



Sektor rafineryjny

Węgry

MOL

MOL PW; MOLB.WA

Trzymaj

(Niezmieniona)

Kamil Kliszcz
(48 22) 697 47 06
kamil.kliszcz@dibre.com.pl

Oczyszczone wyniki zgodne z oczekiwaniami

Obecna cena 17 490 HUF, Cena docelowa 17 466 HUF

W 4Q'2012 MOL wypracował 33,0 mld HUF zysku operacyjnego, co plasuje się poniżej naszych oczekiwań i rynkowego konsensusu, ale wpływ na to miały zdarzenia jednorazowe obciążające saldo na pozostałej działalności operacyjnej oraz podnoszące poziom odpisów amortyzacyjnych. W segmencie wydobywczym, gdzie raportowany EBIT sięgnął 56,4 mld HUF, zaksięgowano odpisy nakładów poszukiwawczych (-10,9 mld HUF) oraz dodatkową amortyzację w kwocie 14 mld HUF (efekt obniżenia prognoz wydobywania), co tylko częściowo zostało zneutralizowane przez obniżenie rezerw na likwidację odwiertów (+7,4 mld HUF). Oczyszczony zysk operacyjny sięgnąłby więc 73,1 mld HUF, co plasuje się nieco poniżej naszych oczekiwań, ale powyżej rynkowego konsensusu (być może rynek nie doszacował pozytywnego efektu wzrostu wolumenów i sprzedaży ropy do rafinerii Sisak). W segmencie rafineryjnym EBIT oczyszczony o zdarzenia jednorazowe (m.in. 7 mld HUF odpisów w INA) oraz efekt przeszacowania zapasów sięgnął 14 mld HUF, a pozytywne odchylenie od naszych prognoz to prawdopodobnie efekt wyższych marż dystrybucyjnych oraz dużego wpływu wysokich cracków z października. Lepiej od prognoz wypadł również segment petrochemiczny, gdzie strata była mniejsza niż się spodziewaliśmy dzięki wyższym wolumenom przy poprawiających się marżach na poliolefinach. Słabiej wygląda segment gazowy, gdzie cieplejsza zima obniżyła wolumen tranzytu surowca (-1,7 mld HUF vs. prognoza), a strata na działalności regulowanej w Chorwacji była wyższa od oczekiwanej (-11 mld HUF vs. -9 mld HUF). Po uwzględnieniu kosztów ogólnych oczyszczony EBIT LIFO w 4Q wyniósł 72 mld HUF i był nieco wyższy od szacowanych przez nas 70 mld HUF (konsensus 71,5 mld HUF).

Na poziomie działalności finansowej saldo wyniosło -12,3 mld HUF, a odchylenie od naszych szacunków (-5,8 mld HUF) to efekt niższych zysków z jednostek konsolidowanych metodą praw własności (-1,7 mld HUF), wyższych kosztów odsetkowych (-1,5 mld HUF) oraz pozostałych kosztów finansowych. Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej były w tym kwartale istotnie niższe q/q (98 mld HUF vs. 205 mld HUF) z uwagi na zmiany w kapitale obrotowym, które w poprzednim okresie były dodatnie. W połączeniu z nakładami inwestycyjnymi na poziomie 100 mld HUF wpłynęło to na niewielki wzrost długu netto. Podsumowując, wyniki MOL-a za 4Q oceniamy neutralnie i uważamy, że nie powinny mieć istotnego wpływu na dzisiejsze notowania akcji.

Wyniki finansowe MOL w ujęciu kwartalnym

(mld HUF)	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012	Q4 2012P	różnica	konsensus	różnica
Przychody	1 360 301	1 316 699	1 445 313	1 435 308	1 406 133	2%	-	-
EBIT	83 343	1 064	103 042	33 002	50 552	-35%	61 600	-46%
Upstream	66 480	59 843	71 688	56 351	74 781	-25%	70 500	-20%
Rafineria	15 350	-44 022	44 100	-11 619	-17 791	-35%	-1 100	956%
w tym efekt LIFO	26 900	-39 900	23 500	-11 800	-11 107	6%	-	-
różnice kursowe	9 000	-6 100	10 100	2 200	-1 301	-269%	-	-
podatek kryzysowy	-6 075	-6 595	-7 076	-7 309	-7 076	3%	-	-
petrochemia	-10 500	-7 200	-9 000	-3 400	-6 320	-	-4 600	-
czynniki jednorazowe i inne	1 000	-3 025	-1 512	-5 422	0	-	-	-
skor. EBIT LIFO Rafineria	-4 975	18 798	28 088	14 112	8 014	76%	11 200	26%
Gaz	12 358	8 037	12 607	2 806	5 862	-52%	5 900	-52%
Pozostałe i wyłączenia	-10 845	-22 794	-25 353	-14 536	-12 300	18%	-7 800	86%
Amortyzacja	74 052	74 480	67 441	99 283	67 441	47%	74 600	33%
EBITDA	157 395	75 544	170 483	134 657	117 993	14%	136 200	-1%
Działalność fin. i zyski jedn. stow.	6 620	-11 597	3 470	-12 254	-5 833	-	-2 700	-
Zysk brutto	89 963	-10 533	106 512	23 120	44 719	-48%	44 700	-48%
Zysk netto	73 690	676	67 546	7 739	33 223	-77%	41 200	-81%
Produkcja węglowodorów w Bbl/d	134 100	113 700	112 000	114 200	112 000	2%	-	-
Przerób ropy	5 107	4 522	5 300	5 308	5 300	0%	-	-

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

Maciej Stokłosa tel. (+48 22) 697 47 41
maciej.stoklosa@dibre.com.pl
Budownictwo

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

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

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

Departament Sprzedaży Instytucjonalnej:

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

Marzena Łempicka– Wilim 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 Łagowska 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 księgowa

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. Oczekiwanie 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, Macrolog, 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, Macrolog, 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, Energoaparatúra, 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, Robyng, 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, Solar.

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 abonamentową 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.