

Aleje Jerozolimskie 123a, 02-017 Warszawa  
 Tel.: (48-22) 529-67-97, Fax.: (48-22) 529-67-98  
 e-mail: abrok@amerbrokers.pl

Analitik: Robert Kurowski, makler p.w.

## Elstar Oils

Przemysł spożywczy

Kurs bieżący (zł): 8,75  
 Liczba akcji (tys.): 48 212  
 Free float: 44,0% (185 mln zł)

Dane (tys. zł)	2005s	2006s	I-VQ 2007s	2008s P
Przychody	139 852	208 873	381 576	620 000
Zysk operacyjny	10 981	13 092	-1 947	34 504
<b>Zysk netto</b>	<b>7 099</b>	<b>8 140</b>	<b>-3 922</b>	<b>19 376</b>
Wartość księgowa	88 207	151 357	138 788	158 164
<b>Kapitalizacja</b>	<b>30 681</b>	<b>720 769</b>	<b>421 855</b>	<b>421 855</b>
Liczba akcji (w tys.)	4 383	48 212	48 212	48 212
EPS (zł)	1,6	0,2	-	0,4
BVPS (zł)	20,1	3,1	2,9	3,3
P/E	4,3	88,5	-	21,8
P/BV	0,3	4,8	3,0	2,7
<b>Kurs (zł)*</b>	<b>7,00</b>	<b>14,95</b>	<b>8,75</b>	<b>8,75</b>

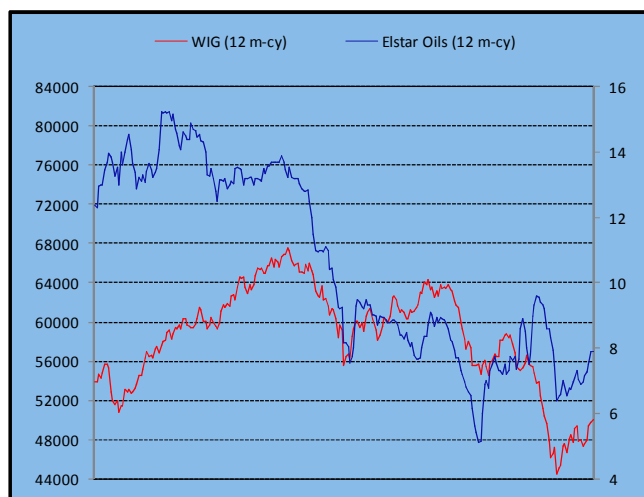
\* kursy na koniec okresu; dla I-IVQ 2007 roku oraz prognoz kurs bieżący

P - prognoza AmerBrokers

s - dane skonsolidowane

Akcjonariusze:	% akcji	% głosów
Stanisław Rosnowski	50,9%	50,9%
Absolute East West Master Fund Ltd.	5,1%	5,1%
Pozostali	44,0%	44,0%
<b>Razem</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

\*Stan na dzień przekazania raportu za IV kwartał 2007 roku



Jedną akcję Elstar Oils wyceniamy na 9,5 zł i w związku tym, że jest to o 8,6% więcej od bieżącego kursu giełdowego, wydajemy dla Spółki rekomendację Trzymaj. Przewidujemy, że w związku ze zmianami podatkowymi, w bieżącym roku Elstar Oils osiągnie wymierne korzyści z uruchomienia produkcji biokomponentów. Efektem tego oraz poprawy dochodowości w segmencie spożywczym powinno być wypracowanie zysku operacyjnego i netto.

W 2006 roku oraz 2007 roku na działalność Grupy Elstar największy wpływ miała sytuacja na tworzącym się rynku biodiesla w Polsce. Na skutek opóźnień we wprowadzeniu paliw z dodatkiem estrów, Spółka nie uzyskiwała przychodów ze sprzedaży biokomponentów. Wymiernym i negatywnym skutkiem była konieczność ponoszenia kosztów utrzymania nowego zakładu produkcyjnego, co niekorzystnie odbiło się na wysokości wyniku netto za cały 2007 rok.

Rok 2007 Spółka zamknęła przychodami skonsolidowanymi na poziomie 381,6 mln zł, co oznacza wzrost o 82,7% w porównaniu do roku 2006. **Wysoki poziom obrotów Grupa uzyskała m.in., wykorzystując wzrost cen rzepaku i upłynniając posiadane zapasy surowca.**

Jak przewiduje Spółka, w następnych latach minimum połowa przychodów skonsolidowanych pochodzić będzie z rynku biopaliw, a reszta z dotychczasowego segmentu, tj. spożywczego (oleje, tłuszcze i śruta). Sprzedaż estrów, z uwagi na zmiany w uregulowaniach prawnych, Spółka rozpoczęła dopiero w styczniu br.

W ostatnim kwartale 2007 roku podmiot dominujący Elstar Oils zanotował jednostkowy zysk netto w wysokości 1,4 mln zł, natomiast za cały 2007 rok w wysokości 3,4 mln zł. **Wynik netto Grupy został obciążony kosztami funkcjonowania spółki Biopaliwa (segment biodiesla), w efekcie czego skonsolidowana strata za ubr. wyniosła 3,9 mln zł.** Na ujemny wynik wpłynęły koszty zakładu w Malborku i rozliczenie w tym okresie sprzedaży towarów i materiałów prowadzonej przez zakład biodiesla w związku z uruchomieniem produkcji.

## Branża

Branża w której działa Elstar Oils to rynek olejów jadalnych oraz estrów do produkcji biopaliw. Z tego względu analizę sytuacji w branży opieramy na danych dotyczących zmian wielkości produkcji oraz popytu na główny surowiec używany przez Spółkę, tj. rzepak. Ocena sytuacji sektorze biopaliw dotyczy szacunków popytu, a także głównie aspektów prawnych – regulacji determinujących warunki i opłacalność produkcji oraz decyzje biznesowe podmiotów w nią zaangażowanych.

### Rynek rzepaku

Rzepak jest po soi drugą najważniejszą rośliną oleistą na świecie. Rzepak ozimy jest najpopularniejszą rośliną uprawną na krajowym rynku nasion roślin oleistych. W minionych 10 latach udział rzepaku w krajowym areale roślin oleistych wynosił około 95-97%. Charakterystyczne, że w ostatnich latach rzepak stał się także najważniejszą rośliną w grupie roślin o zastosowaniu przemysłowym i stanowi ponad 64% w strukturze zasiewów tego typu roślin, co oznacza że pod względem powierzchni uprawy jest bardziej popularny niż burak cukrowy. Produkcja rzepaku skoncentrowana jest w województwach północnych, zachodnich i południowo-zachodnich. Wynika to z ich położenia, tj. w dogodnej dla uprawy rzepaku strefie glebowo-klimatycznej. Decydującą jednak rolę odgrywa dobrze rozwinięty na tych terenach przemysł tłuszczowy.

### Zbiory

Konsekwencją zwiększonych zasiewów jest wysoki poziom produkcji. W ciągu ostatnich 45 lat produkcja rzepaku na świecie wzrosła ponad jedenastokrotnie (z 3,6 mln ton na początku lat 60-ych do ponad 42 mln ton w sezonie 2004/2005). W tym samym czasie powierzchnia zasiewów wzrosła z 6,3 mln ha do 26 mln. Nastąpił wzrost efektywności uprawy, tj. plonów pozyskiwanych z jednego hektara. W tym czasie zanotowano prawie trzykrotny wzrost plonów, do 50 dt/ha (decyton na hektar). Należy zwrócić uwagę na to, że na świecie, tj. poza Europą, uprawiany jest głównie rzepak jary, z którego w przeciętnych warunkach glebowo-klimatycznych uzyskuje się gorsze plony w porównaniu do rzepaku ozimego. Największymi producentami rzepaku jarego są: Kanada, Chiny oraz Australia, Rosja i Kazachstan. W Europie rzepak jary uprawiają na większą skalę tylko kraje skandynawskie: Szwecja i Dania oraz Ukraina i Białoruś, a na bardzo ograniczonym areale Niemcy, Francja, Czechy, Słowacja i Polska.

W 2006 roku nastąpił wyraźny wzrost cen rzepaku, zarówno w ujęciu globalnym jak i w kraju. Sytuacja ta spowodowana była rosnącym popytem jak i prognozami zużycia tego surowca. Przewiduje się, że tendencja ta utrzyma się także w bieżącym roku, który będzie już trzecim z kolei kiedy to spożycie oleju rzepakowego na cele nieżywnościowe (5,0 mln ton) będzie większe niż na cele spożywcze (2,8 mln ton).

### Ceny

Ceny rzepaku, mimo okresowych wahań mają tendencję rosnącą. W październiku ubr. za rzepak płacono średnio 521 USD/tonę (Hamburg), tj. o 7,4% więcej w porównaniu do ceny we wrześniu tego samego roku oraz aż o 54,6% w stosunku do ceny sprzed 12 miesięcy. Wzrost cen surowca znalazł także odzwierciedlenie w wyższych cenach produktów finalnych. Analogicznie w ciągu jednego miesiąca ubr. (wrzesień-październik 2007 roku) cena oleju rzepakowego zwiększyła się o 13,7% do 1.195 USD/tonę, natomiast w skali roku wzrost wyniósł 53%. Śruta, będąca produktem ubocznym w procesie rafinowania oleju podrożała w skali roku o 85%. W Polsce korelacja cenowa na rynku surowca (rzepak) oraz produktów z niego uzyskiwanych (oleje, śruta, tłuszcze) była odmienna od występującej na świecie. Nie nastąpił o porównywalnej skali wzrost cen produktów, co przyczyniło się do pogorszenia sytuacji finansowej firm przerabiających rzepak. Mimo, że już w 2006 roku nastąpił wzrost cen skupu rzepaku w stosunku do roku 2005 (spowodowane to było m.in. oczekiwaniami dotyczącymi uruchomienia rynku biopaliw), jednak zwyczajka ta nie miała odzwierciedlenia w cenach produktu, m.in. oleju rzepakowego. Obniżenie marży uzyskiwanej przez producentów olejów było wynikiem m.in. opóźnienia w uruchomieniu polskiego rynku biodiesla i braku popytu na olej ze strony odbiorców z tego segmentu. Sytuacja ta była szczególnie odczuwalna w 4 kwartale 2006 roku, co doprowadziło do nadpodaży oleju dla rynku spożywczym.

Ceny skupu na rynku krajowym wzrosły w skali roku o około 4-10%. Należy zauważyć, że w związku z tym przy silnie rosnących cenach zbóż, pogorszeniu uległa opłacalność produkcji rzepaku. Ceny oleju wzrosły w ujęciu rocznym o 17,9%, natomiast ceny śruty zwiększyły się o

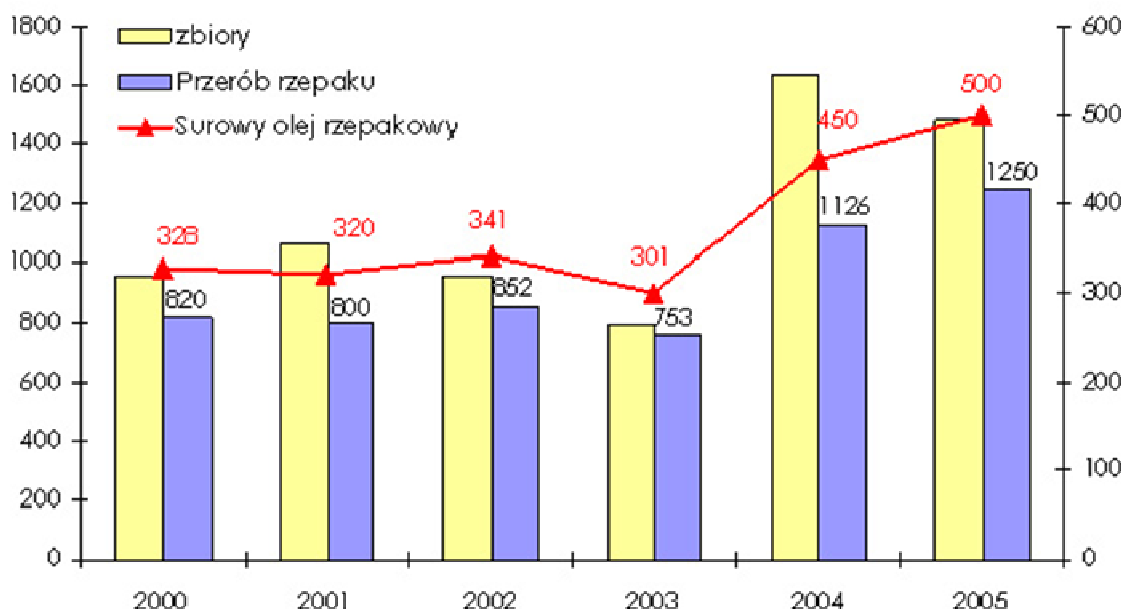
52,1%. W październiku ubr., w porównaniu z miesiącem poprzednim, jak i z analogicznym miesiącem roku poprzedniego, oleje i margaryny silniej podrożały u producentów niż na poziomie detalu. W okresie od grudnia 2006 r. do października 2007 r. ceny detaliczne tłuszczów roślinnych wzrosły średnio o 5,3%. Wzrost ich cen był zbliżony do wzrostu cen całej żywności łącznie z napojami bezalkoholowymi (5,9%).

Zwiększone w ostatnich miesiącach ubr. zapotrzebowanie na produkty finalne, otrzymywane z rzepaku skutkuje coraz wyższym przerobem i produkcją oleju i śruty. Według danych Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej (IERiGŻ), we wrześniu ubr. wzrost produkcji surowego oleju rzepakowego wyniósł 14%.

## Produkcja

Wielkość produkcji rzepaku w Polsce podlega częstym wahaniom, co związane jest z wrażliwością tej rośliny na warunki atmosferyczne oraz zmiennością opłacalności produkcji w stosunku do zbóż. Według IERiGŻ, średnie plony w Polsce są niskie i wynoszą za ostatnie 25 lat 21,9 dt/ha, co oznacza że jest to o około 50% mniej niż w krajach UE. Pod względem uzyskiwanych plonów Polska zajmuje 6 miejsce w Europie. W okresie ostatnich 25 lat plony rzepaku w Polsce wahają się od prawie 16 dt/ha do ponad 30 dt/ha.

### Zbiory i przerób rzepaku oraz produkcja surowego oleju rzepakowego w latach 2000-2005 (tys. ton)



Źródło: Krajowe Zrzeszenie Producentów Rzepaku

## Przemysł olejarski

Krajowy przemysł olejarski reprezentowany jest głównie przez kilku przetwórców, mających ze względu na posiadane moce przerobowe decydujący wpływ na wielkość produkcji: WZM ADM Szamotuły, ZT Kruszwica, Ewico-Brzeg, Elstar, ZT w Bodaczowie Sp. z o.o., ZPT w Warszawie. Szacuje się, że moce przerobowe tych firm w kampanii skupowej 2005/2006 wyniosły 1,3 mln ton rzepaku, a w ubiegłym roku 1,5 mln ton. Ważną cechą krajowego sektora olejarskiego jest to, że jest to jedna z najbardziej skoncentrowanych krajowych gałęzi przemysłu przetwórstwa rolniczego. Wymienione zakłady zaopatrują w tłuszcze roślinne niemalże cały rynek tłuszczowy, ponieważ dysponują łącznie 80% mocy przerobowej krajowego przemysłu olejarskiego. W Polsce funkcjonuje również ponad 20 przetwórców o mniejszym potencjale. Są to głównie małe tłocznie i rozlewnie olejów, dokonujące rozlewu pod własną marką olejów zakupionych od dużych zakładów tłuszczowych. Łącznie zdolności przerobu nasion oleistych polskiego przemysłu tłuszczowego wynoszą ponad 1,5 mln ton (w produkcji rafinacji olejów – 800 tys. t/rok). W grupie nowych państw członkowskich Polska ma największy potencjał produkcyjny w przemyśle tłuszczowym. W sezonie 2004/2005 Polska była czwartym producentem oleju rzepakowego w UE-25 (8% udział).

**Rynek biodiesla**

W 2006 roku przyjęto w Polsce pakiet ustaw, które umożliwiły organizację pod względem prawnym rynku biopaliw. Dotyczy to biodiesla - biopaliwa otrzymywanego z domieszki estrów metylowych i oleju napędowego.

**Uregulowania prawne**

Rozporządzenie Rady Ministrów wydane w grudniu 2006 roku obniżyło poziom zwolnienia biopaliw z akcyzy. Odroczyło to uruchomienie rynku do czasu zmian prawnych wdrażanych obecnie, których celem jest wieloletnia promocja biopaliw. W dniu 22 grudnia 2006 Minister Finansów wydał rozporządzenie, które weszło w życie od 1 stycznia 2007. Rozporządzenie to zmieniło stawki ulg w akcyzie dla producentów biopaliw płynnych. Stosowane od 1 stycznia ulgi są mniej korzystne od obowiązujących dotychczas. Akcyza za 1000 litrów oleju napędowego wynosi 1.048 zł, a za każdy dodawany litr biokomponentu producent biopaliw dostaje od tego roku zwrot 1 zł. Ulga na samoistne paliwo (np. czysty biodiesel) jest większa niż w przypadku paliw z domieszką biokomponentów. Zwolnienie nie może być wyższe niż należna kwota akcyzy. Wpłynęło to na przesunięcie właściwego i faktycznego uruchomienia polskiego rynku biodiesla do czasu startu tzw. obowiązkowego blendingu, czyli od roku 2008. Wraz z 1 stycznia 2007 roku przestały działać mechanizmy ekonomiczne promujące stosowanie biopaliw, a nie zaczęły jeszcze działać w pełni mechanizmy prawne obowiązkowego blendingu wprowadzone Ustawą z dnia 25 sierpnia 2006 r. o biokomponentach i biopaliwach ciekłych.

Obowiązująca ustawa z dnia 25 sierpnia 2006 o biokomponentach i biopaliwach nakłada na producentów obowiązek produkcji paliw z wykorzystaniem biokomponentów, a na sprzedawców obowiązek ich sprzedaży<sup>1</sup>. Zgodnie z obecnie obowiązującymi przepisami, dystrybutorzy paliw muszą sprzedawać takie ilości biopaliw, aby ich udział w ogólnej sprzedaży paliw wynosił 3,45% (5,75% w 2010 roku). W przypadku niedotrzymania tego parametru, podmioty te narażone są na kary ustawowe. Od sierpnia ubr. wprowadzono także przepisy pozwalające poprawić opłacalność produkcji estrów. Obowiązuje ulga podatkowa w myśl której producenci biokomponentów mogą odliczać 19% nadwyżki kosztów wytworzenia tych biokomponentów nad kosztami wytworzenia paliw tradycyjnych.

W styczniu br. Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK) wystąpił do Komisji Europejskiej (KE) z dokumentami niezbędnymi do wdrożenia wyższych i korzystniejszych dla producentów ulg na biopaliwa. W sytuacji gdy różnica pomiędzy 1 litrem biodiesla, a tradycyjnym paliwem jest nieznaczna (około 20 groszy) popyt na nie jest niewielki, co determinuje niską sprzedaż dystrybutorów i nieopłacalność produkcji. Propozycja UOKiK zmierza do tego, by produkcja biodiesla była opłacalna, tym samym spowoduje to spadek ceny w detalu i większy popyt ze strony klientów. Estry miałyby być objęte akcyzą na minimalnym poziomie, tj. 1 gr/l, wobec obecnych 20 gr/l i zwolnione z tzw. opłaty paliwowej (około 10 gr/l). Dotychczas produkcja 1 litra estrów rzepakowych była o około 55 groszy droższa w porównaniu do produkcji 1 litra oleju napędowego.

**Producenci**

Ocenia się, że krajowe firmy wydały ponad 500 mln zł na budowę instalacji do produkcji biopaliw. Według szacunków Elstar Oils, w tym roku zapotrzebowanie na estry na rynku krajowym może wynieść 300-350 tys. ton. Prognozy Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej zakładają, że w 2010 roku krajowe firmy przetworzą na cele energetyczne około 1,2 mln ton rzepaku, tj. tyle samo co na cele spożywcze. Moce produkcyjne polskich firm wynoszą obecnie 420 tys. ton rocznie. Największymi podmiotami są Brasco z Wrocławia (150 tys. ton), Rafineria Trzebinia (120 tys. ton) oraz Elstar Oils (100 tys. ton). Oficjalne plany inwestycyjne innych podmiotów (m.in. J&S Energy, Lotos) wskazują, że moce te mogą zostać podwojone.

<sup>1</sup> Źródło: Raport półroczny Elstar Oils

## Działalność

### Grupa Kapitałowa

Elstar Oils tworzy Grupę Kapitałową, w skład której oprócz jednostki dominującej wchodzi jedna spółka: Biopaliwa S.A. z siedzibą w Malborku, na terenie Pomorskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej. Elstar Oils S.A. posiada 100% akcji w spółce Biopaliwa S.A.

### Przedmiot działania

Przedmiotem działania Elstar Oils jest wytwarzanie produktów na bazie olejów roślinnych dla zastosowań spożywczych. Spółka do produkcji jako surowiec wykorzystuje rzepak, natomiast produktami finalnymi są oleje rafinowane i tłuszcze. Produktem ubocznym w przerobieniu rzepaku jest śruta, ze sprzedaży której Elstar Oils uzyskuje do kilkunastu procent przychodów ze sprzedaży ogółem. Elstar Oils w efekcie przeprowadzonych w ubiegłych latach inwestycji, posiada zdolności przerobowe rzepaku na poziomie 150 tys. ton rocznie.

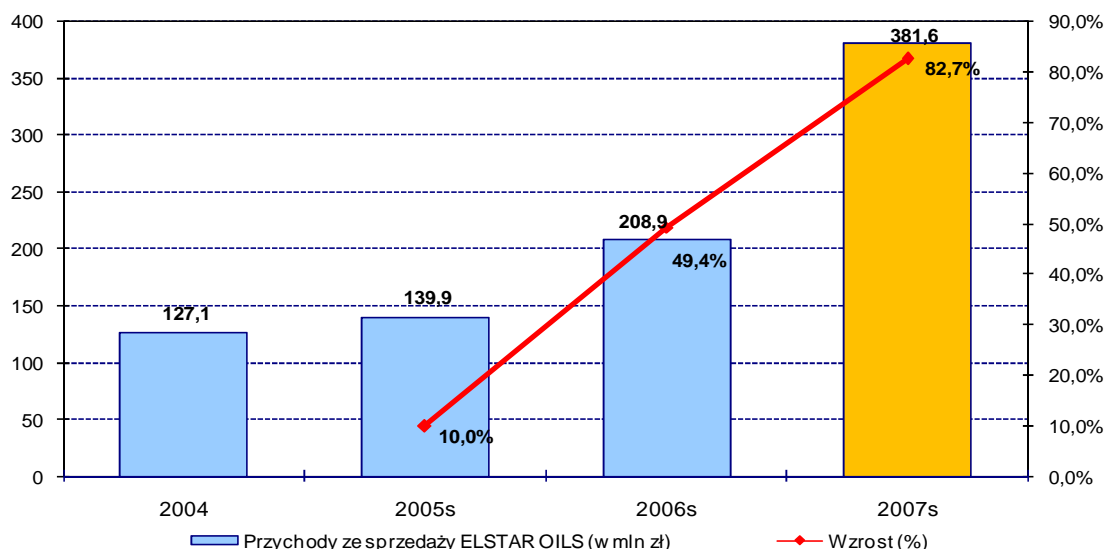
Działalność spółki zależnej Biopaliwa S.A. docelowo ma być skoncentrowana na wytwarzaniu biokomponentów (estrów) do produkcji paliw silnikowych. Docelowo zakład w Malborku może produkować 100 tys. ton biokomponentów rocznie.

W 2006 roku oraz ubiegłym na działalność Grupy Elstar największy wpływ miała sytuacja na tworzącym się rynku biodiesla w Polsce. Na skutek opóźnień we wprowadzeniu paliw z dodatkiem estrów, Spółka nie uzyskiwała przychodów ze sprzedaży biokomponentów. W branży czynnik ten miał wpływ na wystąpienie nadpodaży olejów rafinowanych na rynku spożywczym oraz spadek uzyskiwanych marż z jego sprzedaży. Rozpoczęty przez Elstar Oils w ubiegłych latach proces inwestycyjny zmierzający do uruchomienia instalacji do produkcji estrów dotychczas nie przynosił oczekiwanych efektów. Wymiernym i negatywnym skutkiem była konieczność ponoszenia kosztów utrzymania nowego zakładu produkcyjnego, co niekorzystnie odbiło się na wysokości wyniku netto za cały ubr.

### Sprzedaż

Mimo wpływu opisanych czynników, Elstar Oils systematycznie zwiększa się poziom przychodów ze sprzedaży. W 2006 roku sprzedaż skonsolidowana wzrosła o blisko 50% do poziomu 208 mln zł, natomiast po wzroście o 75,8% na koniec trzeciego kwartału ubr. i bardzo dobrym czwartym kwartale, cały rok 2007 Spółka zamknęła przychodami skonsolidowanymi na poziomie 381,6 mln zł, co oznacza wzrost o 82,7% w porównaniu do roku 2006. Należy przy tym dodać, że dzięki uruchomieniu produkcji estrów metylowych w zakładzie w Malborku, sprzedaż w miesiącu styczniu br. wyniosła 40,2 mln zł, tj. była o 220% większa niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Jak przewiduje Spółka, w następnych latach minimum połowa przychodów skonsolidowanych pochodzić będzie z rynku biopaliw, a reszta z dotychczasowego segmentu, tj. spożywczego (oleje, tłuszcze i śruta).

#### Przychody ze sprzedaży Grupy Elstar Oils S.A. (w mln zł)



Źródło: Spółka

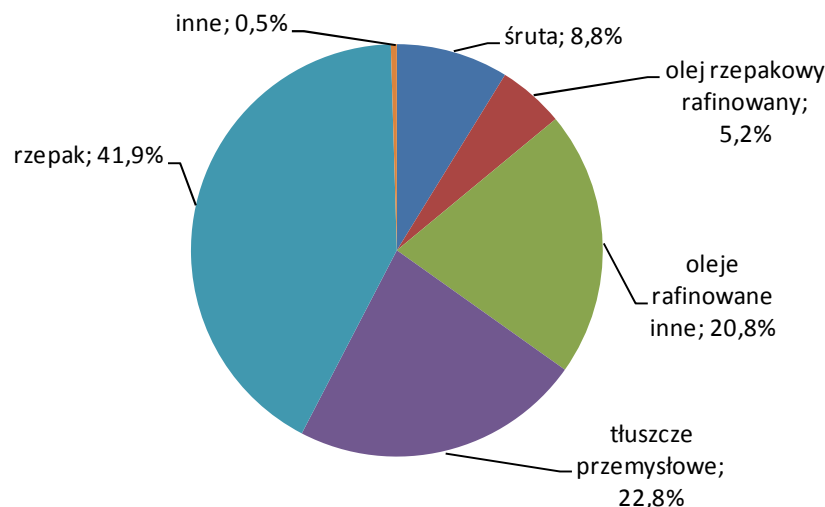
## Struktura sprzedaży

W strukturze sprzedaży Grupy Elstar Oils w ubiegłym roku wyodrębnić należy asortyment wynikający tylko z działalności podmiotu dominującego. Sprzedaż estrów produkowanych przez spółkę Biopaliwa z uwagi na zmiany w uregulowaniach prawnych rozpoczęła się dopiero w styczniu br. W związku z tym sytuację operacyjną i finansową Grupy kształtował poziom sprzedaży i marż w segmencie spożywczym.

Elstar Oils w swojej ofercie posiada następujący asortyment:

- tłuszcze specjalistyczne: cukiernicze, do nadziei i kremów, do pól cukierniczych, do produkcji koncentratów spożywczych oraz do smażenia,
- oleje rafinowane: rzepakowy, sojowy, słonecznikowy.

### Struktura przychodów ze sprzedaży Grupy Elstar Oils S.A. w pierwszym półroczu 2007 r.



Źródło: Spółka

## Sprzedaż rzepaku

W strukturze przychodów skonsolidowanych zwraca uwagę to, że wysoki poziom obrotów Grupa uzyskała, wykorzystując wzrost cen tego surowca, ze sprzedaży rzepaku. Z raportu Spółki za czwarty kwartał ubr. wynika, że w całym ubr. wartość sprzedaży rzepaku wyniosła 141,6 mln zł, co daje 37% udział w strukturze przychodów skonsolidowanych ogółem (6,4% w 2006 roku). Przychody ze sprzedaży uzyskane z tego źródła spowodowane są tym, że Spółka zdecydowała się pozbyć zapasów rzepaku z 2006 roku, zgromadzonych w związku z planowanym uruchomieniem działalności w zakładzie w Malborku i produkcji estrów. Wyłączając przychody ze sprzedaży rzepaku można oszacować, że Spółka w 2007 roku zanotowała 23% wzrost sprzedaży w segmencie spożywczym.

## Eksport

W 2007 roku nastąpiła także zasadnicza zmiana w strukturze geograficznej przychodów. Spółka ponad sześciokrotnie zwiększyła wartość sprzedaży eksportowej (rynków UE), co wynikało z dużych możliwości zbytu śruty. Tym samym udział eksportu w strukturze przychodów skonsolidowanych zwiększył się w 2007 roku do 18,3% wobec 5,2% rok wcześniej.

## Marże

Pozytywne tendencje w segmencie spożywczym powinny zostać utrwalone w 2008 roku. Według danych Spółki, w segmencie tym w 4 kwartale nastąpiła odbudowa marż po deregulacji rynku biodiesla i rynku oleju rzepakowego, która miała miejsce w Europie w sezonie 2006/2007. Ocenia się, że marże w segmencie spożywczym oscylują obecnie na poziomie sprzed roku. Również po przeprowadzeniu kampanii skupowej rzepaku w 2007 roku odbudowane zostały marże, które jak przewiduje Spółka ulegną dalszemu zwiększeniu w bieżącym półroczu bieżącego roku.

**Sytuacja finansowa**
**Bilans**

Bilans (w tys. zł)				struktura		
	31.12.05s	31.12.06s	31.12.07s*	31.12.05s	31.12.06s	31.12.07s*
<b>AKTYWA DŁUGOTERMINOWE</b>	<b>100 231</b>	<b>168 930</b>	<b>191 362</b>	<b>45,7%</b>	<b>35,2%</b>	<b>48,9%</b>
Rzeczowy majątek trwały	96 044	162 766	180 714	95,8%	96,4%	94,4%
Wartości niematerialne	4 075	4 397	4 165	4,1%	2,6%	2,2%
Podatek odroczoney	57	384	5 254	0,1%	0,2%	2,7%
Rozliczenia międzyokresowe	55	1 383	1 229	0,1%	0,8%	0,6%
<b>AKTYWA KRÓTKOTERMINOWE</b>	<b>119 135</b>	<b>311 198</b>	<b>199 777</b>	<b>54,3%</b>	<b>64,8%</b>	<b>51,1%</b>
Zapasy	68 408	226 133	129 864	57,4%	72,7%	65,0%
Należności z tyt. podatku dochodowego	4	0	0	0,003%	0,0%	0,0%
Należności handlowe	23 928	36 791	44 819	20,1%	11,8%	22,4%
Należności pozostałe	1 814	7 624	3 148	1,5%	2,4%	1,6%
Aktywa finansowe	737	610	4 418	0,6%	0,2%	2,2%
Środki pieniężne	21 940	36 403	12 664	18,4%	11,7%	6,3%
Rozliczenia międzyokresowe	2 304	3 637	4 864	1,9%	1,2%	2,4%
<b>AKTYWA RAZEM</b>	<b>219 366</b>	<b>480 128</b>	<b>391 139</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>KAPITAŁ WŁASNY</b>	<b>88 207</b>	<b>151 357</b>	<b>138 788</b>	<b>40,2%</b>	<b>31,5%</b>	<b>35,5%</b>
Kapitał akcyjny	43 830	48 212	48 212	49,7%	31,9%	34,7%
Kapitał zapasowy	37 278	95 005	103 145	42,3%	62,8%	74,3%
Pozostałe kapitały rezerwowe	0	0	-8 647	0,0%	0,0%	-6,2%
Nie podzielony wynik finansowy	7 099	8 140	-3 922	8,0%	5,4%	-2,8%
<b>ZOBOWIĄZANIA DŁUGOTERMINOWE</b>	<b>40 590</b>	<b>59 967</b>	<b>64 118</b>	<b>18,5%</b>	<b>12,5%</b>	<b>16,4%</b>
Kredyty i pożyczki	37 597	55 979	58 163	92,6%	93,3%	90,7%
Rezerwy	97	86	67	0,2%	0,1%	0,1%
Rezerwa z tyt. odroczonego podatku	2 108	3 211	5 367	5,2%	5,4%	8,4%
Pozostałe zobowiązania	311	329	286	0,8%	0,5%	0,4%
Rozliczenia międzyokresowe	477	362	235	1,2%	0,6%	0,4%
<b>ZOBOWIĄZANIA KRÓTKOTERMINOWE</b>	<b>90 569</b>	<b>268 804</b>	<b>188 233</b>	<b>41,3%</b>	<b>56,0%</b>	<b>48,1%</b>
Kredyty i pożyczki	77 694	244 930	167 640	85,8%	91,1%	89,1%
Zobowiązania handlowe	11 921	21 719	18 112	13,2%	8,1%	9,6%
Zobowiązania pozostałe	396	1 770	2 371	0,4%	0,7%	1,3%
Zobowiązania z tyt. bieżącego podatku	202	265	0	0,2%	0,1%	0,0%
Rozliczenia międzyokresowe	356	120	110	0,4%	0,0%	0,1%
<b>PASYWA RAZEM</b>	<b>219 366</b>	<b>480 128</b>	<b>391 139</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

\* na podstawie raportu za 4Q07

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

s - dane skonsolidowane

Zmiana sumy bilansowej oraz proporcji aktywów w ubr. to w głównej mierze efekt sprzedaży rzepaku, tj. zapasu wykazywanego w aktywach krótkoterminowych w 2006 roku. W efekcie suma bilansowa Grupy Elstar obniżyła się na koniec 2007 roku o 18,5% w stosunku do końca 2006 roku.

Wartość środków trwałych wzrosła do 180,7 mln zł w 2007 roku, co wynikało z inwestycji i rozruchu zakładu produkcji estrów w Malborku. Inwestycje w majątek rzeczowy obejmowały procesy instalacyjne służące do zwiększenia mocy przerobowych rzepaku.

W pasywach zwraca uwagę spadek wartości zobowiązań krótkoterminowych na koniec 2007 roku (-30%), jako pochodnej niższego stanu zapasów i związanej z tym możliwością spłaty kredytów skupowych. Mimo to kapitał własny Spółki stanowił na koniec ubr. 35% finansowania, co oznacza że poziom dźwigni finansowej zmienił się nieznacznie w stosunku do sytuacji na

koniec 2006 roku. Wynika to przede wszystkim ze straty jaką Grupa zanotowała w ubr. oraz - 8,6 mln zł kapitałów rezerwowych. Pozycja ta dotyczy wyniku na operacjach zabezpieczających zapas rzepaku, tj. na skutek dużych zmian ceny tego surowca. Pozycja ta jest równoważona przez nadwyżkę wartości rynkowej rzepaku nad wartością bilansową.

## Rachunek zysków i strat

Rachunek zysków i strat (w tys. zł)	zmiana				
	2005s	2006s	I-IVQ 2007s	2006s/2005s	I-IVQ 2007s / 2006s
<b>Przychody ze sprzedaży</b>	<b>139 852</b>	<b>208 873</b>	<b>381 576</b>	<b>49,4%</b>	<b>82,7%</b>
Koszt własny sprzedaży	121 128	186 680	371 024	54,1%	98,7%
<b>Zysk /strata na sprzedaży</b>	<b>18 724</b>	<b>22 193</b>	<b>10 552</b>	<b>18,5%</b>	<b>-52,5%</b>
Pozostałe przychody operacyjne	1 699	3 756	4 944	121,1%	31,6%
Koszty sprzedaży	5 785	7 826	12 717	35,3%	62,5%
Koszty ogólnego zarządu	2 742	3 218	3 406	17,4%	5,8%
Pozostałe koszty operacyjne	915	1 813	1 320	98,1%	-27,2%
<b>Zysk (strata) z działalności operacyjnej</b>	<b>10 981</b>	<b>13 092</b>	<b>-1 947</b>	<b>19,2%</b>	
Przychody finansowe	1 783	3 249	11 212	82,2%	245,1%
Koszty finansowe	4 077	6 115	13 851	50,0%	126,5%
<b>Zysk (strata) brutto</b>	<b>8 687</b>	<b>10 226</b>	<b>-4 586</b>	<b>17,7%</b>	
Podatek dochodowy	1 588	2 086	-664	31,4%	
<b>Zysk (strata) netto akcj. j. dominującej</b>	<b>7 099</b>	<b>8 140</b>	<b>-3 922</b>	<b>14,7%</b>	

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne  
s - dane skonsolidowane

Ubiegły rok charakteryzował się przede wszystkim istotnym wzrostem przychodów ze sprzedaży zrealizowanych przez Grupę Elstar oraz ujemnym wynikiem operacyjnym i netto. Progresa na poziomie sprzedaży wynikała z faktu upłynnienia przez Spółkę zapasów rzepaku oraz pozytywnych tendencji w segmencie spożywczym.

Grupa zanotowała wysoki i szybszy od tempa wzrostu przychodów wzrost kosztów własnych sprzedaży. Sytuację tą Spółka uzasadnia wzrostem cen surowca oraz utrzymywaniem zakładu w Malborku. Pozytywnie ocenić należy ograniczenie tempa wzrostu kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu, jednak nie pozwoliło to na wypracowanie dodatniego wyniku na działalności operacyjnej.

W ostatnim kwartale ubr. podmiot dominujący Elstar Oils zanotował jednostkowy zysk netto w wysokości 1,4 mln zł, natomiast za cały 2007 rok w wysokości 3,4 mln zł. Wynik netto Grupy został obciążony kosztami funkcjonowania spółki Biopaliwa (segment biodiesla), w efekcie czego skonsolidowana strata za ubr. wyniosła 3,9 mln zł. Na ujemny wynik wpłynęły koszty zakładu w Malborku i rozliczenie w tym okresie sprzedaży towarów i materiałów prowadzonej przez zakład biodiesla w związku z uruchomieniem produkcji. Wartość kosztów tej sprzedaży nie została zgodnie z zaleceniem audytora zakwalifikowana do nakładów inwestycyjnych, lecz do bieżących kosztów działalności operacyjnej. Istotną informacją jest to, że bieżące koszty zakładu w Malborku od stycznia 2008 roku, są pokrywane przychodami ze sprzedaży estrów.

## Wskaźniki finansowe

W 2007 roku Grupa, na skutek wpływu opisanych wcześniej czynników, zanotowała znaczący spadek wskaźników rentowności. Poza dodatnią rentownością EBITDA wszystkie marże były ujemne. Mimo to pozytywnie należy ocenić, że ponosząc wysokie koszty utrzymywania zakładu w Malborku, Grupa w ubr. w zasadzie funkcjonowała na granicy opłacalności.

W zakresie płynności i zadłużenia sytuacja Grupy nie zmieniła się znacząco w stosunku do roku 2006. Ograniczenie zadłużenia ogółem wpłynęło na spadek wskaźników zadłużenia Spółki.

W wyniku upłynnienia części zapasu rzepaku, znacząco spadł czas rotacji tego składnika majątku, sytuacja ta wpłynęła pozytywnie na czas spływu należności oraz regulacji zobowiązań przez Spółkę.

Wskaźniki finansowe	2005s	2006s	I-IVQ 2007s
<b>Rentowność</b>			
Wskaźnik rentowności EBITDA	10,2%	8,7%	1,0%
Wskaźnik rentowności operacyjnej	7,9%	6,3%	-0,5%
Wskaźnik rentowności brutto	6,2%	4,9%	-1,2%
Wskaźnik rentowności netto	5,1%	3,9%	-1,0%
ROA*	3,2%	2,3%	-0,9%
ROE*	8,0%	6,8%	-2,7%
<b>Płynność</b>			
Kapitał obrotowy (w mln zł)	28 566	42 394	11 544
Wskaźnik bieżący	1,3	1,2	1,1
Wskaźnik płynności szybkiej	0,6	0,3	0,4
<b>Zadłużenie</b>			
Wskaźnik zadłużenia	59,8%	68,5%	64,5%
Wskaźnik zadłużenia kap. własnego	148,7%	217,2%	181,8%
<b>Rotacja</b>			
Rotacja zapasów (w dniach)	203	436	126
Rotacja należności (w dniach)	66	77	45
Rotacja zobowiązań (w dniach)	338	567	435

Zródło: opracowanie własne na podstawie danych ze Spółki  
 s - dane skonsolidowane

## Wycena

### Metoda dochodowa

Wycena metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) opiera się na długoterminowej prognozie działalności Spółki. Polega ona na obliczeniu wartości bieżącej prognozowanych przyszłych strumieni pieniężnych, skierowanych do właścicieli kapitału, finansującego majątek Spółki.

Użyta metoda zakłada, że wewnętrzna wartość Spółki (rozumiana jako suma wyceny kapitału własnego i zaangażowanego kapitału obcego), równa jest sumie zdyskontowanych wolnych przepływów pieniężnych Spółki, wyznaczonych jako prognozowana gotówkowa nadwyżka operacyjna, pomniejszona o prognozowane wydatki inwestycyjne. Jako stopę dyskontową przyjęto wyznaczony za pomocą modelu CAPM średni ważony koszt kapitału Spółki. Wycena Spółki równa jest wartości całości zaangażowanego kapitału, pomniejszonej o wartość długu netto.

Wycena metodą dochodową oparta jest na następujących założeniach dotyczących prognozy wyników na lata 2008-2012:

- przyjmujemy, że w bieżącym roku Grupa Elstar zwiększy o 62% przychody ze sprzedaży, co między innymi będzie efektem uruchomienia produkcji biokomponentów w zakładzie w Malborku. W kolejnych latach tempo wzrosty przychodów wyniesie: 40% w roku 2009, 30% w 2010, 25% w 2011 oraz 20% w roku 2012.
- Zakładamy, że firma odzyska rentowność zbliżoną do notowanej w ubiegłych latach, jednak z uwagi na trudny do oszacowania wpływ czynników zewnętrznych ostrożnie zakładamy, że marża operacyjna (6,2%) i netto (3,6%) w kolejnych latach prognozy będzie niższa w stosunku do roku 2006 (odpowiednio: 6,3% oraz 3,9%).

Dodatkowo zakłada się, że rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy wynosić będzie 3,5%.

**Wycena metodą DCF na dzień 20.02.2008**

(tys zł)	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2012P+
Zysk operacyjny	34 504	53 462	69 501	86 876	104 251	104 251
- opodatkowanie EBIT	6 556	10 158	13 205	16 506	19 808	19 808
<b>NOPLAT</b>	<b>27 948</b>	<b>43 304</b>	<b>56 296</b>	<b>70 370</b>	<b>84 444</b>	<b>84 444</b>
+ Amortyzacja	5 831	6 111	6 397	6 700	6 822	6 822
- Zmiana kapitału pracującego	-88 645	-95 298	-101 982	-110 481	-110 481	-16 572
<b>Nadwyżka operacyjna</b>	<b>-54 865</b>	<b>-45 883</b>	<b>-39 289</b>	<b>-33 411</b>	<b>-19 215</b>	<b>74 693</b>
- Wydatki inwestycyjne	6 414	6 722	7 037	7 370	7 504	7 504
<b>Wolne przepływy pieniężne (FCF)</b>	<b>-48 451</b>	<b>-39 161</b>	<b>-32 252</b>	<b>-26 041</b>	<b>-11 711</b>	<b>82 198</b>
współczynnik dyskonta	91,2%	83,2%	75,9%	69,2%	63,2%	63,2%
<b>Wartość bieżąca (PV FCF)</b>	<b>-44 197</b>	<b>-32 587</b>	<b>-24 482</b>	<b>-18 032</b>	<b>-7 398</b>	
Stopa wolna od ryzyka	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Premia za ryzyko (dług)	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
<b>Efektywny koszt długu</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,0%</b>
Beta	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74	0,74
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Koszt kapitału własnego</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>
Dług / (Dług + Kapitały własne)	0,6%	0,7%	0,7%	0,8%	0,7%	0,7%
<b>WACC</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,6%</b>
Suma DCF 2008-2012	-126 695					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	3,0%					
Wartość rezydualna 2012+ (RV)	1 278 762					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	807 787					
<b>Wartość przedsiębiorstwa (EV)</b>	<b>681 092</b>					
Dług netto	213 139					
<b>Wartość 100% akcji (na 31.12.2007)</b>	<b>467 953</b>					
Liczba akcji (tys. szt)	48 212					
<b>Wartość 1 akcji, w zł (na 31.12.2007)</b>	<b>9,7</b>					

Źródło: obliczenia własne

**Wartość jednej akcji Elstar Oils S.A., przy tak przyjętych założeniach wyliczona metodą dochodową wynosi 9,70 zł.**

**Metoda porównawcza**

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej Elstar Oils w stosunku do firm branży spożywczej o zbliżonym profilu działania, notowanych na GPW. Ma to dać pogląd jak Spółka wyceniana jest w porównaniu do bezpośrednich konkurentów.

Za cenę przyjmowany jest aktualny kurs giełdowy, wartość księgową, natomiast sprzedaż, zysk operacyjny i netto dla porównywanych spółek obliczono na podstawie ostatnich opublikowanych danych finansowych (za cztery kwartały).

**Wycena porównawcza na dzień 20.02.2008**

Spółka	Kurs	P/Sales	P/E	P/EBIT	P/BV
Kernel (s) *	33,00 zł	1,7	11,9	22,2	3,4
Kruszwica (s)	48,00 zł	0,7	97,7	24,0	2,4
Mediana	x	1,2	54,8	23,1	2,9
Elstar Oils	8,75	1,1			3,0
<b>Wycena (w zł)</b>	<b>x</b>	<b>9,4</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>8,3</b>

Źródło: obliczenia własne na podstawie sprawozdań spółek za ostatnie 4 kwartały

s- dane skonsolidowane

\* - na podst danych za 1-4Q 2007

Z uwagi na fakt, że na poziomie zysku operacyjnego oraz netto Grupa Elstar Oils osiągnęła w ubr. stratę, wycenę porównawczą sporządzono w oparciu o wskaźnik P/Sales oraz P/BV. **Obliczona w ten sposób wartość 1 akcji Spółki Elstar Oils metodą porównawczą mieści się w przedziale 8,3–9,4 zł.**

**Podsumowanie wyceny** W celu uzyskania końcowej wyceny, stosujemy odpowiednie wagi. Metoda dochodowa ma wagę 0,7 ze względu na jej największe znaczenie odnośnie oceny przyszłej sytuacji analizowanej Spółki. W metodzie porównawczej z uwagi na skonsolidowaną stratę operacyjną i netto osiągniętą przez Elstar Oils w ubr. przyjęto do szacunków tylko wskaźniki P/Sales i P/BV z wagą 0,15 każdy.

#### Końcowa wycena Elstar Oils S.A.

Spółka	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,70	9,7
Metoda P/E	0,00	-
Metoda P/EBIT	0,00	-
Metoda P/BV	0,15	8,3
Metoda P/Sales	0,15	9,4
<b>Końcowa wycena Elstar Oils S.A. (w zł)</b>	<b>1,00</b>	<b>9,5</b>

Źródło: obliczenia własne

Oszacowana w ten sposób wartość 1 akcji Spółki Elstar Oils S.A. wynosi 9,5 zł. W związku z tym, że jest to o 8,6% więcej od bieżącej wyceny rynkowej, wydajemy rekomendację Trzymaj.

#### Analiza techniczna



Długoterminowo kurs Elstar Oils znajduje się w trendzie spadkowym. Zmiana tendencji nastąpiła w drugiej połowie 2006 roku, tj. po nieudanej próbie wzrostu powyżej historycznego maksimum przy 18,10 zł. W konsekwencji korekty oraz naruszenia wsparcia przy 13,0 zł i 7,60 zł, kurs Spółki kształtowały w 2007 roku dwie znacznych rozmiarów fale trendu spadkowego. Efektem była blisko 50% zniżka ceny akcji w ciągu 12 miesięcy ubr.

Obecnie sytuacja techniczna waloru zdeterminowana jest przez powrót kursu do poziomu powyżej poprzedniego wsparcia (7,60 zł), które w ciągu ostatnich tygodni miało charakter oporu. Krótkoterminowo potwierdzony został potencjał wzrostowy kursu, dzięki czemu utrwalił się średnioterminowy trend boczny z górnym ograniczeniem przy 10,0 zł.

Trend potwierdzony jest przez zwiększające obroty i oscylatory oraz układ średnich, z których najszybsze (15 i 45 dniowe) zaczynają rosnąć. W związku z tym, w perspektywie kilku tygodni spodziewać się należy zwwyżki do około 10 zł, gdzie znajduje się silny opór – linia głównego trendu spadkowego.

## Informacje dodatkowe

Niniejsza analiza, zawierająca rekomendację inwestycyjną, jest skierowana do klientów Domu Maklerskiego AmerBrokers. Jest ona udostępniana nieodpłatnie. Autor analizy użył swojej najlepszej wiedzy i dolażył wszelkich starań aby analiza była sporządzona rzetelnie i obiektywnie. Autor analizy oraz Dom Maklerski AmerBrokers nie ponoszą odpowiedzialności za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych, podjętych w oparciu o ten dokument. Niniejsza analiza podlega ochronie wynikającej z Ustawy z dnia 04.02.1994 o prawie autorskim i prawach pokrewnych (Dz.U.Nr 24, poz.83). W szczególności nie jest dozwolone powielanie i rozpowszechnianie powyższego bez zgody Domu Maklerskiego AmerBrokers.

Źródło danych – informacje ze spółki, prospekty emisyjne, raporty finansowe, opracowania branżowe, informacje prasowe oraz dostępne w Internecie.

### Objaśnienie skrótów stosowanych w analizie

P/E - cena do zysku netto przypadającego na jedną akcję  
P/EBIT - cena do zysku operacyjnego na jedną akcję  
P/Sales - cena do przychodów ze sprzedaży na jedną akcję  
P/BV - cena do wartości księgowej na jedną akcję  
EPS - zysk netto przypadający na jedną akcję  
BVPS - wartość księgową przypadająca na jedną akcję  
EBIT - zysk operacyjny  
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja  
ROA - stopa zwrotu z aktywów  
ROE - stopa zwrotu z kapitałów własnych  
DCF - zdyskontowane przepływy pieniężne  
FCF - wolne przepływy pieniężne  
NOPLAT - zysk operacyjny po opodatkowaniu (teoretyczny)  
WACC - średni ważony koszt kapitału  
PV - wartość bieżąca  
RV - wartość rezydualna  
EV - wartość przedsiębiorstwa (kapitalizacja spółki + zadłużenie netto)

### Metody wyceny

W niniejszej analizie zastosowano dwie metody wyceny akcji Spółki: metodę dochodową i metodę porównawczą. Każda z tych metod ma swoje zalety, ale też jest obciążona wadami.

**Metoda dochodowa** (znana także jako metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych - DCF) opiera się na prognozie zdolności spółki lub Grupy Kapitałowej do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, pomniejszonych o planowane wydatki inwestycyjne netto. Po oznaczonym okresie prognozy (najbliższych 5 lat) zakładamy średni roczny przyrost zysków na określonym poziomie. Silną stroną metody dochodowej jest bazowanie w wycenie na przyszłych przepływach pieniężnych, które stanowią rzeczywistą wartość dla akcjonariuszy. Natomiast wadą tej metody jest opieranie się na szacunkach odnośnie kształtowania się przepływów pieniężnych, a także przyjmowanie innych założeń, które mogą okazać się nieprecyzyjne.

**Metoda porównawcza** bazuje na porównaniu poziomów bieżących wybranych wskaźników rynkowych Spółki lub Grupy Kapitałowej (np. P/E, P/EBIT, P/Sales, P/BV), z poziomami notowanymi przez spółki wybrane do porównania. Metoda porównawcza bazuje na założeniu, iż akcje spółki powinny być wyceniane na relatywnie podobnych poziomach co wybrane do porównania spółki. Metodę tą cechuje więc bardzo rynkowe podejście do wyceny akcji, co można uznać za jej zaletę. Natomiast wadą tej metody jest to, że nie dyskontuje ona przyszłych osiągnięć spółki, a także zakłada iż powinna ona być wyceniana na średnim poziomie w stosunku do innych spółek, co w niektórych przypadkach może okazać się błędne, biorąc pod uwagę różną kondycję finansową i perspektywę poszczególnych podmiotów.

### Rekomendacja

Data pierwszego udostępnienia rekomendacji jest data wskazana na pierwszej stronie analizy. Rekomendacja została wydana na podstawie: sprawozdań finansowych publikowanych przez spółkę (również w przypadku, gdy elementy tych sprawozdań nie zostały zamieszczone w niniejszej analizie) oraz wyceny metodą dochodową i porównawczą.

Horyzont czasowy wydawanych rekomendacji wynosi od 6 do 12 miesięcy. DM AmerBrokers zastrzega sobie możliwość dokonania zmian rekomendacji w trakcie jej ważności (w przypadku zajścia zdarzenia uzasadniającego taką zmianę).

### Definicje dotyczące wydawanych rekomendacji

**KUPUJ** - uważamy, że dana spółka jest niedowartościowana i jej akcje powinny zyskiwać na wartości. Podana cena docelowa oznacza wartość spółki (wynikającą z wyceny fundamentalnej), do której powinien dotrzeć jej kurs. Nie jest to jednak maksymalny zasięg wzrostów, gdyż po dotarciu kursu do ceny docelowej rekomendacja może zostać zmieniona na TRZYMAJ. Jest to możliwe w sytuacji gdy sprzyjające będą warunki rynkowe, a zachowanie kursu będzie wskazywało na prawdopodobieństwo kontynuacji wzrostów.

**SPRZEDAJ** - sądzimy, że dana spółka jest zbyt wysoko wyceniana, biorąc pod uwagę jej sytuację fundamentalną lub rynkową. Oznacza to, że akcje spółki powinny tracić na wartości, w związku z czym zalecamy pozbywanie się ich.

**TRZYMAJ** - uważamy, że akcje spółki, dla której wydano taką rekomendację są niedowartościowane, ale w znacznie mniejszym stopniu niż przy rekomendacji KUPUJ. Sądzimy jednak, że nie warto pozbywać się akcji, gdyż powinny one zyskiwać na wartości, szczególnie przy sprzyjających warunkach rynkowych.

**NEUTRALNIE** - oznacza powstrzymanie się od wyraźnego zalecenia inwestycyjnego.

**Wykaz rekomendacji wydanych dla spółki w ciągu ostatnich 12 miesięcy:** w okresie ostatnich 12 miesięcy DM AmerBrokers nie wydawał rekomendacji dla spółki Elstar Oils S.A.

**Informacje o powiązaniach pomiędzy DM AmerBrokers, a spółką: powiązania nie występują.**

Nadzór nad Domem Maklerskim AmerBrokers S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.