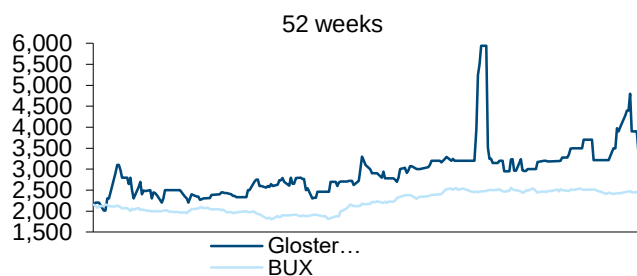


Gloster Infokommunikációs Nyrt

Vétel

millió forint	2020	2021e	2022e	2023e
Árbevétel	2.311,4	3.721,4	3.810,6	4.735,6
EBITDA	361,1	583,3	590,1	740,3
EBIT	179,7	437,1	462,7	589,4
Nettó eredmény	162,7	369,6	410,1	520,5
EPS (HUF)	104,94	238,44	264,55	335,79
CEPS (HUF)	221,93	332,77	345,61	433,11
BVPS (HUF)	1.089,71	1.328,14	1.592,69	1.928,48
Osztalék (HUF)	0,00	0,00	0,00	167,90
EV/EBITDA (x)	12,3	8,9	8,3	7,2
P/E (x)	30,5	14,3	12,9	10,1
P/CE (x)	14,4	10,2	9,8	7,9
Osztalék hozam	0,0%	0,0%	0,0%	4,9%



Részvényárfolyam	1 hó	3 hó	6 hó	1 év	jan. 1-től
változása forintban	5,6%	7,9%	25,6%	58,1%	6,3%

Részvényár (forint), 2021/05/10	3.400	Reuters	GLOSTER.BU	Közkézhányad	10,8%
Részvénytársaság (millió)	1,6	Bloomberg	GLOSTER HB	Részvényesek	Szekeres Viktor (65%)
Piaci kapitalizáció (millió forint / millió euró)	5.270 / 14,7	Osztalék szelvé. nélkül	-	NTfA	(24,7%)
Célgérték (millió forint / millió euró)	5.214 / 14,6	Célgérték	4.135	Honlap:	https://gloster.hu/

Elemző:

Nagy András

+361-235-5151

info@ersteinvestment.hu

Unikális modell az IT-ben: Hitel plusz akvizíciók

Jelen elemzésünkkel megkezdjük a Gloster részvények követését. A cég által közzétett stratégiai tervek alapján elkészítettük a cég pénzügyi modelljét az elkövetkező évekre, melynek segítségével meghatároztuk a DCF és az összehasonlító mutatószámok értékeléséből adódó részvényértéket. Ez alapján a 12 hónapos célár 4.135 forintnak adódott. Ajánlásunk: Vétel

Két modellt építettünk. Az alap modell esetében figyelembe vettük a május elején bejelentett felvásárlást, és 2023 elejére számoltunk egy újabb akvizícióval, ami a cég EBITDA-ban mért méretét mintegy 70 százalékkal növelné meg 2023-ra. Ez gyakorlatilag egyezik a cég stratégiai tervében szereplő minimális várakozásokkal. Habár itt is számoltunk az akvizíciókhoz köthető hitelfelvétellel, a cég készpénzállománya és cash-flow-ja lehetővé teszi, hogy további hitelfelvétel nélkül is megvalósuljon ez a forgatókönyv.

Gyorsabb növekedési lehetőséget biztosít, és így magasabb részvényértékhez vezet, ha a cég 2-3 milliárd forint értékben hajt végre akvizíciókat az elkövetkező két évben. Ugyanakkor ehhez a gyors növekedéshez számításaink szerint 1,6 milliárd forint körüli addicionális hitelfelvétel is szükséges lehet. Az 50 ezer körüli ICT kis- és középvállalkozás között nagy valószínűséggel számos célpont azonosítható, pláne annak fényében, hogy sok tulajdonos 20-40 évnél hosszabb tevékenység után az utódlásban vagy éppen a cégértékesítésben gondolkodik.

Vezetői összefoglaló

A Gloster egy növekvő szolgáltatási fókuszú ICT cég

A Gloster egy információs és kommunikációs technológiai, úgynevezett ICT (Information and Communication Technology) cég, amelyik B2B értékesítés keretében mind a három szegmensben nyújt megoldásokat a cégek számára. Nevezetesen IT eszközöket, kommunikációs eszközöket és szoftvereket is értékesít partnereinek, de ezekre építve IT, hálózati, intelligens épülethez kötődő és kibervédelmi szolgáltatásokat is nyújt a megrendelőinek. Legújabb akvizíciójával pedig már felhő alapú szolgáltatásokat is nyújt.

A VoIP-tól a széleskörű IT szolgáltatások irányába

A cég a megalapítását követően a 2000-es évek elején alapvetően VoIP megoldásokat szállított partnereinek, ami elsősorban Cisco megoldásokat jelentett. A cég életében már ekkor jelentős szerepet kapott a vertikális terjeszkedés. Néhány évente új üzleti területekre lépett be, ami 2019-ben – a gyorsabb növekedés érdekében – akvizíciókkal bővült. Így a VoIP mára a tevékenységen belül kis szeletet tesz ki, de az eszköz és szoftver értékesítés még mindig nagy szerepet játszik a cég életében, ezek súlya közel 60 százalékot képvisel az árbevételen belül (2020).

Dinamikus növekedés

A gyorsabb növekedést lehetővé tevő, 2019-ben végrehajtott akvizíciók nem csak az ügyfélkört, hanem a különböző engedélyek és megfelelő szakemberek megszerzésén keresztül a kompetenciákat is növelték a cégnél. Ráadásul a KKV szektor egy jelentős részében a tulajdonosok 20-40 évi cégvezetést követően vagy épp az utódláson, vagy a cég értékesítésén gondolkodnak. Ez pedig elég nagy teret nyújt a további növekedési lehetőségek akvizíciókon keresztül történő kihasználására, hiszen a szektorban mintegy 50.000 kis- és középvállalkozás működik.

Egy klasszikus tőzsdei sztori

A növekedési tervek finanszírozásának a terepe hagyományosan a tőzsde. A cég tavaly tavasszal debütált a Budapesti Értéktőzsdén, s néhány nappal a bevezetést követően már tőkeemelést hajtott végre 1,1 milliárd forint értékben, 2.000 forintos részvényárfolyamon. A friss tőke segítségével lezárt korábbi akvizíciókat, és a 2020-as évet 762 millió forint bruttó (421 millió forint nettó) készpénzmennyiséggel zárta.

S a sztorinak még nincs vége

A cég az elkövetkező években további akvizíciókat tervez az értéklánc növelése céljából, ezzel is elmozdulva a nagyobb hozzáadott értékű szolgáltatások felé. A május elején bejelentett akvizícióval együtt összesen 2-3 milliárd forintot költene főként felhő, alkalmazás fejlesztés és outsourcing területén működő cégek felvásárlására. Számításaink szerint egy kisebb akvizíciót további hitelfelvétel nélkül is végre tudna hajtani a vállalat. Ugyanakkor a jelenlegi alacsony kamatkörnyezet adta lehetőséget mindenképpen ki kívánja használni, azaz jelentősebb méretű hitelfelvételekben gondolkodik, mint ahogy ezt az NKP programban való részvételi szándék is mutatta.

Menedzsment



Szekeres Viktor
igazgatóság elnöke, alapító tulajdonos

- 2002-től és 2020-ig a cég ügyvezető igazgatója volt.
- 18 év informatikai és cégvezetési tapasztalattal rendelkezik.
- A cég stratégiai ügyeiért (akvizíciók, befektetői és nemzetközi kapcsolatok) felel.
- Diplomái: Budapesti Corvinus Egyetem
- Korábbi munkahelyei: Amtel Kft.



Kiss Tibor
ügyvezető igazgató, igazgatósági tag

- 10 év informatikai szakmai tapasztalattal rendelkezik.
- A cég napi operatív irányításáért és folyamatszervezési feladataiért felel.
- Diplomái: Budapesti Műszaki Főiskola, jelenleg a Budapesti Metropolitan Egyetem hallgatója
- Korábbi munkahelyei: RRC Magyarország Kft, Logicom Magyarország Kft, HTTP Alapítvány



Balogh Balázs
műszaki igazgató

- Az IT szolgáltatások üzletág vezetője, a Gloster Telekom Távközlési Kft. ügyvezető igazgatója.
- Több mint 15 év IT mérnöki tapasztalattal rendelkezik.
- Diplomái: Veszprémi Egyetem



Kazai Krisztián
kereskedelmi igazgató

- 2018 óta dolgozik a cégnél.
- 17 év informatikai szakmai tapasztalattal rendelkezik.
- Diplomái: Budapesti Műszaki Főiskola
- Korábbi munkahelyei: Ingarm Micro Magyarország Kft, RRC Hungary Kft, CHS Hungary Kft.



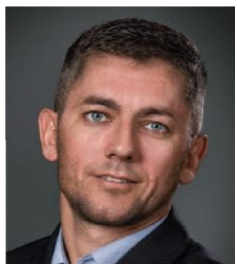
Sum Viktor
pénzügyi igazgató

- Diplomái: Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem
- Korábbi munkahelyei: SVP Consulting Kft, Answare Kft, T-Systems Dataware Kft, Intersoft Consulting Kft.



Lódi Kata
kommunikációs igazgató

- 2017 óta dolgozik a cégnél.
- Diplomái: Budapesti Kommunikációs Főiskola
- Korábbi munkahelyei: Motiware Kommunikációs Kft, T-Systems Hungary, Debreceni Informatikai Kutató-fejlesztő Központ Szolgáltató Non-profit Kft, Corvex Üzleti Megoldások Zrt.



Oszlászki Péter
HR és szervezetfejlesztési vezető

- 12 év HR és képzési/fejlesztési területen szerzett tapasztalattal rendelkezik.
- Diplomái: Általános Vállalkozási Főiskola
- Korábbi munkahelyei: Valueteam Szervezetfejlesztési és Tanácsadó Kft.

A cégcsoport története

2002	• A társaság megalapítása
2005	• A Szolgáltatási üzletág beindítása
2009	• A Networking üzletág beindítása • Cisco díj: az év UC partnere
2012	• Cisco-díj: a leggyorsabban fejlődő partner
2013	• Intelligens épületek üzletág beindítása
2014	• Saját tulajdonú szolgáltató központ első üzemének átadása (Nagytarcsa, 320 m2)
2018	• Új cégnév: Gloster Infokommunikációs Kft.
2019	• Euroway akvizíció • Gloster Managed Service Center átadása (640 m2) • TMSI akvizíció • IT security üzletág beindítása • Zrt.-vé alakulás megkezdése
2020	• Cableline Technologies Kft. akvizíció • Átalakulás: Gloster Infokommunikációs Nyrt, tőzsdére lépés • Tőkeemelés • BÉT Xtend • Macrogate akvizíció
2021	• KingSol akvizíció

SWOT analízis

Erősségek és lehetőségek

Akvíziós lehetőségek

A Gloster csoport 2019 óta több akvizíciót is végrehajtott, s ezt a növekedés érdekében a jövőben is folytatni kívánják. 2022 végére akár 2,5 milliárd forintot is elkölthetnek akvizíciókra, amit részben önerőből, részben pedig hitelből finanszírozhatnak. Ahogy a korábbi felvásárlásoknál is láthattuk, ezekkel nem csak piacot vásárol a társaság, hanem tudást is, hiszen így új üzletágak jelennek meg a Glosternél. Nemrég jelentették be egy felhő üzletággal foglalkozó társaság megvételét, amellyel Microsoft Gold partnerek is lettek. Üzleti szoftverek fejlesztésével foglalkozó céget pedig a tervek szerint legkésőbb a jövő év során akvizíráhatnak. Ezek jellemzően néhány száz millió forintos árbevétellel rendelkező cégek lehetnek. Akvizíciójuk már azonnal pozitív hatást gyakorolhat a Gloster csoport eredményére, és a költség oldali szinergiák is gyorsan realizálhatók.

Kedvező finanszírozási szerkezet

A csoport 2020 áprilisában vont be 1,1 milliárd forint értékben új tőkét a tőzsdére lépést követően. Ez a hitelfelvételi lehetőségekkel karöltve stabil alapot ad az akvizíciós célok megvalósításához. A pénzügyi beszámolók alapján a társaság kimondottan kedvező, jellemzően 2% alatti kamatozású hitelekkel rendelkezik.

Nyitás új üzletágak felé

A menedzsment – alkalmazkodva az iparági tendenciákhoz – a hardver oldal felől egyre inkább a nagyobb növekedést és egyúttal nagyobb hozzáadott értéket képviselő szoftver és IT szolgáltatási oldal felé nyitott, és főként a közeljövő akvizíciói szólhatnak még inkább erről a hangsúly eltolódásról. Míg a hálózati (networking) üzletágban alacsony egyszámjegyű lehet a piacbővülés üteme, addig a felhő üzletág esetében ez akár az évi 20%-ot is elérheti.

Digitális transzformáció

Az informatika esetében is igaz, hogy a koronavírus járvány felerősítette az alapvető trendeket és felgyorsította a digitális transzformációt, ami stabil piaci keresletet jelent az IT cégek számára. Az elmúlt időszakban elsősorban a felhő alapú szolgáltatások iránt nőtt meg a kereslet, és jelentős felfutás látható a mesterséges intelligencia, üzleti intelligencia és a big data területén is.

Keresztértékesítési lehetőségek

A terjeszkedés során a társaság vertikális integrációs stratégiát folytat, melynek eredményeként egyre szélesebb termékkínálatot tud az ügyfelei rendelkezésre bocsátani. Ez pedig keresztértékesítési lehetőséget teremt és segíti az ügyfélmegtartást is.

Díjazott szakértelem

A társaság számos szakértői minősítéssel rendelkezik. Alkalmazottai összesen 96 különböző gyártói vizsgával rendelkeznek. Az ITBUSINESS nemrég „Az év legsikeresebb ICT-cége 2020” díjjal tüntette ki a társaságot.

Közel két évtizedes történet

A társaságot 2002-ben alapították, és a kezdetekkor telefonhálózatok és központok kiépítésével foglalkozott. Az elmúlt csaknem két évtized alatt fontos vállalati kapcsolatokat alakítottak ki és jelentős fejlődésen ment keresztül a társaság, melynek eredményeként napjainkban egy komplex informatikai szolgáltató cégcsoportként működik.

Gyengeségek és veszélyek

Execution risk

A legnagyobb kockázatot az akvizíciós stratégia végrehajtása jelenti, mivel a következő évek növekedésének a felvásárlások lehetnek a fő mozgatórugói. Kockázatot jelent a megfelelő akvizíciós célpontok megtalálása, a tranzakció zárásának ütemezése és a felvásárolt társaság integrálása is. A kockázatok ellen részben mérföldkő kifizetések alkalmazásával próbál meg védekezni a társaság, vagyis a teljes vételár csak bizonyos célok teljesülését követően kerül kifizetésre.

Koncentrált tulajdonosi szerkezet

A társaság fő tulajdonosa annak alapítója, Szekeres Viktor, aki a részvények 64,5%-ot birtokolja. A Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap Széchenyi Tőkealapkezelő Zrt. pedig a részvények 24,65%-át birtokolja. Vagyis a két legnagyobb részvényes kontrollálja a részvények közel 90%-át. Ebből eredően nagytulajdonosként döntő szavuk lehet a stratégiai döntések meghozatalakor, ezáltal korlátokba ütközhet a kiskészvényesek érdekérvényesítő képessége.

Alacsony likviditás

A koncentrált tulajdonosi szerkezettel összefüggésben alacsony a részvény likviditása. A tavaly júniusi bevezetés óta a napi átlagos forgalom mindössze 450 darab körül alakul. Vagyis akár néhány milliós kereskedési tételek is jelentősebb árfolyamingadozást válthatnak ki. A Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap a likviditás növelése céljából 38 ezer darab részvényt készül értékesíteni, így a közkezhányad 13,3%-ra emelkedhet, de a likviditás még ezt követően is alacsony maradhat.

Technológiai, iparági kockázatok

Az IT világa egy rendkívül gyorsan fejlődő terület, mellyel az iparág szereplőinek folyamatosan lépést kell tartaniuk, különben lemaradnak az aktuális trendektől és ezáltal piacot veszítenek. Ehhez kapcsolódóan a piac folyamatos átrendeződése figyelhető meg. Szintén a technológiával összefüggő kockázatnak tekinthető, hogy a legnaprakészebb tudással rendelkező jó szakemberekből hiány van, így erős verseny mutatkozik irántuk. Magának a Gloster csoportnak is átalakulást kell végrehajtania, mely során háttér szolgáltatóból előlépve digitális ügyfélélményt nyújtó vállalattá alakul át, magasabb értéket teremtve ezáltal az ügyfelek és a részvényesek számára is.

Töredezett piacszerkezet

A hazai IT piac helyzete meglehetősen komplex. Jelen van néhány jól ismert nagyvállalat, mint a T-Systems vagy a 4iG, melyek jelentős ármeghatározó erővel bírnak. A szektor nagyobb részét azonban a százmillió és a pár milliárd forint közötti cégek alkotják, melyek közül a Gloster a nagyobbak közé tartozik. A kisebb vállalatok esetében pedig élénkebb versennyel kell szembesülni.

A társaság és üzleti tevékenységének bemutatása

Tőzsdei tőkeemelés a növekedés finanszírozása érdekében

A Gloster csoportot egy magyar magánszemély alapította 2004-ben. A cég eleinte IP telefonközpontok értékesítésével, telepítésével és ehhez kapcsolódó szolgáltatások nyújtásával foglalkozott. Azóta a társaság folyamatosan fejlődött, és mára komplex informatikai szolgáltatóvá vált.

Az infokommunikáció szerteágazó területet ölel fel

A társaság 2020-ban a további növekedés érdekében részvénytársasággá alakult és friss tőkét vont be. A cég az úgynevezett ICT (Information and Communication Technology) piacon tevékenykedik, vagyis információ és kommunikáció technológiával, röviden infokommunikációval foglalkozik.

Az ICT-n belül fontos szerepe van a valós idejű kommunikációs csatornáknak, a telekommunikációs technológiáknak (vezetékes és vezeték nélküli megoldásoknak egyaránt), a vállalati szoftvereknek, a kollaborációs szoftvereknek, adattárolásnak, valamint az audiovizuális rendszereknek egyaránt.

Az ICT területhez szerteágazó szolgáltatások tartoznak, többek között:

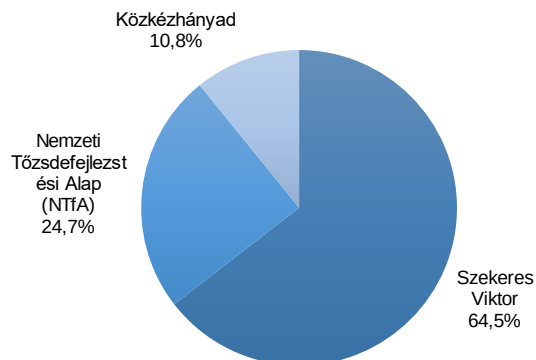
- IT infrastruktúra kialakítása
- Rendszer integráció
- IT és alkalmazás üzemeltetés
- IT outsourcing
- Szerver szolgáltatások (bérlés, hoszting, virtualizáció stb.)
- Felhő alapú adattárolás
- Felhő alapú szolgáltatások

Tulajdonosi szerkezet

Erősen koncentrált tulajdonosi szerkezet

A cégcsoport dinamikus terjeszkedik, s ehhez a tőzsdei jelenlétet választotta, amit az akvizíciók finanszírozásához is felhasznál. A cégcsoport 2020. február 1-jével zártkörű részvénytársasággá alakult, amit 2020. április 20-án egy újabb átalakulás követett, amikor a részvénytársaság nyilvánossá vált és az alapító tulajdonos 1.000.000 darab részvénye bevezetésre került a Budapesti Értéktőzsde Xtend nevű piacára. A cég ezt követően április 28. és 30. között zártkörű jegyzést keretében 2.000 forintos részvényenkénti áron 550.000 ezer új részvényt bocsátott ki 1,1 milliárd forint értékben. A tervezett 700-1000 millió forintos kibocsátást a befektetők túljegyezték, amelyből a társaság 100 millió forintot fogadott el a tervezett maximális érték felett. A részvények többségét, 382.138 darabot 764 millió forint értékben a Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap (NTfA) jegyezte le. A fentieknek megfelelően a kibocsátott törzsrészvények száma 1.550.000 darab. A kibocsátást követően a részvényesi struktúra a következőképpen néz ki.

Tulajdonosi szerkezet a 2020. április 30-i tőkeemelés után



Forrás: Gloster

2027-ig maradhat tulajdonos az NTfA

2020 végén a Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap (NTfA) közzétette a Glosterre vonatkozó exit stratégiáját. Ennek értelmében 2027. december 31-ig van lehetőség részleges exitre, melynek keretében az eredeti befektetés maximum 10%-a értékesíthető. Kedvezőnek ítélt vételi lehetőség esetén azonban legfeljebb ugyanekkora mennyiségű részvényt vásárolhat is az alap, azzal a megkötéssel, hogy a tulajdonában lévő részvényt mennyiség semmilyen időpillanatban nem lehet kevesebb, mint 343.925 darab és nem haladhatja meg a 382.138 darabot. A minimum értékesítési árnak az EUREF ráta fölött 500 bázispont évesített hozamot kell biztosítania, azzal a megkötéssel, hogy az ár nem lehet alacsonyabb a 180 napos súlyozott átlagárnál. A részvény likviditásának növelése érdekében az NTfA a közeljövőben részleges exitet hajthat végre.

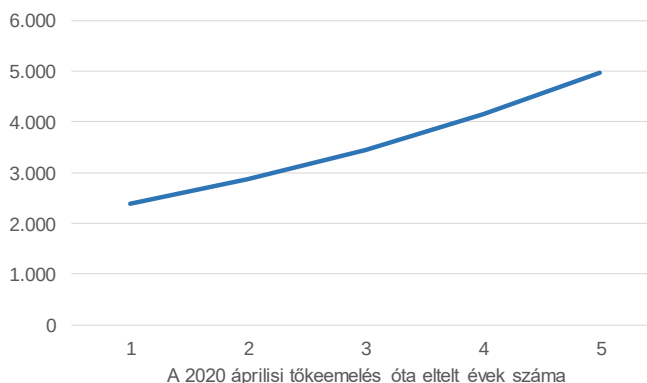
Az alap részéről a teljes exitre legkorábban a befektetést követően három évvel, vagyis legkorábban 2023 áprilisában kerülhet sor, legkésőbb 2027 végéig azonban sort kell rá keríteni. Az alap megcélzott befektetési időtávja 5 év. A kiszállásra akár több részletben is sor kerülhet, de az alap egyrészt nem értékesít a 180 napos súlyozott átlagár alatt, másrészt minimum 20%-os éves belső megtérülést (IRR-t) vár el a 2.000 forintos jegyzési árral kalkulálva.

Komoly hozamelvárások az alaptól

Éppen ezért a cég a honlapján is közzéteszi a részvények 180 napos súlyozott átlagárát: <https://gloster.hu/befektetoknek/>. A mutató jelenleg 2.985 forinton áll.

A 20 százalékos megtérüléshöz tartozó árfolyamot, az idő függvényében, feltéve, hogy osztalék nem kerül kifizetésre, a következő grafikon mutatja.

Minimum eladási szint (részvényár, forint)



Forrás: Gloster

Cél a Standard kategória

Az Xtend kategóriából a Standard kategóriába tart

A Gloster részvényei jelenleg a BÉT Xtend piacán érhetők el, ami könnyített feltételrendszert jelent a Standard kategóriához képest. A társaság célja, hogy középtávon a Standard kategória tagjává váljon, ami megítélésünk szerint reális cél.

Az alábbi táblázatban foglaltuk össze a főbb eltéréseket a két kategória között, és azt, hogy azok teljesítésével hol tart a Gloster.

	Standard kategória	Gloster jelenlegi állapot
a bevezetendő részvény sorozat árfolyamértéke	legalább 250 millió forint	kb. 5 milliárd forint
	a bevezetésre kerülő sorozat legalább 10 százaléka közkézen van	Jelenleg 10,8%, de a NTfA eladása miatt várhatóan tovább fog emelkedni
a bevezetendő részvény sorozat közkézhányada	legalább 100 millió forint árfolyamértékű részvény közkézen van	Nagyságrendileg 540 millió forint
	az értékpapír sorozat bevezetésekor legalább 100 tulajdonos tulajdonában van	a társaság tájékoztatása alapján 30-40 tulajdonos van
a működés elvárt historikája	egy teljes befejezett, auditált év	teljesítve
számviteli szabvány	IFRS	jelenleg még a magyar számviteli szabályokat alkalmazzák, de folyamatban van az IFRS bevezetése

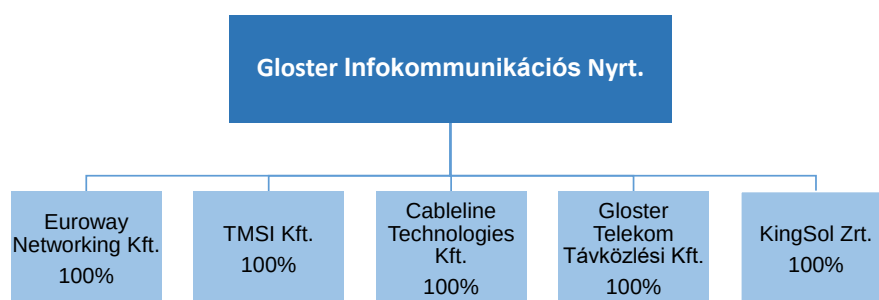
Forrás: BÉT, Gloster, Erste

A kategóriaváltás érdekében növelni kell a tulajdonosok számát és át kell térni IFRS kimutatásokra

A fenti táblázatban is látható, hogy 2 kritériumot nem tud jelenleg teljesíteni a társaság. A legalább 100 tulajdonost, ami az NTfA részleges értékesítését követően változhat. Illetve az IFRS szerinti beszámolók készítése, melyre való átállást a társaság megkezdte és a 2021-es eredményt már ennek megfelelően fogják kimutatni. Ezek alapján úgy számolunk, hogy 2022-ben körülbelül egy év múlva teljesítheti a Gloster részvény a Standard kategória követelményeit.

Cégstruktúra

A Gloster Infokommunikációs Nyrt. öt leányvállalattal rendelkezik, melyek az elmúlt években akvizíciók útján kerültek a csoporthoz. A társaság a leánycégekben 100%-os tulajdonrésszel rendelkezik, azokat teljes mértékben integrálta, eredményüket pedig konszolidálta a csoportszintű eredménybe. A legújabb akvizíció, a KingSol Zrt. 2021 elejétől kerül konszolidálásra, annak ellenére, hogy egy becsült 30 százalék körüli kisebbségi részesedés csak a jövő év során kerül ténylegesen a Gloster tulajdonába.



Forrás: Gloster

A Gloster Infokommunikációs Nyrt. látja el a központi funkciót

Az Nyrt. látja el a központi feladatokat, úgy mint HR, projekt menedzsment, pénzügy és beszerzés. Szintén ide tartozik a központi értékesítési csapat, akik a cégcsoport teljes termékpalettáját értékesítik az ügyfelek felé. A fent felsorolt feladatok központosítása jelentős szinergia hatásokat generál az akvirált, néhány fős vállalatok esetében. Az értékesítés úgynevezett egykapus rendszerben történik, vagyis minden ügyfél csak egy értékesítővel tartja a kapcsolatot, ő szolgálja ki teljes körűen az ügyfelet. Bár a központi feladatok az Nyrt.-ben összpontosulnak, de nem csak költségközpontról van szó, hiszen networking és IT szolgáltatásokat is végez a társaság az ügyfelek részére. Itt található a Gloster Managed Service Center (GMSC), amely különböző felügyeleti és hibaelhárítási szolgáltatásokat nyújt az ügyfeleknek, ezzel is jelentősen segítve a vállalatok IT rendszereinek üzemeltetését.

Euroway Networking Kft.

Az első felvásárlás

A Gloster csoport első akvizíciója. Az elsősorban hálózati kompetenciákkal rendelkező cég akvizíciójára két lépcsőben került sor. 2019 januárjában 51%-ot, majd 2020 májusában a fennmaradó részesedést is megvásárolta a Gloster.

2020-ben az Euroway 776 millió forintos árbevételen 106,6 millió forintos adózott eredményt ért el, ezzel a társaság legjelentősebb leányvállalata volt.

A Euroway Networking Kft. eredménykimutatásának főbb sorai

ezer forint	2019	2020
Értékesítés nettó árbevétele, egyéb bevétel	395.770	776.319
EBITDA	67.588	127.095
Értékcsökkenési leírás	10.773	10.945
Üzleti tevékenység eredménye	56.815	116.150
Pénzügyi műveletek eredménye	-1.272	-1.308
Adózás előtti eredmény	55.543	114.842
Adófizetési kötelezettség	20.913	8.239
Adózott eredmény	34.630	106.603

Forrás: Gloster

A Euroway Networking Kft. mérlegének főbb sorai

ezer forint	2019	2020
Befektetett eszközök	49.990	41.869
Forgóeszközök	105.875	397.207
ebből pénzeszközök	39.070	84.534
ESZKÖZÖK	156.546	446.731
Saiát tőke	51.080	157.683
Hosszú lejáratú kötelezettségek	16.102	18.688
Rövid lejáratú kötelezettségek	88.910	234.367
FORRÁSOK	156.546	446.731

Forrás: Gloster

TMSI Kft.

A kiberbiztonsági szakértő

2019 novemberében került sor a társaság megvételére. A TMSI az adatvédelem és a kiberbiztonság területén nyújt piaci szolgáltatásokat, melyek jól illeszkednek a társaság termék portfóliójába, és beleillenek a komplex szolgáltatáson és növekedésen alapuló stratégiába. A tranzakció eredményeként a két cég mostantól közösen, egy helyszínről biztosítja meglévő és leendő ügyfelei számára a hatékony és biztonságos üzleti működés informatikai feltételeit. A Gloster csoport jelentős potenciált lát a kibervédelmi szolgáltatások fejlődésében, folyamatosan fejleszteni kívánja ezen üzletágát.

A cég számos minősítéssel rendelkezik, ezek a teljesség igénye nélkül:

- Sophos Platinum Partner: szoftverek kommunikációs végpontokra, titkosításra, hálózati biztonságra, e-mail védelemre és mobiltelefonok védelmére. Egy éve a Thoma Bravo magántőke alap felvásárolta a korábban a londoni tőzsdén jegyzett céget.
- FireEye Gold Partner: a Nasdaq-on jegyzett cégnek elsősorban a kibertámadások azonosítása és az azok elleni védekezés a fő fókusz.

- Malwarebytes Gold Partner: mint a neve is mutatja, malware (vírusok, férgek, trójai lovak, kémvírusok, stb.) támadások elleni védelmet nyújt számítógépek, okostelefonok esetében.
- Silver Partner: hálózati védelem és hálózat monitoring.

A TMSI 183 millió forintos érbevételt és 10,7 millió forintos adózott eredményt ért el 2020-ban. 2019—ig a naptári és az üzleti év eltért a társaságnál. 2019-ben visszatértek a naptári évhez, ami egy rendkívüli évzárással járt, így a 2019-es üzleti év adatai valójában csak egy hónapot fednek le.

A TMSI Kft. eredménykimutatásának főbb sorai

ezer forint	2019	2020
Értékesítés nettó árbevétele, egyéb bevétel	11.135	183.663
EBITDA	1.904	11.727
Értékcsökkenési leírás	99	681
Üzleti tevékenység eredménye	1.805	11.046
Pénzügyi műveletek eredménye	-17	835
Adózás előtti eredmény	1.788	11.881
Adófizetési kötelezettség	158	1.151
Adózott eredmény	1.630	10.730

Forrás: Gloster

A TMSI Kft. mérlegének főbb sorai

ezer forint	2019	2020
Befektetett eszközök	4.557	910
Forgóeszközök	18.990	52.747
ebből pénzeszközök	2.883	7.081
ESZKÖZÖK	23.547	56.549
Saiát tőke	5.358	18
Hosszú lejáratú kötelezettségek	1.786	0
Rövid lejáratú kötelezettségek	16.403	24.441
FORRÁSOK	23.547	56.549

Forrás: Gloster

Cableline Kft.

Házon belülre kerülő kábelezési feladatok

A Gloster 2020 év elején vette meg üzleti partnerét, a Dimenzion Kft-t. A tranzakció névértéken történt, mindössze 3 millió forint értékben. Ezt követően a kábelezési tevékenységet kiszervezték a megvásárolt cégbe, és azt átnevezték Cableline Kft.-re. A társaság elsősorban ipari létesítmények gyenge- és erősáramú rendszerének kiépítésével és struktúrált kábelezésével foglalkozik. A jelentős hálózatépítési tapasztalat korábban már az anyavállalatban is megvolt, de így tovább bővült.

A Cableline Kft. a 2020-as évet 135 milliós árbevétellel és 12 milliós adózott eredménnyel zárta.

A Cableline Technologies Kft. eredménykimutatásának főbb sorai

ezer forint	2019	2020
Értékesítés nettó árbevétele, egyéb bevétel	2.831	135.093
EBITDA	-984	15.480
Értékcsökkenési leírás	0	1.032
Üzleti tevékenység eredménye	-984	14.448
Pénzügyi műveletek eredménye	0	0
Adózás előtti eredmény	-984	14.448
Adófizetési kötelezettség	5	3.273
Adózott eredmény	-989	11.175

Forrás: Gloster

A Cableline Technologies Kft. mérlegének főbb sorai

ezer forint	2019	2020
Befektetett eszközök	0	6.265
Forgóeszközök	3.760	33.345
ebből pénzeszközök	1.162	10.760
ESZKÖZÖK	3.760	39.610
Saiát tőke	3.172	14.347
Hosszú lejáratú kötelezettségek	0	0
Rövid lejáratú kötelezettségek	588	18.735
FORRÁSOK	3.760	39.610

Forrás: Gloster

Gloster Telekom Távközlési Kft.

IP telefonban is erősítettek

A Gloster 2020 októberében vette meg a Macrogate Kft-t, melynek nevét ezt követően Gloster Telekom Távközlési Kft.-re változtatták. A felvásárolt cég több mint 14 éve nyújt VOIP távközlési szolgáltatásokat, és rendelkezik az IP telefon szolgáltatás nyújtásához szükséges infrastruktúrával és hatósági engedélyekkel. A tranzakciót követően az ügyfelek kiszolgálását a Gloster Managed Service Centere látja el az IT üzletágon belül. Az akvizíció elsődleges célja, hogy a Gloster csoport ügyfeleinek kedvező percdíj IP telefon szolgáltatást, nyilvános hálózathoz hívható hazai és külföldi telefonszámokat, IP telefonközpontot, omnichannel ügyfélszolgálatot, számhordozást, hangrögzítést vagy akár zöld szám szolgáltatást tudjon nyújtani. Az IP alapú szolgáltatásokat havi díjas rendszerben nyújtja, amelyek lehetnek helyhez kötött vagy mobil megoldások. Berendezések forgalmazása és finanszírozása is a szolgáltatás része, ahogy a meglévő rendszerek racionalizálása, modernizálása is. A már korábban is meglévő kompetenciákat ebben az esetben is kiszervezték a megvásárolt vállalatba, így az akvizícióval a Gloster ilyen irányú tevékenysége tovább bővült.

KingSol Zrt.

A legújabb felvásárlás

2021 májusában jelentették be a KingSol 100-os tulajdonrészének megvásárlását, amivel Microsoft felhő alapú szolgáltatásokat nyújtó vállalat integrálódik a cégcsoportba. Ezzel új üzletágként elindul a felhő üzletág is.

A 2010-ben alapított KingSol a hazai felhő technológiai piac szakmailag elismert szereplője, a Microsoft hatszoros Gold és hétszeres Silver direkt partnere. Hazánkban egyedüli céggént rendelkezik Microsoft Windows

Virtual Desktop Advanced specializációval. A KingSol több mint tíz magasan képzett szakemberének segítségével elsősorban Microsoft alapú felhős megoldások nyújtásában és bevezetésében erős: kínálatában megtalálhatóak a Microsoft Azure, M365, Security, Modern Workplace és Power Platform, illetve Dynamics Sales megoldások.

2020-ban 640 millió forint árbevétel mellett 121 millió forint EBITDA-t ért el a társaság. A tranzakciót megelőzően a KingSol törleszti hiteleit, a további készpénz állományt pedig kifizeti a korábbi tulajdonosok számára, osztalékként

A felvásárlást modellünkben 500 millió forintos vételárat feltételezve vettük figyelembe, ami 4,1-es EV/EBITDA értékeltséget jelent. A fizetés ütemezésénél 70:30 százalékos arányt feltételeztünk a mérföldkő kifizetési struktúra miatt. Ezzel összhangban az időarányos profit 30 százalékát nem irányító részvényesekre jutó adózott eredményként vesszük figyelembe az idei évre.

A KingSol Zrt. eredménykimutatásának főbb sorai

ezer forint	2019	2020
Értékesítés nettó árbevétele, egyéb bevétel	341.023	640.492
EBITDA	59.556	121.324
Értékcsökkenési leírás	1.629	3.238
Üzleti tevékenység eredménye	57.927	118.086
Pénzügyi műveletek eredménye	-150	7.859
Adózás előtti eredmény	57.777	125.945
Adófizetési kötelezettség	4.622	3.779
Adózott eredmény	53.155	122.166

Forrás: KingSol

A KingSol Zrt. mérlegének főbb sorai

ezer forint	2019	2020
Befektetett eszközök	3.312	13.734
Forgóeszközök	161.767	345.035
ebből pénzeszközök	129.903	268.158
ESZKÖZÖK	165.079	361.036
Saiát tőke	134.064	256.229
Hosszú lejáratú kötelezettségek	0	0
Rövid lejáratú kötelezettségek	31.015	104.086
FORRÁSOK	165.079	361.036

Forrás: KingSol

A vállalat működése

Iparágtól függetlenül kiszolgáltatnak KKV ügyfeleket

A társaság célcsoportja elsősorban a KKV szektor, annak is elsősorban a felső szegmense, ami körülbelül 4.000 céget jelent. A csoport lényegében iparágtól függetlenül tud piacra lépni az ügyfelek igényeinek kielégítéséért. A központosított közbeszerzésen keresztül állami ügyfeleket is kiszolgáltatnak, de ennek aránya nem éri el a 20%-ot, és a Gloster nem is tervezi, hogy aktívabban részt vegyen a közbeszerzési piacon. A közbeszerzések esetében gyakori, hogy nem közvetlenül, hanem csak beszállítóként vesz részt, ami számára egyfajta stabilitást nyújt.

Jól hangzó referenciák

A társaság referenciái között olyan jól ismert nevek szerepelnek, mint a McDonald's, MOL, Eni, RTL Klub, Fresenius Medical Care, BioTechUSA, Electrolux, Samsung Magyarország, Mammuth bevásárlóközpont, KSH, ÁKK, MNB, Magyar Államkincstár, Colas, Swietelsky.

A társaságnak már öt üzletága van, ami a jóváhagyott növekedési stratégia alapján a közeljövőben újabbal bővíthet. Míg a múltban a társaság elsősorban a megbízható, stabil és biztonságos háttérrendszereket biztosította, az elmúlt pár évben már fokozatosan mozdultak el a magasabb hozzáadott értékkel bíró IT szolgáltatások irányába.

A vállalat bevételei három nagy csoportra oszthatók: az áruértékesítésre, a projekt alapú, eseti megbízásból származókra és a rendszeres bevételekre.

Gyakran a projekt megbízások jelentik a belépőt

Egy projekt átlagosan 2-4 hónapig tart, és egyszerre 4-8 projektet futtatnak. Arra töreksenek, hogy ha egy projekttel már sikert arattak egy partnernél, akkor az eredeti megrendelésen felül lehetőleg minél több informatikai megoldást szállítsanak és szolgáltatassanak folyamatosan.

Cél a rendszeres vagy megújuló bevételek arányának növelése

A bevételek másik csoportját a rendszeres vagy megújuló bevételek adják. Ide elsősorban IT szolgáltatások nyújtása és licencek értékesítése tartozik. A csoport nagyságrendileg 100 havidíjas szerződéssel rendelkezik. A vállalat stratégiájának része, hogy növeljék a havidíjas ügyfelek arányát, ami kiszámíthatóbb és stabilabb jövedelmet generál, mint a projekt alapú megbízások.

Jelentős szakértelem összpontosul a cégben

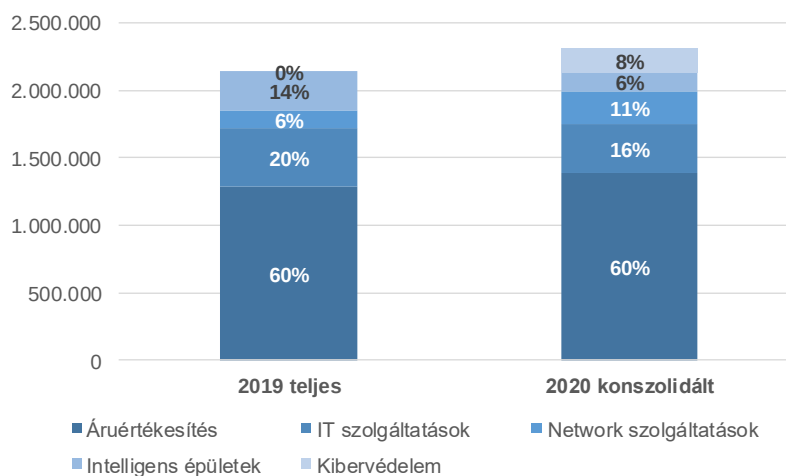
Fontos tényező, hogy az alkalmazottak jelentős része rendelkezik különféle partneri minősítésekkel. Minél magasabb ez a minősítés, annál megbízhatóbb partnernek számít. Ennek több előnye is van: (i) a partner termékének értékesítésénél nagyobb kedvezményt kap, (ii) amit részben vagy egészben tovább tud adni a megrendelőnek, s ezzel „versenyelőnyhöz jut”, (iii) a partnerek a termékeik szélesebb köréhez biztosítanak hozzáférést, ami az ügyfelek színvonalasabb kiszolgáltatását teszi lehetővé. Ugyanakkor ez azt is jelenti, hogy a munkatársaknak időről-időre meg kell újítaniuk ezeket a minősítéseket, ami tanulóssal (sok esetben munkából való kieséssel) jár együtt, s ilyen értelemben ennek megtérülő, de extra költsége van.

Az árbevétel megoszlása

Bár a társaságnak jelenleg öt üzletága van, az árbevétel bontásánál némileg más logikát követnek, és önálló tevékenységként feltüntetik az áruértékesítést is, ami több üzletághoz is, de főleg az IT szolgáltatásokhoz kapcsolódik.

A lenti ábra mutatja a társaság árbevételének megoszlását 2019-ben, illetve 2020-ban. Látható, hogy az árbevételnek stabilan a 60%-a áruértékesítésből származik.

A nettó árbevétel alakulása



Forrás: Gloster

Networking üzletág

A Networking hozza a bevétel nagyrészt

A jelenlegi csoport egyik alappillérenek tekinthető a társaság portfóliójában a 2010-es évektől jelenlévő networking, vagyis a hálózatépítéssel foglalkozó üzletág, ami mind a mai napig a legnagyobb árbevételt és bruttó profittartamot termeli meg a cégcsoporton belül.

A szolgáltatási paletta tartalmazza a hálózati rendszerintegráció minden elemét. Az üzletág elsősorban vezetékes, valamint vezeték nélküli hálózatok kiépítésével, hálózat menedzsmenttel, hálózati eszközök értékesítésével és távközlési megoldások szolgáltatásával foglalkozik. Ezek tartalmazzák a konzultációt, az auditot, a tervezést, a kivitelezést, az üzemeltetési támogatást, az oktatást és a projektvezetést is.

A növekvő és gyorsuló adatigény támogatja a növekedést

Az IDC 2019-es felmérése alapján 2023-ig 13%-os piacbővülés várható az ICT ezen területén. A növekedés elsődleges motorja az 5G és a WIFI6 szabványok elterjedése, a 4K, valamint 8K-s tartalmak megnövekedett sávszélesség igénye, a növekvő adatközponti igények, valamint az IoT terjedése, vagyis, hogy egyre több eszközt internetre, elsősorban vezeték nélküli hálózatra kötünk. Szintén a növekedést támogatja, hogy kényelmi és praktikus okokból egyre terjed a wifi hálózatok száma, melytől azonos minőséget várnak el a felhasználók, mint a vezetékes hálózatoktól. Erre az igényre alapul a társaság wifi hálózat tervezési és felmérési szolgáltatása.

Ma már a networking üzletág esetében is megjelentek a havidíj alapú megoldások. Ilyenkor a menedzselt LAN / wifi / SD-WAN hálózati szolgáltatás keretében a megrendelő havidíj fizetésével egyszeri beruházást (CAPEX) takaríthat meg. Üzleti igényének megfelelően a havidíj tartalmazza a hálózati eszközök beruházási költségét is, a szolgáltatással összefüggő feladatokat pedig a Gloster látja el.

A fő partner a Cisco

Technológiai oldalról közelítve az üzletág elsősorban Cisco, Aruba, Balabit és Fortinet eszközök értékesítését és telepítését végzi.

A szegmens a csoportszintű árbevétel 16%-át termeli meg. Ennél az üzletágnál nagy az áruértékesítés aránya is, így a külön kimutatott áruértékesítésből származó árbevétel is nagyrészt ennek a szegmensnek a tevékenységéhez kapcsolódik.

A cégstruktúra szerinti bontásban maga a Gloster anyavállalat és a két ütemben akvirált Euroway Networking Kft. is végez az üzletághoz kapcsolódó tevékenységet.

Intelligens épületek üzletág

Nem okosotthon, hanem ipari ingatlanok kábelezése

Az üzletág fizikai hálózat építési, struktúrált kábelezési (cat5, cat6, akár 10 gigabit sebességű Ethernet hálózatok) és optikai kábelezési szolgáltatásokat, valamint vagyonvédelmi rendszerek (riasztók, beletettő rendszerek) telepítését végzi ipari megrendelők számára. Vagyis az üzletág nem okosotthon szolgáltatások nyújtásával foglalkozik, hanem inkább gyenge- és erősáramú kivitelezési munkákat végez.

A járvány nem kedvezett az üzletágnak

A növekedést elsősorban az építőipar növekedése és az új épületekkel szemben támasztott egyre magasabb technológiai elvárások támogatják. A szakember hiány is pozitívan hat az üzletág megrendeléseire, ugyanis emiatt a megrendelők jobban hajlanak a munkafolyamat teljes kiszervezésére. Az elmúlt egy év járványügyi helyzete persze nem kedvezett az üzletágnak, ami azt is jelenti, hogy az élet normalizálódásával a korábbi megrendelések is élesednek, miközben számottevő új megrendelés is érkezik, érkezik.

Ez az üzletág jó példa a csoporton belüli keresztértékesítési lehetőségekre, mert a fizikai hálózat kiépítésén túlmenően a Networking üzletág a hálózatépítés komplexebb feladatait is képes ellátni.

Az üzletág a csoporton belül a legkisebb, az aggregát árbevételhez mindössze 6%-kal járul hozzá. A bruttó marzs meglehetősen magas, ugyanakkor a képet jelentősen árnyalja a nagy élőmunka igény, így üzemi szinten már alacsony marzsú tevékenységről beszélünk.

A leányvállalatok közül a Cableline végzi az üzletághoz tartozó feladatok ellátását.

IT szolgáltatások

Rendszergazdai feladatokat is átvállal az ügyfelektől

A Networking üzletág mellett ez tekinthető a cégcsoport másik alappilléreinek. Az üzletág lényegében rendszergazdai feladatokat lát el, ami magában foglalja a mérnöki tervezést, telepítést, karbantartást, privát felhő szolgáltatások nyújtását és felügyeletét is. A társaság havidíjas szolgáltatás keretében proaktív menedzselt szolgáltatásokat is nyújt.

Az üzletág által nyújtott szolgáltatások között megtalálható a felhő alapú contact center szolgáltatás, a sérülékenység vizsgálatok elvégzése, hálózat és infrastruktúra monitorozás, hálózat menedzsment, szerver virtualizációs feladatok ellátása és IP telefonszolgáltatás biztosítása is.

A Gloster Managed Service Center-ben összpontosul a szakértők kompetenciája

Ezen menedzselt szolgáltatások közös jellemzője, hogy háttérében a Gloster Managed Service Center (GMSC) áll, ami egy redundáns internettel és áramforrással ellátott, többrétegű felügyeleti szoftverekkel támogatott informatikai komplexum, ahol több szakember kompetenciája összpontosul. A központosított tevékenységnek köszönhetően a szolgáltatás könnyedén skálázható, így a méretgazdaságosságból adódó előnyök kihasználhatók. Jelenlegi felállását tekintve körülbelül 250 havidíjas ügyfél kiszolgálására alkalmas.

Automatikus működés biztosítja a proaktivitást

A szolgáltatások proaktív jellege azt jelenti, hogy a telepített ellenőrző rendszer automatikusan észleli a hibákat, és a rendellenes működésről

Az egyre komplexebb feladatok és a digitális transzformáció növekvő piacot generál

automatikusan hibajegyet állít elő, így a hiba bejelentés automatikusan, szinte azonnal megtörténik.

Az IDC 2019-es tanulmánya szerint 2023-ig 16%-os piacbővülés várható az ilyen jellegű szolgáltatások esetében. A növekedés fő motorja a vállalatoknál tapasztalt digitális transzformáció, ami növeli a professzionális IT megoldások iránti igényt. Az informatikai szolgáltatások egyre komplexebbek, egyre nehezebb az informatikai feladatokat házon belül megoldani, így a vállalatok a kiszervezés mellett dönthetnek. Az üzletág szoros kapcsolatban áll a Networking és a Kibervédelmi üzletággal is.

Ez a szegmens magas hozzáadott értékű szolgáltatásokat nyújt, ennek megfelelően magas marzsok mellett működik.

A cégstruktúra szerinti bontásban a Networking üzletághoz hasonlóan maga a Gloster anyavállalat és az Euroway Networking Kft. is végez az üzletághoz kapcsolódó tevékenységet.

Kibervédelmi üzletág

Ahogy az üzletág neve is mutatja, a szegmens kibervédelmi megoldások kereskedelmével, egyénre szabásával, IT biztonsági szolgáltatások értékesítésével és kétfaktoros hitelesítési és titkosítási megoldások nyújtásával foglalkozik.

A TMSI akvizícióval erősítették meg a biztonsági kompetenciákat

Ezek a feladatok elsősorban határ védelmet, átjáró védelmet, végpont védelmet és sérülékenységi vizsgálatokat foglalnak magukban. Csoporton belül ezek a kompetenciák a TMSI Kft. 2019 év végi akvizíciójával erősödtek meg. Ezen feladatokat elsősorban Sophos, a FireEye, a Holm Security, a Paloalto és a Balasys technológiák alkalmazásával biztosítja a társaság.

Egyre fontosabb az IT biztonság

A többi szegmenshez hasonlóan az informatika térnyerése növeli a keresletet az üzletág szolgáltatásai iránt is, ahogy az is, hogy egyre általánosabbá válnak a kibertámadások, melyek ráadásul főleg a kis és közepes méretű vállalatokat célozzák, ahol jó eséllyel sikerrel is járnak. Ez amerikai kutatások szerint az érintett vállalatok 60%-ánál fél éven belüli csődöt eredményez. Vagyis jelentős kockázati tényező, ami ellen a társaságoknak védekezniük kell. Így nem meglepő, hogy még az informatikán belül is egy kimondottan gyorsan bővülő területről beszélünk, az IDC kutatása szerint 2023-ig 25%-os piaci bővülés várható. A keresztértékesítési lehetőségek itt is megjelennek csoporton belül, főként az IT szolgáltatások szegmens ügyfelei felé.

Bár a csoporton belül meglehetősen szerény, 8%-os az üzletág aránya az árbevételben, viszont ehhez magas jövedelmezőség társul.

A Gloster csoporton belül elsősorban a TMSI-ben összpontosulnak az IT biztonsági kompetenciák.

Felhő üzletág

A felhő az informatika jövője

A Gloster csoport által kommunikált akvizíciós stratégiának megfelelően május elején jelentették be, hogy a KingSol Zrt. felvásárlásával erős felhő alapú kompetenciák kerültek a céghez, és ezzel egyúttal elindítják a felhő alapú üzletágat is.

Az üzletág elsősorban Microsoft 365 és Microsoft Azure licencek értékesítését és támogatását "kezdté" meg. Mivel a licencek évente megújítandók, így elsősorban a rendszeres/megújuló szolgáltatások árbevételét befolyásolja pozitívan az üzletág elindítása.

Évi 15-20%-os piacbővülés várható

A felhő alapú szolgáltatások számos előnye közül a legszembetűnőbb a földi IT infrastruktúra hiánya, melyből adódóan távolról is szabad elérést biztosít a vállalati informatikai rendszerhez. Segít, hogy még jobban előtérbe kerüljön a fogyasztói élmény. Gazdasági oldalról erős érv mellette a mérethatékonyság és a rugalmasság. Technológiaiilag számos más informatikai megoldás épül a felhő alapú működésre, például a mesterséges intelligencia vagy a big data. Még az IT-n belül is kiemelkedő növekedést tud felmutatni, az IDC felmérése szerint évi 15-20%-os bővülés várható a szegmenstől.

Alacsony a hazai penetráció

A McKinsey 2019-es elemzése szerint Magyarországon mindössze 11% azon 10 főnél több alkalmazottat foglalkoztató vállalatok aránya, melyek alkalmaztak valamilyen felhő alapú megoldást. Ez jelentős lemaradást jelent a 18%-os EU átlagtól és főleg az élen járó Észtországtól, ahol ez az arány 26%.

Üzleti szoftverek üzletág

Nyitnak a komplexebb informatikai problémák felé is

A vállalat stratégiája alapján 2022-től további előrelépés történhet az értékláncban, és a Gloster az üzleti szoftverek fejlesztése terén is megjelenhet. Az ehhez szükséges kompetenciákat ezúttal is felvásárlás útján vonnák be a társaságba. Ezt követően még komplexebb informatikai problémákra lenne képes megoldást szállítani az ügyfeleknek a csoport. Az üzletág tevékenysége elsősorban üzleti szoftverek implementálását és egyéni igényekre szabását fedné le, nem teljesen önálló szoftverek fejlesztésbe fogna a társaság. Az IDC 2019 és 2023 között 18%-os piacbővülést vár az üzletágtól.

Business-to-Business megoldásokkal is megjelenhetnek

A távlati tervek között szerepel, hogy saját fejlesztésű B2B (Business-to-Business) megoldásokkal is megjelenjen a társaság, melyhez kedvező kiindulási alapot szolgáltathat ez az üzletág.

Akvizíciós stratégia

A középtávú cél a 4-5 milliárd forintos árbevétel és az 1 milliárd körüli EBITDA

A Gloster csoport növekedési stratégiája nem kizárólag, de jelentős mértékben az akvizíciós lehetőségek kiaknázására épül, ami gyors növekedést tesz lehetővé. A meglévő készpénz állományra és a kedvező kondíciójú hitelvelvételi lehetőségekre alapozva a következő pár évben terveik szerint akár 2,5 milliárd forintot is fordíthatnak akvizíciókra. A cég középtávú célja, hogy néhány éven belül — elsősorban az akvizíciók révén — egy 50-100 főt foglalkoztató, évi 4-5 milliárd forintos árbevételű, és 1 milliárd forint körüli EBITDA-t termelő céggé váljon.

Az akvizíciós stratégia keretében elsősorban hazai tulajdonú, kis és közepes informatikai vállalatokat keresnek, melyek jól integrálhatók a csoport működésébe.

A profilba jól illő magyar informatikai KKV-ket vásárolnának

A felvásárolni kívánt cégek főbb jellemzői:

- árbevétele kb. 300 és 2500 millió forint között van,
- eredménye kb. 100 és 500 millió forint között van,
- a meghatározó tulajdonos 40 év feletti, aki néhány éven belül szeretne kiszállni a napi tevékenységből,
- van olyan gyártói, szakmai minősítése, amivel a Gloster csoport még nem rendelkezik,
- nincs profi értékesítési csapata, és legfeljebb közepes színvonalú az adminisztrációja,
- szolgáltatás fókuszú, kevés ügyfele van, akiknek hosszú ideje sok informatikai szolgáltatást nyújtanak; vagy hálózati informatikával foglalkozik, ahol a párhuzamosságok felszámolása a vonzó; esetleg a vállalati informatika olyan területével foglalkozik, amivel a Gloster nem, így a keresztértékesítési lehetőségek a vonzók.

Alacsony értékeltségen próbálnak vásárolni

A felvásárlások esetében általában 2-3x EBITDA szorzó elérésére törekszik a csoport, de nagyobb cégek esetén valószínűnek tűnik az ennél magasabb értékeltség. Nem elvárás, de jellemző, hogy az akvizált cégek nem rendelkeznek jelentősebb hitelállománnyal.

Felhő alapú és üzleti szoftverekkel foglalkozó IT cégekre fókuszálnak

A közeljövőben elsősorban felhő alapú szolgáltatásokkal, illetve üzleti szoftverekkel foglalkozó vállalatok megvétele várható. A Gloster jelenleg is tárgyalásokat folytat akvizíciós lehetőségekről. Középtávon is több konkrét felvásárlási célpontot azonosítottak, és több céggel is tárgyalnak a felvásárlásról, a folyamat 1-2 évet vehet igénybe.

Mérföldkő kifizetésekkel mérséklék a kockázatokat

A felvásárlások jelentette kockázatokat mérföldkövekhez kötött kifizetések alkalmazásával igyekeznek csökkenteni. Ezek egyaránt kapcsolódhatnak pénzügyi teljesítménycélokhoz, ahogy vevők, vagy munkavállalók megtartásához is. Az eddig végrehajtott felvásárlások esetében üzleti stabilitást tapasztalt a Gloster csoport, mind a vásárlók, mind a munkavállalók részéről kicsi volt a lemorzsolódás.

A felvásárlások gyorsan realizálható szinergiákat teremtenek

Az akvizíciók gyorsan realizálható szinergia lehetőségeket rejtenek. A különböző profilú informatikai vállalatok keresztértékesítési lehetőséget jelentenek, hiszen az ügyfél igények szélesebb körét fogja tudni lefedni a csoport. Költség oldalon pedig a központi funkciók, az értékesítés központosításával csökkenthetők a kiadások.

A felvásárlásokkal új kompetenciákra is szert tesznek

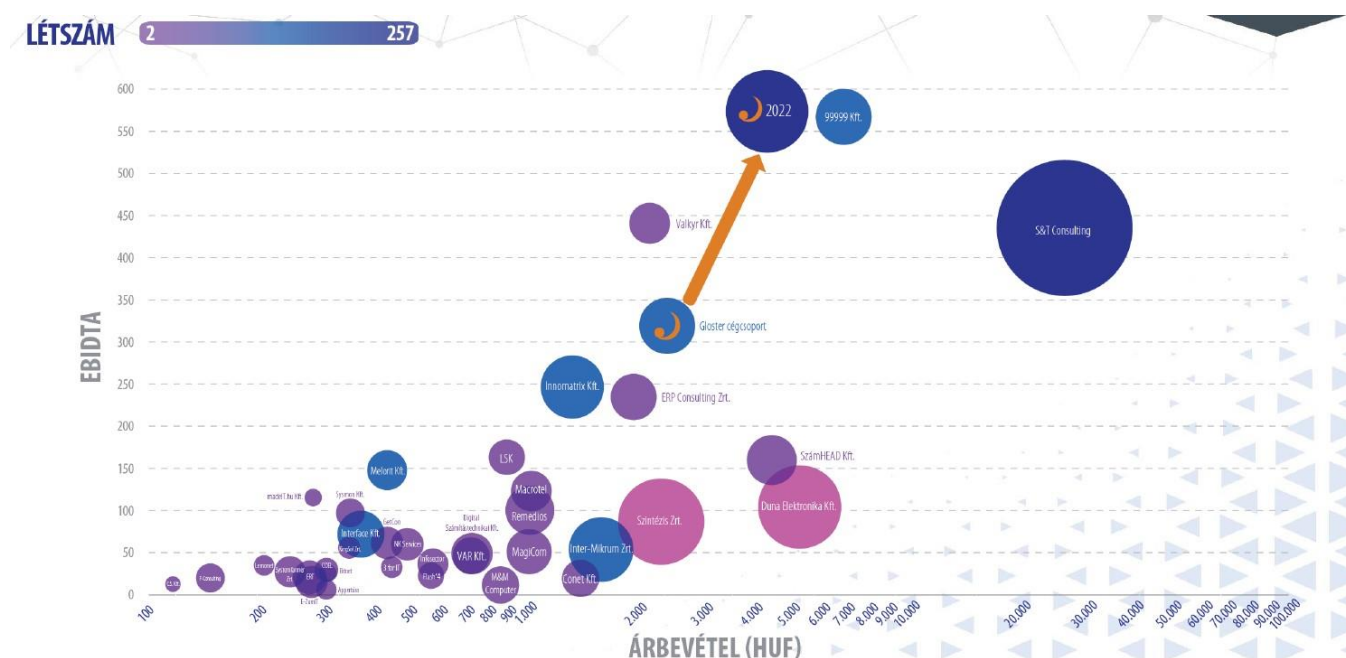
A felvásárlásokkal új ügyfeleket és új kompetenciákat képes a csoport bevonni. Az új akvizíciók egyúttal további elmozdulást jelentenek a

szoftverek felé, mely szegmensben nagyobb a növekedési potenciál, és a nagyobb hozzáadott értéknek köszönhetően jellemzően a marzsok is magasabbak.

Az ICT piac

Az ICT (Information and Communication Technology) vagyis infókommunikáció egy gyorsan fejlődő, és csak részben körülhatárolható piac. Ráadásul a számos nagyobb cég mellett még több a kisebb — a néhány, vagy néhányszor tíz főt foglalkoztató — cégek száma. Éppen ezért az előrejelzések vagy a piac méretére vonatkozó becslések is komoly szórást mutathatnak.

A Gloster helye a hazai IT piacon 2020-2023 ban



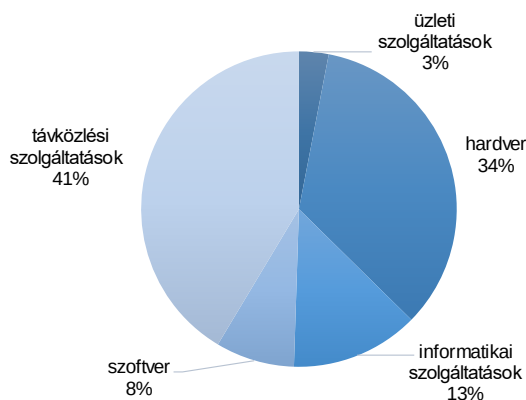
Megjegyzés: Az ábra nem tartalmazza a legnagyobb méretű versenytársakat, pl. T-Systems, 4iG, Invitech

Forrás: Gloster

A magyar ICT piac mérete 2.000 milliárd forint körül lehet

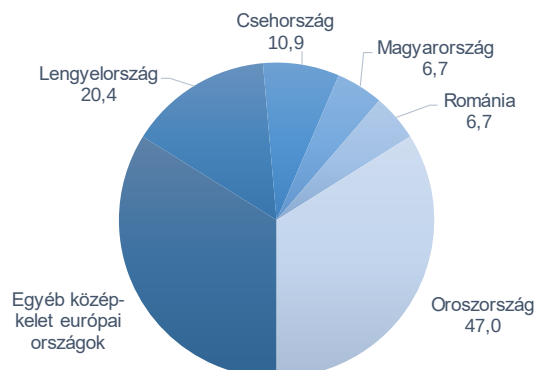
A régióban az információ technológiai költsékek 140 milliárd dollár körül alakulhatnak. A legnagyobb piac Oroszország 47 milliárd dollárral, ha viszont a közép-kelet-európai régióra koncentrálunk, akkor azt láthatjuk, hogy 20,4 milliárd dollárral Lengyelország viszi a prímét. A magyarhoz hasonló méretű, de fejlettebb cseh piac mérete 10,9 milliárd dollárra rüg, míg a magyarországi piac mérete 6,7 milliárd dollár körül alakult a járvány előtt, 2019-ben. A járvány nagy valószínűséggel érdemi löketet adott a piacnak, hiszen aki tehetette, átállt a digitális platformra, és ez a felgyorsult fejlődés valószínűleg nem áll meg a járvány elmúltával sem.

Az ICT költségek megoszlása



Forrás: IDC

Az ICT termékekre és szolgáltatásokra költött összeg (milliárd dollár)



Általában megállapítható, hogy az ICT piac legnagyobb szereplői a telekommunikációs cégek, amelyek átlagosan 41 százalékot hasítanak ki a tortából. A hardver értékesítés a 34 százalékos részesedésével a második legnagyobb részt adja az IDC gyűjtése szerint. A piac méret szerinti eloszlást a fenti ábrán láthatjuk.

A piac közel felét a pénzügyi intézetek és távközlési cégek adják

Az üzleti szektorban elsősorban a pénzügyi intézetek, a távközlési cégek és a gyártó fordít ICT kiadásokra, ami a torta mintegy 48 százalékát fedi le. A Gloster megrendelői részben ezekből a szektorokból, részben pedig az iparból és kereskedelemről kerülnek ki. Kormányzati megrendelés alapvetően csak közvetetten, alvállalkozóként jelenik meg a tevékenységben. A piac 2019-ben 4 százalékkal bővült, és elmondható, hogy a bővülés üteme nagy valószínűséggel hosszútávon is 1-2 százalékponttal meg fogja haladni az infláció mértékét.

A Gloster B2B üzleti szolgáltató

A piacot alapvetően üzleti és lakossági szegmensre lehet bontani. Az utóbbiban a Gloster nem kíván megjelenni, üzleti partnerei tehát más vállalkozások. Ezen belül is elsősorban az IT megoldásokra fókuszál, de történelmi hagyományok miatt a Gloster Telekom Távközlési Kft. internet alapú távközlési megoldásokat is kínál az ügyfelek számára.

A Gloster jelenléte az infokommunikációs piac szegmenseiben

		Gloster
Üzleti szegmens vállalatok és intézmények	Helyhez kötött távközlési szolgáltatások	nem
	Mobiltávközlési szolgáltatások	nem
	Távközlési bundling, konvergencia, hajtóerők	igen
	IT infrastruktúra, megoldások	igen
	IT-szolgáltatások	igen
	Digitális transzformáció	igen
Lakossági szegmens háztartások és egyének	Infokommunikáció a háztartások szintjén	nem
	Infokommunikáció az egyének szintjén	nem

Forrás: Magyar Infokommunikációs Jelentés, Erste

2020-ban a Gloster az év legsikeresebb ICT cége

Az ITBUSINESS szakmai folyóirat tavaly ötödszörre rendezte meg az ICT cégek versenyét, s a „Az év legsikeresebb ICT-cége 2020” díjat a Gloster nyerte számos neves szereplő előtt. A teljeség igénye nélkül felsorolunk néhányat: 4iG, Cisco Systems Magyarország, Almotive Hungary, T-Systems Magyarország, Vodafone Magyarország, Kulcs-Soft, Telenor Magyarország, Magyar Telekom, Ericsson Magyarország, Nexon, Dell, SAP Hungary, Google Magyarország, Microsoft Magyarország, IBM Magyarország. Ugyanezen a versenyen az év munkáltatója a szintén a BÉT-en jegyzett Kulcs-Soft lett.

A szolgáltatások a hardver kárára törnek előre

Jelenleg számos nagy trendet lehet azonosítani az ICT piacon, amelyek nem most kezdődtek. Van, ami még gyerekcipőben jár, van, amelyik már érettebb fázisba lépett, és van olyan is, ami évek óta fejlődik. Az IT biztonság már számos lépcsőn van túl, de a rendszerek komplexitása miatt egyre fontosabbá válik, miközben egyre inkább előtérbe kerül a konnektivitás, ami az API-re (Application Programming Interface) épül, s ez nyilván szorosan összefügg a kiberbiztonsági kérdésekkel is. Gondoljunk csak a fintech cégekre, de lehetne folytatni a sort. Ma már sok cég kiszervezi az IT eszközeinek üzemeltetését, monitorozását, s már havidíjas megoldások is vannak erre. Hazánkban is egyre inkább terjednek a felhőalapú megoldások. Számos cég először saját felhőt épít, vagy már rögtön nagyobb lépés és egy külső felhőszolgáltatóval oldja meg az adattárolási problémáit. Maga az adatkezelés már eddig is fontos volt, de mivel az adat mennyiség exponenciálisan növekszik, ezért a jövőben még fontosabbá válik. Az alábbi táblázatokból is jól látszik, hogy a nagy tanácsadó cégek, vagy éppen az ITBUSINESS 2019-es díjazottjai szerint más és más a prioritás, ami nyilván a tevékenységüknek vagy épp a kompetenciájuknak megfelelő. Ugyanakkor van számos visszatérő elem, amiben a Gloster vagy már most szerepet játszik, vagy éppen a piacra való „betörést” fontolgatja, akvizíciókon keresztül.

Az öt legfontosabb IT-trend 2021-ben a neves tanácsadó cégek szerint

	KPMG Hungary	IDC Magyarország	Deloitte	McKinsey Digital
1.	IaaS	Multicloud	Alaprendszer modernizáció	Konnektivitás
2.	SaaS	Data menedzsment	Adatelemzés	Kollaboráció és ökoszisztéma
3.	Automatizáció, RPA	IT biztonság	Cloud	Kiberbiztonság
4.	Machine learning és AI	Future of work	Mesterséges intelligencia	Automatizáció, robotika, RPA
5.	IoT	Software defined everything	IoT, 5G	Munkaerő

Forrás: IT Business

Meghatározó B2B ICT-trendek 2021-re
Az ITB „Az év legsikeresebb ICT-cége” Top 52-es listájának 2019-es
helyezettjei szerint

Cégnév	Technológia
4iG 1. helyezett	1. Digitalizáció, a digitális transzformáció 2. IT, adat- és működésbiztonság 3. Úrtechnológia 4. Mesterséges Intelligencia 5. Robotizáció
Vodafone 2. helyezett	1. 5G – Ipar 4.0 2. NB IoT 3. IoT a covid kapcsán 4. Felhőszolgáltatások 5. Mesterséges Intelligencia
Autsoft 3. helyezett	1. Nagyvállalati cloud migráció 2. IT biztonság 3. Videós képfeldolgozás valós időben 4. Prediktív analitika/prediktív maintainanc 5. Legacy mobilalkalmazások cseréje
Magyar Telekom 5. helyezett	1. 5G technológia 2. Adatgazdálkodás 3. Felhőszolgáltatások 4. Mesterséges Intelligencia 5. IT-biztonság

Forrás: IT Business

A 2020-as év pénzügyi eredményei

Nincs nagy különbség a teljes és a konszolidált eredmény között

A 2020-ban végbement cégjogi átalakulási lépések és az eredmények összehasonlíthatósága miatt a társaság 2019 teljes időszak, 2020 konszolidált és 2020 teljes eredményt is közzétett. A 2019 teljes eredményben a Gloster anyavállalat és az Euroway Networking Kft. eredménye szerepel. A 2020 teljes és a 2020 konszolidált eredmény közti különbség, hogy a Gloster Infokommunikációs Nyrt. 2020 januári eredményét nem tartalmazza a konszolidált beszámoló az átalakulás miatt, az csak a teljes kimutatásban jelenik meg. Ez azonban nem okoz jelentős eltérést, hiszen a január szezonálisan gyenge hónap. A leányvállalatok teljes 2020-as teljesítménye megjelenik a konszolidált és a teljes kimutatásban is. Elemzésünkben, ha külön nem jelöltük, akkor a 2020-as konszolidált eredménykimutatást használtuk.

A teljes és a konszolidált eredmény összehasonlítása

ezer forint	2019 teljes	2020 konszolidált	2020 teljes	változás a konszolidált eredményben
Értékesítés nettó árbevétele	2.138.790	2.311.439	2.343.767	172.649
Egyéb bevételek	79.312	74.127	80.534	-5.185
Anyagjellegű ráfordítások	1.594.222	1.666.783	1.690.551	72.561
Személy jellegű ráfordítások	238.554	327.358	344.018	88.804
Egyéb ráfordítások	28.700	30.290	30.698	1.590
EBITDA	356.626	361.135	359.034	4.509
Értékcsökkenési ráfordítások	171.145	181.386	194.214	10.241
Üzemi tevékenység eredménye	185.481	179.749	164.820	-5.732
Pénzügyiműveletek eredménye	-926	-899	2.417	27
Adózás előtti eredmény	184.555	178.850	167.237	-5.705
adófizetési kötelezettség	20.913	16.190	16.190	-4.723
Adózott eredmény	163.642	162.660	151.047	-982

Forrás: Gloster

Növekedés a járvány árnyékában

A 2020-as csoportszintű konszolidált árbevétel 8%-kal haladta meg a 2019-es szintet. E mögött kettős hatások érvényesültek. Egyrészt a társaság akvizíciói, elsősorban a kibervédelmi üzletág konszolidálása növelte a csoportszintű árbevételt. Másrészt viszont a Covid járványhelyzet több szegmensre is negatívan hatott. Ez elsősorban az intelligens épületek üzletágnál volt érezhető, ahol lényegében lefeleződött az árbevétel. Az IT szolgáltatások bevételei is visszaestek a vállalatok alacsonyabb beruházási kedve miatt, illetve azért, mert az IT-n belül elsősorban felhő alapú megoldásokat keresték, amit a csoport még nem tudott kiszolgálni. Ugyanakkor a bizonytalan gazdasági környezet a menedzsment megítélése szerint kivárássra készítette a vállalatokat, míg 2021-ben a gazdaság normalizálódásával erős felpattanás következhet majd a társaság piacain.

A nettó árbevétel megoszlása

ezer forint	2019 teljes	2020 konszolidált	2020 teljes
Áruértékesítés	1.286.020	1.384.920	1.403.060
IT szolgáltatások	428.110	359.420	373.600
Network szolgáltatások	131.540	249.070	249.070
Intelligens épületek	293.120	135.090	135.090
Kibervédelem	0	182.940	182.940
Összesen	2.138.790	2.311.440	2.343.760

Forrás: Gloster

Növekvő árbevétel ellenére stagnáló eredmény

2020-ban az árbevétel 173 millió forinttal bővült, míg az EBITDA csak 5 millió forinttal emelkedett, az adózott eredmény pedig 1 millió forinttal visszaesett. A profitmarzs szűkülés hátterében a személyi jellegű kiadások mintegy 100 millió forintos növekedése áll, a végrehajtott akvizíciókkal és az nyrt-vé válás miatti adminisztrációs és központi teher növekedésével összhangban. A csoport alkalmazotti létszáma 30-ról 53 főre bővült, mely növekedés adta lehetőségeket a Covid járvány negatív hatásai miatt nem sikerült maradéktalanul realizálni a 2020-as üzleti évben.

A tavalyi év elmaradt a tervtől

Árbevétel tekintetében a terv 88%-át, EBITDA vonatkozásában pedig 85%-át sikerült teljesíteni. Ennek hátterében a járvány bevételekre gyakorolt negatív hatása áll. Ahogy az imént már bemutattuk, az építőipar lassulása miatt különösképpen az intelligens épületek üzletág esett vissza év/év alapon. Ugyanakkor a tavalyi évben „elmaradt” üzletek nem vesztek el. Jelentős rendelésállománnyal fordult a cég az idei évre, ami segíti az idei évi teljesítményt.

2020-as eredmény és tervszámok

ezer forint	2020 teljes tény	2020 terv	eltérés a tervtől	terv teljesülés
Árbevétel	2.343.767	2.650.000	-306.233	88%
EBITDA	359.034	420.000	-60.966	85%

Forrás: Gloster

Továbbra is nettó készpénz pozícióval rendelkezik

A társaság rendkívül erős mérleggel zárt a 2020-as évet, hiszen az adósságot is figyelembe vevő nettó készpénzállomány számításaink szerint 520 millió forintos nettó készpénz többletet mutat. A mérlegben lévő készpénz és készpénz egyenértékesek összege pedig 870 millió forint.

Pénzügyi előrejelzések

Előrejelzés két modellben

A pénzügyi előrejelzéshez és az értékeléshez is két különböző modellt készítettünk. Az egyik az úgynevezett alap modell, ami csak visszafogott akvizíciót tartalmaz, így a 2022-es EBITDA előrejelzésünk is a menedzsment várakozás alsó feléhez van közel. Ebben a scenárióban a 2023-as év elején zárulnak le az akvizíciók, ezt követően pedig organikusan növekszik tovább a társaság. 2023-ban 732 millió forintos EBITDA-t és 513 millió adózott eredményt érhet el a cégcsoport.

Eredménykimutatás alap modell

ezer forint	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Értékesítés nettó árbevétele	1.530.470	2.138.790	2.311.439	3.721.431	3.810.594	4.735.552	5.075.362	5.449.644
Összes bevétel	1.642.493	2.218.102	2.385.566	3.807.540	3.890.443	4.815.580	5.157.357	5.530.268
Anyagjellegű ráfordítások	1.126.850	1.594.222	1.666.783	2.544.186	2.566.139	3.145.198	3.325.563	3.509.619
Személyi jellegű ráfordítások	167.437	238.554	327.358	631.275	684.221	868.043	947.198	1.048.557
Egyéb ráfordítások	25.515	28.700	30.290	48.767	49.935	62.056	66.509	71.414
EBITDA	322.691	356.626	361.135	583.312	590.148	740.283	818.087	900.678
Értékcsökkenési leírás	135.366	171.145	181.386	146.182	127.492	150.878	205.807	211.396
Üzleti tevékenység eredménye	187.325	185.481	179.749	437.130	462.656	589.405	612.280	689.282
Pénzügyi műveletek bevételei	16.979	18.535	17.899	760	817	991	1.101	1.285
Pénzügyi műveletek ráfordításai	18.146	19.461	18.798	9.868	12.868	18.446	23.259	22.204
Pénzügyi műveletek eredménye	-1.167	-926	-899	-9.108	-12.051	-17.455	-22.158	-20.919
Adózás előtti eredmény	186.158	184.555	178.850	428.022	450.605	571.950	590.122	668.363
Adófizetési kötelezettség	0	20.913	16.190	25.681	40.554	51.476	53.111	60.153
A Társaság részesvényeseire jutó er	186.158	163.642	162.660	369.580	410.051	520.475	537.011	608.210
Osztalékelőleg	0	0	0	0	0	260.237	268.505	304.105
EPS	186	164	105	238	265	336	346	392

Forrás: Gloster, Erste

Gyorsított akvizíció esetén 2023-ig akár háromszorosára is nőhet az eredmény

Készítettünk egy második, gyorsított akvizíciós modellt is annak szemléltetésére, hogy hogyan változna a társaság eredménye, ha az alap modellhez képest több akvizíciót, és azokat időben hamarabb sikerülne megvalósítani. Ebben a modellben 2 milliárd forint értékű cégvásárlással számolunk 2022 végéig, így 2023 lehetne az első olyan év, amikor már a felvásárlások teljes pozitív hatása megjelenik. Ebben az optimista modellben 2021-ben és 2022-ben is a menedzsment üzleti tervében levő várakozási sáv teteje adódott az EBITDA-ra. A társaság 2020-hoz képest 2023-ra triplázna EBITDA szinten, így akár az évi 1 milliárd forintos EBITDA elérése sem tűnik lehetetlennek. A jelentős akvizíciók amortizáció növelő hatása miatt azonban az adózott eredmény 2023-ban még nem lenne magasabb az alap modellben szereplőnél, de az az utáni években fokozatosan nőne a különbség a két modell által számított adózott eredmény között.

Eredménykimutatás akvizíciós modell

ezer forint	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Értékesítés nettó árbevétele	1.530.470	2.138.790	2.311.439	3.721.431	4.143.927	5.601.973	6.084.206	6.651.732
Összes bevétel	1.642.493	2.218.102	2.385.566	3.807.540	4.223.777	5.682.001	6.166.201	6.732.356
Anyagjellegű ráfordítások	1.126.850	1.594.222	1.666.783	2.544.186	2.742.470	3.551.928	3.804.166	4.085.162
Személyi jellegű ráfordítások	167.437	238.554	327.358	631.275	759.318	1.039.932	1.150.801	1.285.622
Egyéb ráfordítások	25.515	28.700	30.290	48.767	54.304	73.410	79.730	87.167
EBITDA	322.691	356.626	361.135	583.312	667.684	1.016.731	1.131.504	1.274.405
Értéksökkenési leírás	135.366	171.145	181.386	146.182	189.992	354.003	348.664	354.254
Üzleti tevékenység eredménye	187.325	185.481	179.749	437.130	477.693	662.729	782.840	920.151
Pénzügyi műveletek bevételei	16.979	18.535	17.899	773	443	305	410	484
Pénzügyi műveletek ráfordításai	18.146	19.461	18.798	10.141	27.582	42.371	39.347	34.093
Pénzügyi műveletek eredménve	-1.167	-926	-899	-9.368	-27.139	-42.066	-38.937	-33.609
Adózás előtti eredmény	186.158	184.555	178.850	427.762	450.553	620.662	743.903	886.542
Adófizetési kötelezettség	0	20.913	16.190	25.666	40.550	55.860	66.951	79.789
A Társaság részvényeseire jutó er	186.158	163.642	162.660	369.336	410.003	564.803	676.952	806.754
Osztalékelőleg	0	0	0	0	0	282.401	338.476	403.377
EPS	186	165	106	261	267	368	441	525

Forrás: Gloster, Erste

Akvizíciós feltételezések

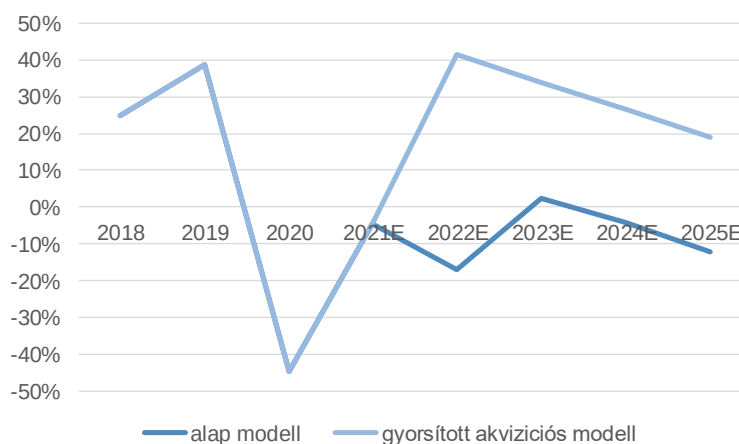
Alap modell esetén nettó készpénz pozícióban maradhat a Gloster

Az alap modellbe is beépítettünk egy további akvizíciót, hiszen a társaság már előrehaladott tárgyalásokat folytat cégfelvásárlásokról, és az igazgatóság is elfogadta az akvizíciós stratégiát. A Gloster csoport olyan cégeket vehet, amelyek új üzletágak megjelenését hozhatják, és amelyek a szolgáltatások felé történő további elmozdulást jelentenek, egyúttal magasabb EBITDA marzssal is rendelkeznek. Ennél a modellnél 2023 év elején számoltunk egy további akvizícióval, 750 millió forint értékben, amiből 150 millió forint körüli EBITDA növekedésre számítunk. Ennél a scenáriónál az akvizíciók finanszírozásánál 60%-os hitel arányt vettünk figyelembe, mivel azonban a felvásárlások viszonylag lassan zajlanak, és a cég 2020 végén 780 millió forint készpénz állománnyal rendelkezett, így a nettó eladósodottság negatív marad, azaz a Gloster nettó készpénzzel fog rendelkezni az előrejelzési időszakban. A modell számításokat elvégeztük hitel felvétel mellőzése mellett is, s azt találtuk, hogy a felvásárlásokat önerőből, további hitel bevonása nélkül is képes lenne megvalósítani.

2,5 milliárd forintot is fordíthat felvásárlásokra

A gyorsított akvizíciós modellben csaknem háromszor ekkora, összesen 2 milliárd forint értékű akvizícióval számolunk, ami 400 millió forintos növekedést adhat az EBITDA-hoz. Ráadásul ebben a scenárióban egy sokkal szorosabb menetrendben valósulnának meg a tranzakciók. Jövő év elején következne egy 500 milliós, 2022 végén pedig egy jelentősebb, 1,5 milliárdos, melynek pozitív eredményhatása 2023-tól jelentkezne. Az alap modellhez hasonlóan itt is 5-ös EV/EBITDA mutatószámra megvalósuló felvásárlásokkal kalkuláltunk. Ebben a scenárióban az önrész 35% lenne, míg a maradékot hitelből finanszírozná a társaság. A saját tőke aránya 2022-ben egészen 56%-ra süllyedne, hogy onnan fokozatosan emelkedjen a következő években. A nagyobb eladósodottság miatt növekvő hitel kamatokat tételeztünk fel az alap modellben használt 2,5% helyett. A hitel jelentős növekedését követően 4,0%-os hitelkammattal számoltunk.

**Nettó eladósodottság %-ban
nettó adósság / (nettó adósság + tőke)**



Forrás: Gloster, Erste

**Konzervatív árazás a
felvásárlásoknál**

Az akvizíciók tekintetében konzervatív, 5-ös EV/EBITDA vételárral számoltunk, s azzal a feltételezéssel éltünk, hogy a kiszemelt társaság nem rendelkezik számottevő hitel- és/vagy készpénzállománnyal. A Gloster alapvetően ennél jóval alacsonyabb árazás mellett tervez vásárlásokat, amelyekről csak abban az esetben tér el, ha a felvásárlás által létrejött új kombináció olyan jelentős szinergiákat tartalmaz, aminek köszönhetően a „nettó” EV/EBITDA ráta, azaz az előnyökkel módosított árazás 3-4 körüli értéknek adódik.

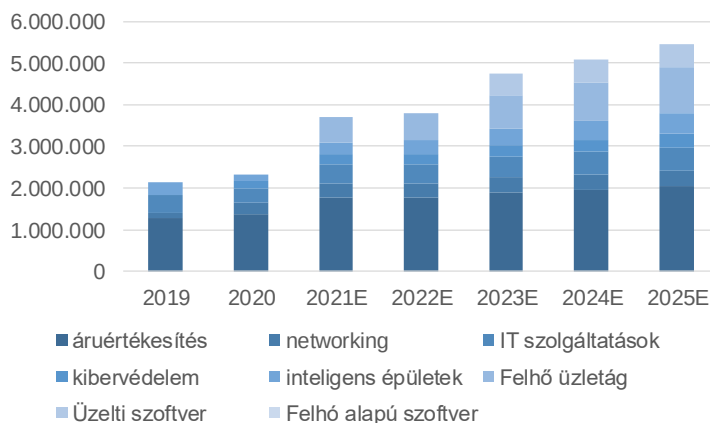
Szegmensek növekedése

Kiemelkedően jó lehet az idei év

Az organikus növekedés szempontjából nem tettünk jelentős különbséget a két modell között. Az idei évet rendkívüli időszaknak tekintjük a növekedés szempontjából, mivel tavalyról jelentős, mintegy 300-400 millió forintnyi rendelésállomány húzódott át az idei évre. A szegmensek többségénél 30%-os növekedést tételeztünk fel a Covid által sújtott tavalyi évet követően, ez alól az intelligens épületek szegmens a kivétel, melyet a tavalyi év sokkal jobban megviselt, így itt idén az árbevétel duplázódására számítunk.

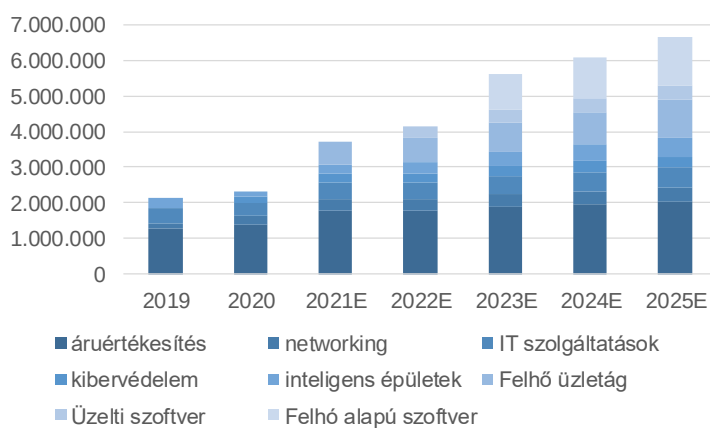
A többi szegmens esetében az IDC piackutatását vettük alapul. 2022-re visszafogott növekedéssel számolunk, ugyanis az országgyűlési választások évében jellemzően nagyobb a beruházások körüli bizonytalanság, még akkor is, ha a társaság nem függ közvetlenül az állami beruházásoktól. A jelenleg alaptevékenységnek számító networking, IT szolgáltatások és kibervédelem tekintetében 4% és 7,5% közötti éves átlagos növekedést tételeztünk fel 2022 és 2025 között. Az intelligens épületek a felhő alapú szolgáltatásokhoz hasonlóan 17,5%-os éves növekedést érhetnek el. Az üzleti szoftverek fejlesztésének növekedési üteme 7% körül lehet, ahogy a kibervédelemé is.

Az árbevétel alakulása az alap modell esetében (ezer forint)



Forrás: Gloster, Erste

Az árbevétel alakulása az akvizíciós modell esetében (ezer forint)



Forrás: Gloster, Erste

Értékelés

DCF értékelés

Az Erste 12 hónapos célára a Gloster részvényekre 4.135 forint
Ajánlásunk: vétel

A 2025-ig kidogozott részletes modell alapján DCF értékelést végeztünk. Ez alapján azt találtuk, hogy a cég egy részvényének fair értéke az alap modell esetén (amelyben csak egy további akvizícióval kalkuláltunk) 4.405 forint, míg a gyorsított akvizíciós modellre vonatkozó DCF számítás alapján 5.350 forint. A beruházások megvalósulásának konzervatív módon 20 százalékos valószínűséget adtunk, míg az alap modellt 80 százalékos súllyal figyelembe véve, 10%-os likviditási diszkont alkalmazásával a DCF alapján meghatározott célár 4.135 forint lett. Ajánlásunk vétel.

Célár számítás

	érték	valószínűség
alap scenárió	4.405	80%
gyorsított akvizíciós modell	5.350	20%
fair érték	4.594	
10%-os likviditási diszkont	459	
célár	4.135	

Forrás: Erste

Alap modell

Az alap modell DCF értékelésénél az alábbi paraméterezést használtuk:

Az explicit periódusra vonatkozó kockázatmentes hozamszint a 10 éves magyar államkötvény alapján 2,7 százalék. A végérték (Terminal Value vagy TV), örökjáradék számításnál 4,3%-os hozamot tételeztünk fel.

A részvény kockázati prémiumot az Erste módszertan alapján a Magyarország szuverén államadósságára vonatkozó minősítés alapján határoztuk meg, ami az előrejelzés periódusában 6,5 százalék, míg a TV számításánál 6,1 százalékos értéket használtunk.

A piaci béta becslésénél a szokásos módon 1-es értéket használtunk, ami a piaccal való együtt mozgást jelenti, mivel nem áll rendelkezésre kellő hosszúságú historikus adat. Az elmúlt egy év során a részvény gyakorlatilag függetlenül mozgott a BUX indextől, sőt, inkább enyhén ellentétes mozgás volt látható, ami alátámasztja, hogy az 1-es béta alkalmazásával konzervatívan jártunk el.

A cég hitelköltségét az előrejelzés periódusában 5,7 százaléknak vettük, annak ellenére, hogy a Növekedési Hitelprogram (NHP) keretében jelenleg ennél jóval olcsóbban jut forráshoz a társaság. A TV esetében minimálisan magasabb, 5,8%-os értéket használtunk.

Az effektív adórátát az előrejelzési periódusban végig 9%-on tartottuk, míg az elmúlt években a különböző fejlesztésekhez kapcsolódó adókedvezmények miatt jellemzően ez alatt volt az effektív adórata. Az alap modell esetén a tőkeszerkezet korántsem optimális, mivel a társaság gyakorlatilag végig nettó készpénz pozícióban van, ezért 100%-os saját tőke súllyal kalkuláltunk. Ugyanakkor úgy véljük, hogy ha mégsem jönnek

össze a tervezett akvizíciók, akkor a társaság gyorsabban kezdene osztalékot fizetni, akár már 2023 előtt is, és az eredmény több mint felét is kifizetné osztalékként, így a TV számításánál 75%-os saját tőke súlyt vettünk figyelembe.

A TV hosszútávú növekedési rátáját 1,75 százalékra választottuk, miközben 2024 és 2025 között erőteljes kétszámjegyű árbevétel és cash-flow növekedést várunk a társaságtól. A hosszútávú EBIT marzs 9%, amely szintig az előrejelzésben sosem esik le a marzs.

Gyorsított akvizíciós modell

Felépítettük a DCF modellt arra az esetre is, amikor a cég további, gyors akvizíciókat hajt végre. Ebben az esetben az elkövetkező évekre összesen 2,5 milliárd forintnyi új akvizícióval számoltunk.

A stratégia szerint a cég olyan beruházásokat és felvásárlási célpontokat keres, amelyek 4 alatti EV/EBITDA rátás megtérüléssel valósulhatnak meg. A modellben ennél konzervatívabban számoltunk, és 5-ös rátát alkalmaztunk.

A DCF számításnál hasonló paraméterezést használunk, mint az alap modell esetében, viszont ebben a modellben a saját tőke súlyát 70%-nak vettük, a TV periódusra pedig ugyanúgy 75%-kal kalkuláltunk. A megvalósuló magasabb hozzáadott értékű felvásárlások miatt a TV periódusban 9,5%-os EBIT marzsot alkalmaztunk.

A fent vázolt két modellre vonatkozó DCF értékelés a következő oldalakon található.

DCF alap modell

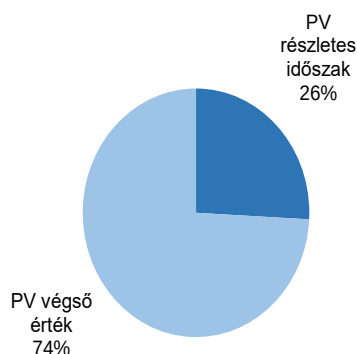
WACC számítás

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TV
Kockázat mentes hozam	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	4,3%
Résztvénykockázati prémium	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,1%
Béta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Tőkeköltség	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	10,4%
Hitelköltség	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%
Efektív adóráta	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Adópajzs utáni hitelköltség	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,3%
Saját tőke súlya	100%	100%	100%	100%	100%	75%
WACC (súlyozott tőkeköltség)	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,1%

DCF értékelés

millió forint	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TV
Árbevétel növekedés	59,6%	2,2%	23,8%	7,1%	7,2%	3,0%
EBIT	388.363	412.721	527.349	545.770	617.868	512.656
EBIT-marzs	10,2%	10,6%	11,0%	10,6%	11,2%	9,0%
Effektív társasági adóráta	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
EBIT adója	-34.953	-37.145	-47.461	-49.119	-55.608	-46.139
NOPLAT	353.410	375.576	479.887	496.651	562.260	466.517
+ Amortizáció	146.182	127.492	150.878	205.807	211.396	211.396
Tőkeberuházások / amortizáció	87,1%	92,0%	102,5%	104,4%	101,7%	100,0%
+/- Forgótőke változása	-165.179	-17.357	-97.643	-41.375	-50.260	-4.839
Forgótőke változása / árbevétel növekedés	11,6%	20,9%	10,6%	12,1%	13,5%	5,0%
- Tőkeberuházások	-127.331	-117.330	-154.695	-214.962	-214.961	-211.396
A cég szabad cash flow-ja	207.082	368.381	378.428	446.121	508.435	461.678
Végső érték növekedés						1,8%
Végső érték						6.374.343
Diszkontált CF - 2020.12.31	189.636	308.924	290.613	313.734	327.433	4.105.086
Cégtérték - 2020.12.31	5.535.426					
Kissebségek	0					
Nettó adósság	-524.441					
Egyéb kiigazítások	0					
Saját tőke értéke - 2020.12.31	6.059.867					
Forgalomban lévő részvények száma (mn)	1550,0					
Tőkeköltség	9,2%					
12 hónapos részvény célár (HUF)	4405					
Részvényár (HUF)	3400					
Emelkedési potenciál	29,6%					

Cégtérték megoszlása



Érzékenység (per részvény)

		Végső érték EBIT				
		8,6%	8,8%	9,0%	9,2%	9,4%
WACC	8,1%	4.719	4.796	4.874	4.951	5.029
	8,6%	4.479	4.551	4.622	4.694	4.766
	9,1%	4.271	4.338	4.405	4.472	4.539
	9,6%	4.090	4.153	4.216	4.278	4.341
	10,1%	3.931	3.990	4.049	4.108	4.167
		Végső érték növekedés				
		0,75%	1,25%	1,75%	2,25%	2,75%
WACC	8,1%	4.394	4.616	4.874	5.175	5.532
	8,6%	4.205	4.399	4.622	4.880	5.182
	9,1%	4.038	4.210	4.405	4.629	4.887
	9,6%	3.891	4.044	4.216	4.411	4.635
	10,1%	3.759	3.896	4.049	4.221	4.416

Forrás: Erste

DCF akvizíciós modell

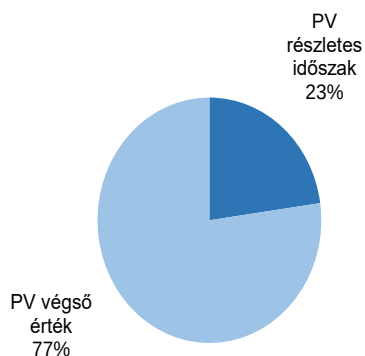
WACC számítás

	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TV
Kockázat mentes hozam	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	4,3%
Résztvénykockázati prémium	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,1%
Béta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Tőkeköltség	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	10,4%
Hitelköltség	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%
Efektív adóráta	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Adópajzs utáni hitelköltség	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,3%
Saját tőke súlya	100%	100%	100%	100%	100%	75%
WACC (súlyozott tőkeköltség)	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,1%

DCF értékelés

millió forint	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TV
Árbevétel növekedés	59,6%	10,9%	34,5%	8,5%	9,2%	3,0%
EBIT	388.363	423.389	589.318	703.110	832.984	658.761
EBIT-marzs	10,2%	10,0%	10,4%	11,4%	12,4%	9,5%
Effektív társasági adóráta	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
EBIT adója	-34.953	-38.105	-53.039	-63.280	-74.969	-59.288
NOPLAT	353.410	385.284	536.280	639.830	758.016	599.473
+ Amortizáció	146.182	189.992	354.003	348.664	354.254	354.254
Tőkeberuházások / amortizáció	87,1%	94,7%	101,1%	102,6%	101,0%	100,0%
+/- Forgótőke változása	-165.179	-69.347	-199.013	-61.020	-77.226	-5.891
Forgótőke változása / árbevétel növekedés	11,6%	16,7%	13,6%	12,6%	13,6%	5,0%
- Tőkeberuházások	-127.331	-179.830	-357.820	-357.819	-357.818	-354.254
A cég szabad cash flow-ja	207.082	326.099	333.449	569.656	677.226	593.582
Végső érték növekedés						1,8%
Végső érték						8.195.528
Diszkontált CF - 2020.12.31	189.636	273.467	256.072	400.610	436.134	5.277.931
Cégmenték - 2020.12.31	6.833.850					
Kissebségek	0					
Nettó adósság	-524.441					
Egyéb kiigazítások	0					
Saját tőke értéke - 2020.12.31	7.358.291					
Forgalomban lévő részvények száma (mn)	1550,0					
Tőkeköltség	9,2%					
12 hónapos részvény célár (HUF)	5349					
Részvényár (HUF)	3400					
Emelkedési potenciál	57,3%					

Cégmenték megoszlása



Érzékenység (per részvény)

		Végső érték EBIT				
		9,1%	9,3%	9,5%	9,7%	9,9%
WACC	8,1%	5.763	5.857	5.951	6.046	6.140
	8,6%	5.453	5.541	5.628	5.716	5.803
	9,1%	5.186	5.268	5.349	5.431	5.512
	9,6%	4.953	5.029	5.105	5.182	5.258
	10,1%	4.747	4.819	4.891	4.963	5.034
		Végső érték növekedés				
		0,75%	1,25%	1,75%	2,25%	2,75%
WACC	8,1%	5.333	5.620	5.951	6.340	6.800
	8,6%	5.090	5.341	5.628	5.961	6.349
	9,1%	4.876	5.098	5.349	5.637	5.970
	9,6%	4.687	4.884	5.105	5.357	5.645
	10,1%	4.517	4.694	4.891	5.113	5.365

Forrás: Erste

Összehasonlító mutatószámok értékelés

A vállalat értékének meghatározására egy másik módszer az összehasonlító értékelés, ahol az alap modellben kapott előrejelzéseket használtuk fel. Ezért kiválasztottunk hét hasonló, tőzsdén jegyzett vállalatot, hogy a P/E és az EV/EBITDA értékelési mutatószámok alapján összehasonlítsuk őket a Glosterrel. Ez alapján igazolást nyert a DCF alapú értékelésünk, hiszen hasonló tartományt ölelnek fel az így kapott értékek is, mint amit a DCF értékelés esetében kaptunk. Mivel az alap modell esetében a Gloster nettó készpénz pozícióval rendelkezik, így az ezt is figyelembe vevő EV/EBITDA mutatószámot tartjuk realitásabbnak.

Összehasonlító mutatószámok értékelés

	P/E			EV/EBITDA		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
4iG	17,1	14,7	11,7	12,6	9,9	8,0
LiveChat	14,2			35,2	22,7	19,8
Avast	43,2	17,9	16,5	14,8	14,0	13,0
Asseco Poland	14,1	13,9	14,0	4,9	4,5	4,4
Asseco South Eastern Europe	14,3	16,2	15,0	9,1	8,5	8,1
Netcompany Group	94,9	50,2	41,2	42,2	35,2	29,3
Softcat	33,0	39,9	39,1	37,7	30,8	29,9
Medián	17,1	17,0	15,8	14,8	14,0	13,0
Átlag	33,0	25,5	22,9	22,4	17,9	16,1
Gloster	32,4	14,3	12,9	13,1	8,9	8,3
Mediántól való eltérés	89%	-16%	-18%	-11%	-36%	-36%
Átlagtól való eltérés	-2%	-44%	-44%	-41%	-50%	-48%
Fair érték medián alapján	1.795	4.061	4.171	3.790	5.314	5.193
Fair érték átlag alapján	3.460	6.072	6.063	5.546	6.805	6.353

Forrás: Bloomberg, Erste. 2021. május 10-i árak alapján

Az összehasonlító mutatószámok értékelésben szereplő társaságok ismertetése

4iG

A 4iG Nyrt. jogelődjét 1990-ben egyedi szoftveralkalmazások fejlesztésére alapította magyar fejlesztők egy csoportja. 2004-es tőzsdére lépése óta a cég több sikeres akvizíciót hajtott végre, így jelentős mértékben szélesítette tevékenységi körét és termékportfólióját. A holding leányvállalatai alkalmazásfejlesztéssel, vállalatirányítási rendszerek bevezetésével, informatikai infrastruktúrával, IT üzemeltetéssel, szervizszolgáltatással, üzleti intelligenciával, bankinformatikával és IT alkalmazások integrációjával foglalkoznak. A társaság kapitalizációja 60 milliárd forint körül van.

LiveChat

A 2002-ben alapított lengyel LiveChat Software kommunikációs eszközöket biztosít vállalatok és honlapjaik számára, ami megkönnyíti az ügyfelekkel való kommunikációt. Elsősorban amerikai, e-kereskedelemmel foglalkozó cégeket szolgál ki. A társaság 192 főt foglalkoztat, piaci kapitalizációja 265 milliárd forint körüli.

Avast

A cseh és a brit tőzsdén is jegyzett kibervédelmi szoftvercég felhő alapú biztonsági szoftvereket gyárt lakossági és üzleti ügyfelek részére. Az Avast az egyik legnagyobb IT védelmi cég, 435 millió felhasználóval a világon. A társaság 1.800 főt foglalkoztat, piaci kapitalizációja 2.040 milliárd forintnyi.

Asseco Poland

Az Asseco Poland szoftver integrációs szolgáltatásokat nyújt. A kelet-közép-európai régió egyik legnagyobb informatikai szereplője. A társaság ügyfelei elsősorban bankok, biztosítók, közigazgatási szervek és gyárak. Az Asseco Poland oktatási tevékenységgel, e-kereskedelmi megoldásokkal és internet szolgáltatással is foglalkozik. A cégnek több, mint 28 ezer alkalmazottja van, piaci kapitalizációja közel 460 milliárd forintnyi.

Asseco South Eastern Europe

Asseco South Eastern Europe szoftverek fejlesztésével, értékesítésével és rendszer integrációval foglalkozik elsősorban bankok és telekommunikációs társaságok számára. A cégnek közel 2.900 alkalmazottja van, piaci kapitalizációja 175 milliárd forint.

Netcompany Group

A Netcompany Group IT megoldásokat és tanácsadási szolgáltatásokat nyújt Európa-szerte. Számos megoldása között egyebek mellett üzleti alkalmazások és integrált platform szolgáltatások szerepelnek. A dán társaság 3.100 főt foglalkoztat, piaci kapitalizációja 1.600 milliárd forint.

Softcat

A Softcat egy beszerzéssel, szoftver licenc értékesítéssel, e-közbeszerzéssel és szolgáltatások értékesítésével foglalkozó brit IT cég. A társaság 1.475 főt foglalkoztat, piaci kapitalizációja 1.575 milliárd forintra rúg.

Eredménykimutatás	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
HAS millió forint, 31/12)	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023
Árbevétel	1.530,5	2.138,8	2.311,4	3.721,4	3.810,6	4.735,6
Készletváltozás és aktivált teljesítmény	112,0	79,3	74,1	86,1	79,8	80,0
Összes bevétel	1.642,5	2.218,1	2.385,6	3.807,5	3.890,4	4.815,6
Egyéb működési bevételek	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anyagjellegű ráfordítások	-1.126,9	-1.594,2	-1.666,8	-2.544,2	-2.566,1	-3.145,2
Személyi jellegű ráfordítások	-167,4	-238,6	-327,4	-631,3	-684,2	-868,0
Egyéb működési költségek	-25,5	-28,7	-30,3	-48,8	-49,9	-62,1
EBITDA	322,7	356,6	361,1	583,3	590,1	740,3
Amortizáció	-135,4	-171,1	-181,4	-146,2	-127,5	-150,9
EBIT	187,3	185,5	179,7	437,1	462,7	589,4
Pénzügyi eredmény	-1,2	-0,9	-0,9	-9,1	-12,1	-17,5
Rendkívüli eredmény	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Adózás előtti eredmény	186,2	184,6	178,9	428,0	450,6	572,0
Adó	0,0	-20,9	-16,2	-25,7	-40,6	-51,5
Megszűnő tevékenység eredménye	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kisebbségi részesedés	0,0	0,0	0,0	-32,8	0,0	0,0
Részvényesekre jutó nettó eredmény	186,2	163,6	162,7	369,6	410,1	520,5

Mérleg	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
HAS millió forint, 31/12)						
Immateriális javak	50,7	31,8	174,8	515,2	628,3	1.003,3
Tárgyi eszközök	641,8	600,4	529,9	524,8	514,6	893,4
Pénzeszközök	0,0	102,5	235,6	235,6	235,6	235,6
Befektetett eszközök	692,6	734,7	940,4	1.275,6	1.378,6	2.132,4
Készletek	0,0	0,0	228,3	330,8	304,9	341,0
Követelések és egyéb forgóeszközök	615,2	859,1	1.007,8	1.602,0	1.620,4	1.990,1
Egyéb eszközök	11,8	38,3	16,8	44,7	37,4	51,5
Pénzeszközök és egyenértékeseik	98,1	82,4	870,1	650,2	982,9	999,5
Forgóeszközök	725,1	979,9	2.123,1	2.627,7	2.945,6	3.382,1
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	1.417,7	1.714,5	3.063,5	3.903,4	4.324,1	5.514,5
Részvényesi tőke	449,0	472,6	1.689,0	2.058,6	2.468,7	2.989,1
Kisebbségi részesedés	0,0	0,0	0,0	36,9	0,0	0,0
Hibrid tőke és egyéb tartalékok	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Egyéb elhatárolások	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Céltartalékok	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hosszú lejáratú hitel	123,4	141,0	157,0	523,5	518,8	965,1
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	0,0	1,6	22,2	22,2	22,2	22,2
Hosszú lejáratú kötelezettségek összesen	123,4	142,6	179,3	545,8	541,0	987,3
Rövid lejáratú hitel	124,0	238,3	191,3	33,5	104,7	103,8
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	721,3	860,9	1.003,9	1.228,6	1.209,7	1.434,3
Rövid lejáratú kötelezettségek összesen	601,2	889,1	1.026,9	1.225,3	1.284,1	1.496,8
SAJÁT TŐKE ÉS KÖTELEZETTSÉGEK	1.417,7	1.714,5	3.063,5	3.903,4	4.324,1	5.514,5

Cash Flow kimutatás	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
HAS millió forint, 31/12)						
Működési cash flow	167,6	75,7	49,2	203,6	533,5	476,0
Befektetési cash flow	-324,2	-169,5	-437,3	-477,3	-267,3	-904,7
Finanszírozási cash flow	142,9	174,0	1.102,0	208,7	66,5	445,3
PÉNZESZKÖZÖK ALLOMÁNYVÁLTOZÁSA	-13,6	80,2	715,2	-65,0	332,7	16,6

Marginok & Arányszámok	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Árbevétel növekedése	0,0%	39,7%	8,1%	61,0%	2,4%	24,3%
EBITDA ráta	19,6%	16,1%	15,1%	15,3%	15,2%	15,4%
EBIT ráta	11,4%	8,4%	7,5%	11,5%	11,9%	12,2%
Nettó profit ráta	11,3%	7,4%	6,8%	10,6%	10,5%	10,8%
ROE	80,9%	35,5%	15,0%	19,7%	18,1%	19,1%
ROCE	58,8%	23,9%	16,7%	25,6%	20,3%	20,6%
Tőke arány	31,7%	27,6%	55,1%	53,7%	57,1%	54,2%
Nettó adósság	149,3	297,0	-521,8	-93,1	-359,3	69,4
Forgótőke	112,1	52,4	1.079,4	1.357,8	1.624,1	1.833,9
Felhasznált tőke	598,3	771,2	1.189,4	2.024,6	2.131,6	3.080,7
Készletek forgási sebessége	509,0	nm	10,2	6,3	5,5	6,7

Forrás: Gloster, Erste Group becslés

A cég rövid leírása

A Gloster csoport az úgynevezett ICT (Information and Communication Technology) piacon tevékenykedik, vagyis információ és kommunikáció technológiával, röviden infokommunikációval foglalkozik. A társaság 2020-ban a tőkeemelés és a részvénytársasággá alakulás mellett döntött, hogy intenzív akvizíciós stratégiáját megvalósítsa. Jelenleg elsősorban eszköztértékesítéssel, hálózat fejlesztéssel (networking és intelligens épületek), IT szolgáltatások nyújtásával, kibervédelemmel és felhő alapú szolgáltatások nyújtásával foglalkozik, melyeket a közeljövőben üzleti szoftverek fejlesztésével foglalkozó üzletággal tervezi bővíteni.

Elemzés disclaimer

A jelen befektetési elemzést (a továbbiakban: Dokumentum) az Erste Befektetési Zrt. (székhely: 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: E-III/324/2008 és III/75.005-19/2002, cégjegyzékszám: 01-10-041373 Fővárosi Törvényszék Cégbírósága; tőzsdetagság: Budapesti Értéktőzsde; a továbbiakban: Társaság) készítette. A Társaság felügyeleti szerve a Magyar Nemzeti Bank (1054 Budapest, Szabadság tér 9., Tel.: +36 (1) 428 2600, E-mail: info@mnbb.hu, Levélcím: Magyar Nemzeti Bank, 1850 Budapest, honlap: www.mnb.hu)

Jelen Dokumentum befektetési elemzésnek minősül, amelyet a Társaság befektetési elemzéssel foglalkozó részlege az alkalmazandó törvények által biztosított kereteken belül készítette és amelynek elkészítéséért a Társaság díjazásban részesült. A Társaság vagy vele azonos csoportba tartozó más személy a kibocsátó Vállalat nyilvános kibocsátásának vezető szervezője vagy társ-vezetőszervezője volt az előző 12 hónapban. Jelen Dokumentum terjesztése előtt a Társaság a Vállalat részére kizárólag annak ajánlás és irányár nélküli tervezetét juttathatta el.

Jelen Dokumentum tekintetében a Társaság által az összeférhetlenségek megelőzésére és elkerülésére létrehozott hatékony belső szervezeti és igazgatási megoldásai, valamint információk korlátok leírása a Társaság Összeférhetlenség elkerülésével kapcsolatos összefoglaló rendelkezések című dokumentumában olvashatók, amely az Üzletszabályzat mellékleteként elérhető a www.ersteinvestment.hu oldalon. Jelen Dokumentumot a Társaság abból a célból készítette, hogy az elemzésnek alávetett egy vagy több vállalatról (a továbbiakban: Vállalat) további gazdasági információt szolgáltatson. A Dokumentum a Társaságnak a Dokumentum előállításáért felelős elemzője által a Dokumentum keltének időpontjában birtokolt ésszerű ismeretein alapul, és időről időre külön értesítés nélkül helyesbíthető.

A jelen Dokumentum célja kizárólag nem kötelező jellegű információk nyújtása, és nem minősül befektetési tanácsadásnak. A jelen Dokumentum nem minősül továbbá ajánlattételnek vagy bármely értékpapír jegyzésére vagy vásárlására való biztatásnak, ilyenek nem képezi részét, és nem is értelmezendő ilyenként; sem a jelen Dokumentum, sem annak bármely részlete nem szolgálhat alapjául szerződéskötésnek vagy egy értékpapír vagy pénzügyi eszköz kereskedési stratégiába való belefoglalásának, ilyenek kapcsolatban nem lehet rá támaszkodni, és ilyenre való ösztönzéseként sem szerepelhet. A Dokumentumban szereplő valamennyi információ, elemzés és következtetés általános természetű. A jelen Dokumentum nem szándékozik átfogó áttekintést adni bármely befektetésről és annak potenciális kockázatairól és eredményeiről, továbbá nem veszi számításba a befektetők egyéni igényeit az értékpapír vagy pénzügyi eszköz hasznával, adóügyi vonatkozásaival, kockázataival és megfelelő voltaival kapcsolatban. Ezért a jelen Dokumentum nem pótolja a befektetőkre és befektetésre vonatkozó értékelést, sem az átfogó kockázatelemzést; ugyanis minden értékpapírnak vagy pénzügyi eszköznek más a kockázati szintje. Felhívjuk szíves figyelmét arra, hogy a múltbeli teljesítmények, illetve jövőbeli becslések nem nyújtanak garanciát a jövőbeli teljesítményre nézve, és az értékpapírokba vagy pénzügyi eszközökbe való befektetés kockázatos és spekulatív természetű lehet. Minél gyengébb egy vállalat hitelképessége, annál magasabb lesz egy befektetés kockázata. Nem minden befektetés alkalmas minden befektető számára. Ezért a befektetőknek minden befektetési döntés előtt ki kell kérniük tanácsadóik (főleg jogi és adótanácsadóik) véleményét annak biztosítása érdekében, hogy – a jelen Dokumentumban nyújtott tájékoztatásra való tekintet nélkül – az értékpapír vagy pénzügyi eszköz tervezett megvásárlása valóban megfeleljen a befektetők igényeinek és szándékának, valamint hogy a befektetők megértsék az összes kockázatot, valamint alapos vizsgálat után döntsenek a befektetés mellett, és legyenek olyan helyzetben, hogy képesek legyen vállalni a befektetés gazdasági kimenetelét.

Felhívjuk szíves figyelmét arra, hogy a részvényekkel és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokkal kapcsolatos kutatási jelentésekben szereplő vélemények különbözhetnek. A részvénybe fektető befektetők érdekei különbözhetnek a hiteloldali befektetők érdekeitől, hiába kapcsolódik mindkettő ugyanahhoz a kibocsátóhoz. A Társaság (beleértve annak elemzőit, képviselőit és alkalmazottait) sem kifejezetten, sem hallgatólagosan nem vállal garanciát vagy felelősséget a jelen Dokumentum tartalmának naprakész, teljes és helyes voltaért.

Sem a Társaság bármely vállalata, sem annak bármely ügyvezető igazgatója, felügyelőbizottsági tagja, igazgatótanács-tagja, igazgatója, tisztviselője vagy egyéb alkalmazottja nem tehető semmilyen módon felelőssé semmiféle költségért, veszteségért vagy kárért (beleértve a közvetlen vagy közvetett károkat és a haszon elmaradását), amely bármilyen módon a jelen Dokumentum használatából vagy alapulvételéből adódik. A Társaság, annak vállalatai, képviselői és alkalmazottai a törvények által lehetővé tett mértékben a Vállalat értékpapírjaiban pozícióval (vagy a Vállalattal kapcsolatos opciókkal, warrantokkal vagy jogokkal, vagy a Vállalat pénzügyi eszközeiben vagy más értékpapírjaiban érdekeltséggel) rendelkezhetnek. Továbbá a Társaság, annak társult vállalatai, képviselői és alkalmazottai befektetési banki szolgáltatásokat ajánlhatnak fel a Vállalatnak, vagy vezetői funkciót tölthetnek be a Vállalatban.

A jelen Dokumentum továbbítása, valamint a benne ismertetett pénzügyi eszközök, termékek értékesítése bizonyos jogrendszerekben korlátozás vagy tilalom alá esik. Ezen korlátozások be nem tartása ezen egyéb jogrendszerek törvényeinek megsértését jelentheti. Azok a személyek, akiknek a jelen Dokumentum a birtokába kerül, kötelesek tájékozódni ezen korlátozásokról és betartani azokat. A jelen Dokumentum elfogadása révén az átvevő a fenti korlátozásokat magára nézve kötelezőnek fogadja el, és beleegyezik az alkalmazandó szabályozások betartásába. A jelen Dokumentum és a benne szereplő információk, elemzések, magyarázatok és következtetések szerzői jog védelme alatt állnak. A Társaság fenntartja magának a jogot a jelen Dokumentumban foglalt bármely vélemény és információ bármikor, előzetes értesítés nélkül való módosítására. Az Társaság továbbá fenntartja magának a jogot, hogy ne frissítse a jelen Dokumentumban foglalt valamely információt, vagy hogy teljes mértékben megszüntesse a frissítéseket. A jelen Dokumentumban foglalt valamennyi információ nem kötelező érvényű az esetleges elírásokért Társaság nem vállal felelősséget.

A Dokumentumban foglaltak – teljes vagy részleges – felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a Társaság előzetes írásos engedélyével lehetséges. További részletek a www.ersteinvestment.hu oldalon, illetve Társaság „Az Erste Befektetési Zrt. által nyújtott szolgáltatásokról az ügylet előtti tájékoztatás keretében” elnevezésű hirdetményében.

Erste Group értékelési definíciók

Vétel	> +20% célárig
Felhalmozás	+10% < célár < +20%
Tartás	0% < célár < +10%
Csökkentés	-10% < célár < 0%
Eladás	< -10% célár

Célárainkat a részvények fair értékének meghatározásával alakítjuk ki, úgy hogy figyelembe vesszünk egyéb fundamentális faktorokat is és a részvényárat befolyásoló híreket is (pl. M&A tevékenységet, várható jelentősebb részvényügyletet, pozitív / negatív részvényhangulatot, híreket) és a célár 12 hónap távlatában értendő. Minden ajánlást a részvények jelenlegi alapvető értékeléséhez viszonyítva kell érteni. Az ajánlás nem a szektor vagy egyéb referencia "benchmark"-hoz való relatív elmozdulásra vonatkozik.

Az elmúlt 12 hónapra vonatkozó ajánlásokat az alábbi linken lehet megtalálni:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>.

További információk

Összeférhetetlenségi szabályok:

https://www.ersteinvestment.hu/static/befrt/download/Erste_Befektetesi_Zrt_Uszab_6_Melleklet_osszeferhetetlens_eg_20150601.pdf

Összeférhetetlenségi esetek:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>

Az elemzés készítése során használt módszertan:

<https://www.erstemarket.hu/oldalak/elemezési-hirdetmeny>

Az ajánlások megoszlása:

<https://produkte.erstegroup.com/Retail/en/ResearchCenter/Overview/Disclaimer/index.phtml>

Az ajánlás aktualizálása

A Dokumentumban szereplő célár a Dokumentum közzétételének napjától kezdődő 12 hónapos időtávra értendő. A célárat és az ajánlást általában az időközi beszámolók publikálásakor vagy amikor szükséges, akkor vizsgáljuk felül.

A rendszeres időközönként megjelenő Dokumentumok nevében szerepel, hogy azokat milyen időközönként frissítjük (pl. negyedéves jelentés). Az ezekben szereplő ajánlásokat is ugyanilyen időközönként frissítjük, kivéve, ha azt másként jelöljük. A 12 hónapos célárat nem frissítjük havonta, még akkor sem, ha havi rendszerességgel megjelenő Dokumentumban szerepel.