



Biuro maklerskie

mBank.pl

wtorek, 31 marca 2020 | aktualizacja raportu

MOL: trzymaj (obniżona)

MOL HB; MOLB.BU | Paliwa, Węgrzy

Załamanie cen ropy dużym obciążeniem dla wyceny

Wobec ogromnej zmienności kluczowych parametrów makro (ceny węglowodorów, kurs USD/HUF i niepewności związanej z paraliżem światowej gospodarki, opracowanie nowego bazowego scenariusza w modelu wyceny MOL jest niezwykle trudne i może być obciążone dużym błędem. W niniejszym raporcie dokonujemy rewizji prognoz zgodnie z naszą aktualną oceną sytuacji. Jednocześnie prezentujemy też dwa alternatywne warianty (optymistyczny i pesymistyczny), które mogą być pomocne w ocenie ryzyka inwestycji w akcje MOL w obecnym otoczeniu. Przy obniżeniu ścieżki cen ropy i gazu odpowiednio o 36%/19% oraz zaaplikowaniu recesyjnego otoczenia dla roku 2020 (spadek wolumenów w obszarze downstream i detalu), korygujemy naszą cenę docelową do 1 927 HUF/akcję i obniżamy rekomendację z akumuluj do trzymaj, pomimo 30% spadku notowań. Spadek wartości dotyczy przede wszystkim segmentu wydobywczego, w tym również NPV na ostatniej akwizycji w Azerbejdżanie (break-even przy cenie Brent ~60 USD). Załamanie profilu FCF w tym obszarze może prowadzić do rewizji polityki dywidendowej, szczególnie w kontekście oczekiwanych krótkoterminowych turbulencji w segmencie downstream (w kolejnej fazie tego kryzysu tanie surowce mogą akurat sprzyjać w tej części biznesu). Zwracamy także uwagę, że MOL jest obecnie wyceniany z wyraźną premią do PKN na EV/CCS EBITDA.

Nowa rzeczywistość w poszczególnych segmentach

Obniżamy krzywą terminową dla ropy i gazu średnio o 36%/19%, co bardzo mocno przekłada się na rentowność wydobycia. Nawet przy uwzględnieniu optymalizacji po stronie kosztów i regulacji cen gazu na Węgrzech i w Chorwacji, ubytek EBITDA w latach 2020-22 w stosunku do naszych poprzednich szacunków sięga średnio 190 mld HUF. W tych warunkach, w celu ochrony FCF, MOL wdroży zapewne cięcia w wydatkach inwestycyjnych, szczególnie w obszarze poszukiwań (w bazowym scenariuszu przyjęliśmy spadek capex segmentu średnio o 10%). Wycofanie się z ostatniej akwizycji w Azerbejdżanie raczej nie wchodzi naszym zdaniem w rachubę (szacujemy, że w otoczeniu taniej ropy NPV na tym przejęciu sięga -0,6 mld USD). Przecena węglowodorów oczywiście powinna sprzyjać segmentowi przerobu ropy (niższe koszty zużyć własnych, spread nafta/etan, cracki na produktach ciężkich, inercja w dostosowaniu cen produktów bez indeksacji i w detalu, odbudowa pozycji konkurencyjnej rafinerii europejskich względem USA, wzrost dyferencjału U/B), ale wcześniej zobaczymy jeszcze negatywne efekty paraliżu światowej gospodarki. Zakładamy, że wolumeny produkcji w rafinerii i petrochemii spadną w tym roku o 10%/15%, a w detalu spółka doświadczy w perspektywie najbliższych 2 miesięcy 25% spadku wolumenów sprzedaży paliw (ubytek marży pozapaliwowej szacujemy w tym okresie na ~40%). W wariantcie bazowym skonsolidowana CCS EBITDA w tym roku spada do ~450 mld HUF (w wariantcie pesymistycznym nawet do ~360 mld HUF). Bilansowo MOL będzie w stanie bezpiecznie przetrwać ten okres turbulencji ze względu na niskie zadłużenie na koniec 2019, ale asekuracyjnie Zarząd zapewne zrewiduje plany dywidendowe 2020, gdyż DN/EBITDA na koniec roku może przekroczyć poziom 3,0x (przy całorocznej konsolidacji ACG pro-forma 2,8x).

(mld HUF)	2018	2019	2020P	2021P	2022P
Przychody	5 168,7	5 266,7	2 984,6	3 511,1	3 973,3
EBITDA	764,4	685,1	366,4	584,7	713,9
marża EBITDA	14,8%	13,0%	12,3%	16,7%	18,0%
EBIT	352,9	294,1	-34,4	141,5	273,2
Zysk netto	301,2	223,2	-12,9	120,6	195,1
P/E	4,6	6,2	-	11,5	7,1
P/CE	2,0	2,3	3,6	2,5	2,2
P/BV	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	2,6	3,3	8,2	5,3	4,1
DPS	127,5	142,4	66,4	69,7	73,2
DYield	6,9%	7,7%	3,6%	3,8%	4,0%

Cena bieżąca	1 849 HUF
Cena docelowa	1 927 HUF
Kapitalizacja	1 392 mld HUF
Free float	628 mld HUF
Średni dzienny obrót (3 m-ce)	5,6 mld HUF

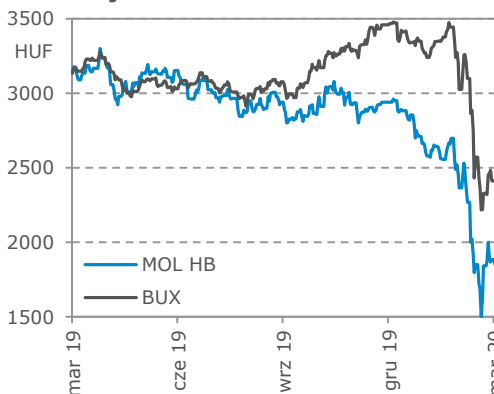
Struktura akcjonariatu

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 (rezerwy 2P po ostatniej akwizycji w Azerbejdżanie będą sięgać 454 mln boe), rafineryjną (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)	1 927	2 726	trzymaj	akumuluj

Spółka	Cena bieżąca	Cena docelowa	Potencjał zmiany
MOL (HUF)	1 849	1 927	+4,2%

Zmiana prognoz od ostatniego raportu	2020P	2021P	2022P
CCS EBITDA	-34,5%	-28,0%	-20,2%
Zysk netto	-	-50,0%	-36,4%
Marża+B/U (USD/Bbl)	0,0%	+9,1%	0,0%
Marża petchem (USD/t)	+6,2%	+1,3%	-1,1%
USD/HUF	+7,6%	0,0%	0,0%
Brent	-53,8%	-42,9%	-33,3%

Analityk:

Kamil Kliszcz
+48 22 438 24 02
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

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

Rekomendacje Biura 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 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

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 Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie 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.

W związku z doniesieniami medialnymi o przystąpieniu Banku Pekao S.A. do procesu sprzedaży akcji mBanku przez Commerzbank z zamiarem złożenia oferty przedwstępnej, bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania tej kwestii i jej potencjalnego wpływu na wycenę oraz wyniki Banku Pekao S.A. Nasza rekomendacja i prognozy uwzględniają tylko i wyłącznie aktualny status kapitałowy Banku Pekao S.A. oraz oczekiwania dotyczące organicznego wzrostu tego banku. Jednocześnie bezwzględnie powstrzymujemy się od komentowania wpływu ewentualnej transakcji na PZU S.A., w przypadku którego Bank Pekao S.A. jest istotną częścią naszej wyceny.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitenta przed jego publikacją.

Niniejsze opracowanie zawiera wyciąg z pełnej rekomendacji wydanej przez Biuro maklerskie mBanku.

Sporządzanie rekomendacji zakończyło się 31 marca 2020 o godzinie 08:23.
Pierwsze udostępnienie rekomendacji do dystrybucji miało miejsce 31 marca 2020 o godzinie 08:23.

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 Biura 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

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 Biurze 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 Biura 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) – wycena 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 wydane w ciągu ostatnich 12 miesięcy:

MOL									
rekomendacja	akumuluj	akumuluj	akumuluj	akumuluj	kupuj	akumuluj	trzymaj	trzymaj	trzymaj
data wydania	2020-03-04	2020-02-05	2019-11-27	2019-11-06	2019-10-07	2019-08-02	2019-06-03	2019-04-02	2019-03-05
cena docelowa (HUF)	2 726,00	2 816,00	3 302,00	3 258,00	3 258,00	3 258,00	3 223,00	3 223,00	3 423,00
kurs z dnia rekomendacji	2 530,00	2 618,00	2 926,00	3 042,00	2 826,00	3 004,00	3 276,00	3 278,00	3 250,00

mBank S.A.

Senatorska 18
00-950 Warszawa
<http://www.mbank.pl/>

Departament Analiz

Kamil Kliszczyk
dyrektor
+48 22 438 24 02
kamil.klisczyk@mbank.pl
paliwa, energetyka

Michał Marczak
+48 22 438 24 01
michal.marczak@mbank.pl
strategia

Michał Konarski
+48 22 438 24 05
michal.konarski@mbank.pl
banki, finanse

Jakub Szkopek
+48 22 438 24 03
jakub.szkopek@mbank.pl
przemysł, chemia, metale

Paweł Szpigiel
+48 22 438 24 06
pawel.szpigiel@mbank.pl
media, IT, telekomunikacja

Piotr Bogusz
+48 22 438 24 08
piotr.bogusz@mbank.pl
handel, gaming

Aleksandra Szklarczyk
+48 22 438 24 04
aleksandra.szklarczyk@mbank.pl
budownictwo, deweloperzy

Piotr Poniąkowski
+48 22 438 24 09
piotr.poniakowski@mbank.pl
przemysł

Mikołaj Lemańczyk
+48 22 438 24 07
mikolaj.lemanczyk@mbank.pl
banki, finanse

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej**Maklerzy**

Piotr Gawron
dyrektor
+48 22 697 48 95
piotr.gawron@mbank.pl

Krzysztof Bodek
+48 22 697 48 89
krzysztof.bodek@mbank.pl

Tomasz Jakubiec
+48 22 697 47 31
tomasz.jakubiec@mbank.pl

Adam Prokop
+48 22 697 47 90
adam.prokop@mbank.pl

Magdalena Bernacik
+48 22 697 47 35
magdalena.bernacik@mbank.pl

Andrzej Sychowski
+48 22 697 48 46
andrzej.sychowski@mbank.pl

Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski
+48 22 697 48 47
bartosz.orzechowski@mbank.pl

Jędrzej Łukomski
+48 22 697 49 85
jedrzej.lukomski@mbank.pl

Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański
dyrektor
+48 22 697 47 06
kamil.szymanski@mbank.pl

Jarosław Banasiak
wicedyrektor
+48 22 697 48 70
jaroslaw.banasiak@mbank.pl