

MOL
Olaj és gáz
Érték: 15.700 Ft
SEMLEGES
Fair Érték: 16.000 Ft

Az utóbbi hónapokban megnőtt likviditás folyamatosan helyet keres magának a piacon. Ennek következtében a befektetők a távolabbi jövőbe tekintenek és a 2011-re várt eredmény alapján árazzák a részvényeket, mivel várakozásaik szerint ekkorra áll vissza minden a "normális kerékvágásba". Elemzésünkben megnéztük, hogy a 2009-2011-es periódusra az Erste és a Bloomberg konszenzus EPS-várakozásait és az ezekből számolható fair értékeket. A különböző scenáriók alapján azt mondhatjuk, hogy a MOL fair értéke 6.461 és 19.500 forint között mozog az értékelési módszer és a növekedési kilátások függvényében.

Technikailag 17.500 forint környékén található egy erős ellenállás.

Az árfolyam és az EPS előrejelzések időbeli alakulása


forrás: Bloomberg konszenzus

Árfolyam (HUF)	15.700	Reuters-kód	MOLB.BU	Közkézhányad	31,7%
Részvénytársaság (millió db)	109,7	Bloomberg-kód	MOL HB	Fő tulajdonosok:	Surgutneftegaz (21%)
Piaci kapitalizáció (milliárd HUF)	1.712,0	Osztalék	07/07/09		OTP Bank (8,4%)
Teljes cégérték (milliárd HUF)	2.360,5	Erste Célár (HUF)	18.200	Weboldal:	www.mol.hu/en

Forrás: Factset, Erste Group Research

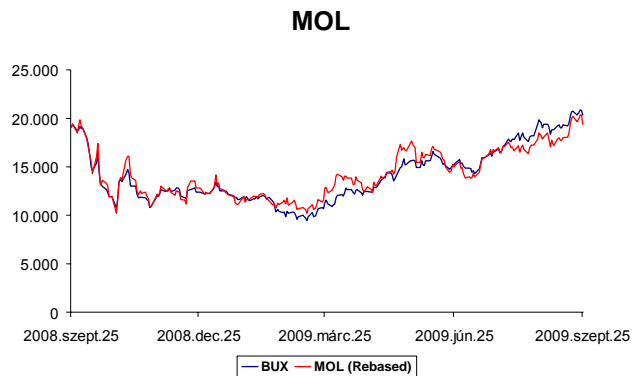
Üzletkötőink munkanapokon 8:30 és 22:00 óra között várják tőzsdei megbízásait telefonon:

Baráth Tibor	1-235-5854	Bereczk Zoltán	1-235-5860	Bézsényi Zoltán	1-235-5855
Boldizsár Péter	1-235-5114	Csák Gábor	1-235-5858	Farkas László	1-235-5895
Keresztyén Attila	1-235-7564	Kéri Lajos	1-235-5874	Kis Dániel	1-235-5873
Kovács Zsolt	1-235-5175	Lojics László	1-235-5849	Mohos Ádám	1-235-5124
Varjú Péter	1-235-5111	Vaszko Szabolcs	1-235-5857		

Honlap: www.erstebroker.hu, e-mail: erstebroker@erstebroker.hu

milliárd	2008	2009e	2010e	2011e
Árbevétel	3.535,1	3.091,0	3.831,5	3.940,4
EBITDA	351,3	336,1	490,7	529,4
EBIT	199,4	190,2	309,5	343,8
Nettó profit	138,8	103,7	205,5	233,6
EPS (HUF)	1.608	1.196	2.358	2.667
BVPS (HUF)	12.904	13.160	14.821	16.046
Osztalék/rv. (HUF)	180	400	400	400
EV/EBITDA (x)	4,4	7,0	4,6	4,3
P/E (x)	6,1	13,1	6,6	5,9
P/CE (x)	3,3	5,3	3,5	3,2
Osztalékhozam	1,8%	2,6%	2,6%	2,6%

Forrás: Factset, Erste Group Research előrejelzés



Az utóbbi hónapokban megnőtt likviditás folyamatosan helyet keres magának a piacon. Ennek következtében a befektetők a távolabbi jövőbe tekintenek és a 2011-re várt eredmény alapján árazzák a részvényeket, mivel várakozásaik szerint ekkorra áll vissza minden a "normális kerékvágásba".

Elemzésünkben megnéztük, hogy a 2009-2011-es periódusra az Erste és a Bloomberg konszenzus EPS-várakozásait és az ezekből számolható fair értékeket. A különböző scenáriók alapján azt mondhatjuk, hogy a MOL fair értéke 8.449 és 19.500 forint között található.

Normál piaci környezetben a MOL részvényei 7-10-es előremutató PE-n forognak. Mi mindegyik számmal kalkuláltunk fair értéket.

Három lehetséges tőkeköltséggel (11%, 12,5% és 16,8%) és ennek megfelelően egy nagyon optimista, egy optimista és egy pesszimista scenárióval számoltunk.

- A legoptimistább esetben a kockázatmentes hozam 4,50%-ig csökken. Jelenleg az Erste módszertana szerint a magyar részvények kockázati prémiuma 6,75%, azonban abban az esetben, ha az ország gazdasági mutatói jelentős javulásra utalnak és a befektetők nagyobb bizalommal fordulnának a magyar részvénypiac felé, ez akár 5,0%-ra is visszaeshet.
- A második ("Optimista") scenárió ezt az 5,0%-os kockázati felárat tartalmazza. A kockázatmentes hozamnak itt 6,0%-ra történő csökkenését feltételezzük.
- A pesszimista scenárióban az ország gazdasági kilátásai nem javulnak, ezért a kockázati felár 6,75%, a kockázatmentes hozam pedig 8,0%.

Mindhárom esetben 1,3-as Bétát alkalmaztunk. (Az 1-nél magasabb Béta azt jelent, hogy a részvény árfolyama nagyobb kilengéseket mutathat, mint a piac. Az ilyen papírok kockázatosabbnak minősülnek.)

2011: Erre az évre az Erste 2.667 forintos EPS-t vár. A Bloomberg konszenzus 2.100 forint. Ezekből 7-es előremutató P/E-vel 18.669 és 14.700 forintos 2011-es fair értékek adódnak, míg 10-es előremutató P/E-vel 26.670 és 21.000 forintos 2011-es fair értékeket kapunk. Ha ezeket a különböző tőkeköltségekkel (11,0%, 12,5% és 16,8%) diszkontáljuk, tizenkét darab 9.231 és 19.500 forint közötti fair értéket kapunk.

EPS 2011 (Erste)	2.667			EPS 2011 (Bloomberg)	2.100		
	Optimista 1.	Optimista 2.	Pesszimista		Optimista 1.	Optimista 2.	Pesszimista
Kockázatmentes hozam	4,50%	6,00%	8,00%	Kockázatmentes hozam	4,50%	6,00%	8,00%
Kockázati prémium	5,00%	5,00%	6,75%	Kockázati prémium	5,00%	5,00%	6,75%
Béta	1,30	1,30	1,30	Béta	1,30	1,30	1,30
Tőkeköltség	11,0%	12,5%	16,8%	Tőkeköltség	11,0%	12,5%	16,8%
Előremutató PE	7	7	7	Előremutató PE	7	7	7
Fair érték 2011	18.669			Fair érték 2011	14.700		
Fair érték (2009 dec.)	13.650	13.112	11.724	Fair érték (2009 dec.)	10.749	10.324	9.231
Előremutató PE	10	10	10	Előremutató PE	10	10	10
Fair érték 2011	26.670			Fair érték 2011	21.000		
Fair érték (2009 dec.)	19.500	18.731	16.748	Fair érték (2009 dec.)	15.355	14.749	13.188

2010: A következő évre az Erste 2.358 forintos EPS-t vár. A Bloomberg konszenzus 1.646 forint. Ezekből 7-es előremutató P/E-vel 16.506 és 11.522 forintos 2010-es fair értékek adódnak, míg 10-es előremutató P/E-vel 23.580 és 16.460 forintos 2010-es fair értékeket kapunk. Ha ezeket a különböző tőkeköltségekkel (11,0%, 12,5% és 16,8%) diszkontáljuk, tizenkét darab 8.449 és 19.138 forint közötti fair értéket kapunk.

EPS 2010 (Erste)	2.358			EPS 2010 (Bloomberg)	1.646		
	Optimista 1.	Optimista 2.	Pesszimista		Optimista 1.	Optimista 2.	Pesszimista
Kockázatmentes hozam	4,50%	6,00%	8,00%	Kockázatmentes hozam	4,50%	6,00%	8,00%
Kockázati prémium	5,00%	5,00%	6,75%	Kockázati prémium	5,00%	5,00%	6,75%
Béta	1,30	1,30	1,30	Béta	1,30	1,30	1,30
Tőkeköltség	11,0%	12,5%	16,8%	Tőkeköltség	11,0%	12,5%	16,8%
Előremutató PE	7	7	7	Előremutató PE	7	7	7
Fair érték 2010	16.506			Fair érték 2010	11.522		
Fair érték (2009 dec.)	13.397	13.042	12.104	Fair érték (2009 dec.)	9.352	9.104	8.449
Előremutató PE	10	10	10	Előremutató PE	10	10	10
Fair érték 2010	23.580			Fair érték 2010	16.460		
Fair érték (2009 dec.)	19.138	18.631	17.292	Fair érték (2009 dec.)	13.359	13.005	12.071

2009: Folyó évre az Erste 1.196 forintos EPS-t vár. A Bloomberg konszenzus 923 forint. Ezekből 7-es előremutató P/E-vel 8.372 és 6.461 forintos 2009-es fair értékek adódnak, míg 10-es előremutató P/E-vel 11.960 és 9.230 forintos 2009-es fair értékeket kapunk.

EPS 2009 (Erste)	1.196			EPS 2009 (Bloomberg)	923		
	Optimista 1.	Optimista 2.	Pesszimista		Optimista 1.	Optimista 2.	Pesszimista
Kockázatmentes hozam	4,50%	6,00%	8,00%	Kockázatmentes hozam	4,50%	6,00%	8,00%
Kockázati prémium	5,00%	5,00%	6,75%	Kockázati prémium	5,00%	5,00%	6,75%
Béta	1,30	1,30	1,30	Béta	1,30	1,30	1,30
Tőkeköltség	11,0%	12,5%	16,8%	Tőkeköltség	11,0%	12,5%	16,8%
Előremutató PE	7	7	7	Előremutató PE	7	7	7
Fair érték 2009	8.372			Fair érték 2009	6.461		
Előremutató PE	10	10	10	Előremutató PE	10	10	10
Fair érték 2009	11.960			Fair érték 2009	9.230		

A fenti számításokból a legalacsonyabb fair érték 6.461 forint, míg a legmagasabb 19.500. Az átlag 12.930 forint.

Minimum	6,461
Maximum	19,500
Átlag	12,930

A vállalat operatív eredményét tekintve a kilátások nem túl rózsásak. A dízel marzsokra jelenleg nyomás nehezedik, ami várhatóan enyhül az elkövetkező negyedévekben, de jelentős javulásra csak a következő év második negyedévével számíthatunk. Ez arra utal, hogy az elkövetkező negyedévekben a MOL rossz eredményről számolhat be. (A 2009 második negyedéves tisztított eredmény sem volt valami fényes.) Historikusan - az éves ciklikusságnak köszönhetően - a második és harmadik negyedéves eredményeknek kellene a legjobbaknak lenniük. Ezzel szemben, ha a 2Q09-es eredményből levonjuk az egyszeri tételeket (105 milliárd forintos árfolyamnyereség, 36 milliárd forintos készletértékelés, 17 milliárd nyereség az INA átértékelésén, további - egyben az utolsó - 14 milliárd forint az E.On-tól a gáz üzletág értékesítéséért), az eredmény szinte a nullával egyenlő. A fenti egyszeri tételek 171 milliárd forintot jelentettek adózás előtt eredmény szintjén. Ha levonjuk a gyorsjelentésben szereplő 201 milliárd forintos adózás előtti eredményből, a tisztított adózás előtti eredmény csupán 30 milliárd forint, ami nem túl sok. A jelenlegi iparági környezet tehát alacsony profitabilitást biztosít, ami 2010 közepén változhat meg. Ugyanakkor az INA konszolidációja 2009 második felétől eredménynövelő tényező.

Ha feltételezzük, hogy már nem következnek be hatalmas kilengések a forint árfolyamában és a nyersolaj árában, és hogy a finomítói marzsok - ahogy télen mindig - csökkenni fognak, a kilátások nem túl biztatóak.

A fentiek alapján 15.800-16.000 forint körül túlértékeltnek tűnik a MOL részvénye. A szektortársakkal történő összehasonlításból azonban kiderül, hogy a MOL nem igazán "lóg ki a sorból", sőt, P/E alapon még alulárzottnak is mondható a régiós szektortársakhoz képest. Kiszámoltuk, hogy a régiós szektortársak 2009-2011-es P/E mutatói (Erste által várt EPS-ek alapján számolt P/E) alapján mennyi lenne a MOL fair értéke. Kalkulációkat elvégeztünk az Erste és a Bloomberg konszenzus EPS várakozásaival egyaránt. 13.493 és 28.031 forint közé eső fair értékeket kaptunk. Ezek átlaga 20.522 forint. Az alábbi táblázatból az is kitűnik, hogy nem csak a magyar, hanem minden piacon magasan árazottak az olajrészvények.

Vállalat	P/E			
	2008	2009	2010	2011
INA	32,7	23,3	11,5	8,9
Lotos Group	nm	12,0	8,3	7,4
OMV	4,1	8,8	6,5	6,3
PKN Orlen	nm	14,6	9,7	7,4
SNP Petrom	10,0	14,3	10,3	8,2
Unipetrol	nm	nm	25,0	17,9
MOL	6,1	13,1	6,6	5,9
CEE Átlag	15,6	14,6	11,9	9,3
EPS (Erste)		1.196	2.358	2.667
EPS (Bloomberg)		923	1.646	2.100
Fair érték (Erste)		17.483	28.031	24.927
Fair érték (Bloomberg)		13.493	19.567	19.628

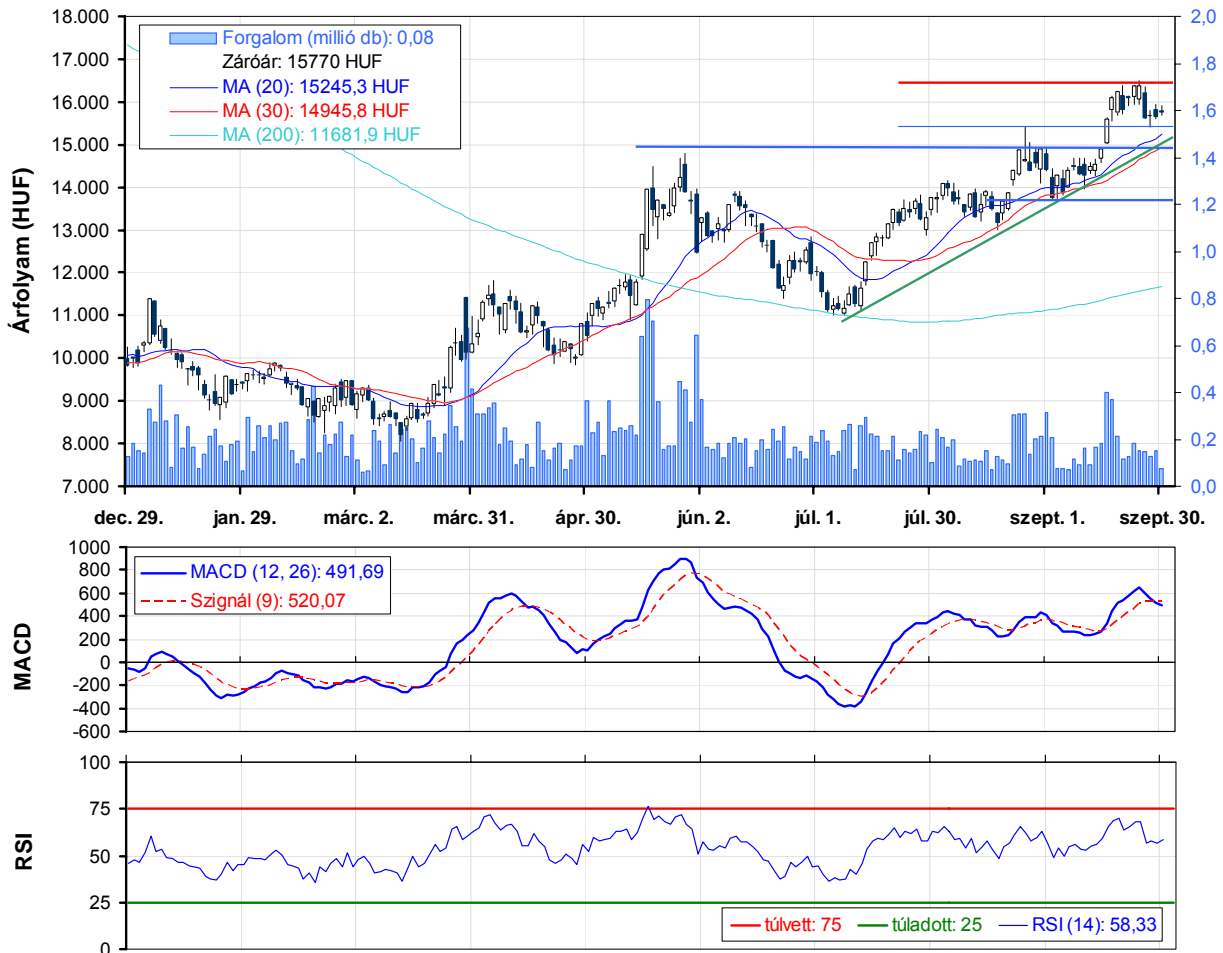
A két módszerrel kapott fair érték 12.930 és 20.522 forint. Előbbinek 60, utóbbinak 40%-os súlyt adtunk. Így a két érték súlyozott átlaga majdnem 16.000 forint. Az értékelési módszerünkkel kapott széles értékelési tartomány jól mutatja a jelenlegi piaci kockázatokat.

Vállalat	EV/EBITDA			
	2008	2009	2010	2011
INA	6,8	6,4	5,2	4,6
Lotos Group	28,4	8,4	7,0	6,0
OMV	2,6	4,9	4,7	4,4
PKN Orlen	8,1	5,8	5,2	5,0
SNP Petrom	4,5	6,8	4,6	4,0
Unipetrol	6,8	6,3	4,6	4,2
MOL	4,4	7,0	4,6	4,3
CEE Átlag	9,5	6,4	5,2	4,7

Vállalat	EV/Sales			
	2008	2009	2010	2011
INA	0,7	0,9	0,8	0,8
Lotos Group	0,3	0,7	0,5	0,5
OMV	0,4	0,7	0,7	0,7
PKN Orlen	0,3	0,3	0,3	0,3
SNP Petrom	0,7	1,2	1,1	1,0
Unipetrol	0,3	0,4	0,3	0,3
MOL	0,4	0,8	0,6	0,6
CEE Átlag	0,4	0,7	0,6	0,6

Technikai elemzés

MOL (napi bontás)



A múlt héten egy látványos eső nap rondította el az optimista képet. A MOL pár napig 16.400 forint alatt mozgott, majd elindult lefele az árfolyam. 15.400 forintnál látható egy enyhe szint, ha folytatódik az esés, akkor könnyen sérülhet a támasz, és tovább robboghat az olajpapír a 14.900-15.015 forint közötti részhez. Ezen a kritikus szinten eldőlhet, hogy kialakul egy magasabb minimum, és folytatódik az emelkedő trend, vagy törik a szint és egy mélyebb korrekció kezdődik. A rés környékén több fontos szint is található, itt húzódik az emelkedő trendvonal, de a 20 és 30 napos mozgóátlagok is elég közel vannak. Ha ez a támasz sérül, akkor mélyebb korrekció veheti kezdetét, a rés alatt 13750 forintig már nincs megállás.

Egyelőre azonban még nem kell temetnünk a papírt, az emelkedő trend még él, és alacsonyabb mélypont sem alakult ki. Még van rá esély, hogy egy magasabb minimumról fordul, és folytatódik a felfele mutató trend. A 16.400 forintos csúcspont áttörése esetén 17.500 forint környékéig nyitva az út, ha újra lendületbe kerül a MOL akár eddig a szintig is húzhatják. Jelenleg egyébként két fontos szint között félúton van az árfolyam. Felül a 16.400 forintos ellenállás, alul a 15.000 forintos támasz foghatja a papírt.

Fogalmak:

P/E = P / EPS = Price / Earning Per Share = A részvényárfolyam osztva az egy részvényre jutó eredménnyel

EPS = A vállalat nettó eredménye osztva a forgalomban levő részvények számával

Megmutatja, hogy a részvényvásárlással eszközölt befektetésünk hány év alatt térül meg nettó eredmény szinten.

Az alacsony PE mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) az eredménye csökkenni fog az adott vagy az elkövetkező években.

A magas PE mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) magas eredménybővülés várható az adott és/vagy az elkövetkező években.

EV/EBITDA = Enterprise Value / Earnings Before Interest Tax Depretiation and Amortization

EV = Piaci kapitalizáció + nettó adósság

Piaci kapitalizáció = Részvény szám szorozva az árfolyammal

Nettó adósság = Rövid és hosszú távú adósság összege mínusz a cég készpénzállománya

EBITDA = Operatív eredmény és az amortizáció összege

Operatív eredmény = A nettó eredmény, a kisebbségi részesedés, az adó és a pénzügyi eredmény összege = Az értékesítés árbevétele csökkentve a cég működéséből keletkező költségeivel.

Megmutatja, hogy a cég működéséből keletkező eredményből hány év alatt lehetne kifizetni a részvényeseket és a hitelezőket.

Az alacsony EV/EBITDA mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) a cég bruttó készpénztermelése az elkövetkező években csökkeni fog.

A magas EV/EBITDA mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) a cég bruttó készpénztermelése az elkövetkező években növekedni fog.

P/BVPS = Price per Book Value Per Share = A részvényárfolyam osztva az egy részvényre jutó könyvszerinti eszközértékkel

BVPS = Book Value Per Share = Könyvszerinti érték osztva a részvénytárral

Könyvszerinti érték = A cég saját tőkéje

Megmutatja, hogy hányszorosít fizeti a piac a tulajdonolt eszközök piaci értékének (más szavakkal: ha felszámolnánk a céget, akkor a hitelezők kifizetése után rendelkezésre álló pénz hányszorosát fizetjük ki az adott árfolyamon vásárolt részvény esetén).

Az alacsony P/BVPS mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) a saját tőkére vetített megtérülés – azaz a nettó eredmény osztva a saját tőkével – alacsony, azaz kisebb, mint az elvárt hozam (esetleg negatív - azaz veszteség), amely általában az adott ország kockázatmentes kamatlábánál 0-5% ponttal nagyobb hozamot jelent.

A magas P/BVPS mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) a saját tőkére vetített megtérülés – azaz a nettó eredmény osztva a saját tőkével – magas, azaz magasabb, mint az elvárt hozam, amely általában az adott ország kockázatmentes kamatlábánál 0-5% ponttal nagyobb hozamot jelent.

Fair Érték

A termék különböző értékelési módszerek alapján számított, vagy becsült belső értéke abban az adott „pillanatban”, amikor az elemzés készült illetve publikálásra került. Az értéket meghatározó paraméterek a publikálás után változhatnak, amely az adott termék belső értékét, azaz fair értékét is megváltoztathatja. A fair érték meghatározása során különböző értékelési módszereket alkalmazunk és általában azok lineáris kombinációjából alakítjuk ki ezeket az értéket. Ilyen módszerek lehetnek pl. a pénzáramok értékelése, vagy komparatív összehasonlítás módja, de lehetne folytatni a sort. Az értékelés módját, ha lehetőség van rá, közöljük az aktuális kiadványban.

DCF = Diszkontált Cash-Flow modell

A fair érték meghatározására szolgáló modell. Alapfeltevése, hogy a vállalat annyit ér, amennyi a jövőbeli várható készpénztermelés diszkontált jelenértéke. A diszkontráta a súlyozott átlagos tőkeelvonás (WACC), amely figyelembe veszi a részvényektől elvárt hozamot, valamint a hitelekre fordított kamatköltséget.

EVA = Economic Value Added = Gazdasági Hozzáadott Érték

A fair érték meghatározására szolgáló modell. Alapfeltevése, hogy a vállalat annyit ér, amennyi a könyv szerinti értéke plusz az elvárt hozamon felül teljesített - úgynevezett hozzáadott érték - jelenértéke. A diszkontráta a súlyozott átlagos tőkeelvonás (WACC).

DDM = Diszkontált Osztalék Modell

A fair érték meghatározására szolgáló modell, ami feltételezi, hogy a részvények annyit érnek, amekkora a jövőbeli várható osztalékok jelenértéke. A diszkontráta a vállalat részvényeitől elvárt hozam, amely függ az állampapírhozam szinttől, a részvénypiac kockázati prémiumától, valamint a vállalat egyedi kockázatától.

A kiadványban foglalt információk az Erste Befektetési Zrt. - 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: E-III/324/2008 és III/75.005-19/2002 (Társaság) által hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azokért a Társaság szavatosságot vagy felelősséget nem vállal. A kiadványban foglaltak nem minősíthetők befektetésre való ösztönzésnek, befektetési tanácsadásnak, értékpapír jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó felhívásnak vagy ajánlatnak. A tőkepiaci és makrogazdasági helyzetet, a befektetések és azok hozamai alakulását olyan tényezők alakítják, melyre a Társaságnak nincs befolyása, a befektető által hozott döntés következményei a Társaságra nem háríthatók át. A kiadványban foglaltak – teljes vagy részleges – felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a Társaság előzetes engedélyével lehetséges. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.erstebroker.hu, ügyletek előtti tájékoztatásról szóló Hirdetményben. A kiadvány nem a befektetési elemzések függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, nem vonatkozik rá a befektetési elemzések terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.
