

# ElstarOils

(tłumaczenie)

12 marca 2010

Producent olejów jadalnych i tłuszczów roślinnych

Kurs 8,50 PLN \*  
Wycena 8,64 PLN

**Trzymaj**  
(obniżenie)

Stopa zwrotu	1m	3m	12m
Absolutna	14%	2%	125%
Relatywna do WIG20	5%	-1%	39%
Max/ min. (12-mies.)	9,35/ 3,51 PLN		
Reuters	ELSA.WA		
Bloomberg	ELS.PW		
Kapitalizacja (mln PLN)	103,9		
Następne wydarzenie w spółce:	20 marca - publikacja wyników za 4Q09		
PLN / EUR	3,90		

FY/e 31.12 (mln PLN)	2008	2009P	2010P	2011P
Sprzedaż	576,3	655,7	702,0	794,6
EBITDA	44,9	55,0	62,3	72,5
EBIT	36,3	43,2	50,0	59,9
Zysk netto	13,8	19,6	26,9	35,8
EPS (PLN)	0,3	0,4	0,6	0,7
C/Z (x)	29,7	20,9	15,2	11,4
Dywid. na akcję (PLN)	0,0	0,0	0,0	0,0
Stopa dywidendy (%)	0%	0%	0%	0%
EV/EBITDA (x)	14,3	11,5	9,9	8,3

Źródło: KBC Securities

\*kurs zamknięcia z 11/03/2010

**Obniżamy rekomendację dla spółki z Kupuj do Trzymaj, po informacji o zmniejszeniu norm produkcji w segmencie biodiesla i zmian prognoz kursu EUR/PLN. Aby uwzględnić nowe założenia makroekonomiczne podwyższyliśmy prognozy zysku netto na 2009 rok o 2,0% do 19,6 mln zł (+42,0% r/r), a na 2010 i 2011 rok obniżyliśmy o odpowiednio o 4,8% i 6,0% do 26,9 mln zł (+37,4% r/r) i 35,4 mln zł (+33,2% r/r). Nasza wycena walorów spółki wzrosła o 6,6% do 8,64 zł na akcję, co implikuje 1,6% potencjału wzrostu.**

## Rekomendacja obniżona do Trzymaj

- **Perspektywy dla biodiesla nie takie pozytywne.** Spółka przedłużyła kontrakt z PKN tylko do końca września br. Prognozujemy w tym okresie wolumen sprzedaży na 60 tys. ton biodiesla w ujęciu rok-do-roku. Zatem Elstar Oils nie ma kontraktu na IV kwartał br. Oczekujemy, że w IV kw. spółka wyprodukuje w tym kwartale dodatkowo 10 tys. ton metyloestrów, na potrzeby albo następnego kontraktu z PKN lub przyszłego kontraktu w Lotosie. Obniżyliśmy prognozę wykorzystania mocy w 2010 i 2011 roku odpowiednio o 6,7% i 5,9% do 70 tys. i 80. tys. ton.
- **Regulacje prawne pod obstrzałem.** Polskie spółki paliwowe PKN ORLEN i Lotos lobbują przeciwko regulacjom zmuszających je do dodawania biokomponentów do sprzedawanego oleju i benzyny (5,7% łącznej sprzedaży w br.). Obie spółki poniosły w 2009 roku dodatkowe koszty (szacowane na 60 mln zł każda) w związku z tym wymogiem. Rząd w nadchodzących tygodniach ma zająć się kwestią zmian w obowiązującym prawie.
- **Stabilna przyszłość sektora spożywczego.** Zakładamy, że w br. spółka zwiększy produkcję na potrzeby przemysłu spożywczego do 361 tys. ton (+9,3% r/r), a sprzedaż rafinowanych olejów i tłuszczów wzrośnie odpowiednio do 55 tys. ton (+10,0% r/r) i 37 tys. ton (+5,0% r/r). Oczekujemy, że wolumen przerobu rzepaku zwiększy się do 435 tys. ton w 2012 roku.
- **Ulga podatkowa.** Prognozujemy składaną roczną stopę wzrostu zysku netto spółki w latach 2009-2012 na 32% biorąc pod uwagę wzrost sprzedaży, stabilne koszty finansowe i oczekiwana niską efektywną stopę podatkową. Spółka działa w Specjalnej Strefie Ekonomicznej, dlatego też zakładamy, że należna ulga podatkowa obniży stopę podatku do 16% w latach 2010-2017.
- **Uzasadnione dyskonto.** W ciągu 12 miesięcy kurs akcji Elstaru Oils wzrósł o 125%, dając zwrot wyższy o 39% niż indeks WIG20. Notowana przy 15,2x C/Z spółka nie wyróżnia się na tle międzynarodowych producentów biopaliw i olejów roślinnych. Uważamy, że jest to uzasadniona wycena, zważywszy na wolniejszy od wcześniejszych oczekiwań wzrost wykorzystania mocy zakładu produkującego biodiesel i ograniczony potencjał wzrostu marż.

### Objaśnienie stosowanej terminologii fachowej

**EBITDA** = EBIT + amortyzacja  
**EPS** = zysk netto/ liczba akcji  
**DPS** = dywidenda na akcję  
**BVPS** = wartość księgowa/ liczba akcji  
**Marża EBITDA** = EBITDA/ przychody netto ze sprzedaży  
**Marża zysku operacyjnego** = EBIT/ przychody netto ze sprzedaży  
**CFPS** = Cash flow/ liczba akcji  
**Dług netto** = zadłużenie odsetkowe – gotówka  
**ROE** = zysk netto/ średni kapitał własny  
**EV** = kapitalizacja rynkowa + Dług netto  
**P/E** = kurs rynkowy/ EPS  
**P/CF** = kapitalizacja rynkowa/ (amortyzacja + zysk netto)  
**P/BV** = kapitalizacja rynkowa/ wartość księgowa  
**P/S** = kapitalizacja rynkowa/ przychody netto ze sprzedaży  
**Stopa dywidendy** = DPS/ kurs rynkowy \*100%

### Stosowane metody wyceny

Sporządzając opracowanie i wydając rekomendację KBC Securities NV (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce (KBC Securities) posługiwał się następującymi metodami wyceny: wyceną zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) i wyceną porównawczą. Zaletą metody wyceny DCF jest to, że uwzględnia ona przyszłe wyniki finansowe, natomiast wadą jest to, że prognozy są oparte na subiektywnej ocenie analityka. Zaletą metod wyceny porównawczej jest większa obiektywność oceny, natomiast jej wadą jest to, że zazwyczaj jest oparta na bieżących wynikach finansowych, które mogą odbiegać od tych, które spółka będzie notować w przyszłości.

### System rekomendacji

**Kupuj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot większy lub równy 10%,  
**Trzymaj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot w przedziale 10% - (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy,  
**Sprzedaj** - zakładamy, że inwestycja w akcje spółki przyniesie zwrot równy lub niższy niż (-10%) w ciągu najbliższych 12 miesięcy

### Pozostałe ważne oświadczenia i powiązania

Niniejsze opracowanie jest przeznaczone dla Klientów KBC Securities, przy czym może być ono dystrybuowane do innych osób oraz do środków masowego przekazu. Niniejsze opracowanie ani żadna jego część nie może być publikowana bądź powielana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities.

Nadzór nad KBC Securities sprawuje Belgijska Komisja Bankowości i Finansów oraz Polska Komisja Nadzoru Finansowego.

Data sporządzenia niniejszego opracowania jest datą jego udostępnienia do wiadomości publicznej.

Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, w tym informacji pochodzących od emitenta, ze szczególnym uwzględnieniem informacji z okresu ostatnich 6 miesięcy, które KBC Securities uważa za wiarygodne. Jednakże KBC Securities nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje, na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie wyraża stan wiedzy oraz poglądy jego autorów na dzień sporządzenia opracowania.

Na dzień wydania niniejszego dokumentu KBC Securities nie są znane powiązania z emitentem ani inne okoliczności, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji (np. umowy z emitentem, powiązania kapitałowe, osobowe). Na dzień sporządzenia rekomendacji KBC Securities nie ma zamiaru w najbliższych trzech miesiącach składać oferty świadczenia usług na rzecz emitenta.

W okresie ostatnich 12 miesięcy KBC Securities nie świadczył usług z zakresu bankowości inwestycyjnej na rzecz emitentów, dla których wydał rekomendacje w ostatnim kwartale.

Osoba (osoby) sporządzające niniejszy dokument otrzymują wynagrodzenie zależne od wyników finansowych KBC Securities, które zależą, między innymi, od wyniku na usługach bankowości inwestycyjnej, jednak wynagrodzenie tych osób nie jest bezpośrednio uzależnione od wyników finansowych pochodzących ze świadczenia usług bankowości inwestycyjnej, które były lub mogły być uzyskiwane przez KBC Securities. KBC Securities nie ponosi odpowiedzialności za skutki decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania i zawartych w nim opinii inwestycyjnych.

### Rekomendacje dla spółki ElstarOils wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy

	Wycena (zł)	Kurs (zł)	Rekomendacja	Data wydania
ElstarOils	11,47	8,15	Kupuj	20 sierpnia 2007
ElstarOils	9,93	7,26	Kupuj	12 lutego 2008
ElstarOils	7,9	5,0	Kupuj	21 sierpnia 2008
ElstarOils	8,10	6,58	Kupuj	3 sierpnia 2009
ElstarOils	8,64	8,50	Trzymaj	12 marca 2010

Rekomendacja wydawana przez KBC Securities obowiązuje przez 12 miesięcy chyba, że nastąpi jej zmiana przed upływem 12 miesięcy od jej wydania. Zastrzegamy sobie możliwość kwartalnej rewizji rekomendacji.

W okresie 12 miesięcy poprzedzających niniejszą publikację KBC Securities wydał 44 rekomendacje inwestycyjne:

23 Kupuj	52%
13 Trzymaj	30%
8 Sprzedaj	18%

## Lista kontaktów

### Analitycy

<b>Dyrektor, Banki</b>	Mark MacRae, CFA	+48 22 581 08 06	<i>mark.macrae@kbcsecurities.pl</i>
<b>Banki</b>	Marta Czajkowska-Bałdyga	+48 22 581 08 09	<i>marta.czajkowska@kbcsecurities.pl</i>
	Michał Konarski	+48 22 581 08 22	<i>michal.konarski@kbcsecurities.pl</i>
<b>Paliwa, Farmaceutyki</b>	Peter Tordai	+36 1 483 40 46	<i>peter.tordai@kbcsecurities.hu</i>
	Barbara Jánosi	+36 1 483 40 56	<i>barbara.janosi@kbcsecurities.hu</i>
	Olena Kyrylenko	+36 1 483 40 66	<i>olena.kyrylenko@kbcsecurities.hu</i>
	Lajos Meszaros	+36 1 483 40 66	<i>lajos.meszaros@kbcsecurities.hu</i>
	Peter Csaszar	+36 1 483 40 36	<i>peter.csaszar@kbcsecurities.hu</i>
<b>Telekomunikacja, Media,</b>	Leszek Iwaszko, CFA	+48 22 581 08 08	<i>leszek.iwaszko@kbcsecurities.pl</i>
<b>IT</b>	Piotr Janik	+48 22 581 09 19	<i>piotr.janik@kbcsecurities.pl</i>
<b>Handel Detaliczny</b>	Kamil Szlaga	+48 22 581 08 18	<i>kamil.szlaga@kbcsecurities.pl</i>
<b>Przemysł, Metale</b>	Robert Maj	+48 22 581 08 24	<i>robert.maj@kbcsecurities.pl</i>
<b>Nieruchomości</b>	Lucian Albulescu	+40 21 40 84 219	<i>lucian.albulescu@kbcsecurities.ro</i>
	Cezary Bernatek	+48 22 581 08 20	<i>cezary.bermatek@kbcsecurities.pl</i>
<b>Koordynator</b>	Piotr Owdziej	+48 22 581 09 18	<i>piotr.owdziej@kbcsecurities.pl</i>
<b>Tłumacz</b>	Renata Kania	+48 22 581 08 23	<i>renata.kania@kbcsecurities.pl</i>

### Departament Sprzedaży Detalicznej

	Urszula Kowalska	+48 22 581 07 99	<i>urszula.kowalska@kbcsecurities.pl</i>
--	------------------	------------------	--

Niniejsza publikacja została stworzona wyłącznie w celach informacyjnych, w szczególności nie stanowi oferty ani zaproszenia do składania ofert, kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych, o których w niej mowa. Niniejsza publikacja ani żadna z jej części nie może być w jakikolwiek sposób reprodukowana bez uprzedniej pisemnej zgody KBC Securities. Informacje zawarte w niniejszej publikacji pochodzą ze źródeł uznawanych za wiarygodne, a opinie w niej wyrażone podobnie jak ww. informacje oraz informacje, na których te opinie zostały oparte w żadnym wypadku nie pochodzą z KBC Securities ani KBC Securities N.V. KBC Securities, KBC Securities N.V. ani jego podmioty zależne nie zapewniają, że informacje te są rzetelne i kompletne i nie powinny być traktowane jako takie. Wszelkie opinie, prognozy i szacunki sformułowane w niniejszej publikacji stanowią jedynie wyraz naszych ocen wyrażonych na dzień wydania niniejszej publikacji i mogą być w każdej chwili, bez uprzedzenia w jakiegokolwiek formie, zmienione. KBC Securities N.V., KBC Securities, ich pracownicy lub pełnomocnicy mogą posiadać instrumenty finansowe, o których mowa w niniejszej publikacji lub opcje, warranty lub inne prawa z nimi związane lub na nich oparte lub inne instrumenty tego emitenta, lecz nie więcej niż 5%, i mogą dokonywać nimi transakcji również jako pełnomocnik. Każda z wyżej wymienionych osób mogła nabyć przedmiotowe instrumenty finansowe przed wydaniem niniejszej publikacji. Niniejsza publikacja jest dostarczona wyłącznie w celach informacyjnych i jest przeznaczona dla inwestorów, którzy nie podejmują swoich decyzji inwestycyjnych w oparciu o niniejszą publikację. Inwestorzy powinni mieć swoją własną ocenę co do właściwości i celowości inwestowania w którykolwiek z wymienionych w niniejszej publikacji instrument finansowy, opartą na analizie danego instrumentu, ryzyka związanego z tym instrumentem, ich własnej strategii inwestycyjnej oraz przy uwzględnieniu ich prawnej, podatkowej i finansowej sytuacji. Dotychczasowe efekty inwestycji w dany instrument finansowy nie są gwarancją przyszłych wyników. KBC Securities N.V. czy KBC Securities, jak również żaden z ich pracowników w związku z niniejszą publikacją nie będzie odpowiedzialny za jakiegokolwiek decyzje inwestycyjne. Dystrybucja niniejszej publikacji poza granicami Polski może podlegać prawnym ograniczeniom, dlatego osoby, które wejdą w posiadanie niniejszej publikacji poza granicami Polski powinny poinformować się wzajemnie o ograniczeniach związanych z niniejszą publikacją.

Copyright © 2010 KBC Securities