

# MOL

Egy éves célár: 3218 forint

Ajánlás: Tartás

## Összefoglaló

A MOL 2025 augusztus 8.-án, pénteken tette közzé **2025 első félévére vonatkozó eredményét**. Ahogy azt már megszokhattuk, a vállalat fundamentumaira a legnagyobb hatást továbbra is az energiaárak (kőolaj, földgáz) alakulása, a finomítói marzsok (a nyersanyagok beszerzési és a késztermék eladási ára közötti különbség), a dollár és forint devizaárfolyamának változása és az adók jelentik.

A menedzsment bár a 2025-ös év előrejelzését megerősítette, megjegyezte, hogy az EBITDA és az nettó eredményt érintő kockázatok lefelé mutatnak! 2025-ben 1,6 milliárd dolláros adózás előtti profit, valamint kb. 3 milliárd dolláros EBITDA várható, míg a kitermelt olajegyenértékes 92-94 ezer hordó/nap között szóródhat és kb. 12 millió tonna nyersanyag feldolgozás várható. Mai devizaárfolyamokkal kifejezve az adózás előtti eredmény 540 milliárd forint, az EBITDA 1000 milliárd forint körül alakulhat. (Ez megközelítőleg egybeesik az MBH Befektetési Bank Befektetéselemzés várakozásaival is).

A MOL árbevétele év/év alapon 7,3%-kal csökkent, 2372 milliárd forintról 2198 milliárd forintra. A tisztított EBITDA 18%-kal csökkent év/év alapon (300,1 milliárd forintról 245,1 milliárd forintra). A működési eredmény 71,9 milliárd forintot tett ki, míg egy évvel ezelőtt 197,3 milliárd forintot. A vállalat által elért szabad pénzáram (FCFF) növekedett év/év alapon 41,5 milliárd forintról 143,7 milliárd forintra, ez azonban nagyobb részben a készletgazdálkodásnak, a szállítói és egyéb kötelezettségekben történt pozitív változásoknak és az alacsonyabb tőkeberuházásoknak köszönhető.

A gyengébb eredmény mögött részben az alacsonyabb energiaárak, a finomítói marzsok romlása (amelyek historikus összevetésben még így is magasabbnak mondhatók), a magasabb adóterhek és az erősödő forint állnak. Mindezt csak mérsékelten tudta ellensúlyozni az, hogy a kitermelés (bár az év előző negyedéhez viszonyítva csökkent) elérte a 93,5 ezer hordó/nap egyenértékezt, valamint a feldolgozott termékek mennyisége és értékesítése is növekedni tudott (kb. 21 és 11%-kal), valamint a fogyasztói szolgáltatások üzletág is bővülni tudott mind üzemanyag, mind nem üzemanyag értékesítés terén.

A legfrissebb jelentést negatívan befolyásolta a dollár/forint árfolyamváltozása is, hiszen a forint 2025 év eleje óta erősödésben van a dollárral szemben. Míg év elején a devizapár jegyzése a 405 forintot is elérte, addig mára a 340-es szint közelébe süllyedt a jegyzés.

Jelentős tételként jelentkezett a vállalat adóterhe is (44 milliárd forint szemben az egy évvel korábbi 27 milliárddal), melyet szinte teljes egészben az extraprofit-adó (szolidaritás adó) elszámolása magyaráz.

A vállalat eladósodottsága érdemben nem változott.

Továbbá a MOL újabb, kb. 500 millió dolláros hatékonyságjavítási programot jelentett be, amely a feldolgozás (Downstream) üzletágat érinti. E program keretében a finomítási kapacitás növelése, a költségek csökkentése és így a marzsok javítása lehet a plusz eredmény forrása, amely a korábban meghatározott 1200 milliárd dolláros EBITDA-t még 200 millió dollárral növelheti meg. Várhatóan 2027-től az üzletág már kb. 1400 millió dollár EBITDA-t érhet el, amely mai árakkal számolva kb. 480 milliárd forint lehet. Felhívjuk a figyelmet, hogy modellünk körülbelül hasonló EBITDA elérésével kalkulál ugyan ettől az időszaktól.

## Upstream

Az Upstream, azaz a kutatás és kitermelés üzletágának EBITDA-ja 2025 második negyedévében év/év alapon 4,5%-kal csökkent 98,5 milliárd forintra (2024 Q2: 103,2 milliárd forint).

Bár a kitermelés volumene viszonylag magasan volt (93,5 ezer hordóegyenértékes, amely az előző negyedévhez viszonyítva, igaz 500 ezerrel kevesebb bizonyos fennakadások és karbantartási munkálatok miatt), ez nem tudta teljes egészében ellensúlyozni a csökkenő energiaárakat. Az átlagos realizált olajár kb. 21%-kal volt alacsonyabb az egy évvel korábbi időszakhoz viszonyítva, míg a TTF gáz ára 2024 Q2 és 2025 Q2 között 18%-kal csökkent, ugyanakkor a dollárban jegyzett gázárak több, mint 40%-kal emelkedtek.

Az üzletág romló eredményességéhez és készpénztermelő képességéhez hozzájárult az is, hogy a működési költségek minimálisan emelkedtek (6,8 dollár/hordó, amely 5%-os növekedés az első negyedévhez viszonyítva), ahogy a beruházási kiadások is (CAPEX) 6%-kal emelkedtek év/év alapon.

## Downstream

A Downstream, azaz a finomítás üzletága tisztított EBITDA-ja 2025 második negyedévében 26%-kal csökkent az egy évvel ezelőttihez viszonyítva (148,2 milliárd forintról 109,5 milliárd forintra). Ugyanakkor itt egyfajta „bázishatással” is számolni kell, hiszen a 2024 második negyedéves eredmény kiugrónak számít, hiszen akkor még jelen volt a magasabb finomítói marzs és Brent-Ural spread, melyek nagyrészt a 2022-ben kialakult energiakáosz következményei. 2024 év végére mind a két mutató jelentősen romlott, de a finomítói marzsok 2025 tavasza óta javuló trendet mutatnak. Amít most tapasztalunk az nagy valószínűséggel a normális működéshez való visszatérés, amely mára már szinte minden energetikai vállalatot érint.

A szegmens értékesítési mennyisége közel 11%-kal tudott növekedni, míg a feldolgozott mennyiség több, mint 21%-kal emelkedett.

A petrokémia (vegyipar) finomítói marzsa kissé javult, de továbbra is előnytelenül alakul, így ennek az alszegmensnek az EBITDA-ja továbbra is negatív.

A MOL további 500 millió dolláros hatékonyságjavítási programot jelentett be, amely a feldolgozás (Downstream) üzletágot érinti. E program keretében a finomítási kapacitás növelése, a költségek csökkentése és így a marzsok javítása lehet a plusz eredmény forrása, amely a korábban meghatározott 1200 milliárd dolláros EBITDA-t még 200 millió dollárral növelheti meg. Várhatóan 2027-től ez az üzletág már kb. 1400 millió dollár EBITDA-t érhet el, amely mai árakkal számolva kb. 480 milliárd forint lehet. Felhívjuk a figyelmet, hogy modellünk körülbelül hasonló EBITDA elérésével kalkulál ugyan ettől az időszaktól.

## Fogyasztói szolgáltatások

A fogyasztói szolgáltatások eredményét mind az üzemanyag és a nem üzemanyag értékesítés is növelte. Előbbi az üzletág bevételének kb. 65%-át teszi ki.

Az üzletág EBITDA-ja 24%-kal 70,6 milliárd forintról 87,6 milliárd forintra emelkedett. Az teljes értékesített termék volumen kb. 0,5%-kal növekedett, ahol a motorbenzin mennyisége 3%-kal tudott emelkedni. Az eredményhez nagyrészt hozzájárult a prémium üzemanyagok magasabb értékesítése, valamint a román és horvát magasabb marzsú értékesítés.

2024 második negyedévéhez viszonyítva a kutak száma szinte alig változott (2024 Q2: 2333db vs. 2025 Q2: 2323db). Az üzletág némi költséginflációval is szembesült a negyedév során, melyet többnyire a devizaváltozás fedezett.

## Gáz midstream

A MOL gáz midstream üzletágának EBITDA-ja forintban számolva 30%-kal csökkent. A csökkenés oka, hogy a gázelosztás iránti és így a gáz iránti erős kereslet, miközben a szabályozói árak csökkentek.

## Körforgásos gazdasági szolgáltatások

A körforgásos gazdasági szolgáltatások üzletága 2025 második negyedévében veszteséget könyvelt el 3,6 milliárd forint értékben, amely azonban egy induló szegmenstől nem meglepő.

Ma még elmondható, hogy a budapesti működésnek és egyszeri tételeknek köszönhető az eredmény döntő része, amely, induló üzletág lévén, így sem tudott pozitívba fordulni. A körforgásos gazdasági szolgáltatások üzletága továbbra is növekedési és kiépítési fázisban van, így beruházások és akvizíciók átmenetileg „ronthatják” az eredményességet. A tőkeberuházások értéke az elmúlt időszakban sokszor meghaladta az EBITDA értékét, amely a közeljövőben is fennmaradhat.

## A pénzügyi modell

Jelenleg nem látunk olyan tényezőt, makró kockázatot, egyedi kockázatot, amely a modell mélyebb frissítését indokolná. Ugyanakkor folyamatosan követjük a vállalat és iparági környezetének szűkebb és szélesebb változását, hiszen ahogyan arra a menedzsment is felhívta a figyelmet, a kockázatok lefelé nőttek, mind az adózás előtti eredmény, mind az EBITDA esetében.

Korábban 230 forintos osztalékot vártunk a 2024-es év után, azonban ennél 45 forintra magasabb kifizetésben részesültek a részvényesek (összesen 275 forint). Mindösszesen csak a már kifizetett osztalék mértékével módosítjuk a 2025 márciusában meghatározott egy éves célárunkat, amely így 3218 forint, ajánlásunk tartás.

|        |       | Tőke értéke           |       |       |
|--------|-------|-----------------------|-------|-------|
|        |       | Hosszú távú növekedés |       |       |
|        |       | 2,5%                  | 3,5%  | 4,5%  |
| (WACC) | 10,2% | 2 670                 | 3 174 | 3 854 |
|        | 11,7% | 1 986                 | 2 313 | 2 730 |
|        | 13,2% | 1 505                 | 1 730 | 2 007 |
|        |       | Egy éves célár        |       |       |
|        |       | Hosszú távú növekedés |       |       |
|        |       | 2,5%                  | 3,5%  | 4,5%  |
| (WACC) | 10,2% | 3 758                 | 4 518 | 5 545 |
|        | 11,7% | 2 725                 | 3 218 | 3 848 |
|        | 13,2% | 1 998                 | 2 338 | 2 756 |

Forrás: MOL, MBH Befektetési Bank, Bloomberg

| 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        |
| <b>FCFF</b>                                                                            | <b>203</b>   | <b>357</b> | <b>361</b> | <b>372</b> | <b>378</b> | <b>386</b> |
| <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                                                                      | 275          |            |            |            |            |            |
| <b>Egy éves célár</b>                                                                  | <b>3 218</b> |            |            |            |            |            |

Forrás: MOL, MBH Befektetési Bank

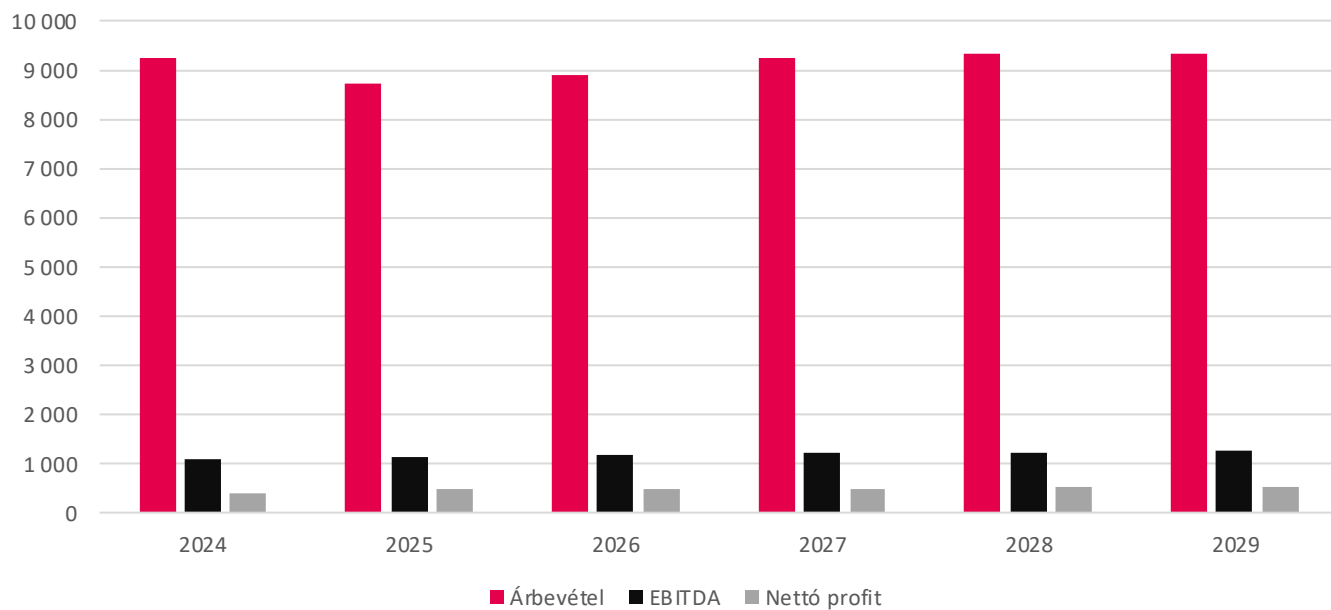
| milliárd forint          | 2024  | 2025  | 2026  | 2027  | 2028  | 2029  |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Árbevétel                | 9 249 | 8 719 | 8 899 | 9 239 | 9 331 | 9 320 |
| Költségek                | 8 664 | 8 094 | 8 262 | 8 578 | 8 657 | 8 636 |
| 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                                           |              |              |              |              |               |               |
| <b>Összes eszköz</b>                        | <b>8 474</b> | <b>8 789</b> | <b>9 328</b> | <b>9 889</b> | <b>10 465</b> | <b>11 037</b> |
| 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                                           |              |              |              |              |               |               |
| <b>Összes saját tőke és kötelezettségek</b> | <b>8 474</b> | <b>8 789</b> | <b>9 328</b> | <b>9 889</b> | <b>10 465</b> | <b>11 037</b> |

Forrás: MOL, MBH Befektetési Bank

**MOL ÁRBEVÉTEL, EBITDA ÉS NETTÓ EREDMÉNY (2024-2029)**



**Elemzés lezárva: 2025.08.08. 16:30**

## 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, veszteségeikért.

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valóságáról, pontosságáról, helyállóságáról 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 körültekintően 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](http://www.mbhbefektetesibank.hu) honlapon, továbbá az MBH Bank Nyrt. fiókjaiban, valamint a [www.mbhbank.hu](http://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 a 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 információk 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 információk 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. augusztus 08. (16:30)

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

14. Változás az előző elemzésekhez: első elemzésünkben az egy éves célár 3261 forint volt. Jelen elemzésünkben az egy éves célár 3218 forintra változott, amely 1,3%-os csökkenést jelent. Elemzések az alábbi honlapon, linken érhetők el:

[Részvények \(mbhbefektetesibank.hu\)](https://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 fogalmaz meg. Ehhez számos eszköztár áll rendelkezésre, de alapvetően négy fő csoportot lehet megkülönböztetni. A japányertya- 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 tőke költséggel (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 tőkeköltsége (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 változók a kockázatmentes hozam (risk free rate), az iparág-specifikus tőkeáttételes (vagy tőkeáttétel nélküli) béta (industry specific (levered) beta) és a részvénykockázati premium (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.

Célfolyamunk 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/E BITDA, 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](http://mbhbefektetesibank.hu)

06 80 350 350

