ufc-capital.com)

© 2012 ООО «Украинский фондовый центр». Все права защищены.

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала. Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Мы не утверждаем, что приведенная информация и мнения верны либо представлены полностью, хотя они базируются на данных, полученных из надежных источников. Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.