

## TYP REKOMENDACJI- KUPUJ

01.07.2004 godz. 11.00

Segment rekomendacji	Fundamentalna
Nazwa spółki:	<b>Elstar Oils S.A</b>
Kod spółki	ELS
Cel	44,05 zł

Zalecane zaangażowanie	
Zachowawczy	7,0%
Ryzykowny	14%

Wcześniejsze rekomendacje		
Data	Typ	Cena
27.05.2004	KUPUJ	34,7 zł

Uwzględniając pozycję fundamentalną Spółki i sektora, wyniki po pierwszym kwartale 2004 roku (Spółka zrealizowała nieomal połowę prognozowanych zysków na 2004 rok) oraz sytuację rynkową (deklarowany w Book Building-u popyt w wysokości 1 miliarda na walory nowej emisji o wartości 45 milionów złotych, redukcja zapisów 90%) wydajemy drugą rekomendację dla walorów Elstar Oils SA: **KUPUJ**. **Po opublikowanym w systemie „Emitent” w dniu 30 czerwca 2004 roku komunikacie o sprzedaży Spółki w maju podnosimy docelową wycenę do 44,05 zł. Wycena oparta jest na nowych prognozach zysków na rok 2004 uwzględniających sprzedaż w okresie styczeń-maj 2004. „Przychody ze sprzedaży za okres od stycznia do maja 2004 roku wyniosły 50,1 mln zł co w rezultacie oznacza, że były wyższe od przychodów osiągniętych w analogicznym okresie roku ubiegłego o 69%” podała Spółka w komunikacie.** Wycena nie uwzględnia prawdopodobieństwa uzyskania ewentualnego unijnego dofinansowania na dalszy rozwój technologiczny. Prognozy sprzedaży spółki na lata 2004 do 2005 praktycznie nie uwzględniają także rozwoju rynku biokomponentów do paliw. Spółka może więc w przyszłości pozytywnie zaskoczyć inwestorów. Potencjał wzrostu jest olbrzymi. Zakładając wzrost przychodów o 69% (do 134,7 mln) w całym 2004 roku spółka znacznie przekroczyłaby prognozy na rok 2004 (98mln) i nawet prognozę sprzedaży na rok 2005 (127mln). Większe przychody spowodują także wzrost zysku ze sprzedaży oraz zysku netto. W mojej opinii prawdopodobne jest osiągnięcie w 2004 roku zysk netto na poziomie 7 mln zł. Dla nowych akcjonariuszy oznacza to, iż spółka jest w stanie wygenerować w najbliższych trzech latach zysk ze sprzedaży brutto przekraczający nieznacznie wpływy z emisji nowych akcji (45 mln). W przeciągu czterech lat przepływy wolnych środków pieniężnych (uwzględniające inwestycje) także powinny przekroczyć wartość emisji. Elstar Oils w ramach utrzymywania dobrych kontaktów z inwestorami zobowiązał się przysyłać co miesiąc informacje o sprzedaży. Do Rady nadzorczej Elstaru, na wniosek największego akcjonariusza Stanisława Rosnowskiego weszli: zarządzający funduszem OFE PEKAO oraz doradca inwestycyjny i prokurent Union Investment TFI.

Pomiędzy Internetowym Domem Maklerskim S.A. a Elstar Oils S.A. występują następujące powiązania:

- Umowa, której przedmiotem jest podjęcie czynności mających na celu wprowadzenie akcji Emitenta do obrotu publicznego oraz przeprowadzenie publicznej oferty akcji.
- Umowy o animowaniu akcji Elstar Oils S.A.,
- Umowa Sponsora akcji.

Niniejsze opracowanie ma wyłącznie charakter informacyjny i nie jest ofertą objęcia lub kupna akcji. Niniejszy raport został sporządzony zgodnie z zasadą zachowania rzetelności zawodowej, jednak IDMSA.PL nie ponosi odpowiedzialności za zawarte informacje. IDMSA.PL przypomina, iż jedynym prawnie wiążącym dokumentem dotyczącym Emitenta i emisji jest prospekt emisyjny. Prospekt Emisyjny Elstar Oils jest dostępny na stronach internetowych Emitenta oraz w siedzibie Spółki, w Komisji Papierów wartościowych i Gield oraz Gieldzie Papierów Wartościowych.

Ze względu na bardzo dobrą pozycję fundamentalną oraz dynamicznie rosnące przychody, zmiany w samej spółce na skutek przeprowadzanych inwestycji, Dział Analiz IDMSA.PL będzie kwartalnie monitorował wyniki finansowe i ocenę Spółki.

### Uzasadnienie rekomendacji:

Zakładając analogiczny jak w okresie styczeń-maj 2004 wzrost przychodów (+69%) Elstar Oils w całym 2004 roku prognozowane przychody wyniosłyby 134,7 mln zł. Prognoza oparta na proporcjonalnym wzroście przychodów (realizacja 5 z 12 miesięcy) daje wartość sprzedaży równą 120mln zł. Prognozując ostrożniej przychody na 2004 rok w wysokości 120 mln zł oraz wzrost przychodów r/r w kolejnych dwóch latach jedynie o +10% i utrzymanie rentowności na kolejne lata jak w poprzednich prognozach zawartych w prospekcie emisyjnym otrzymujemy nowe szacunki zysku brutto ze sprzedaży. Zysk netto na rok 2004 może być nawet na poziomie 7 mln zł. Prognozowany wzrost przychodów i zysku wpływa pozytywnie na szacowaną wartość walorów Elstar Oils. Wycena metodą DCF wzrasta z 38,90 zł do 39,80zł. Wycena metodą porównawczą na dzień 30 czerwca wzrasta z poprzedniej (3 czerwca) z 39,1 do 48,30. Przyczyną jest poprawa wskaźników P/E i P/BV, dalszy wzrost efektywności zatrudnienia, aprecjacja spółek z sektora spożywczego w miesiącu czerwcu. Wg prognoz opartych na opisanych wcześniej założeniach P/E Elstaru (dla ceny 35 zł) w roku 2004 wyniesie 21,6 (średnia w sektorze 22), P/BV natomiast zaledwie 1,9 wobec średniej w sektorze 3,3. Rentowność ROE wzrośnie wobec wcześniejszych prognoz tego wskaźnika o +63% (wzrost rentowności z 5,38% do 8,8%).

Teoretyczna „fair value” walorów sporządzona na podstawie nowych prognoz przychodów i zysku brutto oraz zastosowanej metodologii identycznej jak w raporcie analitycznym z 26 maja wynosi **44,05 zł** i jest wyższa od poprzedniej wyceny (39 zł) o +12%.

Wartość teoretyczna jednej akcji Elstar Oils (średnia z dwóch wycen) wynosi **44 zł**. Taka wartość walorów jest przede wszystkim rezultatem wysokiej efektywności zatrudnienia oraz oparciu wyceny na podstawie nowych prognoz na 2004 rok. Spółka dysponuje nowoczesną technologią, majątek trwały Elstar Oils jest efektywnie zorganizowany i nie występują zbędne składniki majątkowe. Elstar Oils jest młodą spółką na rynku dzięki strategii cen uzyskał znaczący udział w rynku, perspektywy i możliwości dalszego rozwoju są obiecujące. Uzasadnione są notowania spółki z premią wobec sektora spożywczego.

Pomiędzy Internetowym Domem Maklerskim S.A. a Elstar Oils S.A. występują następujące powiązania:

- Umowa, której przedmiotem jest podjęcie czynności mających na celu wprowadzenie akcji Emitenta do obrotu publicznego oraz przeprowadzenie publicznej oferty akcji.
- Umowy o animowaniu akcji Elstar Oils S.A.,
- Umowa Sponsora akcji.

Niniejsze opracowanie ma wyłącznie charakter informacyjny i nie jest ofertą objęcia lub kupna akcji. Niniejszy raport został sporządzony zgodnie z zasadą zachowania rzetelności zawodowej, jednak IDMSA.PL nie ponosi odpowiedzialności za zawarte informacje. IDMSA.PL przypomina, iż jedynym prawnie wiążącym dokumentem dotyczącym Emitenta i emisji jest prospekt emisyjny. Prospekt Emisyjny Elstar Oils jest dostępny na stronach internetowych Emitenta oraz w siedzibie Spółki, w Komisji Papierów wartościowych i Gield oraz Gieldzie Papierów Wartościowych.

Remigiusz Marek Sopol-analitik IDMSA.PL  
+48 600 935 642  
(12) 422 25 72  
Internetowy Dom Maklerski IDMSA.PL  
Dział Analiz i Rekomendacji

1 lipca 2004

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone wyłącznie w celu informacyjnym. Nie jest ono próbą reklamy ani oferowania papierów wartościowych. Wyrażane opinie inwestycyjne są niezależnymi opiniami Działu Analiz i Rekomendacji Internetowego Domu Maklerskiego IDMSA.PL. W opracowaniu wykorzystano źródła informacji, które IDMSA.PL uważa za wiarygodne i dokładne, lecz nie istnieje gwarancja, iż są one wyczerpujące i w pełni odzwierciedlają stan faktyczny. Raport został sporządzony na podstawie publicznie dostępnych informacji oraz danych zawartych w Prospekcie Emisyjnym. Wszelkie opinie i oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają opinie analityka IDMSA.PL w dniu jego wydania. Niniejsze opracowanie jest skrótem raportu analitycznego oraz wcześniejszej rekomendacji z dnia 26 maja 2004. IDMSA.PL nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji podjętych na podstawie opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych. Odpowiedzialność za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie lektury opracowania ponoszą inwestorzy.

Opracowanie jest przeznaczone do wyłącznego, własnego użytku profesjonalnych inwestorów, zainteresowanych spółką - klientów IDMSA.PL, którzy otrzymali je bezpośrednio z IDMSA.PL.

IDMSA.PL wycenia akcje analizowanych spółek wybranymi metodami wyceny, w tym : metodą porównawczą, metodą DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych), metodą dochodową, majątkową, likwidacyjną, metodami mieszanymi: np. szwajcarską i niemiecką. Silną stroną metody porównawczej jest uwzględnienie bieżącej oceny rynku odnośnie wartości spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody porównawczej jest ryzyko, iż w danej chwili rynek może nie wyceniać prawidłowo spółek porównywalnych do spółki wycenianej. Zaletą metody DCF jest to, iż jest ona niezależna od bieżącej rynkowej wyceny spółek porównywalnych do wycenianej spółki. Wadą metody DCF jest jej duża wrażliwość na przyjęte założenia, zwłaszcza te odnoszące się do wyznaczenia wartości rezydualnej. Wadą metody niemieckiej jest możliwość przeszacowania dużych spółek o niskiej rentowności lub niedoszacowania małych firm, które odznaczają się wysoką rentownością i dynamiką. Pomimo swoich ograniczeń ww metody cieszą się szerokim uznaniem.

Pomiędzy Internetowym Domem Maklerskim S.A. a Elstar Oils S.A. występują następujące powiązania:

- Umowa, której przedmiotem jest podjęcie czynności mających na celu wprowadzenie akcji Emitenta do obrotu publicznego oraz przeprowadzenie publicznej oferty akcji.
- Umowy o animowaniu akcji Elstar Oils S.A.
- Umowa Sponsora akcji.

Pomiędzy analitykiem przygotowującym niniejszy raport i jego osobami bliskimi a Emitentem papierów wartościowych, którego dotyczy niniejsze opracowanie nie występują jakiegokolwiek powiązania. Analitycy sporządzający niniejszy raport nie posiadają akcji spółek opisywanych w tym raporcie. Zgodnie z wiedzą sporządzających raport, żaden z przedstawicieli IDMSA.PL nie zasiada w zarządzie ani radzie nadzorczej spółki będącej przedmiotem niniejszego raportu. Inwestorzy powinni zakładać, że IDMSA.PL ma lub będzie miał zamiar złożenia oferty świadczenia usług spółce, której dotyczy niniejszy raport. Niniejszy raport został sporządzony zgodnie z zasadą zachowania rzetelności zawodowej, jednak IDMSA.PL nie ponosi odpowiedzialności za zawarte informacje. IDMSA.PL przypomina, iż jedynym prawnie wiążącym dokumentem dotyczącym Emitenta i emisji jest prospekt emisyjny. Prospekt Emisyjny Elstar Oils jest dostępny m.in. na stronach internetowych Emitenta.

Pomiędzy Internetowym Domem Maklerskim S.A. a Elstar Oils S.A. występują następujące powiązania:

- Umowa, której przedmiotem jest podjęcie czynności mających na celu wprowadzenie akcji Emitenta do obrotu publicznego oraz przeprowadzenie publicznej oferty akcji.
- Umowy o animowaniu akcji Elstar Oils S.A.
- Umowa Sponsora akcji.

Niniejsze opracowanie ma wyłącznie charakter informacyjny i nie jest ofertą objęcia lub kupna akcji. Niniejszy raport został sporządzony zgodnie z zasadą zachowania rzetelności zawodowej, jednak IDMSA.PL nie ponosi odpowiedzialności za zawarte informacje. IDMSA.PL przypomina, iż jedynym prawnie wiążącym dokumentem dotyczącym Emitenta i emisji jest prospekt emisyjny. Prospekt Emisyjny Elstar Oils jest dostępny na stronach internetowych Emitenta oraz w siedzibie Spółki, w Komisji Papierów wartościowych i Gield oraz Gieldzie Papierów Wartościowych.