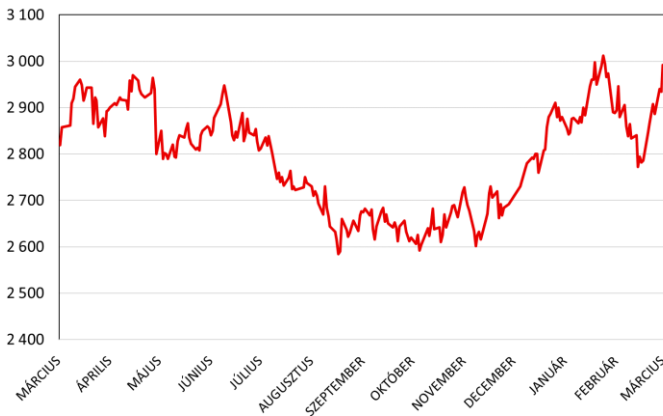


MOL

Vétel

Egy éves célár: 3261 forint



milliárd forint	2023	2024	Változás (év/év)
Bevétel	8966,5	9248,5	3,1%
EBITDA	1149,2	1091,2	-5,0%
EBIT	677,5	585,9	-13,5%
Nettó profit	567,4	355,9	-37,3%
EBITDA marzs	12,8%	11,8%	-0,010
EBIT marzs	7,6%	6,3%	-0,012
Profit marzs	6,3%	3,8%	-0,025

Árfolyam 2025.03.27.	2800 forint	Nettó profit (2024)	355,9 milliárd forint
Forgalomban lévő részvények száma (súlyozott átlag, millió db)	741,337	Bloomberg ticker	MOL HB Equity
Közkezhányad (2024.09.04.)	39,64%	BÉT ticker	MOL
Piaci kapitalizáció (milliárd forint/ millió euró)	2450/6125	52 hetes min./max.	2558–3090 forint

Bevezetés és összefoglaló

- **Az MBH Befektetési Bank 2025 első negyedében megkezdte a MOL részvények követését.** A vállalat fundamentális értékét diszkontált cash-flow (DCF) és szorzószámokkal határozzuk meg. A jövőben negyedéves rendszerességgel publikálunk nyilvános elemzést, főként a vállalat pénzügyi helyzetét bemutató, illetve amennyiben szükséges, frissítjük DCF és szorzószámok modellünket.
- A MOL a hazai tőkepiac egyik kiemelkedő és meghatározó szereplője, de a régió energetikai iparágában is fontos vállalat.
- **A MOL öt fő szegmensét különböztethetjük meg:** upstream (azaz a szénhidrogének kutatása és kitermelése), downstream (a kitermelt szénhidrogének finomítása és feldolgozása), fogyasztói szolgáltatások (például benzinkutak üzemeltetése vagy mobilitási szolgáltatások), gáz midstream (azaz gázelosztás és szállítás) és a körforgásos gazdasági szolgáltatások.
- A vállalat, ahogy az energetikai iparágában szinte minden szereplő, az utóbbi években jelentős átalakuláson megy keresztül. A **globális felmelegedés elleni küzdelem, a karbonsemleges működés elérése olyan célok**, amelyek az energetika iparágát és annak szereplőit fontos kihívás elé állítja.
- A "mainstream" felfogás szerint a MOL Nyrt. egy olajkitermelő vállalat, amely benzint és gázolajat, továbbá petrokémiai termékeket állít elő és értékesít, a vállalat azonban ennél sokkal összetettebb. A (közel)jövőben a karbonsemlegesség elérése és a körforgásos gazdaság előretörésének következtében véleményünk szerint a vállalat még inkább átalakulhat. Ennek fontos mérföldkövei például az Alteoban történt részesedés szerzés, az egyre több megújuló energia alkalmazása vagy éppen a környezetkímélőbb üzemanyagok értékesítése.
- **A vállalat értékelése során négy üzletágat külön-külön értékelünk**, hiszen mindegyikben más és más lehet a fundamentumok mozgatórugója. A körforgásos gazdasági szolgáltatások üzletág 2024-ben indult, így kevés adat áll

rendelkezésünkre, valamint a szegmens még az épülő fázisban van. Később, mint ötödik üzletág, jelentősen hozzájárulhat az eredmény alakulásához.

- **A MOL eredménytermelő képességének gerincét és így a részvényt érintő befektetési sztorit is továbbra is (véleményünk szerint az elkövetkezendő 5-10 évben jó eséllyel) az olajkitermelés és finomítás határozza meg.** Ebből kifolyólag a magasabb olajkitermelés, a finomított termékek (üzemanyagok, vegyipari termékek, műanyagok) iránti magasabb kereslet lehet a növekvő eredmény katalizátora, ahová majd becsatlakoznak az olyan új üzletágak, mint a körforgásos gazdaság, újrahasznosítás.
- Ezek alapján a MOL eredményére továbbra is legnagyobb hatással **az olajár és gázár alakulása, a forint euróval és dollárral szembeni változása, a finomítói marzsok**, leegyszerűsítve a finomítás költsége és a végtermék iránti kereslet különbsége, és **az adók** alakulása lesz.
- **Bevezető elemzésünkben az egy éves célárát 3261 forintban határoztuk meg, amely osztalék nélkül értendő. Ajánlásunk vétel.**
- **Célárunk a jelenlegi gazdasági, iparági és vállalati helyzetet és a ma ismert kilátásokat, kockázatokat tükrözi.** Az ezekben történő bármilyen változás a modell frissítését igényli.

A MOL bemutatása

- **A MOL-csoport Közép- és Kelet-Európa egyik vezető integrált olaj- és gázipari vállalata**, amely több, mint 80 éves múltra tekint vissza. A társaság jogelődjei a 20. század első felében jöttek létre Magyarországon. A MOL története szorosan összefonódik Magyarország és a régió energiapiacának fejlődésével. **A vállalat napjainkban több, mint 30 országban van jelen, tevékenysége lefedi a teljes energiapiaci értékláncot.**
- A magyar olajipar története a 19. századra nyúlik vissza. Az első magyar kézben lévő finomítót 1882-ben építették Fiumében. Az 1910-es évekre már 12 feldolgozóüzem működött az országban, melyekben megközelítőleg 560 ezer tonna olajat finomítottak. Az első világháborút követően hat finomító maradt az ország területén, azonban az iparág fejlődése nem állt meg folyamatosan épültek újak. A harmincas években ugrásszerű fejlődés vette kezdetét, amikor felfedezték a zalai lelőhelyeket. 1938-ban létrejött a Magyar-Amerikai Olajipari Rt. (MAORT), amely pár év leforgása alatt már képes volt kielégíteni a hazai keresletet. A második világháborút követően a cég államosításra került, feldarabolták, majd a darabjait hozzácsatolták a Magyar-Szovjet Olaj Rt.-hez. 1957-ben hozták létre a Kőolajipari Trösztöt, amit három év múlva Országos Kőolaj- és Gázipari Tröszt (OKGT)-re kereszteltek át. Az 1960-as évekre a zalai olajmezők hozama csökkenni kezdett, így a kitermelés központja Algyő térségébe helyeződött át. Az ország olajtermelése ekkoriban megközelítőleg 2 millió tonna volt, ami a szükségletek negyedét-ötödét fedezte, azaz jelentős függés alakult ki a szovjet kőolaj- és gázimport felé. A szocializmus bukásával az OKGT is megszűnt, egykori tagvállalataiból jött létre a Magyar Olaj- és Gázipari Rt. (Mol Rt.). Az új vállalat vette át a kiskereskedelmi funkciókat addig ellátó Áfor (Ásványolaj-forgalmi Vállalat) szerepkörét is. A privatizáció 1993-ban kezdődött meg.
- **Az 1990-es években megindult a társaság nemzetközi terjeszkedése.** Az évezred végére a MOL megvetette a lábát Romániában, Szlovákiában, Szlovéniában és Ukrajnában. De nem csak Európában szerzett pozíciókat, hanem Pakisztánban és Jemenben is.
- A terjeszkedés az új évezred elején sem állt le. **2003-ban került sor az INA privatizációjára**, amely során a MOL 25% plusz egy részvény méretű pozíciót szerzett a horvát vállalatban, amit 2008-2009 során tovább növelt, megszerezve az irányítói jogokat is. Az akvizíció azonban nem várt problémákat hozott, a MOL és a horvát állam közel egy évtizedig pereskedett egymással. Az ügy 2013-ban kezdődött, amikor a MOL nemzetközi választottbíróági eljárást kezdeményezett a horvát állam ellen, azt állítva, hogy a kormány nem teljesítette bizonyos szerződésben vállalt kötelezettségeit. Erre válaszul a horvát kormány korrupciós vádakot fogalmazott meg a MOL-lal szemben. A pereskedés végül 2023. elején zárult a MOL győzelmével.
- A terjeszkedés azonban a jogi csatározások közben sem állt le, a társaság növekedése töretlen maradt. **A 2000 és 2010 közötti időszak a regionális terjeszkedés időszaka volt.** A MOL az évek során további pozíciókat szerzett a közép-kelet-európai régió országaiban, új piacokra lépett be, a meglévő pozíciókat tovább erősítette. A MOL részvényei 2004-ben a varsói értéktőzsdére is bevezetésre kerültek. Azonban nem csak a régiós piacon bővült a cég. Ekkor vásároltak részesedést több kutatási blokkban is Oroszországban, Kazahsztánban, Pakisztánban,

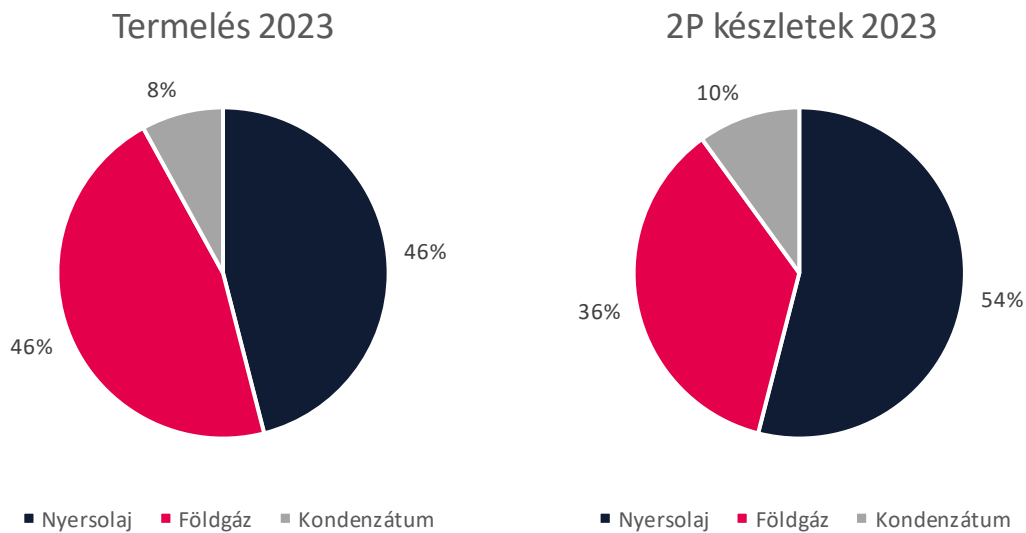
Ománban, Kurdisztánban, de Indiában és Kamerunban is megjelent a vállalat. A 2013-ban a offshore eszközök vásárlásával jelent meg a MOL az Északi-tengeren, amiket a következő években tovább bővítettek.

- **A 2010-es években dinamikus fejlődés vette kezdetét a fogyasztói szolgáltatások üzletágban.** Jelentősen nőtt a régióban birtokolt töltőállomások száma és megjelent a Fresh Corner üzletkoncepció is. **2018-ban elindult a budapesti autómegosztó platform (MOL Limo),** valamint elindult az elektromobilitási szolgáltatás is (MOL Plugee).
- **A petrokémiai szegmens átalakítása 2017-ben indult újtjára,** a Poliol Projekt 2018-ban startol el. Ezt követően a terjeszkedés elsősorban a petrokémia, **a megújuló energiaforrások, valamint a hulladékgazdálkodás és újrahasznosítás területén figyelhető meg.** Ebbe a trendbe illeszkedik az Alteoban történő részesedésszerzés 2022-ben. De említésre méltó – szintén 2022-ből –, hogy a MOL-csoport nyerte el a magyarországi hulladékgazdálkodási koncessziós pályázatot 35 évre.
- **A MOL öt fő szegmensét különböztethetjük meg:** upstream (azaz a szénhidrogének kutatása és kitermelése), downstream (a kitermelt szénhidrogének finomítása és feldolgozása), fogyasztói szolgáltatások (például benzinkutak üzemeltetése vagy mobilitási szolgáltatások), gáz midstream (azaz gázelosztás és szállítás) és a körforgásos gazdasági szolgáltatások.
- **A MOL hosszú távú „Shape Tomorrow” stratégiájában** célul tűzte ki, hogy a cégcsoport 2050-ig elérje a **karbonsemleges működést.** A MOL a frissített stratégiájában (2024) nagyobb hangsúlyt fektet a megújuló üzemanyagokra, a geotermikus energiára, zöldhidrogénre és biometánra. A szabályozói környezetnek való megfelelés érdekében rugalmasabbá teszik a kőolajfinomítást és növelik a fenntartható üzemanyagok arányát a termelésben. Az egész cégcsoporton belül kiemelt hangsúlyt fektetnek az energiahatékonyság javítására és a megújuló villamos energia felhasználására. A nyereséges termelés mellett a cégcsoport fő céljai közé tartozik az ellátásbiztonság, a fenntarthatóság és az üvegházhatású gázok kibocsátásának csökkentése is.

Upstream

- **Az upstream, azaz a kutatás és kitermelés üzletág kőolaj és gázfeltárással, kutatással, azok kitermelésével foglalkozik.** A MOL 2024-ben napi szinten kb. 93,8 ezer hordó olajegyenértékest hoz a felszínre, amely mértéke a menedzsment előrejelzése szerint a jövőben is hasonlóan alakulhat, kissé emelkedhet. A társaság jelenleg kilenc országban folytat kutatási és kitermelési tevékenységet, amelyek közül nyolcban folyik aktív termelés.
- 2023-ban a MOL biztosította a hazai kőolajkitermelés felét és a földgázkitermelés kb. 86%-át. A hazai kitermelés abban az évben meghaladta az 1 millió tonnát, amely húsz éves csúcsnak felel meg.
- Magyarország a MOL upstream szegmensének egyik legfontosabb pillére, a hazai több mint ezer kút adja a társaság szénhidrogéntermelésének 40%-át.
- **A cég magyarországi mezői folyamatos fejlesztés alatt állnak annak érdekében,** hogy maximalizálják a hozamot és csökkentsék az alaptermelés természetes csökkenését. Ennek érdekében több kutatási, illetve termelsoptimalizálási program is fut: Sekélygáz-kutatási Program (számos sikeres fúrás); Paleogén-medence kutatási projekt (új lelőhelyek felfedezése Vecsés és Tura térségekben); 3D szeizmikus mérések (Dél-Alföld és Nyugat-Magyarország); geotermikus kutatások (két új koncessziós terület 2023-ban). Továbbá **az országban jelenleg több mezőfejlesztési projekt is fut,** köztük Algyő, Körösfalu és Tóalmás térségekben.
- **A horvát INA a MOL upstream portfóliójának egyik kulcsfontosságú eleme.** Az INA több, mint 45 olaj- és 30 gázmezőt üzemeltet Horvátországban, és jelenleg 1200 aktív kúttal rendelkezik. A társaság infrastruktúrája 3000 km hosszú csővezetékrendszerből áll. Az INA kiemelt projektjei közé tartozik az Enhanced Oil Recovery (EOR) program, amely szén-dioxid-besajtolással növeli az érett mezők hozamát. A cég számos új kutatási programot indított az elmúlt években, ilyen volt például, hogy a Dráva-03 blokkban végzett szeizmikus mérések és kutatások.
- **A MOL-csoport érdekeltséggel rendelkezik** Pakisztánban, Kurdisztánban, Oroszországban, Kazahsztánban, Egyiptomban, Romániában és Azerbajdzsánban is. A MOL korábban megállapodást írt alá a Waldorffal a teljes Upstream portfóliójának eladásáról az Egyesült Királyságban.
- **A MOL az egyik legnagyobb kondenzátum-, LPG- és földgáztermelő Pakisztánban.** A társaság négy blokkban is rendelkezik érdekeltséggel az ázsiai országban, a TAL blokkban operátorként is működik. 2023-ban több sikeres kutatási projekt fejeződött be, új mezőket is felfedeztek.

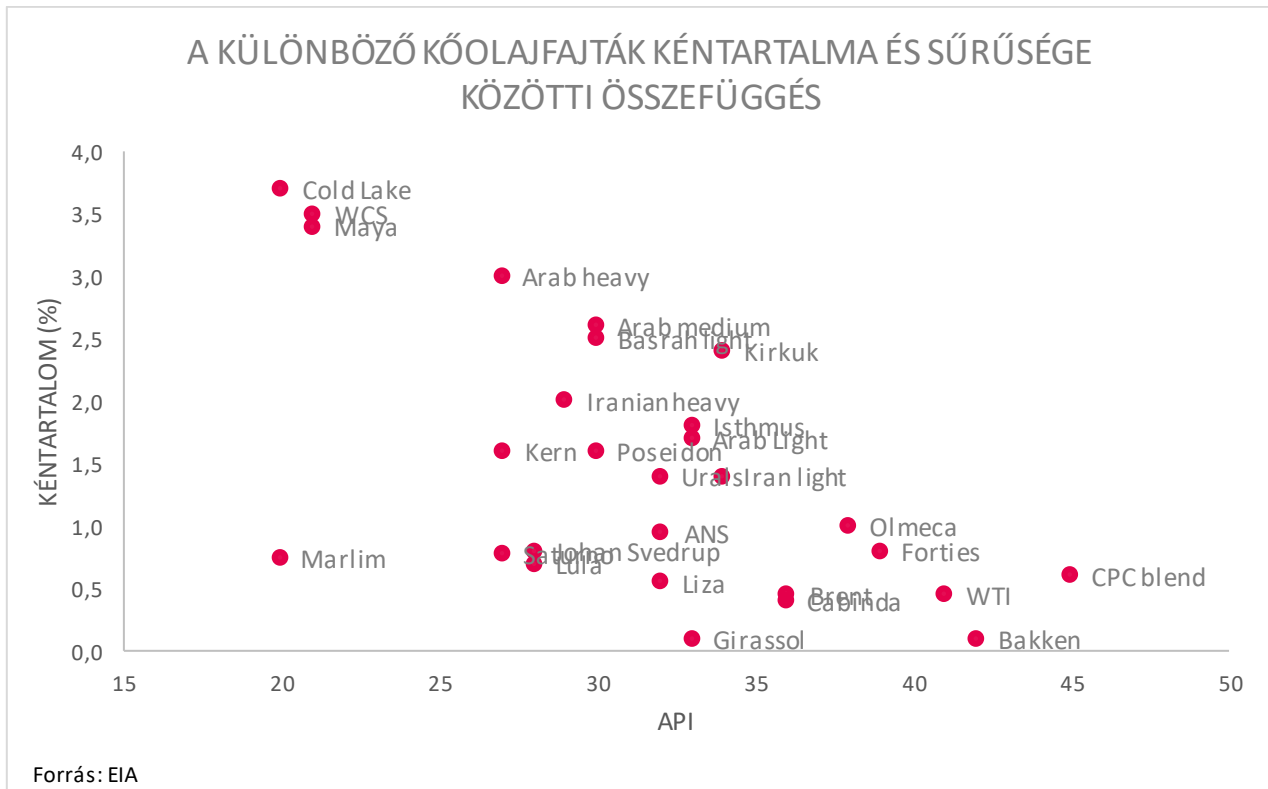
- **A csoport 20%-os részesedéssel rendelkezik a kurdisztáni Shaikan olajmezőben**, amely az egyik legnagyobb mező az iraki Kurdisztán régióban. Az Irak-Törökország csővezeték lezárása miatt ideiglenesen leállt itt a termelés 2023-ban, azóta viszont enyhültek a problémák.
- **Oroszországban és Kazahsztánban tovább folytatja a rezervoáryomás-növelési és mezőfejlesztési projektjeit a MOL.** A kazahsztáni Rozhkovskoye mezőn jelenleg egy termelési próbaprojekt fut, amelynek célja az ott rejlő potenciál kiértékelése.
- **A MOL 2019-ben vásárolta be magát a Kaszpi-tengeren található Azeri-Chirag-Gunashli (ACG) olajmezőbe**, emellett részt vesz a Baku-Tbilisi-Ceyhan (BTC) csővezeték üzemeltetésében, amely a Kaszpi-tenger térségéből szállít olajat a Földközi-tengerhez.
- **Az alábbi ábrán a MOL termelésének és szénhidrogéntartalékának megoszlása látható.** Az 1P tartalék olyan szénhidrogén tartalék, amely minimum 90%-os valószínűséggel kiaknázzható és később feldolgozva forgalomba hozható. A 2P olyan tartalék, amely egyrészt tartalmazza az 1P tartalékokat és olyan szénhidrogéneket, amelyek minimum 50%-os valószínűséggel kiaknázzhatók és feldolgozva értékesíthetők.



Forrás: MOL

- A szénhidrogének a legegyszerűbb szerves vegyületek. Megjelenési formájukat tekintve lehet gáz halmazállapotú (földgáz), folyékony (kőolaj) vagy szilárd (például bitumen vagy kátrány).
- **A kőolajat finomítóknak dolgozzák fel, hogy abból különböző, már felhasználható termékeket hozzanak létre.** (Lásd lentebb a downstream üzletág jellemzésénél).
- **A kőolaj megjelenését és összetételét tekintve váltakozhat** a benzinszerű, könnyen folyóson keresztül, a vörösesbarna árnyalatún át egészen a magas viszkozitású, kátrányos-fekete színűig. Jellemzését tekintve az első a könnyű, míg az utolsó a nehéz és alapvetően elmondható, minél könnyebb a nyersolaj, annál drágább. Az olaj sűrűségének leírására az API⁰ indexet használják, amely az American Petroleum Institute által létrehozott sűrűégi mérőszám. A 31,1 feletti API⁰ esetén könnyűolajról, 22,3 alatt nehéz olajról beszélünk. Azonban a világ legtöbb olajkészlete közepes vagy enyhén könnyű, 28-33 közötti API⁰ értékekkel. (Az API⁰ a kőolajszármazék sűrűségét a vízéhez viszonyítja).
- **A kőolaj tömegének kb. 85%-a szén, kb. 13%-a hidrogén, a maradék pedig egyéb anyag.** A kőolaj összetételét tovább boncolva a szénhidrogének három sorozata uralja azt, amelyet az olajipar paraffinnak (alkán), cikloparaffinnak (cikloalkán) és aromás vegyületeknek nevez. A paraffinok alkotják a nyersolaj tömegének kb. a 25%-át. A legismertebb paraffin a propán és a bután, gáz halmazállapotú, de könnyen folyékonyra alakíthatók nyomás alatt, de itt említhetjük meg például a metánt is.
- A cikloparaffinnak teszik ki a nyersolaj tömegének kb. a felét. A harmadik csoport az aromás vegyületek, amelyek erősen reakcióképesek és akár illatosak is lehetnek.

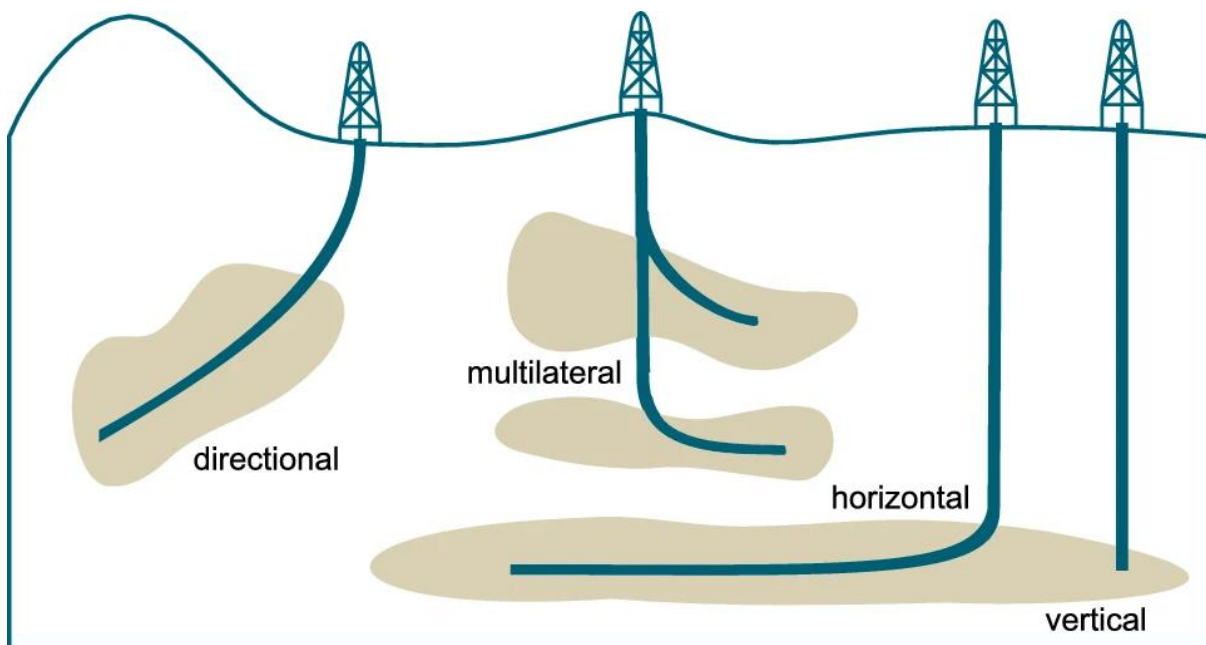
- A fentiekén kívül a kőolaj egyéb anyagokat, nem szénhidrogéneket is tartalmazhat, amelyek többségében a finomítás során keletkezett melléktermékekben fordulnak elő, ezeket sok forrás az aszfalt kategóriába sorolja. Ezek a vegyületek, ahová a kén (szulfur) is tartozik, a kőolaj tömegének kevesebb, mint 10%-át jelentik.
- Mivel a nyersolajat alkotó vegyületek fűtőértéke körülbelül hasonló, a különböző fajtájú kőolaj teljes energiataralma körülbelül azonos: **42-44 MJ/kg**. Mivel a kőolaj hidrogén/szén aránya magasabb ezért az olaj elégetése 20-25%-kal kevesebb CO₂-t szabadít fel, szemben a szénnel. Bár a nyersolaj tartalmazhat ként, amely a savas eső kialakulásáért is felelős, a finomított terméket már csak kis arányban alkotja ez a vegyület. Azt a kőolajat, ahol a **kéntartalom** magasabb, mint 2%, savanyú („sour”), míg ahol 0,5% alatt található édes („sweet”) olajnak nevezik. A kéntartalom azonban az olaj sűrűségével is összefügg, minél nehezebb az olaj, annál nagyobb arányban van jelen kén (lásd lenti ábrán a különböző kőolaj források kéntartalma és API^o-ja közötti kapcsolatot).



- Az elmúlt kb. 500 millió évben keletkezett kőolaj nagy részében megtalálhatók az úgynevezett termofil baktériumok. Ezek a mikrobák képesek arra, hogy a nyersolaj számos vegyületét lebontsák, így sokkal nehezebb, sűrűbb olaj marad utána. Az ilyen baktériumoknak élőhelyet adó kőolaj teszi ki a globális készlet jelentős részét.
- A kőolaj pozitív tulajdonsága, hogy csővezetéken keresztül akár nagy távolságra is olcsón szállítható. Bár az utóbbi időszak számunkra azt a példát mutatja, hogy a csővezetékes szállítás az ellátásbiztonság szempontjából nem feltétlenül stabil, ugyanakkor ennek pont az ellenkezője igaz. A kitermelt kőolaj és a földgáz biztonságos és gazdaságos szállításával a kitermelés helyétől a feldolgozó üzemekig, illetve az exportpiacokig, valamint a szénhidrogének tárolásával a midstream üzletág foglalkozik.
- A MOL logisztikai hálózata magában foglal: 40 terméktároló terminált 10 különböző országban, összesen 1,8 millió m³ kapacitással; 4 ezer vasúti tartálykocsit; három dunai kikötőt; kiterjedt csővezetékrendszer, amely összeköti a finomítókat és a tárolókat. Ezen túlmenően tengeri és kisebb mennyiségben vasúti szállítás is lehetséges.
- Az upstream tevékenységek általában a geológiai és geofizikai kutatásokkal kezdődnek, amely során szeizmikus vizsgálatokkal, valamint gravitációs és mágneses mérésekkel térképezik fel a földkéreg szerkezetét, azonosítják a potenciális szénhidrogén készleteket. Ezután következhetnek a próbafúrások a legígéretesebb területeken, majd ezek sikeressége után kezdődhet meg a fejlesztési fázis, amely során kiépítésre kerül a szükséges infrastruktúra.
- Az utóbbi években, a digitalizáció előretörésével a mezők iránti kutatás és az olajkitermelés is nagy fejlődésen ment keresztül. Az első jelentős áttörés még az Exxon nevéhez fűződött, a vállalat 1967-ben kezdte el alkalmazni a

háromdimenziós szeizmikus feltérképezést az új kőolajmezők felkutatására. Mára azonban már a mesterséges intelligencia lehet a fő segítség abban, hogy a vállalatok megfelelő olajmezőt találjanak és kisebb legyen a meddő kutak fúrása. (Egy kút fúrásának költsége számos tényezőtől függ, de általában a több millió dolláros költséget is elérheti, így nem mellékes az a tény, hogy a fúrt kutak közül mennyi a meddő).

- **Az olajkút fúrás lehet irányított („directional”),** amely az olcsóbb formája a fúrási műveletnek. Az irányított fúrással egy adott helyről akár több olajforrás is elérhető, azaz több kút létesíthető egy fúrási pontról. Ha például az kőolaj a felszín alatt kb. 3 km-rel található, akkor 60 fok helyett 70 fokos fúrás esetén 2,5-ször nagyobb terület érhető el ugyanarról a kiinduló helyről. A mélyebb és nem egybefüggő olajtározók eléréséhez jó megoldás az irányított fúrás.
- **A horizontális („horizontal”) fúrás drágább,** ugyanakkor a sekélyebb és homogénebb olajlelőhelyek ezzel a módszerrel jobban kiaknázhatók.
- **A nyersolaj és a földgáz felszínre hozatalának módját a geológiai és nyomási viszonyok határozzák meg.** Az elsődleges kitermelés természetes nyomásra vagy emelőrendszerek (pl. szivattyúk, gázlift) segítségével valósul meg. A másodlagos módszerek használatára (víz- vagy gázinjektálás) akkor kerül sor, amikor csökken a természetes nyomás. A harmadlagos kitermelési technológiákat vagy más néven enhanced oil recovery-t (EOR) az alacsony permeabilitású rétegekben található olaj kitermelésére alkalmazzák. Ilyen esetekben gőzt (a viszkózus olaj felmelegítésével javítják az áramlási képességet), vegyi anyagokat (az olaj és a kőzet közötti súrlódás csökkentése) vagy szén-dioxidot injektálnak a rétegekbe.

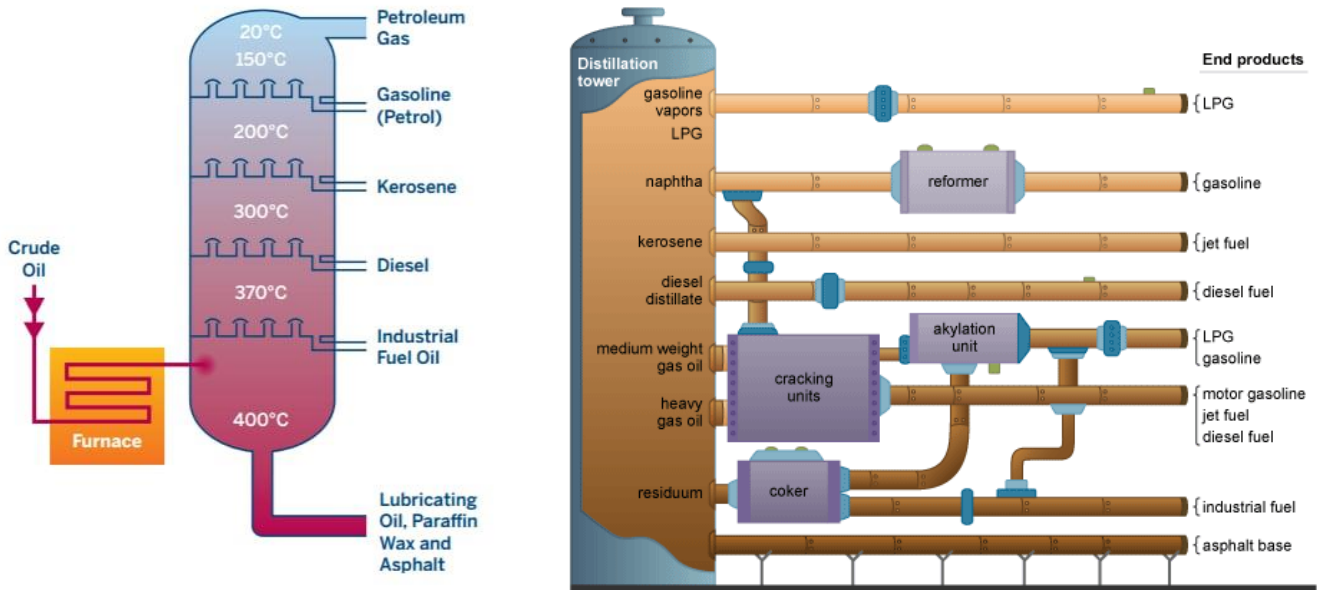


Forrás: Springer Nature Link, C. P. B. Fernandes, W. P. Coutinho, J. W. L. Silva, M. D. Santos, G. P. Oliveira – Optimal path planning for directional wells across flow units' many-targets (Journal of Petroleum Exploration and Production Technology, 2024 14: 125 -137)

Downstream

- **A downstream üzletág teszi lehetővé, hogy a föld mélyéről felhozott kőolaj (nyersolaj) felhasználható formává váljon.** A finomítási eljárás lényege, hogy a nagy és összetett szénhidrogénmolekulákat kisebb és könnyebb komponensekre bontják, amely így könnyebben hasznosítható és magasabb gazdasági értékkel bír.
- **A downstream üzletágában a MOL a vegyipari benzint (naftát), motorbenzint, gáz- és tüzelőolajat, kerozint, bitument, LPG-t és egyéb termékeket állít elő. Emellett a MOL Petrolkémia Zrt. tevékenysége során a műanyaggyártáshoz, oldószergyártáshoz vagy éppen autópipari gumigyártáshoz nyújt alapanyagokat.**
- Az olajfinomítás üzletágában a MOL két legfontosabb terméke a gázolaj (dízel) és a benzin. Ezek adják a termékpalletta kb. 60%-át.
- **A vegyipari benzint** elsősorban a gőzkrakkoló alapanyagaként használják a petrolkémiai termékek (etilén, propilén, butadién) előállításához, amelyek például a műanyag termékek fontos alapanyagai.

- **A motorbenzin** név alatt a benzin és gázolaj előállítása történik, beleértve a prémium termékek (például 100-as oktánszámú benzin).
- **A gáz és tüzelőolajok** olyan szénhidrogének, amelyek főként a kohászatban, építkezésben, vegyiparban és villamosenergia termelésben vesznek részt, mint energiaforrás.
- **A kerozin** főként a légi járművek meghajtó eleme, üzemanyaga.
- **A bitumen** fő felhasználási területe az utépítés, de használják vízszigetelésben, brikettgyártásban vagy éppen a csomagolóiparban is.
- **Az LPG** cseppfolyósított propán és bután gáz keveréke. Az LPG felhasználható fűtéshez, főzéshez, de járművek üzemanyagaként is. (A földgáz fő összetevője a metán, míg a propán-bután, azaz PB gáz esetében a propán és a bután. Ennek következménye, hogy a PB gáz fűtőértéke magasabb, szemben a földgázéval. A propánt és a butánt finomítókban választják le a nyersolajból és a földgázból).
- Alapvetően azok a piacok, ahol nagyobb a kereslet az üzemanyag és a kerozin iránt jobban preferálják a könnyűolajat („light crude”), mivel kevesebb művelet/energia szükséges a végtermékek előállításához. A könnyűolaj finomítása során a tömeg kb. 1/3-a melléktermék, és kb. 20% nafta és kb. 20% kerozin keletkezik, ezzel szemben a nehezebb olajnál a melléktermék aránya a 2/3-ot is elérheti és a nafta és kerozin együttes aránya kb. 25%-ot tesz ki.
- Az olaj finomításának technológiáját két részre lehet osztani: fizikai (fizikai (sómentesítés, desztilláció, extrakció, keverés); és kémiai (krakkolás, reformálás, addíció/alkilálás, modifikálás/izomerizáció, hidrogénezés).
- Az olaj finomítása a sótalánítással és víztelenítéssel kezdődik. (Víz kerülhet az kőolajhoz például úgy, hogy az olajmezők a kezdeti nyomásukat egy idő után elveszítik, ezután mesterségesen kell arról gondoskodni, hogy a kőzetek között maradt kőolajat a felszínre lehessen hozni. Ehhez bizonyos esetekben például vizet használnak).
- **Az első lépés az atmoszférikus desztilláció (frakcionált lepárlás), amely során a nyers kőolaj (illetve kondenzátum) különböző forráspontú frakciókra kerül felbontásra.** A kőolajat először 350-400°C-ra melegítik, majd egy úgynevezett desztillációs toronyba vezetik. A könnyebb komponensek (gázok, benzin) a torony teteje felé áramlanak, míg a nehezebb összetevők a torony alján csapódnak le.
- A különböző hőfokon történő részekre bontás után a felhasználható termék előállítása következik (lent jobb oldali ábra). Azonban a piacra kerülés előtt még bizonyos folyamatokon át kell esnie a termékeknek, mint például az adalékanyagok hozzákeverése. Például a motorbenzinhez bizonyos mennyiségű etanolt is kevernek, a 95-ös üzemanyag kb. 10% etanolt tartalmaz, így az üzemanyag elégetése után kevesebb CO₂ kerül a légtérbe.
- A finomítás második lépcsőfoka az úgynevezett vákuumdesztilláció, amely alatt a maradékolajok további feldolgozását értjük. A hőbomlás elkerülése véget csökkentett nyomás alatt elpárologtatják a nehezebb komponenseket. A folyamat végén kenőolajok, bitumen, illetve egyéb nehéz szénhidrogének maradnak.
- **A krakkolás során a nehéz gázolaj vagy a pakura kisebb, hasznosabb molekulákra való bontása megy végbe.** Két különféle krakkolási eljárást különböztetünk meg: A termikus krakkolást magas hőmérsékleten (450-750°C) és nagy nyomás mellett végzik, végterméke például a krakkbenzin, a gázolaj vagy az alkének/olefinek; A katalitikus krakkolás (FCC – Fluid Catalytic Cracking) alacsonyabb hőmérsékleten zajlik különféle katalizátorok segítségével. Ezzel az eljárással nagy hozamban állítható elő magas minőségű benzin, gázolaj.



Forrás: CME Group

- **A MOL downstream üzletága** lefedi a teljes értékláncot a kőolaj feldolgozásától kezdve a végfelhasználók számára való értékesítésig.
- **A MOL három finomítót üzemeltet:** Dunai Finomító (Százhalombatta) napi 165 ezer hordó (8,1 millió tonna/év); Sloznaft Finomító (Pozsony) napi 124 ezer hordó (6,1 millió tonna/év); Rijeka Finomító napi 90 370 hordó (4,5 millió tonna/év). Továbbá Tiszaújvárosban a MOL Petrolkémia Zrt. is része a Csoport downstream üzletágának. Itt két gőzkrakkoló üzem (660 kt/év), öt polimer üzem (765kt/év), egy butadién üzem (130kt/év) és egy polioldós üzem működik. A MOL Petrolkémia Zrt. tevékenysége során a műanyaggyártáshoz, oldószergyártáshoz vagy éppen autópálya gumigyártáshoz nyújt alapanyagokat.



Forrás: MOL

- **A MOL Petrolkémia Zrt. azért is kiemelten fontos**, mert a kőolajfinomítás melléktermékeiből, az etilén, a propilén, valamint egyéb vegyipari alapanyagok feldolgozásával számos ipari és fogyasztói termék állítható elő. **A polimerek**

képezik a műanyaggyártás alapját. A MOL polimergyártása a polietilénre (PE) és a polipropilénre (PP) összpontosul.

- **A polietilén a világ egyik leggyakrabban használt műanyag típusa**, amelynek különböző változatai megtalálhatók a MOL portfóliójában. A kissűrűségű polietilén (LDPE) sűrűsége 920-933 kg/m³ között mozog. A társaság által gyártott LDPE TIPOLEN (Dunai finomító) és BRALEN+ (pozsonyi finomító) márkanévek alatt kerülnek forgalomba. Ezeket elsősorban fóliák, tubusok, csövek és fröccsöntött termékek előállítására használják. A közepes és nagyűrűségű polietilént (MDPE, HDPE) TIPOLIN márkanév alatt értékesítik. Ezek eltérő sűrűséggel (934-961 kg/m³) és mechanikai tulajdonságokkal rendelkeznek. Felhasználási területe többek között csomagolóipari fóliák, háztartási és ipari flakonok, csövek, fröccsöntött termékek és mezőgazdasági csomagolások előállítása.
- **A polipropilén elsősorban a nagy mechanikai szilárdsága, kémiai ellenálló képessége és hőállósága miatt kedvelt termék.** A MOL dunai finomítójából érkező polipropilént TIPPLEN, a pozsonyi finomítóból érkezőt TATREN márkanévek alatt forgalmazzák. Alkalmazási területként említhető az autóalkatrész-gyártás (például lökhárítók, műszerfalak, belső burkolatok stb.), háztartási cikkek (tárolóedények, játékok stb.) előállítása.
- **Ezek mellett a cég termékei között megtalálhatóak egyéb termékek**, mint például a PRIMOLEN (100% virgin PP), a REMOLEN (újrahasznosított PP), a PRIMOLITE (100% virgin PE) és a REMOLIT (újrahasznosított PE), melyek az autóiparban, az elektronikai iparban és a háztartási gépek gyártásában használhatók fel.
- **A monomerek jelentik a polimergyártás alapját. A MOL három típusú monomert állít elő**, melyek nagy részét házon belül fel is használja: etilén (C₂H₄), propilén (C₃H₆) és butadién (C₄H₆). Az etilén a polietilén és a polivinil-klorid (PVC) alapanyaga. A propilén a polipropilén alapját jelenti, míg a butadiént a szintetikus gumik előállításához használják fel.
- **A fentiekén kívül a MOL számos más anyagot is előállít: Az alifások** (Dunasol, normál-hexán, lakkbenzin) elsősorban festékek és ipari tisztítószeroldószereként alkalmazhatók. **A poliészter gyártás** alapanyagát jelentik a maleinsavanhidridek, de egyéb termékek is előállíthatók a segítségével (pl.: alkidgyanták, lakkok, lágyítók, kenőanyagok). **A petrolkokszipari tüzelőanyagként használatos**, míg a kénnek a műtrágyagyártásban és különféle vegyipari folyamatokban vesszük hasznát.

Fogyasztói szolgáltatások

- A fogyasztói szolgáltatások és innovatív üzletágak a mai formájában 2016-ban jött létre.
- A MOL-csoport a fogyasztói szolgáltatások szegmensébe tartoznak az üzemeltetett benzinkutak, a kiskereskedelem, a mobilitási, e-mobilitási és ipari szolgáltatások, de a digitális fejlesztések is itt kerülnek számbavételre.
- **Magyarországon jelenleg 1300 benzinkutat üzemeltet** a vállalat, többségében a nyugat-magyarországi, a dél-alföldi, a kelet-alföldi és a fővárostól keletre lévő lokációban. Összességében 10 országban kb. 2400 töltőállomással rendelkezik a vállalat.
- **A Fresh Corner koncepciója** tíz évvel ezelőtt jelent meg, mára pedig minden második töltőállomáson üzemelt egy.
- Az európai trendeket követve a MOL is megjelent a maga **járműmegosztási megoldásaival. A MOL Limo** közösségi autómegosztó szolgáltatás, amely Budapesten és környékén működik. Az autóflotta jelentős része elektromos vagy hibrid járművekből áll. Azonban nem csak járműmegosztási szolgáltatást kínál a vállalat, hanem flottakezelést is céges ügyfelek számára.
- **Az ipari szereplők számára különféle vegyipari termékek és kenőanyagok is elérhetők a MOL kínálatában.** De nem csak termékeket adnak el ipari ügyfelek számára, hanem olyan szolgáltatásokat is nyújtanak, mint például különféle eszközök üzembe helyezése és karbantartása, digitális olajmező-menedzsment rendszerek kiépítése, vagy környezetvédelmi és fenntarthatósági megoldások értékesítése.
- **A digitalizáció és innováció a MOL számára is hívószavak.** A társaság Digital Factory néven indított el egy saját digitális fejlesztőközpontot, amely a finomítók, töltőállomások és logisztikai rendszerek optimalizálásán dolgozik. Az ügyfélélmény fejlesztése érdekében mobilalkalmazásokat fejlesztenek, integrálják az online szolgáltatásaikat és digitális hűségprogramot is indítottak.

Gáz midstream

- **A MOL gáz midstream üzletága a földgázszállításért felel (FGSZ Földgázszállító Zrt.).** Ez Magyarország egyetlen nagynyomású földgázszállító rendszerüzemeltetője (ITO – „independent transmission operator”).

- Az üzletághoz közel 6000 km csővezeték, 400 állomás (kompresszor, mérő, csomópont) tartozik.
- 2023-ban az üzletág 15,5 milliárd köbméter földgázt szállított, amely csökkenő trendet mutat a 2010-es évek közepétől számítva. Ennek egyik oka az orosz-ukrán konfliktus miatti gázfogyasztásban látható visszaesés.
- A vállalatnak hat szomszédos országgal van összeköttetése, amely a lenti ábrán látható.



Forrás: MOL

- **A Magyarország-Horvátország vezeték kiemelt fontosságú** az LNG-import szempontjából. Ezen a vezetéken keresztül kapcsolódik a MOL a Krk-szigetén található LNG-terminálhoz, így lehetőség adódik a cseppfolyósított földgáz importálására. De az elmúlt évek eseményei megmutatták, hogy szinte évente váltakozhat az, hogy a vezeték melyik ága válik hirtelen stratégia fontosságúvá.
- Jelenleg csak Szlovéniával nincs közvetlen kapcsolat, de az ezirányú projekt már folyamatban van.
- A fenntarthatóság érdekében a társaság vizsgálja a zöldebb termékek (hidrogén, földgáz) rendszerbe történő integrálásának lehetőségeit, amely hosszú távon csökkentheti a karbonlábnyomot. Jelenleg is futnak hidrogén keverésével kapcsolatos kísérletek.

Körforgásos gazdasági szolgáltatások

- **A körforgásos gazdasági szolgáltatások üzletág 2024 óta szerepel** különálló szegmensenként.
- 2021-ben a magyar állam azt a döntést hozta, hogy **a hulladékgazdálkodási közfeladat ellátását egészében állami hatáskörbe vonja, és egy 35 évre szóló koncessziós pályázatot hirdetett a közel 5 millió tonna települési szilárd hulladék begyűjtésének és kezelésének megszervezésére.** A koncessziós pályázat legfőbb célja az volt, hogy lehetővé tegye Magyarország számára az Európai Unió által meghatározott szigorú hulladékgazdálkodási célértékek elérését 2035-ig. **A MOL 2022 júliusában megnyerte a koncessziós pályázatot,** és a feladat elvégzésére megalapította a koncessziós társaságot MOHU MOL Hulladékgazdálkodási Zártkörű Részvénytársaság néven.
- A körforgásos gazdaság, a hulladékújrahasznosítás célja, hogy a vállalat 2030-ra kb. 1,5 millió tonna hulladék alapú alapanyagot biztosítson az ipar számára.
- **Az üzletág 2033-ig minimum 500 millió dollár (193 milliárd forint) beruházással számol.** Ezek során a cél többek között a hulladék-újrahasznosítás megszervezése, a hulladékgyűjtési- és szállítási feladatok hatékonyabbá tétele, a kiterjesztett gyártói felelősségi rendszer bevezetése.
- Megépítésre kerül egy minimum 100 kt kapacitású hulladékhasznosító erőmű.
- 2023-ban elkezdődött **a betétvisszaváltó rendszer kialakítása, amely 2024-től üzemel.**

- A körforgásos gazdasági szolgáltatások üzletág még egy induló szegmens, ezért az elkövetkezendő időszakban várhatóan magasabb tőkeberuházás jellemzi.
- A MOL jelenleg 1000 hulladékgyűjtőhellyel, 2 hulladéklerakóhellyel és 2 veszélyes hulladék égetővel rendelkezik, melyek együttes kapacitása kb. 25 ezer tonna.
- **Néhány példa az újrahasznosításra:** hulladékból villamosenergia előállítása, gumibitumen (leselejtezett abroncsokból út építése), műanyag-újrahasznosítás (A MOL 2019-ben megvásárolta a műanyag-újrahasznosítással foglalkozó német Aurora Kunststoffe GmbH-t. A vállalat a tevékenysége során az összegyűjtött ipari műanyag hulladékból adalékanyagok hozzáadásával új, tartósabb műanyagot hoz létre).

A befektetési sztori

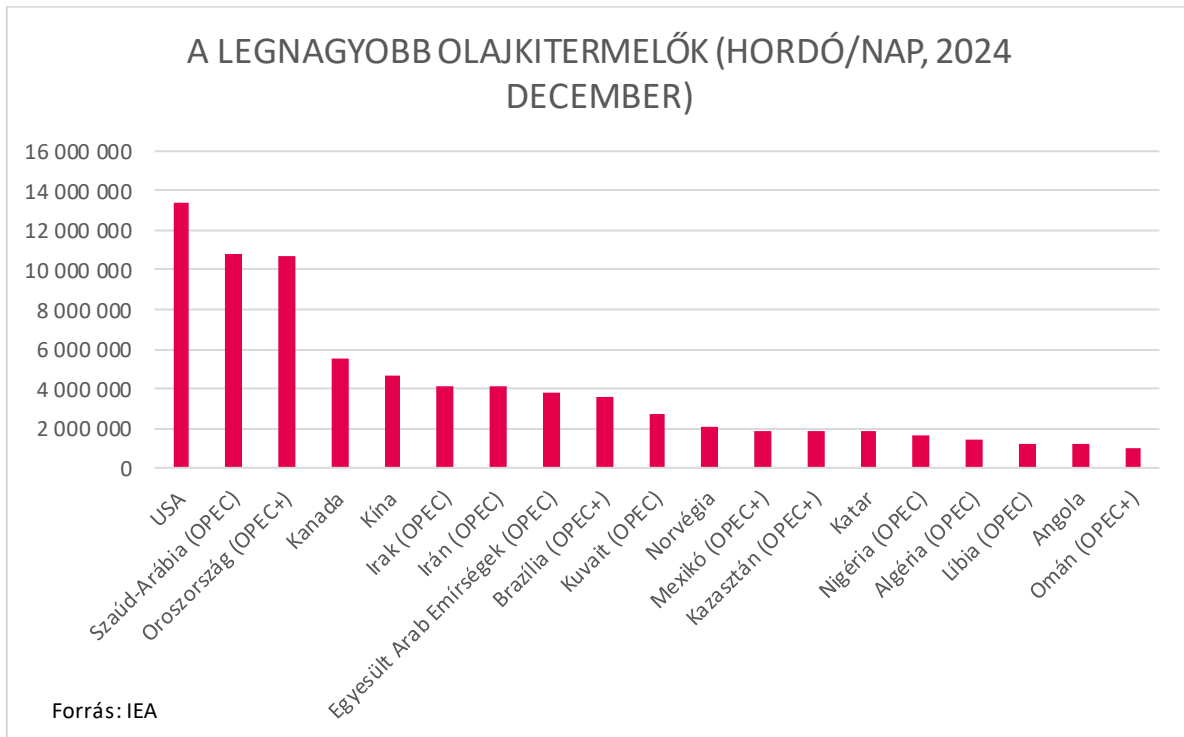
- **A MOL öt fő szegmensét különböztethetjük meg:** upstream (azaz a szénhidrogének kutatása és kitermelése), downstream (a kitermelt szénhidrogének finomítása és feldolgozása), fogyasztói szolgáltatások (például benzinkutak üzemeltetése vagy mobilitási szolgáltatások), gáz midstream (azaz gázelosztás és szállítás) és a körforgásos gazdasági szolgáltatások.
- Az üzletágak közül az upstream éves árbevétel volatilitása a legmagasabb. Itt csapódik le legnagyobb mértékben a nyersanyagárak és devizaárfolyamok hatása, továbbá a szénhidrogének utáni kutatás mindig magas kockázatot hordoz. **Az upstream árbevétele az előttünk álló időszakban enyhén növekedhet**, mivel a kitermelt mennyiség enyhe növekedésére számítunk. Jelenleg mintegy napi 93,6 ezer hordó egyenértékest termel ki a vállalat, amely az évtized végére közel 100 ezer hordóra emelkedhet a jelenlegi kapacitásokat feltételezve. Ugyanakkor, ha az olaj ára jelentősen visszaesne, az a volumen hatását semlegesíthetné. A kőolaj árának alakulása szempontjából a Világbank előrejelzéseire támaszkodunk, azaz 2026-ig nem számolunk jelentős változással, a kőolaj jegyzés enyhén, 5-10%-ot csökkenhet addig. A dollár/forint éves átlagos árfolyama 2029-re éves szinten átlagosan 1,5%-kal gyengülhet.
- **A downstream (finomítás) üzletágra nagy hatással van** a szénhidrogének és főleg a kőolaj árváltozása, valamint a dollár árfolyama és a benzin/gázolaj/petrolkémiai termékek, azaz a késztermékek iránti kereslet. Ezen faktorok együttes alakulását a finomítói marzsok írják le. Bár az elmúlt évtizedben a finomítás árbevétele átlagosan 3,7%-kal emelkedett, ez nagy volatilitást mutatott, hiszen láthattunk éves alapon 72%-os bővülést (2022, azaz az energiakáosz éve), de volt alkalom 27%-os csökkenésre is (2020, a Covid-19 kirobbanása). **Úgy gondoljuk, hogy az energiakáoszt mára már magunk mögött tudhatjuk, ugyanakkor nem zárhatunk ki teljesen egy hasonló időszakot sem.** Az olaj, a földgáz, a villamosenergia és egyéb nyersanyagok árának előrejelzése továbbra is komoly kihívást jelent. A jövőben nem zárhatók ki fontos állami és szabályozói beavatkozások sem. Véleményünk szerint hosszú távon a kőolaj pozitív és negatív kilengései semlegesíthetik majd egymást, de annak alakulása rövidtávon jelentősen befolyásolhatja a vállalat eredményét.
- A modellezési periódusban (2025-2029) **azzal a feltételezéssel élünk, hogy a fogyasztói szolgáltatások teljes eredményhez való hozzájárulásának aránya tovább fog növekedni a többi szegmenshez viszonyítva.** A töltőállomások üzemeltetése, a mobilitási szolgáltatások (hogyan csak párat említsünk) jelentős eredménytermelő képességgel rendelkeznek még az elmúlt években tapasztalt tekintélyes növekedés ellenére is. Az elmúlt évek növekedése azonban nem teljesen összehasonlítható, hiszen az magában foglalja például a 2022 év végén lezárt MOL-Lotos Paliwa üzletet, amely során a MOL 417 lengyel benzinkút tulajdonosa lett. Ez akkor azt is jelentette, hogy a MOL már akkor elérte 2025-re kitűzött stratégiáját, mely szerint addigra 2400 kutat szeretne a magáénak tudni, kb. 10 országban. Továbbá 2023-ban a MOL befejezte az OMV Slovenija d. o. o. vállalat megvásárlását, (a vállalat új neve: MOL & INA d. o. o.). A tranzakció 120 töltőállomást foglalt magában Szlovénia-szerte, és a MOL a szlovén piac második legnagyobb piaci szereplőjévé lépett elő. Véleményünk szerint továbbra is erős maradhat az üzemanyag iránti kereslet, azt csak egy komolyabb recesszió vetheti vissza, másrészt a mobilitási, e-mobilitási szolgáltatások (elektromos-autó töltés és MOL Limo szolgáltatás) is tovább növekedhet. A MOL a magyar, a horvát és a szlovák piacon vezető, míg Szlovéniában és Szerbiában a második legnagyobb szereplő.
- **A gáz midstream üzletág (gázszállítás és elosztás) eredményét számos esemény, akár jelentősen is, befolyásolhatja:** egyrészt az időjárás (főként az enyhébb téli hónapok); az Európai Unió energiamegtakarítási irányelvei; az orosz-ukrán háború is további volatilitást okoz(hat); továbbá a magas infláció is nyomot hagyott a nyereségességén. Véleményünk szerint az üzletág teljes EBITDA-hoz való hozzájárulása továbbra is alacsony marad,

ugyanakkor stratégiaileg és ellátásbiztonsági szempontból is fontos szerepet lát el ez az üzletág, külön kiemelve, hogy mivel a MOL gázüzletága számos szomszédos országot köt össze, fontos kapocs a régió ellátásában.

- **A központ és egyéb szegmens fedi le a MOL minden olyan üzletágát, amely nem sorolható egyik fenti szegmensbe sem.** Jelen elemzésben a 2024 óta különálló körforgásos gazdasági szolgáltatások üzletágát még itt vesszük számításba, ugyanakkor ez a gyakorlat a jövőben változni fog. Ezen kívül a központ és egyéb üzletág karbantartási, pénzügyi és más szolgáltatásokat nyújt a többi üzletágnak. A szegmens működési vesztesége a többi, négy főüzletág működési eredményének kb. 15%-át teheti ki.
- **Az osztalékfizetés** mint minden évben igazgatósági döntés és az nagyban függ az előző év nyereségtermelő képességétől, esetlegesen a jövőbeli kilátásoktól (tőkeberuházások alakulása, tartalékolások). Bizonyos időszakban nem zárhatunk ki extra osztalékot sem, de rövid távon nem várunk hasonló fejleményt. Véleményünk szerint a MOL kb. 190 milliárd forint osztalékot fizethet ki a 2024-es gazdálkodása után, amely kb. 230 forint részvényenként.

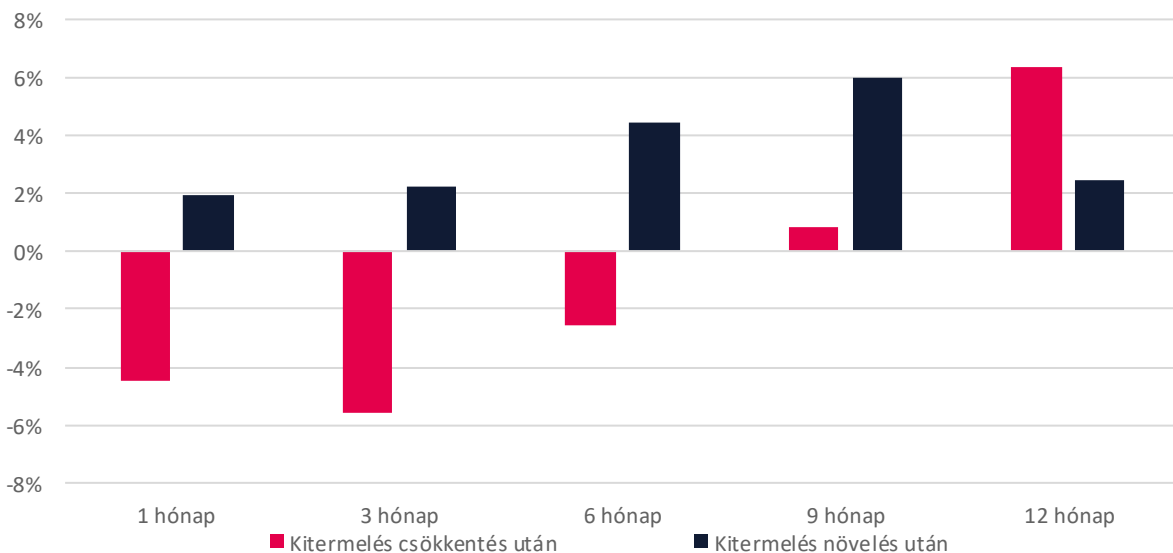
A vállalati fundamentumot meghatározó fontosabb összetevők (nyersanyagárak, adók, deviza, finomítói marzsok)

- **A MOL-csoport működésére és profitabilitására több faktor hat.** Az alapvető gazdasági tényezőkön kívül (infláció, kamatpálya, gazdasági növekedés, likviditás, hitelpiacok alakulása) jelentős összetevő az olaj árának alakulása, a földgáz árának változása, a devizaárfolyamok főként forinttal szembeni változása, az egyes termékek crack spreadjei, azaz az alapanyag és a késztermék ára közötti különbség (vagyis a finomítói marzsok). Fontos tényező a késztermékek iránti kereslet, amely a gazdasági aktivitás függvénye (is). Az iparág, működéséből fakadóan jellemzően negatív hatással van a környezetére, így a karbonsemlegesség elérése a legtöbb vállalat esetében kulcsfontosságú cél és stratégia (erről bővebben a Peer-group elemzésben írunk). Ennek következményeként az iparág profitabilitását meghatározzák a szabályozói előírások, törvények, adózás, amelyek országonként más és más formát ölthetnek.
- **Az olaj ára az utóbbi években kevésbé volt volatilis annak ellenére,** hogy számos negatív, az olaj árfolyamát döntően befolyásoló esemény történt. Az orosz-ukrán háború elhúzódása, az OPEC+ termelés csökkentése, a közelkeleti konfliktus kiújulása, a hajózási útvonalak veszélyesebbé válásával, hogy csak párat említsünk. Ugyanakkor az amerikai és dél-amerikai (főként brazil) kitermelés felfutása, valamint az alacsonyabb kereslet, például a gyengébb kínai gazdasági növekedés miatt, mindezt ellensúlyozni tudta.
- A 2024 év végi adatok szerint **a globális napi kőolajkitermelés meghaladja a 80 millió hordót.** Az utóbbi évtizedben a kőolajkitermelés azonban fontos átalakuláson ment keresztül. A 2000-es és 2010-es években az innovációnak, az új technológiáknak és nem mellesleg a rengeteg tőkebefektetésnek hála az USA megsokszorozta kitermelését. Ma az USA több, mint 13 millió hordó kőolajat hoz felszínre naponta, miközben ez a mennyiség a 2000-es években „még csak” 5-6 millió hordó/nap volt.
- Mindez még mindig eltörpül **az OPEC 31 millió hordó/nap és az OPEC+ 51 millió hordó/nap kitermelésétől,** de már látható mennyiségről van szó, amely talán a kőolaj árának volatilitását is csökkentheti a jövőben.
- A 2024 novemberében megválasztott új amerikai kormány az elmúlt hónapokban gyorsan világossá tette, hogy több olajat kell a felszínre hozni, ugyanakkor Donald Trump azt is megfogalmazta 2025 elején, hogy az üzemanyag ára magas. Mindez inkább az alacsonyabb nyersanyagár és az alacsonyabb finomítói marzsok irányába mutat, ugyanakkor a makrogazdasági trendek sokkal komplexebbek annál, mint hogy egy ilyen információ alapján jelezzünk előre.



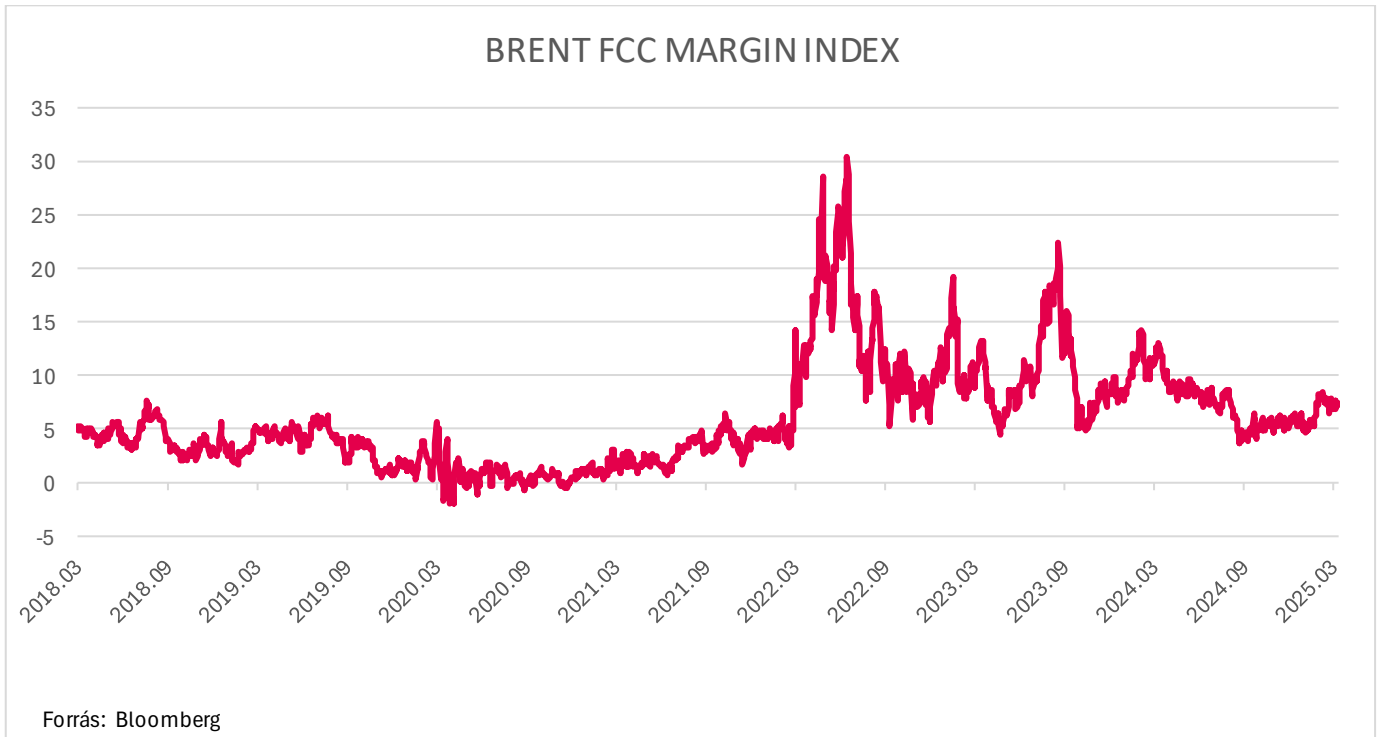
- A kitermelés csökkentése vagy növelése** azonban csak egy tényező és hatása nem feltétlenül esik egybe az általános narratívával. Rövid távon (pár napos időtávon) a kitermelésben történő változás természetesen (akár nagyobb) volatilitást is okozhat, a kitermelés csökkentése azonban inkább áresést jelent és csak 9-12 hónapos időtávon várható árnövekedés. Ezzel szemben az olajkitermelés mennyiségének növelése áremelkedést jelent. Ez persze érthető, hiszen a csökkentés azt jelenti, hogy nincs kereslet például az üzemanyag vagy bármilyen olyan termék iránt, amelynek fontos alapanyaga a kőolaj, a kitermelés felfuttatása pedig éppen ennek az ellenkezőjét jelenti.

AZ OLAJ ÁRVÁLTOZÁSA DOLLÁRBAN KITERMELÉS CSÖKKENTÉS ÉS NÖVELÉS UTÁN 1998-TÓL



Forrás: Mercatus Energy, Bloomberg

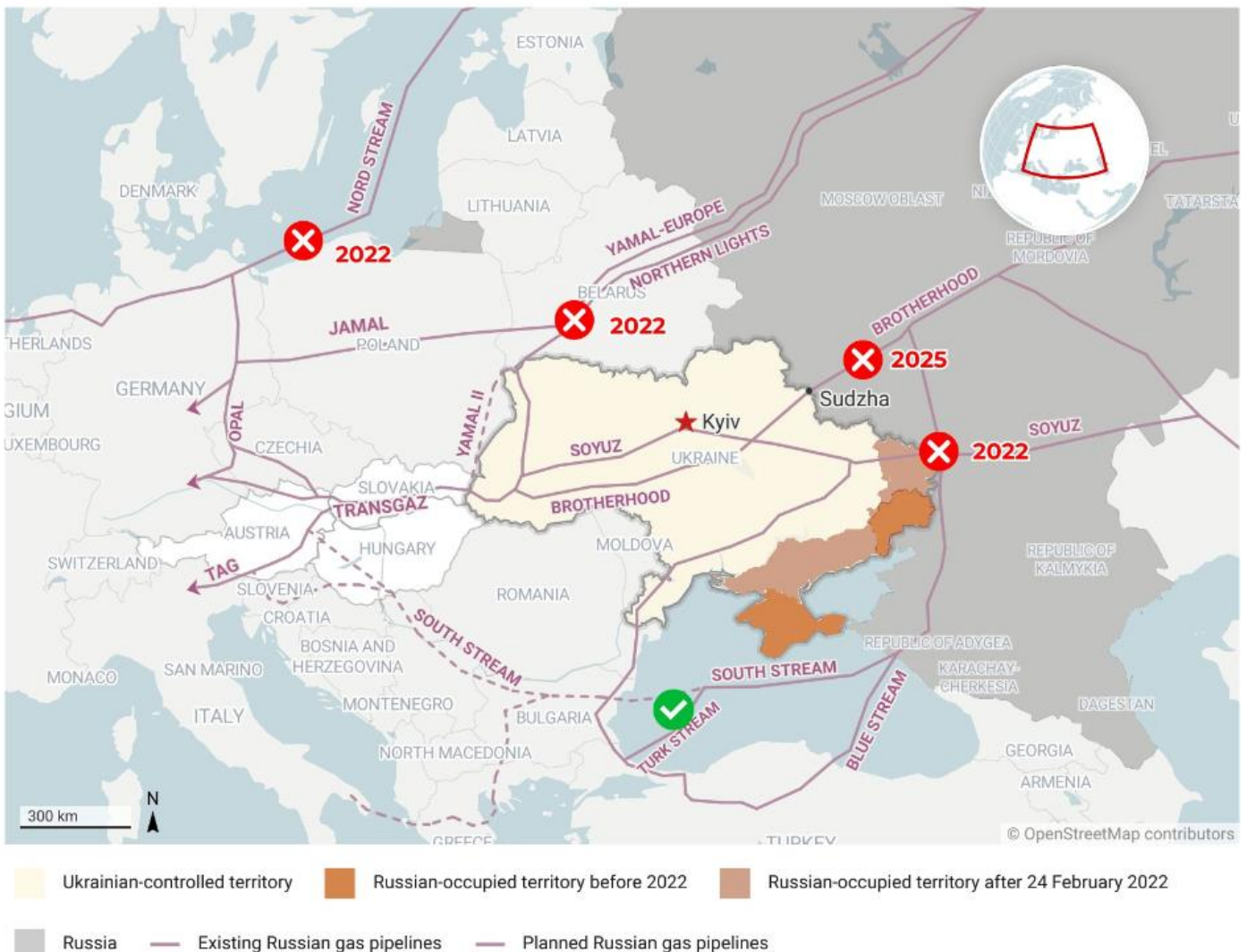
- **A finomítói marzsok 2022 óta trendszerűen csökkentek, amelyhez magasabb volatilitás is társult. A finomítói marzsok az egyik döntő tényező, amikor a finomítók nyereségességét határozzuk meg.**



- **A finomítói marzsok volatilitása** főként a Covid-19 és az orosz-ukrán háború kezdete alatt jelentősen növekedett, köszönhetően az ezekben az időszakokban jelentkezett keresleti ingadozásoknak, amit csak tetézt, hogy a benzin, a gázolaj és a kerozin iránti kereslet is teljesen felborult, sok esetben teljesen ellentétesen mozgtak a jegyzések. Ma már azt mondhatjuk, hogy a negatív faktorok egy része magunk mögött van (például a Covid-19 keresleti és kínálati hatása), de teljesen nem lehet kizárni a finomítói marzsok jövőbeni, akár komolyabb volatilitását.
- 2023-24-et globálisan is a **dízelhiány jellemezte, amely** támaszt adott a finomítói marzsoknak. Az utóbbi időszakban számos új kínai és közel-keleti finomító kezdte meg működését (Kína 2023-ban kb. 20 nagyobb projektet adott át, amellyel 25%-ra növelte globális kínálati részesedését). Nem segítette az európai finomítók helyzetét az USA-ban bevezetésre került „Inflation Reduction Act”, amely csökkentette az ott működő iparági szereplők működési költségeit. Szektorelemzések szerint 2025-öt is a dízelhiány jellemezheti, ugyanakkor ez Európa szempontjából nem új probléma, hiszen az öreg kontinens az idők többségében a dízelhiány jellemezi. Európában számos finomítót bezártak vagy be fognak zárni, amelyet kapacitásban nem fognak tudni ellensúlyozni az újonnan nyitottak. Ez támaszt adhat a finomítói marzsoknak, azonban például a kínai elektromos autózás elterjedése globálisan átalakíthatja a dízel iránti keresletet.
- Az International Energy Agency felmérése alapján Európában 2010 óta csökken a finomítói kapacitás (átlagosan 220 ezer hordó/nap mennyiséggel).
- **A finomított termékek iránti globális kereslet ugyan emelkedhet 2025-ben**, de annak mértéke 2023 és 2024-hez képest alacsonyabb lehet. A Kpler elemzése szerint 2025-ben a finomított termékek iránti kereslet 0,88 millió hordó/nap mennyiséggel nőhet, szemben a 2024-es 1,4 és a 2023-as 3,43 millióval. **A motorbenzin iránti kereslet növekedése jelentősen visszaeshet.** Míg 2023-ban globális szinten majdnem 800 ezer hordó/nap mennyiséggel nőtt, 2025-ben ez 230 ezer hordó lehet. Az ok az elektromos autók/hibridek előretörése, az egyre hatékonyabb belsőégésű motorok és USA-t jellemző alacsonyabb forgalomnövekedés. **A dízel kereslete globális szinten meghaladhatja a 2024-es értéket**, 160 ezer hordó/nap lehet a növekedés, szemben a tavalyi 120 ezer hordóval.
- Mindezekkel együtt a MOL downstream üzletágában az alacsonyabb Brent-Ural spread és az alacsonyabb üzemanyag crack spread ellenére **a finomítói marzs magasabb szinten, 9 dollár/hordón realizálódott, 2023-ban**

(+7% év/év), 2024-ben pedig 6,3 dolláron (-30% év/év). Bár ez jelentős csökkenés, még mindig magasabb, mint a 2021 előtt tapasztalt.

- Az Adria vezetékén (amely Horvátországot, Szerbiát és Magyarországot érinti, szlovén és boszniai leágazásokkal) keresztül a százhalmattai és pozsonyi finomítóba is érkezik nyugati nyersolaj. A vállalat információja szerint 2026-tól akár már 100%-ban is fel tudna dolgozni alternatív nyersanyagot, de az Ural olajról való leválás nem feltétlenül valós forgatókönyv, legalábbis nem úgy, hogy ahhoz nem jár EU-s támogatás. Jelenleg a Rijeka Finomító (INA) teljes egészében nyugatról érkező olajat finomít, míg a százhalmattai és pozsonyi finomító 20-30%-ban képes erre.
- Alább látható a Barátság kőolajvezeték (Brotherhood), amelyen jelenleg érkezik kőolaj és a korábbi vezeték lezárási hírek a gáz szállítást érintették, továbbá a Török Áramlat vezetékén is gáz szállítása történik. Jogszabályi előírások szerint minden EU-s országnak 3 hónapnyi nyers és finomított olajszármazékkal rendelkeznie kell, valamint a MOL ezen felül is tart készletet, így bizonyos fokig a rendszer rugalmas.



Map: Euromaidan Press • Created with Datawrapper

- **A fenti alapanyag kapcsolt faktorok mellett természetesen a környezetvédelmi előírások, az adózás, a különböző rendeletek, szabályzatok is erősen hatnak és hatottak a vállalat fundamentumaira.**
- **A MOL upstream üzletágának fundamentumait befolyásolta, hogy a magyar kormány visszamenőlegesen, 2023. január 1-től bevezette a szén-dioxid (CO₂) adót, amely 40 EUR/t (később 36 EUR/t) fizetését írta elő minden szabad kvótával rendelkező vállalat teljes CO₂ kibocsátására.**

- 2023. április 1-től a piaci áron értékesített gáz bányajáradéka 88%-ról 42%-ra csökkent. A 2023. évre egy további bevétel-alapú adót vezettek be, amely a MOL 2022-es bevételének 2,8%-a, ezt a 2024. évre is kiterjesztették csökkentett, 1%-os rátával. Az energiaszolgáltatók jövedelmi adója 31%-ról 41%-ra növekedett 2023-ban, amely 2024-ben is hatályos maradt.
- **Az INA számára** a horvát kormány előírta, hogy 2022 szeptemberétől a gázt fix áron adja át a nemzeti energiavállalat számára.
- **A downstream üzletágot a Brent-Ural spreadre kivetett különadó sújtotta**, amely 2022. december 8-tól 95%-ra nőtt, de 2024 április 1-től már csak 7,5 dolláros különbség esetén lépett életbe.
- Jelenleg azzal számolunk, hogy a különadók szempontjából a **Brent-Ural spreadre kivetett adó, a CO2 adó és a szlovák kormány által kivetett szabályozott tevékenységek különadója** fog megmaradni.
- **A fenti bemutatott, esetlegesen a jövőben bevezetésre vagy kivezetésre kerülő adókat, hozzájárulásokat érintő gazdaságpolitikai döntéseket nehéz előre jelezni.** Fontosabbnak tartjuk azt, hogy a hasonlóan fajsúlyos döntések esetében a modell újralibrálása megtörténjen. Alapfeltevés, hogy a gazdaságpolitikai helyzet rendeződésével és a különadók akár részleges kivezetésével javulhat a MOL jövedelmezősége, ahogy az orosz-ukrán háború befejezése is lökést adhat a régió gazdaságainak és így a MOL-nak is.

Karbonsemlegesség, környezetvédelem

- A MOL-csoport működéséből és iparágából adódóan jelentős terhelést ró a környezetére. **Az elmúlt években szinte minden energetikai cég (és sok esetben más iparág vállalatai is) azt tűzték ki célul, hogy csökkentsék karbonlábnomukat, megpróbálják működésüket úgy optimalizálni, hogy az összehangban legyen a globális klímaváltozás elleni harccal.**
- **A MOL hosszú távú „Shape Tomorrow” stratégiájában** kijelentette, hogy 2030-ig kb. 3-4 milliárd dollárt fordít zöldberuházásokra és fenntartható üzleti projektekre. A cégcsoport 2050-ig céljaul kitűzte a karbonsemleges működés elérését.
- **A MOL a frissített stratégiájában (2024) nagyobb hangsúlyt fektet a megújuló üzemanyagokra, a geotermikus energiára, zöldhidrogénre és biometánra.** A tervek szerint 2025 és 2030 között a tőkeberuházások 30-40%-át fordítják majd alacsonyabb CO2 kibocsátású kezdeményezésekre. Véleményünk szerint ez összesen elérheti a minimum 1000 milliárd forintot. (Kb. 2,5-3 milliárd dollárt).
- A MOL a jövőben jelentős **összeget szán a hulladékgazdálkodási, az újrahasznosítási és közepes méretű vegyipari beruházásokra a működési portfólió diverzifikációjának érdekében.** A szabályozói környezetnek való megfelelés érdekében rugalmasabbá teszik a kőolajfinomítást és növelik a fenntartható üzemanyagok arányát a termelésben. Az egész cégcsoporton belül **kiemelt hangsúlyt fektetnek az energiahatékonyság javítására és a megújuló villamosenergia felhasználására.** A cégcsoport fő céljai közé tartozik mások mellett az ellátásbiztonság, a fenntarthatóság és az üvegházhatású gázok kibocsátásának csökkentése is.
- **Az upstream (kutatás és termelés) üzletágában** az alacsony szén-dioxid-kibocsátású technológiák, például a geotermikus energia, a lítiumkitermelés, a metánkibocsátás csökkentése, valamint a szén-dioxid-leválasztás, -hasznosítás és -tárolás kiemelt figyelmet kap, valamint fő cél a régió ellátásbiztonsága.
- **A 2050-ig tartó zöld átmenet egyik finanszírozási forrása, hogy a MOL 2030-ig növelje jelenlétét a kelet-közép-európai régióban,** mind a kis, mind a nagykereskedelem üzletágában.
- A MOL stratégiai célja, hogy 2030-ra a 2019-es értékhez képest, összehasonlítható alapon, 33%-kal csökkentse a Scope 1 és 2 CO2 kibocsátását. (2023-ra a két kibocsátás mértéke már 10%-kal alacsonyabb).
- A Scope 3 kibocsátás 5-10%-kal csökkenhet ugyan ezen időszak alatt, de ez a fosszilis üzemanyagok keresletének függvénye.
- A Scope 1 kibocsátás a vállalat közvetlen kibocsátása, minden olyan CO2-kibocsátás, amely a vállalat által tulajdonolt és ellenőrzött eszközökből származik. A Scope 2 kibocsátás indirekt, a vállalat tulajdonában álló, de közvetett kibocsátás, például egy közüzemi szolgáltatótól megvásárolt elektromos energia, hő stb. előállítási sávból származó CO2 kibocsátás. A Scope 3 kibocsátás szintén indirekt, a vállalat tulajdonában nem álló eszközök kibocsátása, például a beszállítói és/vagy vevői kibocsátások.

- **A downstream (finomítás és feldolgozás) üzletág a leginkább érintett abban**, hogy megújuló energia felhasználásával jelentősen hozzájáruljon a karbonsemleges tervekhez.
- 2023-ban a Dunai Finomítóban egy zöld hidrogén projekt indult el. A projekt során telepített 10 MW teljesítményű elektrolizálóknak köszönhetően évente 1600 tonna zöld hidrogént tudnak előállítani a magyarországi finomítóban.
- 2023-ban a vállalat 600 ezer tonna bioüzemanyagot állított elő.
- A petrokémia stratégiai célja, hogy növelje a műanyag újrahasznosítását, ennek keretében a vállalat 2030-ra 100 kt polimer újrafeldolgozását szeretné megvalósítani.
- **A gáz midstream üzletágban** jelenleg is folynak arra vonatkozó próbálkozások, hogy a zöldgázok (hidrogén, földgáz) rendszerbe történő integrálásával csökkenjen a károsanyag kibocsátás.
- **A környezetvédelmi tervekhez nagyban hozzájárul a MOL 2023-as belépése a hulladékgazdálkodási szegmensbe.** A körforgásos gazdaság, a hulladék-újrahasznosítás célja, hogy a vállalat 2030-ra kb. 1,5 millió tonna hulladék alapú alapanyagot biztosítson az ipar számára.
- 2021-ben a magyar állam azt a döntést hozta, hogy **a hulladékgazdálkodási közfeladat ellátását egészében állami hatáskörbe vonja, és egy 35 évre szóló koncessziós pályázatot hirdetett a közel 5 millió tonna települési szilárd hulladék begyűjtésének és kezelésének megszervezésére.** A koncessziós pályázat legfőbb célja az volt, hogy lehetővé tegye Magyarország számára az Európai Unió által meghatározott szigorú hulladékgazdálkodási célértékek elérését 2035-ig. **A MOL 2022 júliusában megnyerte a koncessziós pályázatot**, és a feladat elvégzésére megalapította a koncessziós társaságot MOHU MOL Hulladékgazdálkodási Zártkörű Részvénytársaság néven.
- **A fogyasztói szolgáltatások** a mobilitási szolgáltatásokkal vagy a többcélú töltőállomások kialakításával segíti az összvállalati környezetvédelmi és zöldítési célokat.
- **A MOL a megújuló villamosenergia termelésben** is egyre inkább megveti a lábát, így 2023-ban két horvátországi naperőműpark is megkezdte termelését (9+3 MW), továbbá elkezdődött az algyői és a tiszaujvárosi 37 és 48 MW-os naperőművek implementálása, valamint Horvátországban egy offshore szélerőműprojekt is induló fázisba ért. 2025. március 11.-én pedig megkezdte működését a Ballószög melletti 66 MW-os erőmű is. A menedzsment várakozása szerint **2026 év végére 200MW kapacitású megújuló erőművet létesít a MOL.** Ebből többsége a villamosenergia piacra termel, de tervben van egy tiszaujvárosi naperőmű kivitelezése, amely az ottani petrokémiai üzem energiaellátását hivatott majd ellátni.

A hazai gazdasági helyzet értékelése és kilátások

- **A magyar gazdaság 2025-ös kilátásai kedvezőbbek a tavalyi évhez képest**, amely **elsősorban a fogyasztás várható további növekedése miatt** élénkülő belső keresletnek köszönhető. A nagy járműipari beruházások is az év második felére fordulhatnak termőre. 2025-ben a beruházások stabilizálódására lehet számítani, összefüggésben azzal, hogy **a Demján Sándor-programon keresztül több mint 1 400 milliárd forint forrás juthat a gazdaságba kedvezményes beruházási hitel-, lízing- és tőkeprogramok, valamint részben vissza nem térítendő támogatások formájában.** A fogyasztást a reálbérek emelkedése, illetve elsősorban az év második felétől a családi adókedvezmény növelése, az SZJA-mentesség kiterjesztése, a nyugdíjasoknak szóló ÁFA-kedvezmény is támogatja, valamint az állampapírok utáni kifizetések és lejáratok, illetve a munkáshitel is hozzájárul a belső kereslet növekedéséhez. Ugyanakkor az időközben negatív meglepetést okozó inflációs adatok a fogyasztói kedvet visszább vehetik átmenetileg. A külpiazi helyzet továbbra is csak lassan javul, a német kormány által tervezett gazdaságélénkítő lépések hatása inkább a 2026-os növekedésre lehet érdemi pozitív hatással. **Fontos fejlemény, hogy a közelmúltban nőtt az esélye az orosz-ukrán háború belátható időn belüli lezárulásának. Ez az energiaárak csökkenésén, a befektetői hangulat javulásán, ezen keresztül pedig a forintárfolyam stabilizálódásán keresztül pozitív hatással lehet a gazdasági növekedésre is.**
- Az infláció fokozatos emelkedését tapasztalhattuk 2024. negyedik negyedében, amelyet részben a bázishatások, részben a forint gyengülése magyarázott. Január után újabb negatív meglepetés érkezett az inflációban februárban. **Az infláció szerkezete kedvezőtlen, az élelmiszerek és szolgáltatások éves szintű áremelkedése tovább gyorsult.** A februári adatok megerősítik, hogy huzamosabb ideig magasan, a jegybanki célsávon kívül maradhat az infláció. Kedvezőtlen fejlemény, hogy a januári, vártnál sokkal gyorsabb áremelkedést követően februárban a vártnál

kevésbé lassult a havi drágulási ütem, elsősorban a szolgáltatások folytatódó, jelentős drágulása miatt. A gazdasági szereplők továbbra is markáns emeléseket visznek véghez, amit a béremelések költségei és a magasabb lakossági inflációs várakozások is hajtanak. **Bár a bázishatás miatt a következő hónapokban az éves árdinamika mérséklődése várható, a dezinfláció sokkal magasabb szintről indulhat tavasszal, mint azt korábban vártuk.** Várakozásunk szerint a **hazai fizetőeszköz összességében vélhetően nem fog tovább gyengülni**, ami azért a dezinflációt is támogathatja. A kormány által bejelentett márciusi, árszínvonalat kordában tartani igyekvő intézkedések árcsökkenő hatása egyelőre bizonytalan. 2025-re 5,1%-os éves átlagos inflációt várunk idehaza. A béremelési dinamika relatíve magas maradhat a következő években - a 3 éves bérmegállapodás mellett -, ami nyomást helyezhet az inflációra a későbbiekben is. 2026-ra 3,8%-os inflációt várunk. A 3%-os jegybanki inflációs cél stabilan fenntartható elérése is kitolódik, inkább csak 2027 második felében várható.

- Az MNB az infláció gyorsulását látva minden bizonnyal nem fogja elszüntetni a kamatcsökkentéseket, ami a forint árfolyamát a januári elején látottakhoz képest jelentősen erősebb szinteken tarthatja. **Huzamosabb kamattartás valószínű, várakozásunk szerint idén év végénél előbb nem tud kamatot csökkenteni az MNB – erre is csak akkor mutatkozik esély, ha a tengerentúlon a Fed érdemi lazítást tud végrehajtani. 2025 végére 6,25%-os 2026 végére pedig 5,25%-os alapkamattal számolunk.**
- **A költségvetési hiánypálya jelentősen feljebb kerülhet** a kormány gazdaságélénkítő bejelentéseinek hatására. Idén és jövőre is legfeljebb néhány tized százalékponttal lehet alacsonyabb a GDP arányos hiány, mint a tavalyi (várhatóan) 4,8%. A 2-3 gyermekes nők SZJA mentessége több évre elosztva évről-évre a GDP 0,2-0,3 százalékpontjával ronthatja az egyenleget, de ilyen mértékű hiánynövekedést hozhat a nyugdíjas fogyasztók ÁFA-visszatérítése is; a többletfogyasztás miatt az ÁFA-bevételek ebből valamennyit visszahozhatnak. Ellentételező intézkedések nélkül érdemben a GDP 4%-a felett alakulhat a 2026-os költségvetési hiány is, miközben a kormány megemelt célja 3,5%. Ugyanakkor a várható új hiánypálya még nem nevezhető drámainak, tekintettel a régiós országok akár még rosszabb (például Románia, Lengyelország) költségvetési hiányadataira.
- A forint árfolyama az elmúlt hónapokban jelentős volatilitást mutatott, az őszi gyengülést január közepétől erősödés követte. **A forint árfolyama a jövőben is érzékeny maradhat a globális gazdasági eseményekre, de az MNB szigorúbb hangvétele és a befektetői megítélés javulása miatt nagymértékű gyengülés nem várható.** Az előrejelzésünk szerint az euróval szembeni átlagos árfolyam 2025-re 404 forint, 2026-ra 407,5 forint körül alakulhat. Az árfolyam erősödése az elmúlt hetekben több dolognak is köszönhető. Egyrészt az MNB-től várhatóan továbbra sem lehet kamatcsökkentésre számítani, az infláció kordában tartása miatt, ami magasan tartja a forint kamatelőnyét. **Azonban a másik tényező, ami ennél erősebb is, az az, hogy egyre nagyobb esély mutatkozik arra, hogy az orosz-ukrán konfliktusban a közeljövőben fegyvernyugvás álljon be. Ennek a részletei még kérdésesek (okozhat-e, és ha igen, milyen mértékű gázárcsökkenést, milyen mértékben javul a régió kockázati megítélése, be tud-e indulni valamiféle újjáépítés, amiben Magyarország szerepet is kaphat stb.), azonban mindenképpen növekvő esélyű forgatókönyvként kell ezzel számolni.** Ha tényleg gyorsan beköszöntene a tartós béke, akkor a forint akár tovább is erősödhet. Optimális esetben 390 forint körüli euróárfolyam sem lenne irreális, ez még fundamentális oldalról sem lenne nagyon túlértékelt. De ehhez az kell, hogy a fenti pozitív kockázatok valóban megvalósuljanak. Ennek hiányában a további forinterősödésnek kisebb lenne a tere.
- A fenti elemzés forrása: [MBH Bank: javuló gazdasági kilátások, bővülő beruházások, ugyanakkor átmenetileg növekvő infláció várható 2025-ben - Monitor blog](#)

A pénzügyi modellezés kritériumai

A MOL értékelésének alapját a vállalat jelentései, az egyedi jelentések, az iparági beszámolók és elemzések, valamint a menedzsment interjúk szolgáltatják. Ezek célja, hogy a diszkontált cash flow modell (DCF) minden összetevője rendelkezésünkre álljon és pontosabb képet kapjunk a vállalat várható fair értékéről. A jövőre vonatkozó pénzügyi modellezés során a vállalat által közzétett előrejelzést (management guidance), amennyiben van ilyen, felhasználjuk, de csak az olyan előrejelzéseket vesszük számításba, ahol pontos kép kapható a várható bevételekről, költségekről és a beruházásokról.

- **A diszkontált cash-flow (DCF) modell 5 évet ölel fel, 2025 és 2029 között.**
- **A legfrissebb menedzsmenti iránymutatás szerint a vállalat 2025-ben kb. 93 ezer hordó kőolajat hozhat a felszínre;** az EBITDA 3 milliárd dollár lehet; az adózás előtti eredmény 1,6 milliárd dollárra rúghat; a tőkeberuházás pedig 1,7 milliárd dollár lehet.
- A vállalat fair értékének meghatározása során négy üzletágot külön értékeltünk, míg a körforgásos gazdasági szolgáltatások, amely csak 2024 óta különálló üzletág, a központi egység eredményeinél vesszük (még) figyelembe, azonban ez a gyakorlat a jövőben nagy valószínűséggel változni fog.
- **Az elkövetkezendő öt év trendjeinél menedzsmenti, valamint független, iparági beszámolókra** (Európai Bizottság, Világbank, jegybankok elemzése) támaszkodunk. A nyersanyagok várható árának előrejelzése esetében a Világbank elemzéseit vesszük figyelembe. A forint különböző devizákkal szemben várható alakulásának meghatározása során az MBH Bank Elemzési Központjának előrejelzéseire hagyatkozunk. A végső cégérték meghatározásánál a hosszú távú növekedést az iparági várakozások és/vagy a befektetett tőke hozama és az újrabefektetési ráta alapján kalkuláltuk. A hosszú távú növekedési ütem 3,5%.
- Bár úgy **gondoljuk, hogy az energiakáoszt mára már magunk mögött tudhatjuk, nem zárhatunk ki teljesen egy hasonló időszakot.** Az olaj, a földgáz, a villamosenergia és egyéb nyersanyagok árának előrejelzése továbbra is komoly kihívást jelent. Továbbá számolni kell a fontos állami és szabályozói beavatkozásokkal is, még akkor is, ha ezeket nehéz előre jelezni.
- **Az átlagos súlyozott tőkeköltés, azaz a külső források (hitel, kötvény stb.) és a saját tőke átlagos, súlyozott költsége 12%, a kockázati prémium mértéke 6,87%.**
- A modell figyelembe veszi a már bejelentett, elkezdett és jövőben várhatóan megvalósuló projekteket, amennyiben azok bevétel, költség és eredmény hatása jól számszerűsíthető és tervezhető.
- **Feltételezésünk szerint a vállalat 2025 és 2029 között kb. 3200 milliárd forint tőkeberuházást** valósíthat meg. Ennek egy része a karbonsemlegesség elérését célozza meg, erről bővebben fentebb, a Karbonsemlegesség, környezetvédelem fejezetben írtunk. **A nettó (amortizáció utáni) tőkeberuházás mértéke kb. 400 milliárd forint lehet.**
- A vizsgált időszak alatt a nettó adósság és az EBITDA arány 0,7 alatt stabilizálódhat.
- **A jövőbeli beruházások megvalósításának kockázata nem elhanyagolható.** Az energiapiac, a finanszírozás, az iparág, a piaci likviditás jelentősen megváltozhat, ami kihat a jövő befektetéseire és az azokon elérhető hozamra.
- A MOL EBITDA marzsa az előrejelzett időszakban 12% körül alakulhat (+/-5%).
- Véleményünk szerint a MOL az elkövetkezendő években kb. 190 milliárd forint osztalékot fizethet részvényeseinek, azaz részvényenként kb. 230 forintot.
- A saját tőke meghatározása során **a nettó adósságot a legutóbbi ismert számok alapján kalkuláltuk.** Fontos, hogy a nettó adósságot a hosszú és rövid lejáratú hitelek és a készpénz mellett befolyásolja a kitermelési helyek visszaállítására elkülönített céltartalékok (-), a tőkebefektetések (+) és a nem irányító részesedések (-) értéke is.
- Modellünk az EUR/HUF és az USD/HUF devizaárfolyamok esetében éves, átlagos 0,5-2%-os forintleértékelődéssel számol az éves átlagos árfolyamot figyelembe véve. A forint árfolyamának meghatározása során az MBH Bank Elemzési Központjának makroökonómiai előrejelzéseit vesszük alapul.
- Elemzésünk szerint **a MOL egy éves célára 3261 forint, amely osztalék nélkül értendő.**

milliárd forint, kivéve fair érték , egy éves célár, osztalék és részvények darabszáma	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Árbevétel	9 249	8 719	8 899	9 239	9 331	9 320
EBIT	585	625	637	661	674	684
<i>Upstream</i>	232	174	176	183	189	194
<i>Downstream</i>	247	282	286	296	295	289
<i>Szolgáltatások</i>	194	220	228	237	246	256
<i>Gáz</i>	72	58	60	62	64	66
NOPAT	421	512	522	542	553	561
EBITDA	1 091	1 147	1 165	1 207	1 229	1 244
Amortizáció	506	522	528	546	555	560
Működő tőke változása	-94	-69	-70	-72	-74	-75
Capex	630	609	620	644	656	661
FCFF	203	357	361	372	378	386
<i>Pénzáram jelenértéke</i>		320	289	267	242	221
<i>Maradványérték jelenértéke</i>						2 789
EV	4 128					
Nettó adósság	819					
Kisebbségi részesedés	416					
Tőkebefektetések	245					
Céltartalék (várható kötelezettségre)	825					
Tőke értéke	2 313					
Részvények száma (ezer darab)	747 191					
Tőke fair értéke	3 095					
Osztalék/részvény	232					
Egy éves célár	3 261					

Forrás: MOL, MBH Befektetési Bank

		Egy éves célár		
		Hosszú távú növekedés		
		2,5%	3,5%	4,5%
	10,2%	3 801	4 562	5 588
(WACC)	11,7%	2 768	3 261	3 891
	13,2%	2 041	2 381	2 799

Forrás: MOL, MBH Befektetési Bank, Bloomberg

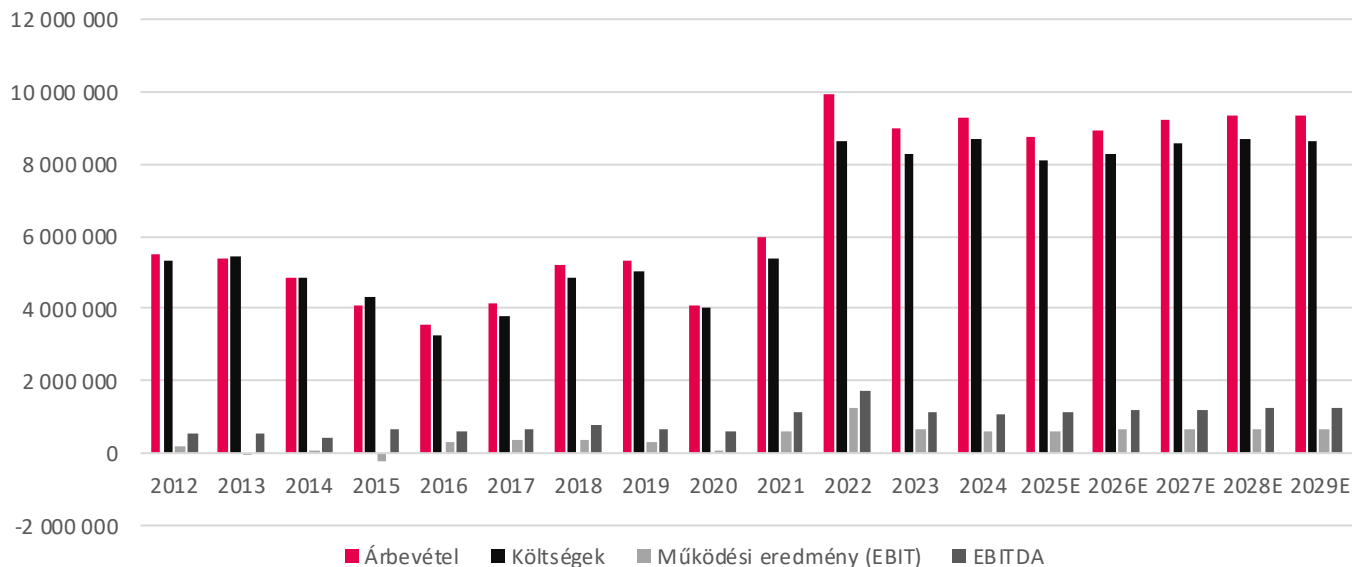
milliárd forint	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Árbevétel	9 249	8 719	8 899	9 239	9 331	9 320
Költségek	8 664	8 094	8 262	8 578	8 657	8 636
Működési eredmény (EBIT)	585	625	637	661	674	684
EBITDA	1 091	1 147	1 165	1 207	1 229	1 244
Pénzügyi eredmény	-67	-52	-53	-55	-56	-56
Adó	146	103	105	109	111	113
Nettó profit	372	469	479	496	507	515

Forrás: MOL, MBH Befektetési Bank

milliárd forint	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Tárgyi eszközök	4 633	4 719	4 811	4 908	5 009	5 110
Összes befektetett eszköz	5 913	6 034	6 451	6 832	7 221	7 601
	0					
Pénzeszközök	434	479	526	579	636	699
Összes forgóeszköz	2 559	2 755	2 877	3 057	3 244	3 436
	0					
Összes eszköz	8 474	8 789	9 328	9 889	10 465	11 037
	0					
Összes saját tőke	4 659	4 611	4 900	5 206	5 523	5 848
	0					
Hosszú lejáratú hitelek	963	1 054	1 147	1 244	1 342	1 441
Összes hosszú lejáratú kötelezettség	1 901	2 140	2 254	2 373	2 494	2 603
	0					
Rövid lejáratú hitelek	290	264	287	311	335	360
Összes rövid lejáratú kötelezettség	1 914	2 038	2 174	2 310	2 448	2 586
	0					
Összes saját tőke és kötelezettségek	8 474	8 789	9 328	9 889	10 465	11 037

Forrás: MOL, MBH Befektetési Bank

MOL ÁRBEVÉTEL, KÖLTSÉGEK, EBIT ÉS EBITDA (2012-2029, MILLIÓ FORINT)



Forrás: MOL jelentések, MBH Befektetési Bank

Peer-group elemzés

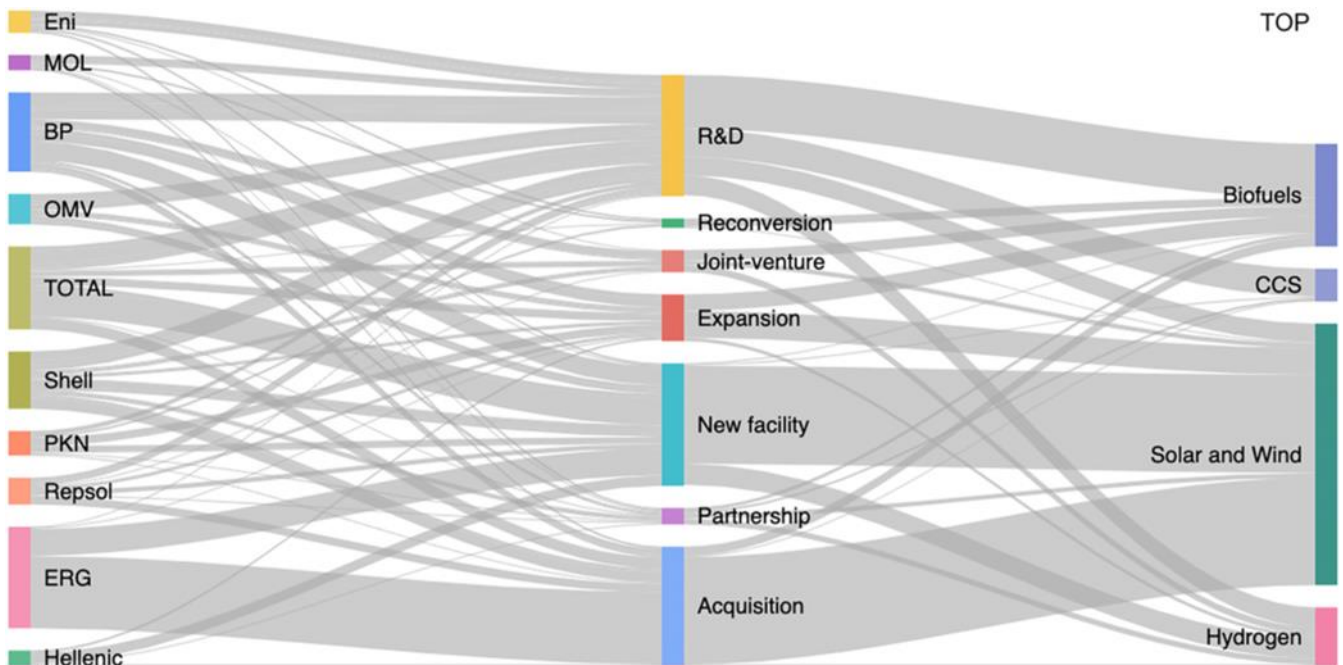
- A versenytárselemzés során a legtöbb mutató szerint a MOL alulértékeltnek tekinthető.
- Az aktuális P/E, az előretekinthető P/E, az EV/EBITDA és a jövő évi EV/EBITDA alapján is a MOL részvényei az iparági átlag és medián alatt helyezkednek el (korrigálva a versenytársak kiugró értékeivel).
- Az alacsonyabb értékeltséget egyrészt magyarázhatja a Kelet-Közép-Európai diszkont, azaz az, hogy az itteni papírok alacsonyabb likviditásuk miatt diszkonttal forognak Nyugat-Európai társaikhoz viszonyítva. Továbbá a MOL alacsonyabb jövedelmezősége is (a ROE és részben a ROIC alapján).
- A MOL osztalékhozama továbbra is átlag feletti.
- Pozitívum, hogy a MOL nincs eladósodva, **tőkeáttétele alacsony**, ugyanakkor ez az iparágra összességében is igaz.
- A vállalat növekedése (5 éves átlagos árbevétel és nettó eredmény növekedés) többnyire megfeleltethető az iparági átlagnak és mediánnak.

Név	Piaci kapitalizáció	P/E	Előretekinthető P/E	P/S	EV/EBITDA	EV/EBITDA 2025	ROE (%)	ROIC (%)	Nettó adósság/EBITDA	Osztalékhozam (%)	Bevétel 5 éves CAGR (%)	Nettó profit 5 éves CAGR (%)
MOL	2 327 180	5,7	5,3	0,2	3,1	3,1	8,9	6,8	0,7	8,8	10,7	14,1
BP PLC	33 610 155	331,7	9,0	0,5	4,0	3,9	12,5	0,8	1,3	5,6	-8,4	0,0
REPSOL SA	5 569 554	8,5	4,6	0,2	4,1	3,1	9,4	3,5	1,1	8,1	2,0	0,0
SHELL PLC	77 099 023	13,9	8,1	0,8	3,7	4,2	12,8	5,8	0,7	4,0	-4,6	-0,8
GALP ENERGIA	4 648 200	11,5	12,5	0,6	4,5	4,6	23,7	12,4	0,7	3,5	3,4	-20,3
OMV AG	5 955 778	10,8	7,8	0,4	3,6	4,0	8,7	5,3	0,5	11,0	7,2	-3,2
TOTALENERGIES SE	52 573 504	9,5	7,7	0,8	4,0	4,2	16,6	8,3	0,5	5,3	1,7	8,8
ENI SPA	18 553 580	17,7	7,6	0,5	3,7	3,9	9,4	2,7	1,6	6,8	7,7	0,0
ORLEN SA	7 592 904	10,5	6,3	0,3	2,1	2,7	8,4	4,2	0,6	6,0	22,9	51,6
TUPRAS-TURKIYE PETROL	2 795 735	15,4	10,4	0,3	4,5	4,6	12,1	8,0	-1,1	15,3	64,2	95,0
GRUPA LOTOS SA					1,8		29,2	21,4	0,2		15,0	24,2
EQUINOR ASA	25 473 928	8,0	7,4	0,7	1,6	1,8	19,7	9,3	0,0	11,6	12,2	0,0
Átlag	21 472 686	40,3	7,9	0,5	3,4	3,6	14,3	7,4	0,6	7,8	11,2	14,1
Medián	7 592 904	10,8	7,7	0,5	3,7	3,9	12,3	6,3	0,6	6,8	7,4	0,0

Forrás: Bloomberg, MBH Befektetési Bank

- Az olajvállalatok fontos szerepet játszanak a klímaváltozás elleni küzdelemben, így az iparág szinte minden tagja ennek megfelelő stratégiát fogalmazott meg a jövőre nézve, főként 2030 és 2050-es céldátumokkal. Ezek célja többnyire a karbonsemlegesség elérése, az, hogy az iparág minél kevésbé szennyezze a környezetet. A **kitűzött stratégiák** azonban cégenként akár jelentősen is eltérhetnek.

- A lenti ábra a fontosabb európai olajtársaságok által megfogalmazott stratégiákat vázolja fel, ahol egyrészt látható, hogy milyen befektetéseken keresztül szeretnék elérni célokat (például K+F [R&D], vegyesvállalat [Joint-venture], felvásárlás [Acquisition], új erőmű építése [New facility] stb.) és az is, hogy milyen technológiák mellett tették le a voksukat a mai napig (például bioüzemanyag [Biofuels], karbonsemlegesítés -CCS, megújuló erőművek [Solar and Wind], vagy éppen a hidrogén [Hydrogen]).
- **A példák alapján jól látható, hogy nincs egységes út a célok elérését tekintve.** A Hellenic és a Repsol túlnyomórészt a megújuló energiába fektet be, míg a MOL, az OMV és a PKN Orlen inkább az alternatív üzemanyagok (bioüzemanyagok és hidrogén) mellett döntött. A BP, a Shell és a Total mind a négy vizsgált technológiában lényegesen több beruházást hajtott már eddig is végre, már csak méretükből adódóan is. De például az OMV lehetőséget lát a petrokémiai anyagok újrahasznosításában is (itt a MOL is érdekelt) és cég stratégiájának is ez az egyik alappillére.
- Ugyanakkor nem lehet amellett elmenni, hogy a világ változóban és például az elmúlt hetekben a BP jelentette be, hogy csökkenti a megújulókat érintő beruházásait. Hogy hogyan eszkalálódik ez a kérdéskör, ma még nehéz megmondani, akár az is elképzelhető, hogy a befektetők ezt alacsonyabb árazással „díjazzák”.
- **A különböző jövőbeli stratégiák azt is jelenthetik, hogy a vállalatok árazása között is különbség alakulhat (majd) ki,** ugyanakkor ennek mértékét ma még szinte lehetetlen előre jelezni. Ma még nehéz megmondani, hogy melyik stratégia lesz az a nyertes és melyeket fognak a befektetők magasabb árazással elismerni, ahogy azt is, hogy melyik fog nagyobb megtérülést eredményezni.
- Ugyanakkor azt szinte az összes vállalat leszögezte, hogy amíg lehetséges, addig a szénhidrogén kitermelése és feldolgozása szerves része marad az alaptevékenységüknek.



Forrás: Leticia Canal Vieira, Mariolina Longo, MATteo Mura: From carbon dependence to renewables: The European oilmajors' strategies to face climate change (Business Strategy and the Environment, Volume 32, Issue 4)

Kockázatok

- **A MOL jelentős mértékben ki van téve a nyersanyagárak kockázatának** mind beszerzési, mind értékesítési oldalon. A fő kockázatot a nyersolaj árfolyama és a végtermékek ára, valamint az ezek között fennálló különbség és a kereslet jelenti, mivel mindez befolyásolja a finomítói marzsokat.

- **A működési oldalról** kockázatot jelenthet a kőolaj-és gázellátási kockázat, a kőolajellátásban mennyiségi, minőségi vagy akár régiós (nem kellő földrajzi diverzifikáció) problémák miatt is bekövetkezhet veszteség, ami negatív hatással lehet a pénzügy eredményre. Az esetleges ellátási láncot érintő problémák is kockázatot jelenthetnek a működésben, amennyiben a kritikus nyersanyagok vagy berendezések nem állnak rendelkezésre, fennakadásokat vagy késéseket okozhatnak, ami megnyilvánulhat az eredményekben is.
- **A szabályozói és szankciós kockázat is jelentős kockázati tényező a MOL egészére nézve.** A cégcsoport kitettséggel rendelkezik számos törvény, rendelet, szabályozás kapcsán globális, európai és nemzeti szinteken is egyaránt. A szabályozások az idő múlásával jelentősen változhatnak és akár a MOL fő üzleti tevékenységének módosításával is járhatnak. **Az új stratégiájában a cégcsoport jelentős figyelmet fordít az EU előírások és szabályozások betartására a klímaváltozás szempontjából,** azonban a trend erősödésével a jövőben szigorúbb károsanyag kibocsátási törvényekre is lehet számítani.
- **További kockázatot jelenthet a cégcsoport számára a devizaárfolyam-kockázat.** A MOL jelentős devizakitettséggel rendelkezik a pénzbeáramlások, kiáramlások és befektetések devizaösszetételének eltérése miatt.
- A nemzetközi kitettségből adódóan országgáz kockázati tényezők is befolyásolhatják a cégcsoport tevékenységét. A kormányzati intézkedések vagy különböző geopolitikai válságok megnövekedett kockázata hatással lehet a MOL működésére és eredményeire. A különadók, szabályok, törvények, az azokban történő változások mind hatással lehetnek a működésre és annak hatékonyságára. **MOL komplex szabályozói környezetben működik, így tevékenységét és pénzügyi eredményességét nagyban befolyásolhatja a szabályozói környezet.**
- A társaság nagy hangsúlyt fektet a kockázatok és veszélyek elemzésére, felismerésére és kezelésére. Az orosz-ukrán konfliktus és háborús helyzet kiemelt kockázatot jelentett és jelent a társaság legtöbb szegmensére nézve. A háborús konfliktus okozta energia- és alapanyagárak (nyersanyagok) drasztikus emelkedése, az ellátási láncokban való akadozások és kapacitáscsökkenés jelentős hatással volt a teljesítményére.
- Az utóbbi évek megnövekedett inflációja és ezen keresztül a kamatkörnyezet megváltozása hatással van a tőkeköltségre, a finanszírozási képességre és a likviditásra is.
- A feszes munkaerőpiac komoly bérversenyt eredményez, ami hatással van az eredményességre. A magyar gazdaság csúcsközelben foglalkoztatottsági szinteken áll, így a munkaerő jelentős alkupozícióval rendelkezik, és a magasabb bért és jobb munkakörnyezetet kínáló vállalatok felé áramlik. A Cégcsoport eredményességére jelentős hatással lehet a szakképzett munkaerő megtartásának, és a munkakörnyezet javításának költsége a normális működés érdekében.
- **Az energetika iparágban** kulcsfontosságú a szakképzett alkalmazottak megtartása és a hálózatok működtetéséhez szükséges szakszemélyzet megőrzése, illetve pótlása nehézséget okozhat, ami lényegesen hátrányos hatással lehet a vállalatok eredményességére és pénzügyi helyzetére.
- **A közép és hosszútávú környezetváltozás miatt** az energetika iparága különösen kitett az ezekkel kapcsolatos jogszabályi, fizikai, kereslet és kínálati, valamint szankciós kockázatoknak. Ez az iparág működéséből fakadó, a környezetben okozott károk miatt érthető, ugyanakkor a vállalatnak minderre választ kell találni, hiszen az ezen kockázatokból adódó veszteség és (társadalmi) megítélés akár jelentős is lehet.
- A környezetváltozás miatti kockázatok, úgy, mint áradás, aszály, tüzek stb. akár fizikailag is érinthetik a vállalat működési helyeit, finomítót.

Elemzés lezárva: 2025.03.27. 12:00

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MBH Befektetési Bank Zrt. (székhely: 1117 Budapest, Magyar Tudósok körútja 9.G.sz.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-041206; tev. eng. sz.: III/41.086/2022., EN-III/M-608/2009.; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina körút. 55. sz.; továbbiakban a Bank) készítette.

2. Jelen dokumentumban közölt megállapítások, mint befektetési elemzés a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alapján objektív és független magyarázatnak, azaz befektetéssel kapcsolatos kutatásnak minősül, továbbá az Európai Parlament és a Tanács 596/2014/EU rendelete szerint befektetési ajánlásnak minősül. A jelen dokumentumot a Bank az ügyfelei vagy a nyilvánosság körében kívánja terjeszteni, vagy más személyek számára oly módon biztosít hozzáférést, amely alapján jelen dokumentum nyilvánosságra kerülhet.

3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak. A Bank kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségekért.

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valóságáról, pontosságáról, helytállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított szakmai megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat, ajánlásokat.

A jelen dokumentumban megjelölt, valamint a grafikonok készítése során az érintett pénzügyi eszközök teljesítményeire vonatkozó adatok forrása(i): Bloomberg.com, Springer Nature Link ([Optimal path planning for directional wells across flow units' many-targets | Journal of Petroleum Exploration and Production Technology](#)), US Energy Information Administration (eia.gov), MOL (mol.hu), Wikipedia ([List of countries by oil production - Wikipedia](#)), Euromaidan Press ([McAfee Web Gateway - Notification](#)), CME Group ([A Look into the Refining Process - CME Group](#)), Mercatus Energy ([How Do OPEC Announcements Impact Crude Oil Prices?](#)), Vaclav Smil: Energy: A Beginner's Guide, Leticia Canal Vieira, Mariolina Longo, Matteo Mura: From carbon dependence to renewables: The European oil majors' strategies to face climate change (Business Strategy and the Environment, Volume 32, Issue 4) ([From carbon dependence to renewables: The European oil majors' strategies to face climate change - Vieira - 2023 - Business Strategy and the Environment - Wiley Online Library](#)), BÉT (bet.hu), C. P. B. Fernandes, W. P. Coutinho, J. W. L. Silva, M. D. Santos, G. P. Oliveira – Optimal path planning for directional wells across flow units' many-targets (Journal of Petroleum Exploration and Production Technology, 2024 14: 125-137 ([Optimal path planning for directional wells across flow units' many-targets | Journal of Petroleum Exploration and Production Technology](#)), [Refined products demand outlook for 2025 | Kpler - Jan 21, 2025](#), MBH Bank (mbhbank.hu), [MBH Bank: javuló gazdaságikilátások, bővülő beruházások, ugyanakkor átmenetileg növekvő infláció várható 2025-ben - Monitor blog](#)

5. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körülmények mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról, valamint a befektetésre vonatkozó döntésének meghozatalát megelőzően forduljon munkatársainkhoz, vagy keresse fel banki tanácsadóját!

További tájékoztatás elérhető a www.mbhbefektetesibank.hu honlapon, továbbá az MBH Bank Nyrt. fiókjában, valamint a www.mbhbank.hu honlapon. Az MBH Bank Nyrt. az MBH Befektetési Bank Zrt. közvetítőjeként jár el.

6. Ajánlások:

- **Overweight (felülsúly):** Az „Overweight (felülsúly)” besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan meghaladja az iparág átlagos hozamát vagy az index referenciaértékét a következő 12 hónapban.
- **Underweight (alulsúly):** Az „Underweight” (alulsúly) besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan az egész iparág átlagos hozama vagy az index referenciaértéke alatt marad a következő 12 hónapban.
- **Equal weight:** Az equal weight besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan megegyezik a teljes iparág átlagos hozamával vagy az index referenciaértékével a következő 12 hónapban.
- **Vétel (Buy):** a teljes megtérülés várhatóan meghaladja a 10% -ot a következő 12 hónapban.
- **Semleges (Neutral):** A teljes megtérülés várhatóan -10 - + 10% között lesz a következő 12 hónapban.
- **Eladás (Sell):** A teljes megtérülés várhatóan -10% alatt lesz a következő 12 hónapban.
- **Felülvizsgálat alatt (Under revision):** Ha új információk látnak napvilágot, ez várhatóan jelentősen megváltoztatja az értékelést.

7. **Célárfolyam:** Célárunk meghatározása 12 havi alapon történik, osztalék nélkül, hacsak másként nem jelezzük.

8. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani. A Bank továbbra is jogosult jóhiszeműen és piacképzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.

9. A Bank rendelkezik a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabályzattal, mely intézkedések az Európai Bizottság 2016/958 felhatalmazáson alapuló rendeletében írt, az összeférhetlenségek megelőzésére és elkerülésére létrehozott hatékony belső szervezeti és igazgatási megoldásoknak, valamint információs korlátoknak minősülnek. Az elemzés elkészítésében részt vevő személyek javadalmazása nem kapcsolódik közvetlenül a 2014/65 EU irányelv 1. számú melléklet A és B szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatási tevékenységek nyújtásához vagy a Bank vagy más, vele azonos pénzügyi csoporthoz tartozó jogi személy által végzett tranzakciókhoz, illetve a Bank vagy a vele azonos pénzügyi csoporthoz tartozó vállalkozás által kapott jutalékhoz.

10. A jelen dokumentumban érintett termék/pénzügyi eszköz kibocsátója nem rendelkezik a Bank teljes jegyzett tőkéjének 5%-át meghaladó részesedéssel. A Bank a jelen dokumentum tárgyát képező pénzügyi eszköz tekintetében árjegyzőként vagy likviditás biztosítójaként nem jár el. A Bank a kibocsátó pénzügyi eszközei bármilyen nyilvános kibocsátásának vezető szervezője vagy társ-vezetőszervezője nem volt az előző 12 hónapban. A Bank a 2014/65/EU irányelv I. mellékletének A. és B. szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatások nyújtására vonatkozóan a kibocsátóval kötött megállapodásnak nem részes fele. A Bank nem rendelkezik a jelen dokumentumban érintett kibocsátó teljes jegyzett tőkéjének 0,5 %-át kitevő küszöböt meghaladó nettó hosszú vagy rövid pozícióval.

11. A Bank megfelelő belső eljárásrendet alakított ki a (i) befektetéssel kapcsolatos kutatás elkészítésében részt vevő pénzügyi elemzők és egyéb érdekelt személyek személyes ügyeire vonatkozóan; (ii) a befektetési elemzések elkészítésében részt vevő pénzügyi elemzők és egyéb érdekelt személyek fizikai elkülönítésének biztosítására; ezen felül a megfelelő információs korlátok is felállításra kerültek (iii) az ösztönzők elfogadására és a javadalmazásra vonatkozóan.

12. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bank előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bank valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.

13. A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadvány elkészítésének időpontja: 2025. március 27. (12:00)

A kiadvány készítője: Debreczeni Csaba, vezető részvényelemző, MBH Befektetési Bank Zrt., 1056, Budapest, Váci utca 38.

14. Változás az előző elemzésekhez: jelenlegi elemzésünk az első publikáció, melyben az egy éves célár 3261 forint. Elemzések az alábbi honlapon, linken érhetők el:

[Részvények \(mbhbefektetesibank.hu\)](http://Részvények(mbhbefektetesibank.hu))

15. Az alkalmazott értékelési eljárások:

EV/EBITDA

Az EV/EBITDA mint értékelési mutató annak az eldöntésében segít, hogy egy adott részvény (vagy a részvényekből összeállított index) drága-e vagy sem. Hasonló a P/E rátához, csak ebben az esetben a nevező az EBITDA, azaz a kamat, adófizetés és amortizáció előtti eredmény. Mivel ezek az időben és értékben is ingadozást mutató tételek kiszűrésre kerülnek, nem annyira volatilis, mint a P/E, hiszen az egy részvényre jutó nettó eredményt egyedi tételek jelentősen befolyásolhatnak.

A számlálóban lévő EV, azaz „enterprise value” a cég tartós finanszírozásának piaci értéke, amely nem más, mint a teljes részvénykapitalizáció és a teljes pénzügyi adósság összege, amelyből le kell vonni a mérlegben lévő készpénz- és készpénzgyenértékesek értékét.

A mutató alakulása független a tőkeszerkezettől, hiszen, ha egy vállalat bankhitelt vesz fel vagy kötvényt bocsát ki, akkor a P/E mutatója alacsony lesz és így olcsónak tűnik. Ellenben, ha a cég részvényt bocsát ki és abból kifizeti az adósságát, akkor a P/E mutatója magasabb értéket mutat, miközben a társaság „enterprise value”-ja nem változik. Az EV tartalmazza a részvények és az adósság értékét is, így független a tőkeszerkezettől.

P/E MUTATÓ

Az árfolyam/nyereség (P/E) mutató a részvény árfolyama és az egy részvényre jutó adózott nyeresége hányadosaként értelmezhető. Jelentése leegyszerűsítve az, hogy hány év alatt termeli meg az adott cég az árának megfelelő nyereséget a társaság.

ROE (SAJÁTTŐKE-ARÁNYOS NYERESÉG)

A részvényesek számára egy kiemelten fontos jövedelmezőségi mutató. Azt mutatja meg, hogy egységnyi saját tőkére vetítve mekkora profitot termel a társaság. A ROE gyakorlatilag a befektetés megtérülését fejezi ki.

Technikai elemzés

A technikai elemzés egy pénzügyi instrumentum múltbeli árfolyammozgásaiból készített grafikon alapján vonhatók le következtetések az árfolyam jövőbeli irányát illetően. A technikai elemzés az instrumentum várható mozgásával kapcsolatos előrejelzéseket foglalja magába. Ehhez számos eszköztár áll rendelkezésre, de alapvetően négy fő csoportot lehet megkülönböztetni. A japángyertya- és trendelemzést, a grafikonokon vizsgált alakzatokat és a matematikai formulából álló indikátorokat.

Diszkontált cash flow értékelés

A diszkontált cash flow alapú értékelési (discounted cash flow valuation) módszer egy vállalat (vagy projekt, eszköz, üzlet stb.) értékelésére szolgál a szabad pénzáramlások időértéke alapján. A modell előrejelzi a vállalat által megtermelt szabad cash flow-kat, és azt a súlyozott átlagos tőkeköltséggel (weighted average cost of capital - WACC) diszkontálja. A szabad cash flow a vállalkozás által megtermelt és a befektetők között felosztható pénzmennyiség. A WACC a befektetők által elvárt megtérülési rátát jelenti. Ha egy vállalkozás kockázatosabb, a számított megtérülési ráta, a WACC magasabb lesz.

Diszkontált cash flow modell (DCF)

A vállalatokat jellemzően ötéves előrejelzési időszakot értékelve elemezzük. Bizonyos esetekben az előrejelzési időszak eltérhet az öt évtől. Ebben az esetben jelezzük az eltérést. A cash flow-kat a vállalat WACC-jával diszkontáljuk, hacsak ezt másképp nem jelezzük.

Az első lépésben a vállalat pénzáramlását kell előrejeleznünk. A vállalat szabad pénzáramlása (free cash flow to firm - FCFF) a kamat- és adófizetés előtti eredményen (EBIT), az adókulcs, az értékcsökkenési leírás (D&A), a működőtőke nettó változásán és a tőkebefektetéseken (CAPEX) alapul. A modell maradványértékkel is kalkulál (terminal value), amely alapulhat a hosszú távú növekedésen vagy olyan mutatószámokon, mint az EV/EBITDA, vagy az EV/EBIT. A maradványérték előrejelzése kulcsfontosságú, mivel jellemzően a nettó jelenérték több mint 50%-át teszi ki.

Diszkontráta (WACC)

A vállalat súlyozott átlagos tőke költsége (weighted average cost of capital) függ az ipárgtól, a kockázatmentes rátától (risk free rate), az adótól, a hitelköltségtől (cost of debt). A saját tőke költségét (cost of equity) a CAPM-modell segítségével számítják ki, ahol a független változó a kockázatmentes hozam (risk free rate), az iparág-specifikus tőkeáttételes (vagy tőkeáttétel nélküli) béta (industry specific (levered) beta) és a részvénykockázati prémium (equity risk premium). A WACC a tőkeszerkezettől függ, ezért a tulajdonosi tőke/adósság arányának előrejelzése döntő fontosságú.

Ezt követően megkapjuk a vállalatértéket (enterprise value - EV). Az utolsó lépésben az EV-t csökkentenünk kell a nettó adóssággal. Ezeket a számokat elosztva a forgalomban lévő részvényekkel megkapjuk a részvények célárát.

A diszkontált cash flow modell érzékenységi elemzést (sensitivity analysis) tartalmaz, amely a WACC, a hosszú távú növekedés, vagy az alkalmazott mutatószámok változásának hatásait veszi figyelembe, amelyen a maradványérték alapul.

Célárfolyamunk 12 hónapos alapon, osztalék nélkül értendő, hacsak nem kerül másként meghatározásra.

Peer group (összehasonlító csoport) értékelés

Összehasonlításként peer group értékelést használunk. Az elemzés olyan fontos mutatókon és szorzókon alapul, mint a P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT, piaci kapitalizáció, P/S, EBITDA árrés, nettó adósság EBITDA-hoz viszonyítva, EBITDA növekedés, osztalékhozam és ROIC. Ha az érintett iparág indokolja, más szorzókat is használhatunk. Az összehasonlító csoportot a vállalatok fő tevékenységének iparága szerint állítjuk össze, tekintettel a régióra (DM vagy EM piac).

**A saját utunkat járjuk.**mbhbefektetesibank.hu

06 80 350 350

