

środa, 27 listopada 2019 | aktualizacja raportu

## MOL: akumuluj (podtrzymana)

MOL HB; MOLB.BU | Paliwa, Węgry

### Akwizycja poprawi efektywność bilansu

Spadające z tygodnia na tydzień marże petrochemiczne na pewno nie poprawiają sentymentu na akcjach MOL-a, ale przypominamy, że ten obszar generuje w tym roku tylko ~14% strumienia EBITDA Grupy. W tym kontekście nawet dość agresywne rewizje marż modelowych, zaaplikowane przez nas w modelu, nie powodują wyrwy w wynikach. Dodatkowo ta luka jest zasypana przez podwyżki szacunków w detalu i konsolidację akwizycji w Azerbejdżanie, która naszym zdaniem generuje dodatnią wartość dla akcjonariuszy (+9% do MCap). Nadal uważamy, że zrównoważony profil biznesowy MOL-a (upstream/downstream 50:50) i relatywnie niska waluacja (EV/EBITDA LIFO'20/21 na poziomie 4,9x/4,5x) sprawiają, że węgierski koncern wygląda obecnie znacznie bardziej atrakcyjnie od regionalnych konkurentów. Nie widzimy zagrożenia dla scenariusza stopniowego wzrostu DPS nawet w najbliższych 2 latach z podwyższonymi nakładami inwestycyjnymi na projekty strategiczne. Podtrzymujemy naszą rekomendację akumuluj, podnosząc nieznacznie cenę docelową do 3 302 HUF/akcję (poprzednio 3 258 HUF).

### Projekt ACG – pozytywny wpływ na wycenę

Zapowiedziany zakup udziałów w złożu off-shore w Azerbejdżanie to w naszej opinii korzystna decyzja dla akcjonariuszy, ponieważ z jednej strony utylizuje nadpłynność bilansu (efektywność zarządzania kapitałem przy rentowności węgierskich obligacji 10Y na poziomie 1,8%), a z drugiej od razu generuje dodatkowy strumień EBITDA i zapewnia wyższy poziom produkcji w kolejnych latach. Szacujemy, że w naszym scenariuszu makro (75 USD/Bbl Brent w długim terminie) akwizycja dodaje około 0,7 mld USD wartości (9% aktualnego MCap), a break-even zapewnia cena ropy w okolicach 60 USD/bbl.

### Aplikacja mniej korzystnego makro w petrochemii

Coraz gorsze odczyty marż petrochemicznych skłaniają nas do rewizji dotychczasowych modelowych założeń dla segmentu o 10-20%, co oznacza ubytek EBITDA Grupy o ~50 mld HUF w latach 2020-21. Jednocześnie jednak tę lukę wypełnia konsolidacja przejmowanych aktywów ACG (od połowy 2020) oraz bardziej optymistyczne prognozy dla segmentu detalicznego, który w tym roku udowadnia swój potencjał.

### Prognozy FCF

MOL wszedł w tym roku w fazę podwyższonych nakładów inwestycyjnych związanych z realizacją strategicznych projektów w obszarze downstream i w latach 2020-21 wyższy capex będzie się utrzymywał (ponad 2 mld USD rocznie). Wyłączając wydatek na akwizycję w Azerbejdżanie, Spółka powinna być jednak w stanie utrzymać dodatni FCF, choć generacja gotówki w dużej skali powróci dopiero w roku 2022. Zadłużenie okresowo wzrośnie do około 1,3x EBITDA na koniec 2020, ale już w 2022 spadnie z powrotem do 0,9x. Te kalkulacje uwzględniają już coroczny wzrost DPS i DYield >5% w latach 2020-23. Nie można też zapominać o akcjach własnych (równowartość 200 mld HUF), które mogą być wykorzystane jako źródło finansowania lub potencjalny transfer do akcjonariuszy (umorzenie).

(mld HUF)	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Przychody	4 130,3	5 168,7	5 163,6	5 005,2	5 205,1
EBITDA	672,7	764,4	667,9	726,7	796,6
marża EBITDA	16,3%	14,8%	12,9%	14,5%	15,3%
EBIT	354,4	352,9	305,0	338,7	393,0
Zysk netto	307,0	301,2	225,7	249,5	270,5
P/E	7,2	7,3	9,8	8,8	8,1
P/CE	3,5	3,1	3,7	3,5	3,3
P/BV	1,3	1,1	1,0	1,0	0,9
EV/EBITDA	4,4	3,7	4,5	4,8	4,4
DPS	78,1	127,5	142,4	149,6	157,1
DYield	2,7%	4,4%	4,9%	5,1%	5,4%

Cena bieżąca	2 926 HUF
Cena docelowa	3 302 HUF
Kapitalizacja	2 203 mld HUF
Free float	993 mld HUF
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	3 452 mln HUF

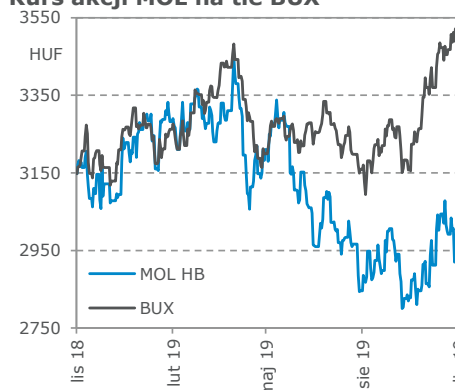
### Struktura akcjonariatu

Rząd węgierski	25,2%
Akcje własne (w tym opcje)	22,6%
Oman Oil	7,1%
Pozostali	45,1%

### Profil spółki

Grupa MOL to zintegrowany koncern paliwowy prowadzący międzynarodową działalność wydobywczą z produkcją rzędu 110 mboe/d (rezerva 2P po ostatniej akwizycji w Azerbejdżanie będą sięgać 454 mln boe), rafinerijną (4 rafinerie o łącznych mocach przerobowych 21 mln ton i 2 kompleksy petrochemiczne) i detaliczną (1900 stacji benzynowych w regionie CEE). Spółka jest również właścicielem gazowej infrastruktury przesyłowej na Węgrzech.

### Kurs akcji MOL na tle BUX



Spółka	Cena docelowa		Rekomendacja	
	nowa	stara	nowa	stara
MOL (HUF)	3 302	3 258	akumuluj	akumuluj

Spółka	Cena		Potencjał zmiany
	bieżąca	docelowa	
MOL (HUF)	2 926	3 302	12,9%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2019P	2020P	2021P
CCS EBITDA	+1,4%	+1,7%	+5,7%
Zysk netto	+8,8%	+5,8%	-0,5%
Marża+B/Uł (USD/Bbl)	-4,8%	+0,0%	+0,0%
Marża petchem (USD/t)	+1,5%	-9,9%	-10,3%
USD/HUF	+9,4%	+6,1%	+2,9%
Brent	+0,0%	-7,1%	-6,7%

### Analityk:

Kamil Kliszc  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)

**EBIT** – zysk operacyjny

**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją

**BOOK VALUE** – wartość księgowa

**WNDB** – wynik na działalności bankowej

**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży

**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej

**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję

**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją

**ROE** – (Return on Equity – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję

**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent

**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku

**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku

**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Domu Maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wyniesie co najmniej 15%

**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%

**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%

**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%

**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura Maklerskiego posługującego się nazwą Dom Maklerski mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwpa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzanie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Dom Maklerski mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Dom Maklerski mBanku nie gwarantuje jednakże 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. Do opracowania wybrano istotne dane z całej historii Spółki będącej przedmiotem opracowania.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Inwestowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich.

Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 27 listopada 2019 o godzinie 08:39.

Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 27 listopada 2019 o godzinie 08:39.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Dom Maklerski mBanku.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitenta lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitenta.

Powielanie, publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy klienci Domu Maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie:

[http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Domu Maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Domu Maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branych pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wyliczona w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**Rekomendacje dotyczące spółki MOL wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy**

rekomendacja	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	trzymaj	akumuluj	akumuluj
data wydania	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05	2019-02-04	2018-12-05	2018-11-15	2018-11-05
cena docelowa (HUF)	3,258.00	3,258.00	3,258.00	3,223.00	3,223.00	3,423.00	3,433.00	3,280.00	3,280.00	3,296.00
kurs z dnia rekomendacji	3,042.00	2,826.00	3,004.00	3,276.00	3,278.00	3,250.00	3,284.00	3,206.00	3,088.00	3,006.00

## Dom Maklerski mBanku

Senatorska 18  
00-082 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

### Departament Analiz

Kamil Kliszczyk  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.klisczyk@mbank.pl](mailto:kamil.klisczyk@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniakowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniakowski@mbank.pl)  
przemysł

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

### Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

#### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

#### Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

### Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)