

Aleje Jerozolimskie 123a, 02-017 Warszawa
 Tel.: (48-22) 397-60-60, Fax.: (48-22) 397-60-61
 e-mail: abrok@amerbrokers.pl

Analitik: Robert Kurowski, makler p.w.

Elstar Oils S.A.

Spożywczy

 Kurs bieżący (zł): 7,80
 Liczba akcji (tys.): 48 212
 Free float: 38,3% (144 mln zł)

Dane skonsolidowane w tys. zł	2007	2008	1-3Q09	2009P
Przychody ze sprzedaży	381 518	576 270	521 093	650 000
Zysk operacyjny	-2 371	36 312	34 346	40 000
Zysk netto	-2 810	13 799	14 079	18 000
Wartość księgową	139 900	156 603	170 682	180 346
Kapitalizacja	308 557	180 795	376 054	376 054
Liczba akcji (w tys.)	48 212	48 212	48 212	48 212
EPS (zł)	-	0,29	0,35	0,37
BVPS (zł)	2,90	3,25	3,54	3,74
P/E*	-	13,1	22,4	20,9
P/BV	2,2	1,2	2,2	2,1
Kurs (zł)**	6,40	3,75	7,80	7,80

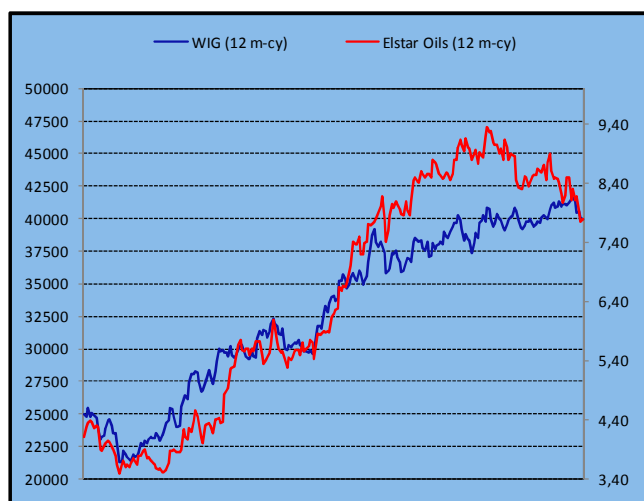
* dla 1-3Q09 wskaźnik obliczony za ostatnie 4 Q

** dla 1-3Q09 i 2009P kurs bieżący

P - prognoza DM AMERBROKERS

Akcjonariusze:*	% akcji	% głosów
Stanisław Rosnowski	50,9%	50,9%
OFE GENERALI	5,6%	5,6%
PTE AVIVA	5,2%	5,2%
Pozostali	38,3%	38,3%
Razem	100,0%	100,0%

*Stan na dzień sporządzenia analizy



Jedną akcję Elstar Oils S.A. wyceniamy na poziomie **8,15 zł**. W związku z tym, że to o **4,5% więcej** od bieżącej wyceny rynkowej, wydajemy dla Spółki rekomendację **Trzymaj**.

Po trzech kwartałach 2009 roku, Grupa Elstar zanotowała ponad 18% wzrost przychodów ze sprzedaży produktów i towarów. Tempo wzrostu było niższe w porównaniu do lat poprzednich. Należy jednak uwzględnić, że wystąpiło zjawisko niskiej bazy lat poprzednich, jako efekt realizacji procesu inwestycyjnego i zwiększenia mocy przerobowych rzepaku do 350-400 tys. ton rocznie. **Na podstawie wyników miesięcznej sprzedaży Grupy Elstar szacujemy, że przychody skonsolidowane wyniosły w 2009 roku około 650 mln zł (+15,2% r/r). Wynik netto powinien być na poziomie minimum 18 mln zł (+30% r/r), co oznacza, że w samym 4Q wyniósł 3,9 mln zł wobec 2,1 mln zł w 4Q 08.**

Zgodnie z obowiązującymi przepisami, dystrybutorzy paliw muszą sprzedawać takie ilości biopaliw, aby ich udział w ogólnej sprzedaży paliw wynosił **3,45% (5,75% w 2010 roku, 6,20% w 2011 roku)**. W 2008 roku zapotrzebowanie na estry wyniosło 390 tys. ton. W ubr. szacowane było już na około 530 tys. ton, natomiast na rok 2010 popyt sięgnąć ma poziomu 600 tys. ton. W efekcie przeprowadzonych w ubiegłych latach inwestycji, Elstar Oils posiada zdolności przerobowe rzepaku na poziomie 400 tys. ton rocznie (w 2009 roku przerobiono 290 tys. ton). Proces inwestycyjny oraz plany zwiększenia przychodów mają zwiększyć przerób rzepaku do poziomu 350 tys. ton w 2010 roku, 400 tys. ton w 2011 oraz docelowo 600 tys. ton od roku 2013.

Prognozujemy, że zwiększenie mocy produkcyjnych i przerobu rzepaku przez Spółkę o 21% w 2010 roku, a także o 14% w 2011, aż do osiągnięcia poziomu 600 tys. ton w roku 2014, spowoduje w tych latach kilkunastoprocentowy wzrost przychodów skonsolidowanych.

Docelowy poziom rentowności, jaki zakłada Spółka to 9% EBITDA oraz 5% netto w roku. W kolejnych latach naszej prognozy założyliśmy ostrożnie niższe poziomy marż. Na koniec bieżącego roku, przy bieżącym kursie, wskaźnik P/E powinien obniżyć się do około 14, wobec prognozowanego 20,9 na koniec 2009.

Branża

Ocenę sytuacji w branży opieramy na danych dotyczących zmian wielkości produkcji oraz popytu na główny surowiec używany przez Spółkę, tj. rzepak. Analizowanym obszarem jest także rynek biodiesla oraz oleju i tłuszczów roślinnych, które obok śruty rzepakowej są najważniejszymi co do znaczenia produktami w ofercie Grupy Elstar Oils.

Rzepak – produkcja

W ostatnich latach rzepak stał się najważniejszą rośliną o zastosowaniu przemysłowym i ma na świecie ponad 3/4 udział w strukturze produkcji z nasion. W ciągu ostatnich 50 lat produkcja rzepaku na świecie wzrosła ponad 14-krotnie (z 3,6 mln ton na początku lat 60-tych do ponad 56 mln ton w sezonie 2008/2009). W Polsce, mimo zmniejszenia powierzchni zasiewów w latach poprzednich (areal obniżył się o 3% r/r) oraz przy niesprzyjającej pogodzie, sezon 2008/2009 był korzystny dla producentów. Według szacunków Krajowego Zrzeszenia Producentów Rzepaku, zbiory w tym sezonie przekroczyły 2 mln ton (+2% r/r), co w dużej mierze wynikało ze wzrostu plonów rzepaku (wydajność z ha wzrosła o 5%). Z kolei w ostatnim sezonie skupowym (2009/2010), zbiory wzrosły o 17,8% w porównaniu z rokiem poprzednim, co wynikało z 5,0% powiększenia arealu jego uprawy (do 810 tys. ha) oraz wyższych o 12,1% plonów (30,6 dt/ha). W sezonie 2009/10 krajowe zasoby rzepaku (produkcja łącznie z wysokimi zapasami początkowymi) wynosiły ok. 2,6 mln ton i były o około 24% większe niż w sezonie poprzednim. W przypadku dużego wzrostu zużycia oleju rzepakowego w produkcji biokomponentów (estrów), przerób rzepaku może powiększyć się do ponad 2,2 mln ton (o około 18%), a jego eksport może wynieść, tak jak w sezonie poprzednim, około 0,2 mln ton. Według danych Instytutu Ekonomiki Rolnictwa i Gospodarki Żywnościowej (IERiGŻ), Polska ma dodatni bilans śruty rzepakowej, co oznacza, że krajowa produkcja z nadwyżką pokrywa zapotrzebowanie odbiorców – rynku.

Rzepak – ceny, plony

Podstawowym czynnikiem mającym wpływ na kondycję podmiotów (producenci, odbiorcy - zakłady tłuszczowe) funkcjonujących w branży uznać należy relacje ceny surowców, tj. głównie nasion rzepaku, w stosunku do cen produktów. Od 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, także ze względu na rozwój produkcji estrów do biodiesla. Tendencja wzrostu cen surowca utrzymała się w roku 2007 i 2008. Zwyżka cen surowca do produkcji, jakim jest rzepak była podobna w charakterze do przebiegu notowań innych surowców rolnych, gdzie z czasem doszło do spekulacji. Na koniec 2008 roku cena skupu rzepaku w Polsce wzrosła o +20%, tj. do 1268 zł/tonę. W pierwszym półroczu ubr., podobnie jak w przypadku innych surowców, nastąpił spadek cen (-20% od stycznia do lipca br.), natomiast cena rzepaku w portach europejskich była o ponad 40% niższa niż przed rokiem. Przewiduje się (IERiGŻ), że w kolejnym sezonie z uwagi na stabilizację popytu i wzrost podaży surowca, na rynku europejskim ceny rzepaku, oleju rzepakowego i śruty rzepakowej mogą być odpowiednio o 5%, 3% i 9% niższe niż w sezonie poprzednim.

W Polsce przeciętna cena skupu rzepaku (1036 zł/t) była w sezonie skupowym ubr. (jesień 2009) o 18% niższa niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. Jak ocenia (IERiGŻ), przy plonach równie wysokich jak w ostatnich latach (ok. 27-30 dt/ha), zbiory rzepaku w 2010 roku mogą wynieść 2,3-2,6 mln ton.

IERiGŻ przewiduje, że od stycznia 2010 roku ceny rzepaku będą się umacniać, co podyktowane będzie wzrostem popytu na olej rzepakowy, jako pochodnej ustawowego obowiązku wzrostu procentowej domieszki biododatków do paliw płynnych¹. GUS szacuje, że w 2009 roku zbiory rzepaku i rzepiku wyniosą około 2,4 mln ton, tj. o 13,9% więcej r/r oraz o 103% więcej niż w ostatnim pięcioleciu.

Tłuszcze roślinne – ceny

W ubr. ceny detaliczne tłuszczów roślinnych podlegały tendencji zniżkowej, przy czym większy spadek cen ma miejsce w przypadku margaryn niż olejów roślinnych. Charakterystyczne, że tłuszcze roślinne są w dalszym ciągu znacznie droższe niż w analogicznym okresie roku poprzedniego, wzrost cen wynosił około +5,7%. W czasie pierwszych siedmiu miesięcy ubr. ceny detaliczne tłuszczów roślinnych zmalały średnio o 1,8%, natomiast tłuszczów zwierzęcych o 0,5%. Według danych GUS, w tym samym okresie ceny żywności łącznie z napojami bezalkoholowymi wzrosły o 3,5%.

¹ Źródło: IERiGŻ

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 Oils, ZT w Bodaczowie Sp. z o.o., ZPT w Warszawie. W 2006 roku rozpoczęty został proces konsolidacji branży, zapoczątkowany przez połączenie spółek: ZT Kruszwica, Ewico, ZPT Olvit, Olvit-Pro. W bieżącym roku nastąpił kolejny etap tej konsolidacji, ZT Kruszwica połączyły się spółką zależną - Zakładami Przemysłu Tłuszczowego w Warszawie.

Koncentracja branży

Od lat cechą krajowego sektora olejarskiego była silna koncentracja, która zwiększyła się na skutek opisanej powyżej konsolidacji. Sektor olejarski jest także jedną z najbardziej skoncentrowanych krajowych gałęzi przemysłu przetwórstwa rolniczego. Wymienione zakłady zaopatrują w tłuszcze roślinne niemalże cały rynek tłuszczowy, ponieważ dysponują łącznie ponad 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.

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. Rozwój tego rynku będzie następował stopniowo w kolejnych latach wraz ze wzrostem obowiązkowego udziału biopaliw w paliwach ogółem jaki został określony w obowiązujących przepisach prawa.

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. Od 1 stycznia 2007 roku w wyniku zmian legislacyjnych i podatkowych przestały działać mechanizmy ekonomiczne promujące stosowanie biopaliw, a nie zaczęły jeszcze działać w pełni mechanizmy prawne obowiązkowego blendingu (mieszania składników dodatkowych z paliwem) wprowadzone Ustawą z dnia 25 sierpnia 2006 roku o biokomponentach i biopaliwach ciekłych. Wpłynęło to na przesunięcie właściwego i faktycznego uruchomienia polskiego rynku biodiesla do czasu startu tzw. obowiązkowego blendingu, czyli od roku 2008. Nowe dyrektywy UE związane z rynkiem biopaliw weszły w życie w czerwcu 2009 roku i dotyczą rozwoju biopaliw do 2020 roku. Ich głównym celem jest 10% udział biopaliw w paliwach transportowych do 2020 roku.

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 sprzedaży². 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, 6,20% w 2011 roku). W 2008 roku zapotrzebowanie na estry wyniosło 390 tys. ton. W ubr. szacowane było na około 530 tys. ton, natomiast na rok 2010 popyt powinien wynieść 600 tys. ton. Między innymi PKN Orlen podał, że w 2008 roku nabył łącznie 200 tys. ton estrów do oleju napędowego, w 2009 roku około 400 tys. ton, a na 2010 planuje zużycie 500 tys. ton estrów.

Producenci

Ocenia się, że krajowe firmy wydały ponad 500 mln zł na budowę instalacji do produkcji biopaliw. Prognozy IERiGŻ 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 500 tys. ton rocznie. Największymi podmiotami są Brasco z Wrocławia (150 tys. ton), Rafineria Trzebinia (100 tys. ton), Czechowice (100 tys. ton) oraz Elstar Oils (100 tys. ton). Po 4Q 2009 roku oczekiwany jest wzrost – zwiększenie mocy produkcyjnych w Polsce do około 700 tys. ton, w związku z planowanym oddaniem do użytku instalacji Komagra w Tychach.

² Źródło: Raport półroczny Elstar Oils

Przedmiot działalności

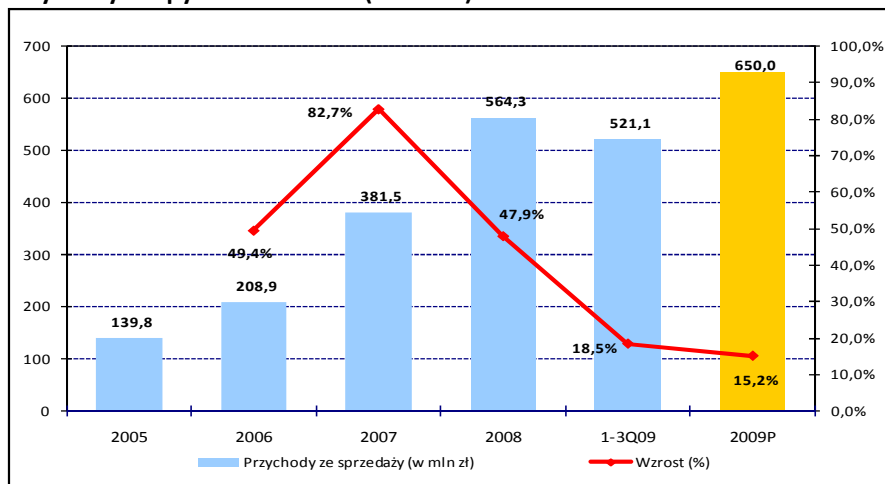
Profil działania Elstar Oils tworzy Grupę Kapitałową (dalej jako Elstar), w skład której oprócz jednostki dominującej wchodzi spółka zależna: Biopaliwa S.A. z siedzibą w Malborku, na terenie Pomorskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej. Elstar Oils S.A. posiada 100% akcji w spółce Biopaliwa S.A.

Przedmiotem działania podmiotu dominującego Elstar Oils z siedzibą zakładu produkcyjnego w Czerninie k/Sztumu jest wytwarzanie produktów na bazie olejów roślinnych dla zastosowań spożywczych. Spółka jako surowiec do produkcji wykorzystuje rzepak, natomiast produktami finalnymi są oleje rafinowane i tłuszcze. Produktem ubocznym w przerobie 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 400 tys. ton rocznie (w ubr. przerobiono 290 tys. ton). Proces inwestycyjny oraz plany zwiększenia przychodów mają zwiększyć przerób rzepaku do poziomu 350 tys. ton w 2010 roku, 400 tys. ton w 2011 oraz docelowo 600 tys. ton od roku 2013. Produkcja Elstar Oils kierowana jest głównie na rynek polski, do odbiorców przemysłowych.

Spółka zależna Biopaliwa S.A. powołana została do życia w celu prowadzenia produkcji biokomponentów - estrów metylowych olejów roślinnych. Ideą działania tego podmiotu był oczekiwany rozwój rynku biopaliw, jako skutek ustawowego zwiększania udziału biokomponentów w paliwach tradycyjnych. Spółka Biopaliwa zawarła w grudniu ubr. kontrakt o wartości około 200 mln zł (90 tys. ton) z PKN Orlen na dostawy estrów metylowych oleju rzepakowego, w okresie od stycznia do września 2010 roku.

Przychody

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



Źródło: Raporty Elstar Oils S.A.

P – prognoza DM AmerBrokers S.A.

Po trzech kwartałach 2009 roku Elstar zanotował ponad 18% wzrost przychodów ze sprzedaży produktów i towarów. Tempo wzrostu było niższe w porównaniu do lat poprzednich, należy jednak uwzględnić, że wystąpiło zjawisko niskiej bazy lat poprzednich, jako efekt realizacji procesu inwestycyjnego i zwiększenia mocy przerobowych rzepaku do 350-400 tys. ton rocznie.

Prognoza

Publikowane dane, dotyczące przychodów ze sprzedaży produktów (bez rzepaku, który jest towarem), wskazują że cały rok 2009 Spółka zakończy kilkunastoprocentowym wzrostem przychodów ogółem. Elstar w komunikacie podał, że w grudniu przychody z działalności podstawowej wyniosły 45 mln zł, w związku z czym w okresie styczeń – grudzień 2009 miały wartość 525 mln zł (wzrost o 15,3% r/r). Na podstawie tych wyników szacujemy, że łączne przychody skonsolidowane Grupy Elstar wyniosły w 2009 roku około 650 mln zł (+15,2% r/r).

Segmenty

W związku z rozgraniczeniem działania dwóch podmiotów funkcjonujących w Grupie Kapitałowej, Spółka w swoich sprawozdaniach prezentuje wyniki dla segmentu spożywczego oraz oddzielnie dla

segmentu biodiesla.

Sprzedaż segmentów Grupy Elstar (w tys. ton)

	1-3Q 08	1-3Q09	zmiana
Segment spożywczy (oleje, tłuszcze i śruta)	127,4	180,2	41,4%
Segment biodiesel (estry)	21,5	47,5	121,3%
Przerób rzepaku	162,3	211,7	30,4%

Źródło: Raporty Elstar Oils S.A.

Wyniki segmentów

Po trzech kwartałach roku ubiegłego segment spożywczy zanotował wzrost produkcji (wolumen w tys. ton) o ponad 41%, a w ujęciu wartościowym o 12%. Jednocześnie z danych uzyskanych ze Spółki wynika, że rentowność EBITDA tego segmentu (oszacowana w odniesieniu do przychodów pomniejszonych o sprzedaż rzepaku), wyniosła w tym okresie 8%, a netto 2,5%, wobec 8,3% i 3,4% w analogicznym okresie roku poprzedniego. Sytuacja ta spowodowana została alokacją marży do segmentu biodiesla oraz przesunięciem początku skupu w 2009 roku – opóźnieniem pozyskania surowca, w związku z czym przerób rzepaku w lipcu następował w oparciu o rzepak zakupiony po wyższych cenach w poprzedniej kampanii skupowej. W kolejnych okresach planowany jest powrót rentowności EBITDA dla segmentu spożywczego do poziomu minimum 8%

W segmencie biodiesla nastąpiło podwojenie, zarówno w ujęciu wolumenu jak i wartościowo sprzedaży estrów, w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego. Rentowność EBITDA tego segmentu wyniosła w tym okresie 6,5%, a netto 1,7%, wobec 6,7% i 0,9% w analogicznym okresie roku poprzedniego.

Według wstępnych danych, w całym 2009 roku segment spożywczy zapewnił 56% skonsolidowanych przychodów ze sprzedaży, biodiesla około 31%, a sprzedaż rzepaku 13%. Według założeń Spółki, w 2010 roku udział poszczególnych segmentów ma wyglądać następująco: spożywczy 59%, biodiesel 34%, rzepak 7%.

Struktura przychodów

W wyniku zmian w zakresie produkcji – rozszerzenia oferty o estry, od 2008 roku znaczący udział w strukturze przychodów ma właśnie ten asortyment. Już w 2008 roku udział estrów w przychodach ogółem w ujęciu wartościowym wzrósł do 22,3%, natomiast w 1H09 wyniósł 27,8%. Z informacji ze Spółki wynika, że w całym 2009 roku ich udział w sprzedaży ogółem przekroczył 30%. Zarząd Elstar Oils przewiduje, że w perspektywie najbliższych lat przychody ze sprzedaży Grupy mają w połowie pochodzić z rynku biopaliw, a w połowie z rynku spożywczego (oleje).

Struktura przychodów ze sprzedaży ogółem Grupy Elstar

	2007 struktura %	2008 struktura %	zmiana % r/r	1H 09 struktura %	zmiana % r/r
oleje rafinowane i tłuszcze dla przemysłu	48,2%	40,2%	26,1%	33,6%	46,3%
estry	0,0%	22,3%	-	27,8%	-92,0%
nasiona rzepaku	37,1%	18,8%	-23,5%	24,3%	-1,1%
śruta	9,9%	10,7%	62,4%	13,0%	-2,9%
olej rzepakowy wstępnie rafinowany	4,7%	7,3%	134,2%	0,9%	84,3%
gliceryna	0,0%	0,5%	-	0,4%	-38,2%
inne	0,1%	0,3%	635,5%	0,1%	-53,0%
Razem	100,0%	100,0%	47,9%	100,0%	5,9%

Źródło: Raporty Elstar Oils S.A.

Śruta rzepakowa jest produktem ubocznym powstającym w procesie przerobu rzepaku, natomiast gliceryna surowa przy produkcji estrów. W związku z tym, przychody ze sprzedaży tych produktów są w sposób trwały powiązane z wolumenem przerobu rzepaku. Z kolei nasiona rzepaku są klasyfikowane jako towar, mają one znaczny, bo około 20% udział w strukturze przychodów. W związku z tym, wahania cen rzepaku mogłyby być wykorzystywane jako okazja do zwiększenia dochodowości działania. Z informacji ze Spółki wynika jednak, że większy zysk realizowany jest w przypadku sprzedaży śruty, natomiast nadwyżki rzepaku są rejestrowane jako obrót, praktycznie bez marży. Udział rzepaku w strukturze przychodów będzie miał w kolejnych latach tendencję spadkową, tj. z uwagi na rozszerzanie

zakresu produkcji estrów oraz prawdopodobny rozwój segmentu spożywczego. Grupa Elstar w niewielkim stopniu eksportuje (głównie śrutę rzepakową) poza granice Polski - w ubr. udział sprzedaży eksportowej (kraje UE) wyniósł 5,9% przychodów ogółem. Po trzech kwartałach ubr. udział ten wzrósł do 11,7%, co spowodowane było wyższym przerobem rzepaku oraz w związku z tym produkcją śruty.

Sprawozdania finansowe

Bilans

Bilans skonsolidowany (w tys. zł)				struktura		
	31.12.07	31.12.08	30.09.09	31.12.07	31.12.08	30.09.09
AKTYWA TRWAŁE	189 430	236 060	229 316	48,3%	45,0%	36,8%
Rzeczowy majątek trwały	173 385	220 837	221 348	91,5%	93,6%	96,5%
Wartości niematerialne	4 165	4 124	3 897	2,2%	1,7%	1,7%
Finansowy majątek trwały	0	1 000	0	0,0%	0,4%	0,0%
Podatek odroczoney	7 308	8 951	3 069	3,9%	3,8%	1,3%
Inne rozliczenia międzyokresowe	4 572	1 148	1 002	2,4%	0,5%	0,4%
AKTYWA OBROTOWE	202 744	288 083	394 381	51,7%	55,0%	63,2%
Zapasy	132 548	146 080	253 735	65,38%	50,7%	64,3%
Należności handlowe	44 579	51 278	71 450	21,99%	17,8%	18,1%
Należności pozostałe	2 926	8 158	8 602	1,44%	2,8%	2,2%
Aktywa finansowe	3 923	18 706	17 315	1,93%	6,5%	4,4%
Środki pieniężne	12 664	63 069	42 333	6,25%	21,9%	10,7%
Rozliczenia międzyokresowe	6 104	792	946	3,01%	0,3%	0,2%
AKTYWA RAZEM	392 174	524 143	623 697	100,0%	100,0%	100,0%
Kapitał własny	139 900	156 603	170 682	35,7%	29,9%	27,4%
Kapitał akcyjny	48 212	48 212	48 212	34,5%	30,8%	28,2%
Kapitał zapasowy ze sprzedaży akcji	77 865	77 865	77 865	55,7%	49,7%	45,6%
Kapitał zapasowy	25 280	22 470	36 269	18,1%	14,3%	21,2%
Pozostałe kapitały rezerwowe	-8 647	0	0	-6,2%	0,0%	0,0%
Nie podzielony wynik finansowy	-2 810	8 056	8 336	-2,0%	5,1%	4,9%
Zobowiązania długoterminowe	61 774	113 048	112 681	15,8%	21,6%	18,1%
Kredyty i pożyczki	56 091	103 019	104 530	90,8%	91,1%	92,8%
Rezerwy	0	0	500	0,0%	0,0%	0,4%
Rezerwa z tyt. odroczonego podatku	5 162	9 534	7 166	8,4%	8,4%	6,4%
Pozostałe zobowiązania	286	288	267	0,5%	0,3%	0,2%
Rozliczenia międzyokresowe	235	207	218	0,4%	0,2%	0,2%
Zobowiązania krótkoterminowe	190 500	254 492	340 334	48,6%	48,6%	54,6%
Kredyty i pożyczki	169 711	185 241	294 555	89,1%	163,9%	261,4%
Zobowiązania handlowe	18 210	41 042	28 001	9,6%	36,3%	24,8%
Zobowiązania pozostałe	2 479	24 612	7 708	1,3%	21,8%	6,8%
Zobowiązania z tyt. bieżącego podatku	0	2 098	0	0,0%	1,9%	0,0%
Rozliczenia międzyokresowe	100	1 499	10 070	0,1%	1,3%	8,9%
PASYWA RAZEM	392 174	524 143	623 697	100,0%	100,0%	100,0%

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Tempo wzrostu sumy bilansowej Grupy Elstar odpowiada w zasadzie temu, w jakim tempie rośnie sprzedaż skonsolidowana. Szybki rozwój wynikający z rozszerzenia zakresu działania o produkcję estrów spowodował, że suma bilansowa w 2008 roku zwiększyła się o ponad 1/3, natomiast po 1-3Q 09 o 19%. W tych okresach przychody ze sprzedaży wzrosły odpowiednio o 51% oraz o 18,5%.

Okresowo Grupa Elstar zwiększa poziom zadłużenia, z tytułu zaciąganych kredytów skupowych. Wzrost ten widoczny jest na dzień bilansowy 30.09.2009 roku, kiedy to wartość krótkoterminowych kredytów i pożyczek wzrosła o 59% w stosunku do stanu na dzień 31.12.2008 roku. W aktywach znalazło to odzwierciedlenie w większym poziomie zapasów – zakupionego surowca rzepaku. Stan ten będzie się obniżał sukcesywnie w kolejnych miesiącach, z uwagi na zużycie w procesie produkcji oraz po sprzedaży nadwyżek.

W aktywach zwraca uwagę wysoki stan środków pieniężnych, których wartość na dzień 30.09.2009 roku wyniosła 42,3 mln zł. Mimo, że ich wartość obniżyła się o 1/3 w stosunku do końca 2008 roku, to w dalszym ciągu jest bardzo wysoka, co wynika z zaciągniętych kredytów właśnie w 2008 roku.

Rachunek zysków i strat Na podstawie zaprezentowanych sprawozdań można stwierdzić, że Grupa notując systematyczny wzrost przychodów, kontroluje poziom kosztów wytworzenia, w związku z czym w 2008 roku oraz po 1-3Q 09 zanotowała wysoki przyrost zysku brutto ze sprzedaży. Tak wysoka baza pozwala na wypracowanie wysokiego EBIT, mimo szybko rosnących kosztów sprzedaży oraz ogólnego zarządu.

Grupa Elstar ponosi bardzo wysokie koszty finansowania działalności długiem, z uwagi na co notuje ujemne saldo z przychodów i kosztów finansowych. Saldo to ma decydujący wpływ na wypracowywany zysk netto. Sądząc po wynikach 1-3Q 09, model biznesu uznać należy za efektywny, ponieważ przy wymienionych kosztach poskutkowało w tym okresie wzrostem EPS o ponad 25%.

Rachunek zysków i strat skonsolidowany (w tys. zł)	zmiana				
	2007	2008	1-3Q09	08/07	1-3Q09/ 1-3Q08
Przychody ze sprzedaży	381 518	576 270	521 093	51,0%	18,5%
Koszt własny sprzedaży	370 989	519 176	468 440	39,9%	16,9%
Zysk brutto ze sprzedaży	10 529	57 094	52 653	442,3%	35,2%
Pozostałe przychody operacyjne	4 954	1 165	2 448	-76,5%	180,4%
Koszty sprzedaży	12 578	12 563	12 989	-0,1%	51,6%
Koszty ogólnego zarządu	3 563	3 891	4 377	9,2%	58,8%
Pozostałe koszty operacyjne	1 713	5 493	3 389	220,7%	26,2%
Zysk (strata) z działalności operacyjnej	-2 371	36 312	34 346	-	33,1%
Przychody finansowe	9 230	6 154	3 442	-33,3%	-40,4%
Koszty finansowe	12 593	25 400	20 191	101,7%	13,4%
Zysk /strata przed opodatkowaniem	-5 734	17 066	17 597	-	27,8%
Podatek dochodowy	-2 924	3 267	3 518	-	31,6%
Zysk (strata) netto	-2 810	13 799	14 079	-	26,9%

Źródło: sprawozdania Spółki, obliczenia własne

Wskaźniki finansowe

Poprawa sytuacji finansowej znajduje odzwierciedlenie w rosnących w kolejnych okresach wskaźnikach rentowności. Wykazane marże były na koniec 3Q 2009 roku na najwyższym poziomie w badanym okresie, co ważne, zarówno w ujęciu za rok 2009 jak i narastająco za ostatnie 4 kwartały.

W zakresie płynności sytuacja Grupy jest ustabilizowana, okresowe wahania wskaźników wynikają ze zmian stanu zapasów oraz zwiększania zadłużenia z tytułu sezonowego zakupu surowca.

Wskaźniki zadłużenia także kształtują się na zbliżonych pułapach, ich wzrost jak i wyższy poziom długu netto spowodowany był na koniec 3Q 09 tym samym czynnikiem, jak w przypadku zmian kapitału obrotowego. Podobne zmiany zaszły w przypadku czasu rotacji, tj. zwiększeniu uległ czas obrotu zapasami oraz należnościami.

Wskaźniki finansowe skonsolidowane	2007	2008	30.09.09
Rentowność			
EBITDA	0,91%	7,79%	8,26%
EBIT	-0,62%	6,30%	6,59%
Wskaźnik rentowności brutto	-1,50%	2,96%	3,38%
Wskaźnik rentowności netto	-0,74%	2,39%	2,70%
ROA*	-0,72%	2,63%	2,92%
ROE*	-2,01%	8,81%	10,26%
Płynność			
Kapitał obrotowy (w tys. zł)	12 244	33 591	54 047
Wskaźnik bieżący	1,06	1,13	1,16
Wskaźnik płynności szybkiej	0,37	0,56	0,41
Zadłużenie			
Wskaźnik zadłużenia	64,3%	70,1%	72,6%
Wskaźnik zadłużenia kap. własnego	180,3%	234,7%	265,4%
Dług netto (w tys. zł)	213 138	225 191	356 752
Rotacja			
Rotacja zapasów (w dniach)	129	97	115
Rotacja należności (w dniach)	42	30	32
Rotacja zobowiązań (w dniach)	17	19	18

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze Spółki

* wskaźniki obliczone dla zysku netto narastająco za ostatnie 4 kwartały

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.

Prognoza na lata 2009-2014

Wycena metodą dochodową oparta jest na następujących założeniach dotyczących prognozy wyników sporządzonej przez DM AmerBrokers na lata 2009-2014:

Prognozowane główne pozycje rachunku zysków i strat Grupy Elstar Oils S.A. (tys. zł)

	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Przychody ze sprzedaży	650 000	747 500	852 150	954 408	1 049 849	1 123 338
Amortyzacja	11 565	11 797	11 980	12 219	12 464	12 713
EBIT	40 000	52 325	63 911	71 581	78 739	89 867
EBITDA	51 565	64 122	75 891	83 800	91 202	102 580
Zysk netto	18 000	26 163	29 825	33 404	36 745	44 934

Źródło: Prognoza AmerBrokers

Na podstawie dotychczasowych wyników szacujemy, że 2009 rok Grupa Elstar zakończy przychodami na poziomie zbliżonym do 650 mln zł. Wynik netto powinien być na poziomie minimum 18 mln zł, co oznacza, że w samym 4Q wyniósł 3,9 mln zł wobec 2,1 mln zł w 4Q08. Wyniki ostatniego kwartału 2009 roku mogą okazać się do pewnego stopnia rozczarowujące. Z uwagi na mniejszy obrót rzepekami, łączna sprzedaż w tym kwartale naszym zdaniem spadła do około 129 mln zł, wobec 136,5 mln zł przed rokiem. Podobnie na poziomie EBIT, z uwagi na alokację marż i przesunięcie skupu surowca, wynik operacyjny 4Q09 wyniesie naszym zdaniem około 5,7 mln zł (9,7 mln zł przed rokiem), jednak mimo to narastająco EBIT wzrośnie o 10% r/r. Rezultat ten uważamy za dobry, większa progresja wystąpi na poziomie EPS, który wzrośnie r/r o 30%.

Prognozujemy, że zwiększenie przerobu rzepeku przez Spółkę o 21% w 2010 roku, a także o 14% w 2011, aż do osiągnięcia poziomu 600 tys. ton w roku 2014, spowoduje kilkunastoprocentowy wzrost przychodów skonsolidowanych w latach 2010 - 2012. Docelowy poziom rentowności jaki zakłada Spółka to 9% EBITDA oraz 5% netto w 2013 roku. W kolejnych latach naszej prognozy założyliśmy ostrożnie niższe poziomy marż. Na koniec bieżącego roku, przy obecnym kursie, wskaźnik P/E powinien obniżyć się do około 14,4 wobec prognozowanego 20,9 na koniec 2009 roku.

Prognozowane wskaźniki Elstar Oils S.A.*

	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P
Zmiana przychodów	15,2%	15,0%	14,0%	12,0%	10,0%	7,0%
Marża EBIT	6,2%	7,0%	7,5%	7,5%	7,5%	8,0%
Marża EBITDA	7,9%	8,6%	8,9%	8,8%	8,7%	9,1%
Marża zysku netto	2,8%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	4,0%
EV/EBITDA	12,3	10,8	9,7	9,3	9,0	8,3
P/E	20,9	14,4	12,6	11,3	10,2	8,4
P/BV	2,1	1,8	1,6	1,4	1,2	0,5
P/Sales	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3

Źródło: Prognoza AmerBrokers

*przy obecnym kursie

Dodatkowo zakłada się, że rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy wynosić będzie 1,5%. Dług netto oraz relację długu do kapitałów własnych przyjęto wg danych bilansowych uzyskanych ze Spółki na koniec 2009 roku, a dla kolejnych lat wg sporządzonej przez nas prognozy kształtowania się zadłużenia Spółki. W prognozach nie uwzględniamy ewentualnych przejęć i akwizycji oraz ich wpływu na wyniki.

Wycena metodą DCF

(tys zł)	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2014P+
Zysk operacyjny	52 325	63 911	71 581	78 739	89 867	89 867
- opodatkowanie EBIT	9 942	12 143	13 600	14 960	17 075	17 075
NOPLAT	42 383	51 768	57 980	63 778	72 792	72 792
+ Amortyzacja	11 565	11 797	11 980	12 219	12 464	12 464
- Zmiana kapitału pracującego	-37 042	-39 758	-38 850	-36 260	-27 920	-8 376
Nadwyżka operacyjna	16 907	23 806	31 110	39 738	57 336	76 880
- Wydatki inwestycyjne	11 600	11 800	12 000	12 300	12 500	12 500
Wolne przepływy pieniężne (FCF)	5 307	12 006	19 110	27 438	44 836	64 380
współczynnik dyskonta	92,6%	85,8%	79,5%	73,6%	68,1%	68,1%
Wartość bieżąca (PV FCF)	4 916	10 305	15 195	20 203	30 554	
Stopa wolna od ryzyka	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Premia za ryzyko (dług)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Stopa podatkowa	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Efektywny koszt długu	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%	6,3%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Premia za ryzyko (kapitał własny)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Koszt kapitału własnego	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Dług / (Dług + Kapitały własne)	62,5%	62,6%	62,5%	61,6%	60,1%	60,1%
WACC	7,9%	7,9%	7,9%	8,0%	8,0%	8,0%
Suma DCF 2009-2013	81 173					
Rezydualny wzrost FCF po okresie prognozy	1,5%					
Wartość rezydualna 2012+ (RV)	997 668					
Zdyskontowana wartość rezydualna (PV RV)	679 876					
Wartość przedsiębiorstwa (EV)	761 048					
Dług netto	260 000					
Wartość 100% akcji	501 048					
Liczba akcji (tys. szt)	48 212					
Wartość 1 akcji, w zł	10,39					

Źródło: obliczenia własne

Wartość jednej akcji Elstar Oils S.A. wyliczona metodą dochodową, przy przyjętych powyżej założeniach, wynosi 10,39 zł.

Metoda porównawcza

Metoda porównawcza bazuje na porównaniu wskaźników wyceny rynkowej Elstar Oils w stosunku do wybranych spółek z branży spożywczej o zbliżonym profilu działania. Za cenę przyjmowany jest aktualny kurs giełdowy. Wartość księgową, sprzedaż, zysk operacyjny i netto dla porównywanych spółek obliczono na podstawie ostatnich opublikowanych danych finansowych (za cztery kwartały).

Wycena porównawcza na dzień 27.01.2010

Spółka	Kurs	P/Sales	EV/EBITDA	P/E	P/BV
Kruszwica	63,45 zł	0,7	6,4	11,8	2,5
Kernel	15,52 USD	1,0	6,5	8,1	3,0
Archer-Daniels-Midland	30,54 USD	0,3	9,3	16,0	1,3
Bunge	69,00 USD	0,2	24,6	81,0	1,0
Mediana		0,5	6,5	13,9	1,9
Elstar Oils S.A.	7,80 zł	0,6	11,5	22,4	2,2
Wycena 1 akcji Elstar Oils S.A. (w zł)		6,8	2,1	4,8	6,7
Wagi		0,20	0,30	0,30	0,20
Wycena Elstar Oils S.A. - średnia ważona					4,80 zł

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów za ostatnie 4 kwartały

Przy tak przyjętych założeniach, **wartość jednej akcji Spółki Elstar Oils obliczona metodą porównawczą wynosi 4,80 zł.**

Podsumowanie wyceny

W celu uzyskania końcowej wyceny Elstar Oils S.A. obliczono średnią ważoną wycen uzyskanych metodą DCF i metodą porównawczą. Dla wyceny dochodowej przyjęto wagę 0,6 z uwagi na decydujący wpływ prognozowanej sytuacji finansowej na wartość Spółki.

Końcowa wycena Elstar Oils S.A.

Metoda wyceny	Waga	Wycena
Metoda dochodowa	0,60	10,39
Metoda porównawcza	0,40	4,80
Końcowa wycena Elstar Oils S.A. (w zł)	1,00	8,15

Źródło: obliczenia własne

Rekomendacja

Obliczona w ten sposób wartość jednej akcji Spółki wynosi 8,15 zł. W związku z tym, że jest ona o 4,5% wyższa od bieżącej wyceny rynkowej, wydajemy dla Elstar Oils rekomendację Trzymaj.

Analiza techniczna

Od marca do listopada 2009 roku kurs Elstaru kształtował trend wzrostowy, w tym czasie cena akcji wzrosła o ponad 140%. Tak znaczna aprecjacja spowodowała, że w ostatnich tygodniach roku przeważać zaczęła strona podażowa, w związku z czym rozpoczęła się korekta notowań. Dotychczas miała ona dość płaski charakter, o czym świadczy to, że cena akcji utrzymywała się powyżej pierwszego poziomu zniesienia wg skali Fibonacciego, wynoszącego 23,6%.

Obecnie kurs przebił ważne, również historyczne wsparcie w okolicach 8 zł. Wybicie to może doprowadzić do kontynuacji korekty i spadku do poziomu 7,4-7,5 zł.



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 dołożył 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
EV/EBITDA – wartość przedsiębiorstwa do zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację w przeliczeniu 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 księgowa 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 Kapitałowej do generowania przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej, pomniejszonych o planowane wydatki inwestycyjne netto. Po oznaczeniu 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 Kapitałowej (np. P/E, EV/EBITDA, 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.

Rekomendacje

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

Powiązania

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

Nadzór

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