



Sektor rafineryjny

Węgry

MOL

MOL.PW; MOLB.WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

Kamil Kliszcz

(48 22) 697 47 06

kamil.kliszcz@dibre.com.pl

Wyniki zgodne z oczekiwaniami

Obecna cena 16 600 HUF, Cena docelowa 17 466 HUF

W 1Q'2013 MOL wypracował 70 mld HUF oczyszczonego zysku operacyjnego wg LIFO, co plasuje się nieco powyżej naszych oczekiwań (63,4 mld HUF) i rynkowego konsensusu (66,2 mld HUF), aczkolwiek w dużym stopniu tłumaczy to niższa amortyzacja (odpowiednio o 5,2 mld HUF i 6,5 mld HUF) w obszarze rafinerii i gazu. W ujęciu segmentowym mimo niższych wolumenów pozytywnie zaskoczył segment wydobycia (74 mld HUF vs. zakładane 64 mld HUF), ale w dużym stopniu było to związane ze zmianą sposobu księgowania zapasów ropy chorwackiej, która choć wyprodukowana, nie została jeszcze przerobiona przez rafinerię Sisak. Z tego tytułu w 1Q wynik segmentu został wsparty kwotą 8 mld HUF, która jednocześnie została wyłączona na poziomie Grupy (stąd pozycja wyłączeń konsolidacyjnych znacznie wyższa niż zakładaliśmy). W obszarze rafinerii oczyszczony zysk operacyjny wg LIFO sięgnął 10,3 mld HUF, a pozytywne odchylenie oprócz wspomnianej niższej amortyzacji łączymy z lepszą niż zakładaliśmy strukturą uzysków (mniejszy udział ciężkich pozostałości). W segmencie gazu nie odnotowaliśmy większych zaskoczeń na poziomie EBIT, gdyż nieco wyższa strata na działalności regulowanej w Chorwacji (-12 mld HUF vs. zakładane -11 mld HUF) została skompensowana lepszym rezultatem na tranzycie. Na działalności finansowej saldo było znacznie lepsze niż oczekiwaliśmy z uwagi na dodatnie różnice kursowe na aktywach walutowych. Lepszy wynik na tej pozycji został jednak zneutralizowany przez bardzo wysoki podatek (aż 27 mld HUF vs. zakładane 17 mld HUF), w tym aż 8,6 mld HUF z podwyższonego podatku Robin Hooda (skala tego obciążenia była wyższa niż zniesiony w tym roku podatek kryzysowy). Spółka tłumaczy tak wysoką stopę podatkową księgowym zawyżeniem bazy podatkowej oraz zwraca uwagę, że realne koszty z tego tytułu były niższe, niemniej jednak rynek może być niemile zaskoczony tak wysoką skalą nowego obciążenia. Saldo przepływów pieniężnych z operacji wyniosło 57 mld HUF, ale z uwagi na wysokość CAPEX (47 mld HUF) i przeszacowanie zadłużenia walutowego dług netto wzrósł q/q do 780 mld HUF. Podsumowując, wyniki MOL-a oceniamy neutralnie choć rynek może być zaniepokojony wysokością podatku Robin Hooda.

Wyniki finansowe MOL w ujęciu kwartalnym

(mld HUF)	1Q'12	2Q'12	3Q'12	4Q'12	1Q'13	1Q'13P	różnica	konsensus	różnica
Przychody	1 360 301	1 316 699	1 445 313	1 435 308	1 297 709	1 340 054	-3%	-	-
EBIT	83 343	1 064	103 042	33 002	65 432	63 349	3%	62 200	5%
Upstream	66 480	59 843	71 688	56 351	74 089	63 861	16%	67 800	9%
Rafineria	15 350	-44 022	44 100	-11 619	5 880	1 912	208%	5 200	13%
<i>w tym efekt LIFO</i>	26 900	-39 900	23 500	-11 800	500	14 757	-	-	-
<i>różnice kursowe</i>	9 000	-6 100	10 100	2 200	-8 300	-14 826	-	-	-
<i>podatek kryzysowy</i>	-6 075	-6 595	-7 076	-7 309	0	0	-	-	-
<i>petrochemia</i>	-10 500	-7 200	-9 000	-3 400	b.d.	400	-	-1 700	-
<i>czynniki jednorazowe i inne</i>	1 000	-3 025	-1 512	-5 422	3 420	0	-	-	-
<i>skor. EBIT LIFO Rafineria</i>	-4 975	18 798	28 088	14 112	10 260	1 581	549%	12 000	-15%
Gaz	12 358	8 037	12 607	2 806	9 915	9 284	7%	9 700	2%
Pozostałe i wyłączenia	-10 845	-22 794	-25 353	-14 536	-24 452	-11 708	-	-17 300	-
Amortyzacja	74 052	74 480	68 255	103 383	71 233	76 427	-7%	77 800	-8%
EBITDA	157 395	75 544	171 297	136 385	136 665	139 776	-2%	140 000	-2%
Działalność finansowa	6 620	-11 597	3 470	-12 254	-1 764	-14 395	-	-6 700	-74%
Zysk brutto	89 963	-10 533	106 512	20 748	63 668	48 954	30%	54 400	17%
Zysk netto dla akcjonariuszy MOL	73 690	676	67 546	7 739	32 321	34 819	-7%	39 900	-19%
Produkcja węglowodorów w Bbl/d	134 100	113 700	112 000	114 200	109 900	112 000	-2%	-	-
Przerób ropy	5 107	4 522	5 300	5 308	4961	5 300	-6%	-	-

Źródło: MOL, szacunki DI BRE

Michał Marczak tel. (+48 22) 697 47 38
Dyrektor Zarządzający
Dyrektor Departamentu Analiz
michal.marczak@dibre.com.pl
Strategia, Telekomunikacja, Surowce, Metale

Departament Analiz:

Kamil Kliszczyk tel. (+48 22) 697 47 06
Wicedyrektor
kamil.kliszczyk@dibre.com.pl
Paliwa, Chemia, Energetyka

Iza Rokicka tel. (+48 22) 697 47 37
iza.rokicka@dibre.com.pl
Banki

Jakub Szkopek tel. (+48 22) 697 47 40
jakub.szkopek@dibre.com.pl
Przemysł

Paweł Szpigiel tel. (+48 22) 697 49 64
pawel.szpigiel@dibre.com.pl
Media, IT

Piotr Zybala tel. (+48 22) 697 47 01
piotr.zybala@dibre.com.pl
Budownictwo, Deweloperzy

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

Piotr Dudziński tel. (+48 22) 697 48 22
Dyrektor
piotr.dudzinski@dibre.com.pl

Marzena Łempicka-Wilińska tel. (+48 22) 697 48 95
Wicedyrektor
marzena.lempicka@dibre.com.pl

Kierownik zagranicznej sprzedaży instytucjonalnej:

Matthias Falkiewicz tel. (+48 22) 697 48 47
matthias.falkiewicz@dibre.com.pl

Maklerzy:

Michał Jakubowski tel. (+48 22) 697 47 44
michal.jakubowski@dibre.com.pl

Tomasz Jakubiec tel. (+48 22) 697 47 31
tomasz.jakubiec@dibre.com.pl

Szymon Kubka tel. (+48 22) 697 48 16
szymon.kubka@dibre.com.pl

Anna Łągowska tel. (+48 22) 697 48 25
anna.lagowska@dibre.com.pl

Paweł Majewski tel. (+48 22) 697 49 68
pawel.majewski@dibre.com.pl

Adam Prokop tel. (+48 22) 697 47 90
adam.prokop@dibre.com.pl

Michał Roźmiej tel. (+48 22) 697 49 85
michal.rozmiej@dibre.com.pl

Jakub Słotkiewicz tel. (+48 22) 697 48 30
jakub.slotkiewicz@dibre.com.pl

„Prywatny Makler”

Jarosław Banasiak tel. (+48 22) 697 48 70
Dyrektor Biura Aktywnej Sprzedaży
jaroslaw.banasiak@dibre.com.pl

Dom Inwestycyjny
BRE Banku S.A.
ul. Wspólna 47/49
00-950 Warszawa
www.dibre.com.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 księgową

WNDB - wynik na działalności bankowej

P/CE - cena do zysku wraz z amortyzacją

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

ROE - (Return on Equity - Zwrot na kapitale własnym) - Roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych

P/BV - (Cena/Wartość księgową) - 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

Rekomendacje Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

Rekomendacja jest ważna w okresie 6-9 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 5%-15%

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

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

SPRZEDAJ - oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%.

Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

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 DI BRE Banku S.A. uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. DI BRE Banku S.A. 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.

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. W szczególności ani niniejszy dokument, ani jego kopia nie mogą zostać bezpośrednio lub pośrednio przekazane lub wydane w USA, Australii, Kanadzie, Japonii.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

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.

DI BRE Banku 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.

Jest możliwe, że DI BRE Banku S.A. świadczy, będzie świadczyć, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

Komentarz nie został przekazany do emitenta przed jego publikacją.

DI BRE Banku, jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

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

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA .

Nadzór nad działalnością Domu Inwestycyjnego BRE Banku SA sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora emitenta dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Certyfikaty SRNFIZ, Erbud, Es-System, Kruk, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pemug, Polimex Mostostal, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. pełni funkcję animatora rynku dla następujących spółek: Asseco Business Solutions, Bakalland, BOŚ, Erbud, Es-System, KGHM, Kruk, LW Bogdanka, Macrologic, Magellan, Mieszko, Neuca, Pekao, PKN Orlen, PKO BP, Solar, ZUE.

DI BRE Banku S.A. otrzymuje wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: AB, Agora, Alchemia, Ambra, BNP Paribas, Boryszew, BPH, BRE Bank, BZ WBK, Deutsche Bank, Echo Investment, Elzab, Enea, Energoaparatura, Erbud, Es-System, Farmacol, Ferrum, Getin Holding, Grupa o2, Handlowy, Impexmetal, ING BSK, Interagroclin Auto, Ipopema, Koelner, Kredyt Bank, Kruk, LW Bogdanka, Magellan, Mennica, Mercor, Mieszko, Millennium, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, Odratrans, Orbis, Paged, PA Nova, Pekao, Pemug, PGE, PGNiG, PKO BP, Polimex-Mostostal, Polnord, Prochem, Prokom Software, PZU, Robygy, Rubikon Partners NFI, Seco Warwick, Solar, Sygnity, Techmex, Unibep.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy DI BRE było oferującym akcje emitenta w ofercie publicznej spółek: BRE Bank Hipoteczny, Grupa o2.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz Domu Inwestycyjnego BRE Banku S.A.

DI BRE Banku S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej z PEKAO oraz umowę abonentową z TP S.A.

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 DI BRE Banku S.A. upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Silne i słabe strony metod wyceny zastosowanych w rekomendacji:

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.