

Dystrybucja gotówki wzrośnie

Podtrzymujemy Kupuj, cena docelowa do HUF 3400

Po raz kolejny podwyższyliśmy nasze prognozy EBITDA (odpowiednio o 11%, 17% i 6% na lata 2021-23P), ponieważ spodziewamy się, że korzystne makro dla branży utrzyma się. Szacujemy stopę FCF MOL na średnio 12% w latach 2021-23P. Bilans spółki jest niewykorzystany (0,8x dług netto/EBITDA w 2021E), dlatego spodziewamy się, że część FCF zostanie rozdysponowana wśród akcjonariuszy – prognozujemy DPS w 2022P na poziomie 130 HUF, co daje stopę 4,7%. Atrakcyjny profil FCF jest filarem tezy inwestycyjnej MOL. Podtrzymujemy naszą rekomendację Kupuj z ceną docelową podwyższoną do 3400 HUF z 3000 HUF ze względu na wyższe prognozy zysków.

3Q21 znów był bardzo mocny. Oczyszczona EBITDA w wysokości 1 025 mln USD była rekordowo wysoka i przekroczyła nasze oczekiwania o 7%. Każda linia biznesowa osiągnęła dobre wyniki, korzystając z korzystnej sytuacji makro w branży (wysokie ceny węglowodorów, poprawa marż rafineryjnych, wysokie marże petrochemiczne) oraz ożywienie wolumenów. Pion usług konsumenckich MOL odnotował wolumeny paliw o 2% powyżej poziomu z 3Q 2019.

Perspektywy zysków wydają się nadal pozytywne. Uważamy, że kryzys energetyczny i problemy z globalnymi łańcuchami dostaw korzystnie wpływają na zyski MOL, ponieważ wspierają ceny ropy naftowej, marże oleju opałowego i napędowego, a także premie lądowe (zwłaszcza w petrochemii). Wydobycie gazu spółki, sprzedawane po cenach spot, jest równe zużyciu wewnętrznemu w segmencie przerobu, więc rekordowo wysokie ceny gazu w ogóle nie szkodzą zyskom. Zarząd podwyższył prognozę EBITDA na cały rok 2021 do „około lub powyżej” 3,2 mld USD. Ponownie postrzegamy tę prognozę jako zbyt konserwatywną i podnieśliśmy nasze własne szacunki o 11% do 3,5 mld USD (spodziewamy się 874 mln USD w 4Q21). Nasz model na lata 2021-23E opiera się na cenie ropy Brent na poziomie 72 i 64 USD/bbl, cenie gazu 37,5 i 20 EUR/MWh oraz marży rafineryjnej na poziomie 5,0 i 4,5 USD/bbl. Te założenia prowadzą nas do EBITDA na poziomie 3,2 mld USD (+17% w stosunku do poprzedniego) i 2,8 mld USD (+6%) w latach 2022-23P.

Stopę FCF szacujemy na średnio 12% w latach 2021-23P. Solidne środowisko makro pozwala MOL na generowanie znacznych FCF pomimo dużych inwestycji w segmencie przerobu (zakład polyol, instalacja opóźnionego koksowania w Rijeci). Zarząd ponownie nie skomentował dystrybucji nadwyżki FCF. Szacujemy, że dług netto do EBITDA wyniesie 0,8x, a wskaźnik dźwigni finansowej na 21% na koniec 2021P. Dobra sytuacja bilansowa i solidne perspektywy generowania FCF w średnim terminie każą nam sądzić, że spółka może wypłacić specjalną dywidendę w 2022P: szacujemy całkowity DPS na 130 HUF, co implikuje stopę na poziomie 4,7%.

Wycena i ryzyka. Nasza cena docelowa w wysokości 3400 HUF (wzrosła z 3000 HUF) opiera się na DCF i wycenie wskaźnikowej z wagami 50/50. Kluczowe ryzyka obejmują kwestie makroekonomiczne branży (ceny ropy, marże rafineryjne i petrochemiczne, dyferencjał Brent-Ural), podczas gdy ryzyka na poziomie spółki to ład korporacyjny, zmiany w INA i polityka alokacji kapitału.

MOL: Podsumowanie finansowe i wskaźniki (rok do grudnia)

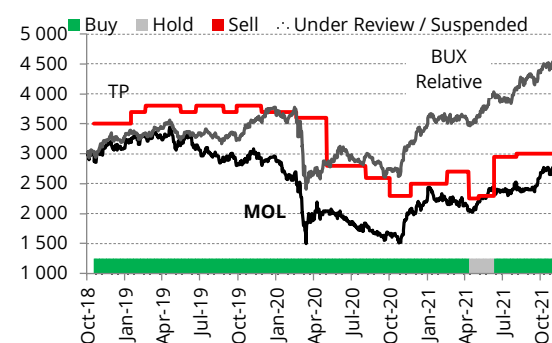
HUF mld	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Sprzedaż	5211	5297	4067	5732	6041	5370
Znormaliz. CCS EBITDA	728	709	630	1036	954	847
EBIT	353	294	67	599	463	338
Net profit	301	223	-16	521	330	240
P/E (x)	6,7	9,5	-90,4	4,1	6,5	8,8
EV/ Znormaliz. EBITDA (x)	3,7	4,3	4,3	3,0	3,2	3,2
Stopa dywidendy	4,4%	4,8%	0,0%	3,4%	4,7%	3,9%

Źródło: Dane spółki, prognozy Santander Biuro Maklerskie

Nota: historyczne wskaźniki 2018-20 oparte na historycznych średnich cenach

Rekomendacja	Kupuj
12M Cena docelowa	HUF 3,400
Cena (HUF, 4 listopada, 2021)	2,794
Kapitalizacja* (HUFmld)	2,291
Free float*	46%
Liczba akcji* (mn)	819

*W oparciu o wszystkie wyemitowane akcje



Wykres pokazuje zachowanie kursu akcji w stosunku do indeksu BUX.

Główni akcjonariusze	% głosów
MOL New Europe Foundation	10,5
Maecenas Corvini Foundation	10,0
Tihany Foundation	10,0
Oman Oil	7,1
Treasury shares	2,6
OTP Bank*	4,9
ING Bank**	4,5
UniCredit Bank**	3,4
Commerzbank AG**	1,2

Źródło: Santander Biuro Maklerskie *Swap akcyjny z OTP

**finansowanie zabezpieczone akcjami własnymi MOL

Opis spółki

MOL jest zintegrowaną firmą paliwową. Posiada on aktywa rafineryjne na Węgrzech, Słowacji i w Chorwacji o zdolności przerobu ropy ok. 400kppd. W segmencie wydobycia, MOL posiada rezerwy 2P wynoszące 364mboe (2020) zlokalizowane w większości w Europie i na Bliskim Wschodzie. MOL posiada również ok. 1900 stacji benzynowych w Europie Środkowo-Wschodniej.

Analitik

Tomasz Krukowski, CFA, Analityk akcji

+48 22 586 81 55 tomasz.krukowski@santander.pl

Wycena

Fig. 1. MOL: Podsumowanie wyceny

Metoda	Wartość (HUF)	Waga
DCF	2 704	50%
Wycena wskaźnikowa	4 152	50%
Cena docelowa* (HUF)	3 400	

Źródło: prognozy Santander Biuro Maklerskie * zaokrąglone setki

DCF

Wyceniamy MOL przy pomocy DCF na 2704 HUF/akcję. Używamy WACC 9,9% w oparciu o model wyceny aktywów kapitałowych z 4% RFR (w oparciu o obligacje skarbowe), ERP 7% (z uwzględnieniem ekspozycji geograficznej i ładu korporacyjnego), beta rynkowa 1,2x. Stosujemy końcową stopę wzrostu na poziomie 0%, zgodnie z sektorem.

Fig. 2. MOL: Podsumowanie DCF

rok do grudnia	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	LT
Brent (USD/bbl)	41,8	71,6	72,0	64,0	60,0	57,0	55,0	55,0
Referencyjna marża rafineryjna (USD/bbl)	2,8	4,6	5,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Referencyjna marża petrochemiczna (EUR/t)	384	695	475	425	400	400	400	400
USDHUF FX	308	300	304	304	304	304	304	304
Wydobycie (konsolidowane, kbpd)	111	101	96	97	94	92	89	86
Przerób rafinerii (kbpd)	350	351	375	375	375	375	375	375
EBITDA (HUFmld)	579	1074	954	847	817	799	786	784
NOPAT (HUFmld)	54	479	371	271	257	252	249	254
D&A (HUFmld)	512	475	491	509	496	485	475	467
Capex (HUFmld)	916	529	613	420	420	420	420	419
Zmiana w kapitale obrotowym (HUFmld)	-20	-110	-29	64	32	24	16	0
FCF (HUFmld)	-369	315	219	423	364	340	320	302

Źródło: prognozy Santander Biuro Maklerskie

Wycena wskaźnikowa

Posługujemy się wskaźnikami docelowymi P/E na poziomie 8,0x oraz EV/EBITDA na poziomie 4,5x, zgodnie z długoterminowymi średnimi dla sektora. Sektor obejmuje spółki: Lotos, MOL, PKN, OMV, PGNiG. Wskaźniki stosujemy do naszych prognoz oczyszczonych zysków na lata 2021-23P. Otrzymujemy wartość MOL w oparciu o docelowe wskaźniki równą 4152 HUF na akcję.

Fig. 3. MOL: Wycena z użyciem wyceny wskaźnikowej

	2021P	2022P	2023P	Średnia
P/E (x)	8,0	8,0	8,0	
Implikowana cena (HUF)	5483	3465	2526	3825
EV/EBITDA (x)	4,5	4,5	4,5	
Implikowana cena (HUF)	4814	4428	4197	4480
Średnia				4152

Źródło: Bloomberg, prognozy Santander Biuro Maklerskie

Santander Biuro Maklerskie

Pl. Andresa 5
61-894 Poznań
fax. +48 61 856 48 80
bm.santander.pl

Zespół Maklerów Transakcyjnych

Paweł Bartczak, Makler	tel. +48 61 856 43 89	pawel.bartczak@santander.pl
Paweł Kubiak, Makler	tel. +48 61 856 50 57	pawel.kubiak@santander.pl
Jacek Siera, Makler	tel. +48 61 856 41 29	jacek.siera@santander.pl
Karol Koszarski, Makler	tel. +48 61 856 45 68	karol.koszarski@santander.pl
Maciej Ciesielski, Makler	tel. +48 61 856 48 57	maciej.ciesielski@santander.pl

Departament Analiz Giełdowych

Kamil Stolarski, CFA, *Dyrektor Zespołu Analiz Giełdowych
Strategia, Finanse*

Paweł Puchalski, CFA
Telekomunikacja, Sektor Energetyczny, Sektor Wydobywczy

Adrian Kyrz, *Analitik Akcji
Budownictwo, Deweloperzy, IT*

Tomasz Sokołowski, *Analitik Akcji
Sektor Detaliczny, E-commerce, Gry*

Michał Sopieli, *Analitik Akcji
Sektor Przemysłowy, Chemia, Analizy Ilościowe*

Tomasz Krukowski, CFA, *Analitik Akcji
Paliwa i Gaz, Farmacja i biotechnologie, Spółki niefinansowe w Europie Środkowo-Wschodniej*

Stanisław Czerwiński, *Analitik Akcji
Gry*

Marcin Działek, *Analitik Akcji
Analiza Techniczna*

UJAWNIAENIA

Wszystkie poglądy wyrażone w niniejszym raporcie dokładnie odzwierciedlają osobiste poglądy Analityka z Zespołu Analiz Giełdowych w Santander Biuro Maklerskie, będącego odrębną jednostką organizacyjną Santander Bank Polska S.A. („Santander Bank Polska”), który jest wskazany jako autor raportu. Santander Biuro Maklerskie informuje, iż niniejszy raport będzie aktualizowany nie rzadziej niż raz w roku.

Emitent / emitenci będący przedmiotem niniejszego raportu mogą posiadać akcje Santander Bank Polska, w łącznej liczbie stanowiącej mniej niż 5% kapitału zakładowego. Santander Bank Polska lub inny podmiot z Grupy Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczonym prawem, uczestniczyć lub inwestować w transakcje finansowe w relacjach z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług na rzecz tego emitenta / emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów (w tym w szczególności poprzez PTE AVIVA Santander SA), a w rezultacie Santander Bank Polska może być pośrednio powiązany z tymi emitentami.

Santander Bank Polska nie wyklucza możliwości nabycia przez któryś z podmiotów z nim powiązanych, w okresie obowiązywania niniejszej rekomendacji, akcji emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, instrumentów finansowych, powodującego osiągnięcie łącznej liczby stanowiącej co najmniej 0,5% kapitału zakładowego tych emitentów.

Grupa Santander Bank Polska, jej podmioty zależne, przedstawiciele lub pracownicy mogą okazjonalnie przeprowadzać transakcje, lub mogą być zainteresowani nabyciem instrumentów finansowych spółek bezpośrednio lub pośrednio związanych z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport.

Poza wspomnianymi powyżej, emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, nie łączą żadne inne stosunki umowne z Santander Bank Polska, które mogłyby wpłynąć na obiektywność rekomendacji zawartych w niniejszym raporcie.

Nie jest jednak wykluczone, że w okresie następnych 12 miesięcy, włącznie z okresem obowiązywania niniejszej rekomendacji, Santander Bank Polska składać będzie ofertę świadczenia usług na rzecz tych emitentów, lub których wartość zależna jest od wartości instrumentów finansowych wyemitowanych przez tych emitentów.

Za wyjątkiem wynagrodzenia ze strony Santander Biuro Maklerskie, Analitycy nie przyjmują innej formy wynagrodzenia za sporządzane raporty. Wynagrodzenie otrzymywane przez osoby sporządzające niniejszy raport może być w sposób pośredni zależne od wyników finansowych uzyskiwanych w ramach transakcji z zakresu bankowości inwestycyjnej, dotyczących instrumentów finansowych emitowanych przez emitenta / emitentów, do których odnosi się niniejszy raport, dokonywanych przez Santander Bank Polska lub podmioty z nim powiązane.

Statystyki globalne przedstawiające rozkład rekomendacji oraz udział spółek na rzecz, których świadczono usługi bankowości inwestycyjnej w ciągu ostatnich 12 miesięcy we wszystkich spółkach pokrywanych przez Zespół Analiz Giełdowych Santander Biura Maklerskiego, znajduje się pod adresem: <https://www.santander.pl/inwestor/global-statistics>

Wykaz wszystkich rekomendacji, które zostały rozpowszechnione przez Santander Biuro Maklerskie, Zespół Analiz Giełdowych, w okresie ostatnich 12 miesięcy znajduje się na stronie: https://www.inwestoronline.pl/r/res/wykaz_tabel/wykaz_rekomendacji.pdf

ZASTRZEŻENIE DOTYCZĄCE CHARAKTERU RAPORTU ORAZ ODPOWIEDZIALNOŚCI ZA SPORZĄDZENIE, TREŚĆ I UDOSTĘPNIENIE RAPORTU

Niniejszy raport został przygotowany przez Santander Biuro Maklerskie, będące wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska S.A. (Santander Bank Polska) z siedzibą w Warszawie. Działalność Santander Biuro Maklerskie, będącego wyodrębnioną organizacyjnie jednostką Santander Bank Polska, podlega nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego z siedzibą w Warszawie.

Santander Biuro Maklerskie jest podmiotem podlegającym przepisom Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r., poz. 2286 – t.j. z późn. zm.), Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623 – t.j. z późn. zm.) oraz Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. z 2019 r., poz. 1871 – t.j. z późn. zm.). Raport ten jest adresowany do inwestorów kwalifikowanych oraz klientów profesjonalnych w rozumieniu przepisów wyżej wskazanych ustaw oraz do Klientów Santander Biuro Maklerskie uprawnionych do otrzymywania raportów analitycznych, na podstawie umów o świadczenie usług.

Santander Biuro Maklerskie nie jest obowiązane do zapewnienia, czy instrumenty finansowe, do których odnosi się niniejszy raport, są odpowiednie dla danego inwestora. Inwestycje oraz usługi przedstawione lub zawarte w niniejszym raporcie mogą nie być dla konkretnego inwestora właściwe, dlatego w razie wątpliwości dotyczących takich inwestycji bądź usług inwestycyjnych zaleca się konsultację z niezależnym doradcą inwestycyjnym. Żaden z zapisów w niniejszym raporcie nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej ani podatkowej, ani też nie jest wskazaniem, iż jakkolwiek inwestycja lub strategia jest odpowiednia w indywidualnej sytuacji inwestora.

Podmioty powiązane z Santander Bank Polska, w zakresie dopuszczonym prawem, mogą uczestniczyć lub inwestować w instrumenty finansowe w relacjach z emitentem / emitentami, do których odnosi się niniejszy raport, mogą świadczyć usługi na rzecz lub pośredniczyć w świadczeniu usług przez tych emitentów lub mieć możliwość lub realizować transakcje instrumentami finansowymi emitowanymi przez tych emitentów. Santander Bank Polska może, w zakresie dopuszczalnym prawem polskim, Wielkiej Brytanii oraz pozostałymi prawami oraz przepisami, przeprowadzać transakcje Instrumentami finansowymi, zanim niniejszy raport zostanie przedstawiony jego adresatowi. Santander Biuro Maklerskie mogło wydać w przeszłości lub może wydać w przyszłości inne materiały analityczne, przedstawiające inne wnioski, niespójne z przedstawionymi w niniejszym raporcie. Takie materiały odzwierciedlają różne założenia, punkty widzenia oraz metody analityczne przyjęte przez przygotowujących je analityków. Santander Biuro Maklerskie nie jest zobowiązane do zapewnienia, iż takie materiały będą podawane do wiadomości adresatów niniejszego raportu. Santander Biuro Maklerskie informuje, że trafność wcześniejszych raportów (rekomendacji) nie jest gwarancją ich trafności w przyszłości.

Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie zostały zebrane lub opracowane przez Santander Biuro Maklerskie ze źródeł uznawanych za wiarygodne, przy zachowaniu należytej staranności, jednak Santander Biuro Maklerskie nie może zagwarantować ich dokładności oraz kompletności. Inwestor jest odpowiedzialny za przeprowadzenie na własną rękę badań oraz analiz informacji zawartych w niniejszym dokumencie i za ocenę zalet oraz ryzyka związanego z instrumentami finansowymi będącymi przedmiotem niniejszego raportu. Informacje i opinie zawarte w niniejszym raporcie mogą się zmieniać bez konieczności poinformowania o tym fakcie.

Santander Biuro Maklerskie nie ponosi odpowiedzialności za straty poniesione przez klienta na skutek decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie rekomendacji udzielonych przez Santander Biuro Maklerskie o ile Santander Biuro Maklerskie, przy ich udzielaniu, zachowało należyłą staranność i rzetelność.

Niniejszy raport nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu oraz dokonania transakcji na instrumentach finansowych, ani nie ma na celu nakłaniania do nabycia lub zbycia jakichkolwiek instrumentów finansowych. Niniejszy raport jest przedstawiony państwu wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowany lub przekazywany osobom trzecim. W szczególności ani niniejszy raport, ani jego kopia nie mogą być rozpowszechniane, publikowane lub dystrybuowane bezpośrednio ani pośrednio, w Stanach Zjednoczonych Ameryki, Australii, Kanadzie, Japonii. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie bezpośrednio lub pośrednio w tych państwach lub wśród obywateli tych państw lub osób w nich przebywających może stanowić naruszenie prawa lub regulacji dotyczących instrumentów finansowych obowiązujących w tych krajach. Rozpowszechnianie, publikowanie oraz dystrybuowanie tego raportu na terytorium innych państw może być ograniczone przez odpowiednie przepisy prawa i regulacje, obowiązujące w tych państwach. Osoby udostępniające lub rozpowszechniające ten raport są obowiązane znać te ograniczenia i ich przestrzegać. W Wielkiej Brytanii niniejszy raport może być jedynie rozpowszechniany wśród osób, które posiadają profesjonalną wiedzę w zakresie inwestowania zgodnie z odpowiednimi regulacjami.

Opinii zawartych w niniejszym raporcie nie należy traktować jako autoryzowanych lub zatwierdzonych przez emitenta. Santander Biuro Maklerskie informuje, iż inwestowanie środków w instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem utraty części lub całości zainwestowanych środków.

Santander Biuro Maklerskie zwraca uwagę, iż na cenę instrumentów finansowych ma wpływ wiele różnych czynników, które są lub mogą być niezależne od emitenta i wyników jego działalności. Można do nich zaliczyć m. in. zmieniające się warunki ekonomiczne, prawne, polityczne i podatkowe. Więcej informacji o instrumentach finansowych i ryzyku z nimi związanym znajduje się na stronie www.santander.pl/inwestor w sekcji zastrzeżenia i ryzyko - informacje o instrumentach finansowych i ryzyku. Decyzja o zakupie wszelkich instrumentów finansowych powinna być podjęta wyłącznie na podstawie prospektu, oferty lub innych powszechnie dostępnych dokumentów i materiałów opublikowanych zgodnie z obowiązującymi przepisami polskiego prawa.

Wyjaśnienia terminologii fachowej użytej w rekomendacji:

EBIT - zysk operacyjny
EBITDA - zysk operacyjny + amortyzacja
P/E - wskaźnik ceny do zysku na akcję
EV - kapitalizacja spółki powiększona o dług netto
PEG - wskaźnik P/E do wzrostu zysków
EPS - zysk na akcję
CPI - wskaźnik cen i usług towarów konsumpcyjnych

WACC - średni ważony koszt kapitału
CAGR - średnioroczny wzrost
P/CE - wskaźnik ceny akcji do zysku netto na 1 akcję powiększony o amortyzację na 1 akcję
NOPAT - teoretyczny zysk operacyjny po opodatkowaniu
FCF - wolne przepływy pieniężne
BV - wartość księgowa
ROE - zwrot na kapitale własnym
P/BV - cena do wartości księgowej

Definicje rekomendacji:

Kupuj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje przekroczy 10% w ciągu 12 miesięcy.

Trzymaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie od 0% do 10% w ciągu 12 miesięcy.

Sprzedaj - całkowita oczekiwana stopa zwrotu z inwestycji w akcje wyniesie mniej niż 0% w ciągu 12 miesięcy.

Możliwe jest wskazanie przez analityka, przy danej całkowitej oczekiwanej stopie zwrotu z inwestycji, innego zalecenia (kupuj, sprzedaj, trzymaj) niż zostało to określone w definicji, w przypadku gdy ma to uzasadnienie ze względu na dodatkowe czynniki rynkowe, trendy branżowe itp. W takiej sytuacji, objaśnienia znaczenia przedstawionego w rekomendacji zalecenia inwestycyjnego są zawarte w treści raportu.

Przy sporządzaniu niniejszego raportu Santander Biuro Maklerskie korzystało co najmniej z jednej z następujących metod wyceny: zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF), porównawczej, mnożników średniocyklicznych, zdyskontowanych dywidend (DDM), wartości rezydualnej, model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV), metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP), metoda wartości likwidacyjnej.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie wszystkich strumieni gotówki, jakie wpływają do spółki oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Metoda porównawcza opiera się na ekonomicznym prawie „jednej ceny”. Mocnymi stronami metody porównawczej są: mała ilość parametrów, jakie analityk musi oszacować, oparcie wyceny na aktualnych warunkach rynkowych, stosunkowo duża dostępność wskaźników dla porównywanych spółek oraz szeroka znajomość metody porównawczej wśród inwestorów. Do wad wyceny metodą porównawczą zaliczyć można znaczną wrażliwość wyników wyceny na wybór spółek do grupy porównawczej, uproszczenie obrazu spółki prowadzące do pominięcia pewnych istotnych czynników (np.: dynamika wzrostu, aktywa pozaoperacyjne, ład korporacyjny, powtarzalność wyników, różnice w stosowanych standardach rachunkowości) oraz niepewność efektywności rynkowej wyceny porównywanych spółek.

Metoda mnożników średniocyklicznych opiera się na zastosowaniu długoterminowych, średnich mnożników wyceny dla sektora lub spółek grupy porównawczej. Metodologia ta ma na celu określenie wartości godziwej dla cyklicznych spółek. Wadą tej metody jest fakt, iż implikowana wycena może znacznie różnić się od wartości rynkowej analizowanej spółki w szczycie lub na dnie cyklu oraz jej zależność od jakości danych zewnętrznych (zwykle korzystamy z baz danych Bloomberg lub Damodaran). Zaletą jest prostota metody oraz uśredniona wartość dla całego cyklu, pozwalająca wychwytywać zarówno przewartościowanie jak i niedowartościowanie analizowanego waloru.

Metoda zdyskontowanych dywidend (DDM) bazuje na spodziewanych przyszłych zdyskontowanych dywidendach wypłaconych przez spółkę. Do jej mocnych stron można zaliczyć uwzględnienie realnych przepływów pieniężnych do właścicieli kapitału akcyjnego oraz fakt, że metoda ta jest wykorzystywana w przypadku spółek z długą historią wypłacania dywidendy. Główną wadą metody zdyskontowanych dywidend jest oszacowywanie wielkości wypłacanej dywidendy na podstawie dużej ilości parametrów i założeń, w tym stopy wypłaty dywidendy.

Metoda wartości rezydualnej jest koncepcyjnie zbliżona do metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych (DCF) stosowanej do wyceny spółek niefinansowych a główną różnicą jest to że bazuje na szacowanych wielkościach wartości rezydualnej (nadwyżka ROE nad kosztem kapitału) a nie zdyskontowanych przepływach pieniężnych. Do jej mocnych stron zaliczyć można uwzględnienie nadwyżki zysku nad kosztem kapitału, która jest potencjalnie do dyspozycji akcjonariuszy oraz kosztu pieniądza w czasie. Wadami wyceny DCF są: duża ilość parametrów i założeń, które należy oszacować i wrażliwość wyceny na zmiany tych parametrów.

Model uzasadnionej wyceny kapitałów własnych (WEV) jest oparty na formule wartość księgowa = (ROE za dwa lata minus stopa stabilnego wzrostu)/(koszt kapitału minus stopa stabilnego wzrostu) i pozwala na oszacowanie wartości godziwej danej spółki za dwa lata. W następnej kolejności wyliczana jest wartość bieżąca. Główną zaletą tej metody jest jej przejrzystość oraz fakt, iż jest oparta na relatywnie krótkich prognozach, co ogranicza ryzyko błędów w prognozie. Główną wadą jest to, iż metoda zakłada, iż cena akcji danej spółki w długim okresie będzie dążyć do swojej wartości godziwej implikowanej z kombinacji ROE i kosztu kapitału.

Metoda sumy poszczególnych aktywów (SOTP) jest dodaniem do siebie wartości różnych aktywów spółki, wyliczonych przy pomocy jednej z powyższych metod. Zalety i wady tej metody są identyczne z zaletami i wadami zastosowanych metod wyceny.

Metoda wartości likwidacyjnej - wartość likwidacyjna jest to kwota pieniędzy, za którą aktywa lub przedsiębiorstwo mogą zostać szybko sprzedane w sytuacji gdyby przedsiębiorstwo zaprzestało swojej działalności. Następnie, szacunkowa wartość aktywów zostaje skorygowana o zobowiązania i wydatki związane z likwidacją. Zaletą tej metody szacowania wartości jest jego prostota. Ta metoda nie uwzględnia wartości niematerialnych jak wartość firmy, co jest główną wadą.

W opinii Santander Biuro Maklerskie niniejszy raport został sporządzony z zachowaniem należytej staranności i z wykluczeniem jakiegokolwiek konfliktu interesów, który mógłby wpłynąć na jego treść.

W Santander Bank Polska implementowane są regulacje wewnętrzne, które mają na celu zapobieganie konfliktom interesów dotyczącym rekomendacji. Ustanowiono bariery fizyczne, bariery logiczne oraz zasady ochrony dokumentacji w wymiarze adekwatnym do rodzaju prowadzonej przez Santander Bank Polska działalności. Poza tym Santander Bank Polska wprowadził szereg obowiązków oraz obostrzeń, dotyczących ochrony przepływu informacji poufnych pomiędzy poszczególnymi jednostkami organizacyjnymi.

Data i godzina wskazana na pierwszej stronie oznacza termin zakończenia sporządzania raportu; dystrybucja raportu następuje tego samego dnia przed rozpoczęciem sesji.

UWAŻA SIĘ, ŻE KAŻDY, KTO PRZYJMUJE LUB WYRAŻA ZGODĘ NA PRZEKAZANIE MU NINIEJSZEGO RAPORTU, WYRAŻA ZGODĘ NA TREŚĆ POWYŻSZYCH ZASTRZEŻEŃ.

2021 © Santander Bank Polska. Wszelkie prawa zastrzeżone