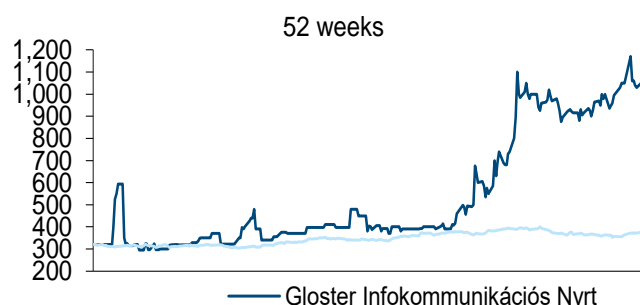


# Gloster Infokommunikációs Nyrt

Felülvizsgálatról Felhalmozásra módosítva

millió forint	2020	2021e	2022e	2023e
Árbevétel	2.311	4.904	5.689	7.119
EBITDA	361	743	919	1.215
EBIT	180	505	700	995
Nettó eredmény	163	144	459	711
EPS (HUF)	10,5	8,5	27,0	41,9
CEPS (HUF)	22,2	22,5	39,7	54,8
BVPS (HUF)	109,0	153,6	180,6	208,2
Osztalék (HUF)	0,0	0,0	14,3	20,9
EV/EBITDA (x)	12,3	25,9	21,3	16,1
P/E (x)	30,5	127,3	40,0	25,8
P/CE (x)	14,4	48,1	27,2	19,7
Osztalék hozam	0,0%	0,0%	1,3%	1,9%



Részvényárfolyam	1 év	6 hó	3 hó	1 hó
változása forintban	243,8%	189,5%	61,8%	13,4%

Részvényár (forint), 2022/01/14	1.080	Reuters	GLOSTER.BU	Közkézhányad	18,6%
Részvényszám (millió)	17,0	Bloomberg	GLOSTER HB	Részvényesek Szekeres Viktor (58,9%)	
Piaci kapitalizáció (millió forint / millió euró)	18.667 / 53	Osztalék szelv. nélkül	-	NTfA (22,5%)	
Célgérték (millió forint / millió euró)	19.584 / 55	<b>Célgérték</b>	<b>1.223</b>	Honlap:	www.gloster.hu

## Elemző:

Nagy András  
+361-235-5151  
info@ersteinvestment.hu

## Jelentős növekedést áraz a piac

A Gloster középtávú stratégiájával összhangban felülvizsgáltuk a társaságra vonatkozó előrejelzésünket és célárunkat.

Két pénzügyi modellt készítettünk. Egy alap modellt, ami visszafogottabb akvizíciós aktivitással számol. Ebben az esetben a fair érték becslésünk 1130 forint.

Készítettünk egy tőkeemeléssel és nagyobb akvizíciókkal kalkuláló modellt is, a középtávú stratégiával összhangban. Ebben az esetben fair érték becslésünk 1316 forint.

A végső kalkuláció során a két modellt azonos súllyal vettük figyelembe, így célárunk 1223 forint, ami Felhalmozás ajánlásnak felel meg, vagyis a jövőbeli növekedési tervek nagy részét mostanra már tartalmazza a piaci árfolyam.

## Növekedésre alapozott stratégia

A korábbi tervek teljesülését követően új, 2025-ig szóló stratégiát tett közzé a Gloster. A 2022-es terveket (3,5-5,5 milliárd forintos árbevétel illetve 500-650 millió forint közti EBITDA) ugyanis a nemrégiben bejelentett tranzakcióval eredmény tekintetében már 2021-ben felülteljesíthette a vállalat.

### 3 milliárd forintos EBITDA cél 2025-re

A stratégia alapján a Gloster csoport 2021-re 4 milliárd forintos, nem konszolidált árbevétellel kalkulál, ami inkább 5 milliárdhoz lehet közelebb, ha a Minero árbevételét is figyelembe vesszük, s ez 2025-re 14 milliárd forintra emelkedhet. A csoport EBITDA-ja pedig a 2021-es várható 720 millió forintos érték közel négyszeresére, 3 milliárd forint közelébe ugorhat 2025-re.

### Növekvő export- és megújuló arány

Ugyanekkorra 30-40% export árbevétellel számolnak a 2021-es 24%-hoz képest. A teljes árbevétel több mint 75-80%-a megújuló, azaz folytatólagos jellegű lehet, míg a tavalyi első félévben ennek aránya 64% volt.

### Növekedési lehetőségek

A társaság organikus úton is jelentős növekedésre lehet képes 2025-ig, elsősorban a szoftverfejlesztés, a felhő üzletág és a kibervédelmi üzletágak esetében.

### 6% és 25% közti éves növekedési ütem

- Networking és infrastruktúra üzletág: átlagos 6%-os éves (CAGR = Compound Annual Growth Rate) növekedés
- Nemzetközi szoftverfejlesztési üzletág: átlagos 25%-os éves (CAGR) növekedés
- Felhő technológiai üzletág: átlagos 20%-os éves (CAGR) növekedés
- Kibervédelmi üzletág: átlagos 20%-os éves (CAGR) növekedés
- Intelligens épületek üzletág: átlagos 15%-os éves (CAGR) növekedés

### A magas hozzáadott értékű szolgáltatások növekedhetnek leginkább

Az organikus növekedés egyik motorja az export lehet, elsősorban a német piac. Ezen a piacon éves átlagos 25%-os növekedést várnak. A networking üzletág növekedését az 5G és a Wi-Fi 6 terjedése támogathatja. Az intelligens épületek üzletágat elsősorban a prosperáló építőipar viheti előre. A kibervédelmi és felhő technológiai üzletágat a növekvő vállalati igények hajthatják.

### 150 fős IT központ létrehozása

A stratégia egyik fontos eleme, hogy a Gloster 2022-ben egy informatikai szolgáltató központot tervez megnyitni az egyik kiemelt hazai egyetemi városban, két év alatt 150 új, nagy hozzáadott értékű munkahelyet teremtve az adott régióban. Ez a központ elsősorban a német piacra termelne.

### 4 milliárdot is fordíthatnak akvizícióra

Az organikus növekedési lehetőségeken kívül felvásárlási lehetőségekkel is számol a stratégia. A Gloster csoport az elmúlt évek sikeres felvásárlásait követően sem tett le az akvizíciós növekedésről. Erre összesen 4 milliárd forintot szánnak, amiből két vagy három, az eredményhez érdemben hozzájáruló céget vennének meg. Bár kisebb, hazai akvizíciók már idén is elképzelhetők, a jelentősebb, akár nemzetközi felvásárlásra valószínűleg majd csak a 2023-ra tervezett PO-t (public offering, vagy nyilvános kibocsátás) követően, 2023 és 2025 között kerülhet sor.

### Javuló marzsok

Az EBITDA marzs a 2021-es évre várt 18%-ról 2025-re 20%-ra emelkedhet a menedzsment előrejelzése alapján. A javulás annak lesz köszönhető, hogy a magas hozzáadott értékű szolgáltatások terén várható a gyorsabb növekedés, és arányát tekintve is növelnék a jövedelmezőbb export tevékenységet.

## **Tőkepiaci tervek**

### **2023-ban jöhet a nyilvános kibocsátás**

A 2023-ra tervezett, akár 3 milliárd forint értékű nyilvános kibocsátáson túl fontos cél, hogy 2022-ben a BÉT Xtend kategóriájából a standard kategóriába kerüljön át a részvény. Ennek feltétele az, hogy IFRS szerinti számviteli beszámolót készítsen a cég, értékelésünk szerint a többi kritériumot ugyanis már teljesítették, ahogy ezt a témát korábbi elemzésünkben már bemutattuk.

### **Cél a standard kategória és a BUMIX index**

A fentiekkel összefüggésben célul tűzték ki azt is, hogy a részvény a BÉT standard kategóriájának 5 legnagyobb likviditású papírja közé kerüljön, ami a jelenlegi adatok alapján 1-2 millió forint körüli átlagos napi forgalmat jelentene. Emellett az is a cél, hogy a részvény bekerüljön a Budapesti Értéktőzsde közepes és kis kapitalizációjú indexébe, a BUMIX indexbe.

A likviditás növelése érdekében cél, hogy a lakossági befektetők számát 30%-kal emeljék, míg a közkezhányad a jelenlegi 18,6%-ról 33%-ra növekedjen. Ezek a célok 2023-ban, a nyilvános kibocsátás hatására valósulhatnak meg.

## **Elfogadták az osztalékpolitikát**

### **2023-ban fizethetnek először osztalékot**

A társaság legkorábban 2023-ban, a 2022. évi éves jelentés elfogadásával egy időben tesz javaslatot osztalék kifizetésre. Az első osztalék várható mértéke az eredménytartalék legfeljebb 50%-a. Az ezt követő években a társaság évente tervez osztalékfizetést, melynek során az adózott eredmény legfeljebb 50%-a kerülhet kifizetésre.

## **Pénzügyi előrejelzések**

### **Előrejelzés két modellben**

Ismét két különböző modellt készítettünk a pénzügyi előrejelzéshez és az értékeléshez. Az úgynevezett alap modell csak visszafogott akvizíciót tartalmaz. Ebben a scenárióban 500-500 millió forint értékű akvizícióval számolunk 2022, illetve 2024 végén, így itt a stratégiai tervekben szereplőnél kisebb növekedést várunk. Ebben a modellben nem számoltunk egyáltalán nyilvános részvénykibocsátással. A tőkeemeléssel kalkuláló modellben a terveknek megfelelően 4 milliárd forintnyi akvizícióval számolunk, amelyet egy 3 milliárd forintos részvénykibocsátás segít 2023 során, így ennél a scenáriónál a 2025-ös pénzügyi teljesítmény a középtávú stratégiának megfelelően alakulhat.

## **Alap modell**

### **Kapacitásnövelő akvizíció**

Az alap modellben összesen 1 milliárd forintos cégfelvásárlással számolunk, melynek elsődleges célja a kapacitások növelése, nem pedig új piacok, új kompetenciák vásárlása.. Azzal a feltételezéssel éltünk, hogy az akvizíció a vételárnak megfelelő mértékű árbevétel növekedést generálhat, és két egyenlő méretű, 500-500 milliós tranzakció valósul meg. Időzítés tekintetében 2022 év végi és 2024 év végi tranzakcióval kalkuláltunk, így ezek pozitív hozadéka 2023-tól, illetve 2025-től jelenhet meg az árbevételben és az eredményben.

Az alap modell során az egyes szegmensek növekedésének becsléséhez a vállalat stratégiáját vettük alapul. Ebben a scenárióban nem számolunk tőkeemeléssel sem, ami a további akvizíciók forrása lehetne.

**Céltól elmaradó árbevétel és EBITDA az alap modellben**

A Gloster csoport stratégiájában szereplő 4 milliárd forintnyi akvizíció helyett csak 1 milliárddal számolunk. Ennek megfelelően ebben a modellben a 2025-ös árbevétel és EBITDA is a középtávú stratégiában szereplő cél alatt marad. Az összes bevétel 10,3 milliárd forint körül lehet, az EBITDA pedig a 2,1 milliárd forintot közelítheti, szemben a cég által meghatározott 14 milliárdos, illetve 3 milliárd forintos céllal. Osztalékként pedig az osztalékpolitikában meghatározott maximális értékkel számoltunk.

**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	4.904.247	5.688.724	7.118.980	8.349.550	10.322.541
Összes bevétel	1.642.493	2.218.102	2.385.566	4.990.356	5.768.573	7.199.008	8.431.545	10.403.165
Anyagjellegű ráfordítások	1.126.850	1.594.222	1.666.783	3.252.973	3.586.713	4.314.633	4.855.732	5.724.766
Személyi jellegű ráfordítások	167.437	238.554	327.358	930.490	1.188.192	1.576.415	1.925.389	2.459.337
Egyéb ráfordítások	25.515	28.700	30.290	64.267	74.547	93.290	109.416	135.271
EBITDA	322.691	356.626	361.135	742.626	919.121	1.214.671	1.541.009	2.083.792
Értékcsökkenési leírás	135.366	171.145	181.386	237.340	218.650	220.161	214.823	245.412
Üzleti tevékenység eredménye	187.325	185.481	179.749	505.285	700.471	994.510	1.326.186	1.838.380
Pénzügyi műveletek bevételei	16.979	18.535	17.899	503	136	266	371	633
Pénzügyi műveletek ráfordításai	18.146	19.461	18.798	9.868	21.553	25.318	24.627	23.517
Pénzügyi műveletek eredménve	-1.167	-926	-899	-9.366	-21.417	-25.052	-24.255	-22.884
Adózás előtti eredmény	186.158	184.555	178.850	495.920	679.054	969.458	1.301.931	1.815.495
Adófizetési kötelezettség	0	20.913	16.190	44.633	61.115	87.251	117.174	163.395
A társaság részvényeseire jutó eredmény	186.158	163.642	162.660	144.027	458.689	710.707	1.001.007	1.456.101
Osztalékelőleg	0	0	0	0	242.391	355.354	500.503	728.050
EPS	19	16,4	10,5	8,5	27,0	41,9	59,0	85,8

Forrás: Gloster, Erste

**2024-től jön a nagy változás**

A korábbi előrejelzésünkkel való összehasonlításból látható, hogy modellünk középtávon 2024-től hoz magasabb eredményeket. Eközben a rövidtávú, 2021-es, 2022-es kilátásokat rontottuk. Ennek oka, hogy úgy látjuk, a már megvásárolt társaságok teljeskörű integrálása jelentősebb költségekkel és komolyabb szervezeti átalakításokkal jár, ami átmeneti költségnövekedést okoz, de ezek pozitív hozadékanak egy része később válik csak realizálhatóvá. 2022 év végi akvizícióval pedig már a korábbi modellben is számoltunk. Újdonság, hogy már a 2022-es év után jelentősebb osztalék kifizetésére kerülhet sor, míg korábban ezzel nem számoltunk.

**A frissített alap modell és a korábbi modell összehasonlítása**

ezer forint	frissített modell					korábbi modell				
	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Értékesítés nettó árbevétele	4.904.247	5.688.724	7.118.980	8.349.550	10.322.541	4.716.431	5.007.494	6.062.382	6.587.658	7.189.760
Összes bevétel	4.990.356	5.768.573	7.199.008	8.431.545	10.403.165	4.802.540	5.087.343	6.142.410	6.669.653	7.270.384
Anyagjellegű ráfordítások	3.252.973	3.586.713	4.314.633	4.855.732	5.724.766	3.010.734	3.075.213	3.611.750	3.807.739	4.014.972
Személyi jellegű ráfordítások	930.490	1.188.192	1.576.415	1.925.389	2.459.337	922.256	971.074	1.194.696	1.328.198	1.486.947
Egyéb ráfordítások	64.267	74.547	93.290	109.416	135.271	61.806	65.620	79.444	86.327	94.217
EBITDA	742.626	919.121	1.214.671	1.541.009	2.083.792	807.744	975.437	1.256.521	1.447.389	1.674.247
Értékcsökkenési leírás	237.340	218.650	220.161	214.823	245.412	237.340	218.650	320.161	314.823	320.412
Üzleti tevékenység eredménye	505.285	700.471	994.510	1.326.186	1.838.380	570.404	756.786	936.360	1.132.566	1.353.835
Pénzügyi műveletek bevételei	9.868	21.553	25.318	24.627	23.517	485	259	771	1.371	1.912
Pénzügyi műveletek ráfordításai	9.868	21.553	25.318	24.627	23.517	7.688	15.593	23.787	23.063	21.066
Pénzügyi műveletek eredménve	-9.366	-21.417	-25.052	-24.255	-22.884	-7.203	-15.334	-23.016	-21.691	-19.154
Adózás előtti eredmény	495.920	679.054	969.458	1.301.931	1.815.495	563.200	741.453	913.344	1.110.875	1.334.681
Adófizetési kötelezettség	44.633	61.115	87.251	117.174	163.395	33.792	66.731	82.201	99.979	120.121
A társaság részvényeseire jutó eredmény	144.027	458.689	710.707	1.001.007	1.456.101	222.148	515.472	659.643	827.146	1.018.560
Osztalékelőleg	0	242.391	355.354	500.503	728.050	0	0	329.821	413.573	509.280
EPS	8,5	27,0	41,9	59,0	85,8	13,1	30,4	38,9	48,7	60,0

Forrás: Erste

### Tőkeemeléssel kalkuláló modell

A tőkeemeléssel kalkuláló modellünk három fő ponton tér el az alap modelltől:

- 2023 közepére számításba vettünk egy 3 milliárd forintos tőkeemelést.
- Összesen 4 milliárd forintnyi akvizícióval számolunk, melyek fokozatosan, 2022, 2023 és 2024 végén valósulnak meg.
- A marzsokra vonatkozó feltételezéseink némileg optimistábbak, mivel az akvizíciók a magasabb hozzáadott értékű üzletágakban valósulhatnak meg.

### 14 milliárdot közelítő árbevétel

Ennél a modellnél 2025-re 13,6 milliárdos árbevételt és 2,8 milliárd forintos EBITDA-t jelzünk előre, ami megközelíti a Gloster által publikált középtávú stratégiai tervet.

### Eredménykimutatás (tőkeemeléssel kalkuláló modell)

ezer forint	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Értékesítés nettó árbevétele	1.530.470	2.138.790	2.311.439	4.904.247	5.688.724	7.118.980	9.349.550	13.572.541
Összes bevétel	1.642.493	2.218.102	2.385.566	4.990.356	5.768.573	7.199.008	9.431.545	13.653.165
Anyagjellegű ráfordítások	1.126.850	1.594.222	1.666.783	3.252.973	3.586.713	4.414.633	5.415.439	7.437.465
Személyi jellegű ráfordítások	167.437	238.554	327.358	930.490	1.188.192	1.576.415	2.153.657	3.238.127
Egyéb ráfordítások	25.515	28.700	30.290	64.267	74.547	93.290	122.520	177.860
EBITDA	322.691	356.626	361.135	742.626	919.121	1.114.671	1.739.929	2.799.713
Értékcsökkenési leírás	135.366	171.145	181.386	237.340	218.650	220.161	264.823	395.412
Üzleti tevékenység eredménye	187.325	185.481	179.749	505.285	700.471	894.510	1.475.107	2.404.302
Pénzügyi műveletek bevételei	16.979	18.535	17.899	503	136	1.242	1.263	383
Pénzügyi műveletek ráfordításai	18.146	19.461	18.798	9.868	21.553	25.318	24.627	23.517
Pénzügyi műveletek eredménye	-1.167	-926	-899	-9.366	-21.417	-24.076	-23.364	-23.134
Adózás előtti eredmény	186.158	184.555	178.850	495.920	679.054	870.434	1.451.742	2.381.167
Adófizetési kötelezettség	0	20.913	16.190	44.633	61.115	78.339	130.657	214.305
A társaság részvényeseire jutó eredmény	186.158	163.642	162.660	144.027	458.689	620.595	1.137.336	1.970.862
Osztalékjelölég	0	0	0	0	242.391	310.298	568.668	985.431
EPS	19	16,4	10,5	8,5	27,0	31,7	58,2	100,8

Forrás: Gloster, Erste

### Látható különbségek

A két modell közti különbség 2024-től a legszembetűnőbb, így az alap és a tőkeemeléssel kalkuláló modell eredménykimutatásának főbb soraiban adódó eltéréseket a következő táblázatban foglaltuk össze. A 2023-as EPS visszaesés egyik oka a tőkeemelés hígító hatása, ugyanis a részvények már kibocsátásra kerülnek, de a tőkeemelésből befolyt összeg még nem kerül felhasználásra, így az eredménynövelő hatás még nem érvényesül. A másik ok a tőkeemeléshez kapcsolódó becsült költségek. A következő táblázatból az is látszik, hogy az akvizíciók EPS növelők a második évtől kezdődően.

### Az alap modell és a tőkeemeléssel kalkuláló modell közti különbség

ezer forint	2022E	2023E	2024E	2025E
Értékesítés nettó árbevétele	0	0	1.000.000	3.250.000
Összes bevétel	0	0	1.000.000	3.250.000
Anyagjellegű ráfordítások	0	100.000	559.708	1.712.699
Személyi jellegű ráfordítások	0	0	228.268	778.790
Egyéb ráfordítások	0	0	13.104	42.589
EBITDA	0	-100.000	198.920	715.922
Értékcsökkenési leírás	0	0	50.000	150.000
Üzleti tevékenység eredménye	0	-100.000	148.920	565.922
Pénzügyi műveletek bevételei	0	976	891	-250
Pénzügyi műveletek ráfordításai	0	0	0	0
Pénzügyi műveletek eredménye	0	976	891	-250
Adózás előtti eredmény	0	-99.024	149.812	565.672
Adófizetési kötelezettség	0	-8.912	13.483	50.910
A Társaság részvényeseire jutó eredmény	0	-90.112	136.329	514.762
Osztalékjelölég	0	-45.056	68.164	257.381
EPS	0,0	-10,1	-0,8	15,0

Forrás: Erste

## Értékelés

### DCF értékelés

A 2026-ig kidolgozott részletes modell alapján DCF értékelést végeztünk, és azt találtuk, hogy a cég egy részvényének fair értéke a további egy akvizícióval számoló alap modell esetén 1130 forint, míg a tőkeemeléssel kalkuláló modellre vonatkozó DCF számítás alapján 1316 forint. A két modellt azonos súllyal vettük figyelembe, így célárunk 1223 forint.

### Alap modell

Az alap modell DCF értékelésénél az alábbi paraméterezést használtuk:

Az explicit periódusra vonatkozó kockázatmentes hozamszint a 10 éves magyar államkötvény alapján 4,5 százalék. A végérték (Terminal Value vagy TV), örökjáradék számításnál 5%-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 7,5 százaléknak vettük, a TV esetében pedig 6,5 százalékkal kalkuláltunk, de mivel 100%-os tőke súlyt feltételeztünk, így ennek nincs valódi relevanciája.

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 iparágra jellemző alacsony tőkeáttétel miatt konzervatív módon végig 100%-os saját tőke súllyal kalkuláltunk.

A TV hosszútávú növekedési rátáját 4 százalékra választottuk. A hosszútávú EBIT marzs 15%, amit modellünk alapján az előrejelzési periódusban 2025-től képes elérni a társaság.

Részvényvisszavásárlással nem számoltunk, mert az MRP program részletei még nem kerültek kidolgozásra.

### **Tőkeemeléssel kalkuláló modell**

Felépítettük a DCF modellt arra az esetre is, amikor a cég további, gyors akvizíciókat hajt végre. Ebben az esetben az elkövetkező évekre összesen 4 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, ami 1-es P/S-nek felel meg 20%-os EBITDA marzsot feltételezve.

A DCF számításnál hasonló paraméterezést használunk, viszont a hosszútávú EBIT marzsot 15,5%-ra emeltük fel.

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

## DCF alap modell

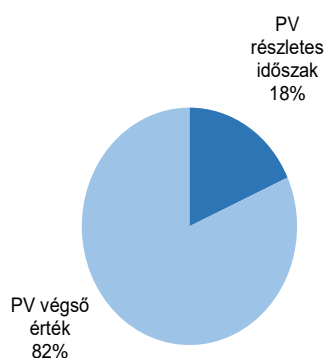
### WACC számítás

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
Kockázat mentes hozam	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	5,0%
Részvénykockázati 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
<b>Tőkeköltség</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,1%</b>
Hitelköltség	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	6,5%
Efektív adóráta	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
<b>Adópajzs utáni hitelköltség</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>5,9%</b>
Saját tőke súlya	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>WACC (súlyozott tőkeköltség)</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,1%</b>

### DCF értékelés

millió forint	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
Árbevétel növekedés	15,6%	24,8%	17,1%	23,4%	18,2%	3,0%
EBIT	625.924	901.220	1.216.770	1.703.109	2.101.818	1.899.614
EBIT-marzs	10,9%	12,5%	14,4%	16,4%	17,1%	15,0%
Efektív társasági adóráta	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
EBIT adója	-56.333	-81.110	-109.509	-153.280	-189.164	-170.965
<b>NOPLAT</b>	<b>569.591</b>	<b>820.110</b>	<b>1.107.261</b>	<b>1.549.829</b>	<b>1.912.655</b>	<b>1.728.649</b>
+ Amortizáció	218.650	220.161	214.823	245.412	257.723	257.723
Tőkeberuházások / amortizáció	95,4%	101,7%	104,3%	101,5%	101,7%	100,0%
+/- Forgótőke változása	-145.929	-217.278	-210.685	-336.137	-245.094	-24.590
Forgótőke változása / árbevétel növekedés	18,8%	15,2%	17,1%	17,0%	13,0%	5,0%
- Tőkeberuházások	-208.488	-223.978	-223.977	-248.976	-261.998	-257.723
<b>A cég szabad cash flow-ja</b>	<b>433.824</b>	<b>599.015</b>	<b>887.421</b>	<b>1.210.128</b>	<b>1.663.286</b>	<b>1.704.058</b>
Végző érték növekedés						4,0%
Végző érték						24.960.851
Diszkontált CF - 2021.12.31	390.832	486.174	648.875	797.149	987.079	14.813.050
<b>Cégérték - 2021.12.31</b>	<b>18.123.160</b>					
Kissebségek	490.050					
Nettó adósság	421.600					
Egyéb kiigazítások	0					
<b>Saját tőke értéke - 2021.12.31</b>	<b>17.211.509</b>					
Forgalomban lévő részvények száma (mn)	16974,7					
Tőkeköltség	11,0%					
<b>12 hónapos részvény célár (HUF)</b>	<b>1130</b>					
Részvényár (HUF)	1080					
<b>Emelkedési potenciál</b>	<b>4,6%</b>					

### Cégérték megoszlása



### Érzékenység (per részvény)

		Végző érték EBIT				
		14,0%	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%
WACC	10,1%	1.213	1.251	1.289	1.328	1.366
	10,6%	1.133	1.168	1.204	1.239	1.274
	11,1%	1.064	1.097	1.130	1.163	1.196
	11,6%	1.005	1.035	1.066	1.097	1.127
	12,1%	952	981	1.010	1.039	1.068
		Végző érték növekedés				
		3,00%	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%
WACC	10,1%	1.124	1.201	1.289	1.394	1.519
	10,6%	1.061	1.127	1.204	1.293	1.398
	11,1%	1.005	1.063	1.130	1.207	1.296
	11,6%	956	1.007	1.066	1.133	1.210
	12,1%	912	958	1.010	1.069	1.136

Forrás: Erste

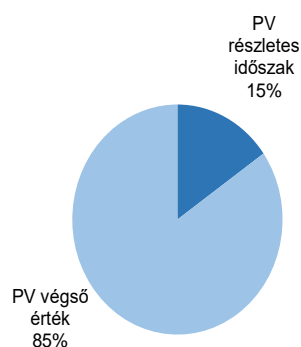


**DCF tőkeemeléssel kalkuláló modell**

WACC számítás	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
Kockázat mentes hozam	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	5,0%
Részvénykockázati 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
<b>Tőkekölség</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,1%</b>
Hitelkölség	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	6,5%
Efektív adóráta	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
<b>Adópajzs utáni hitelkölség</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,8%</b>	<b>5,9%</b>
Saját tőke súlya	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>WACC (súlyozott tőkekölség)</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,0%</b>	<b>11,100%</b>

DCF értékelés millió forint	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
<i>Árbevétel növekedés</i>	15,6%	24,8%	31,0%	44,8%	19,8%	3,0%
EBIT	625.924	801.220	1.352.586	2.226.442	2.940.140	2.611.512
EBIT-marzs	10,9%	11,1%	14,3%	16,3%	18,0%	15,5%
Effektív társasági adóráta	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
EBIT adója	-56.333	-72.110	-121.733	-200.380	-264.613	-235.036
<b>NOPLAT</b>	<b>569.591</b>	<b>729.110</b>	<b>1.230.854</b>	<b>2.026.062</b>	<b>2.675.528</b>	<b>2.376.476</b>
+ Amortizáció	218.650	220.161	264.823	395.412	407.723	407.723
Tőkeberuházások / amortizáció	95,4%	101,7%	103,5%	100,9%	101,0%	100,0%
+/- Forgótőke változása	-145.929	-176.721	-388.827	-678.184	-409.720	-32.715
Forgótőke változása / árbevétel növekedés	18,8%	12,4%	17,4%	16,1%	15,1%	5,0%
- Tőkeberuházások	-208.488	-223.978	-273.977	-398.976	-411.998	-407.723
<b>A cég szabad cash flow-ja</b>	<b>433.824</b>	<b>548.572</b>	<b>832.872</b>	<b>1.344.313</b>	<b>2.261.532</b>	<b>2.343.761</b>
Végző érték növekedés						4,0%
Végző érték						34.331.144
Diszkontált CF - 2021.12.31	390.832	445.233	608.989	885.541	1.342.109	20.373.863
év végi részvénytársaság	16.974.692	19.550.641	19.550.641	19.550.641	19.550.641	19.550.641
A részvény szabad cash flow-ja	26	30	43	69	116	120
végző érték részvényenként						1.756
részvényenkénti Diszkontált CF - 2021.12.31	23	24	31	45	69	1.042
<b>Hígított Cégérték - 2021.12.31</b>	<b>20.957.004</b>					
Kissebségek	490.050					
Nettó adósság	421.600					
Egyéb kiigazítások	0					
<b>Saját tőke értéke - 2021.12.31</b>	<b>20.045.353</b>					
Forgalomban lévő részvények száma (mn)	16974,7					
Tőkekölség	11,0%					
<b>12 hónapos részvény célár (HUF)</b>	<b>1316</b>					
Részvényár (HUF)	1080					
<b>Emelkedési potenciál</b>	<b>21,9%</b>					

**Cégérték megoszlása**



**Érzékenység (per részvény)**

WACC	Végző érték EBIT				
	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%	16,5%
10,1%	1.418	1.462	1.506	1.551	1.595
10,6%	1.322	1.363	1.404	1.445	1.486
11,100%	1.240	1.278	1.316	1.354	1.392
11,6%	1.169	1.204	1.240	1.275	1.311
12,1%	1.106	1.139	1.173	1.206	1.239

WACC	Végző érték növekedés				
	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%
10,1%	1.309	1.400	1.506	1.632	1.781
10,6%	1.233	1.312	1.404	1.511	1.636
11,100%	1.166	1.236	1.316	1.408	1.515
11,6%	1.108	1.170	1.240	1.320	1.412
12,1%	1.055	1.111	1.173	1.243	1.323

Forrás: Erste

## Összehasonlító mutatószámos értékelés

A vállalat értékének meghatározására egy másik módszer az összehasonlító mutatószámos értékelés, ahol az alap modellben kapott előrejelzéseket használtuk fel. Egyébként az alap modell és a tőkeemeléssel kalkuláló modell ezen az összehasonlítási perióduson nem tér el egymástól. Ezért kiválasztottunk hét hasonló, tőzsdén jegyzett vállalatot, hogy a P/E és az EV/EBITDA értékeltségi mutatószámok alapján összehasonlítsuk őket a Glosterrel.

### Felfelé lóg ki a Gloster értékeltsége

Ez alapján megállapítható, hogy a Gloster a szektortársaknál magasabb értékeltségen forog, és célárunk is felfelé lóg ki az összehasonlító mutatószámos értékelés alapján kapott értékek közül. Ez azért van, mert a Glostertől várt erőteljes növekedés főleg 2024-2025-ben érezhető hatását, ám az összehasonlító mutatószámos értékelés ezt az időszakot már nem öleli fel, hiszen különösen 2025-re egyelőre minimális számú elemzői várakozás érhető el a szektortársakra.

### Összehasonlító mutatószámos értékelés

	P/E			EV/EBITDA		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
4iG	19,4	17,3	12,5	36,6	26,2	20,3
LiveChat Software	26,5	22,6	19,9	22,1	19,3	19,4
Avast	29,4	22,1	21,1	18,3	17,3	16,2
Asseco Poland	13,6	13,6	13,1	5,0	4,9	4,7
Asseco South Eastern Europe	20,5	20,9	18,5	11,0	11,0	10,3
Netcompany Group	71,0	46,7	33,6	35,5	33,9	24,7
Softcat	34,8	34,6	32,9	26,2	25,8	25,9
Medián	26,5	22,1	19,9	22,1	19,3	19,4
Átlag	30,8	25,4	21,6	22,1	19,8	17,3
<b>Gloster</b>	<b>104,8</b>	<b>129,6</b>	<b>40,7</b>	<b>50,3</b>	<b>25,7</b>	<b>21,0</b>
<i>Mediántól eltérés</i>	<i>296%</i>	<i>487%</i>	<i>105%</i>	<i>127%</i>	<i>33%</i>	<i>9%</i>
<i>Átlagtól eltérés</i>	<i>241%</i>	<i>410%</i>	<i>88%</i>	<i>127%</i>	<i>30%</i>	<i>21%</i>
<b>Fair érték medián alapján</b>	<b>278</b>	<b>187</b>	<b>537</b>	<b>501</b>	<b>790</b>	<b>973</b>
<b>Fair érték átlag alapján</b>	<b>323</b>	<b>216</b>	<b>585</b>	<b>501</b>	<b>812</b>	<b>864</b>

Forrás: Bloomberg, Erste; 2022. január 13-i árák alapján

### Az összehasonlító mutatószámos 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 bővítette 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 95 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 220 főt foglalkoztat, piaci kapitalizációja 247 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 2.780 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 29 ezer alkalmazottja van, piaci kapitalizációja közel 570 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 3.200 alkalmazottja van, piaci kapitalizációja 220 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 3.400 főt foglalkoztat, piaci kapitalizációja 1.750 milliárd forint.

#### **Softcat**

A Softcat egy beszerzéssel, szoftver licenc értékesítéssel, e-közbeszerzéssel és szolgáltatások értékesítésével foglalkozó brit IT cég. A társaság közel 1.700 főt foglalkoztat, piaci kapitalizációja 1.530 milliárd forintra rúg.

<b>Eredménykimutatás</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
HAS millió forint, 31/12	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023
<b>Árbevétel</b>	<b>1.530,5</b>	<b>2.138,8</b>	<b>2.311,4</b>	<b>4.904,2</b>	<b>5.688,7</b>	<b>7.119,0</b>
Készletváltozás és aktivált teljesítmény	112,0	79,3	74,1	86,1	79,8	80,0
<b>Összes bevétel</b>	<b>1.642,5</b>	<b>2.218,1</b>	<b>2.385,6</b>	<b>4.990,4</b>	<b>5.768,6</b>	<b>7.199,0</b>
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	-3.253,0	-3.586,7	-4.314,6
Személyi jellegű ráfordítások	-167,4	-238,6	-327,4	-930,5	-1.188,2	-1.576,4
Egyéb működési költségek	-25,5	-28,7	-30,3	-64,3	-74,5	-93,3
<b>EBITDA</b>	<b>322,7</b>	<b>356,6</b>	<b>361,1</b>	<b>742,6</b>	<b>919,1</b>	<b>1.214,7</b>
Amortizáció	-135,4	-171,1	-181,4	-237,3	-218,7	-220,2
<b>EBIT</b>	<b>187,3</b>	<b>185,5</b>	<b>179,7</b>	<b>505,3</b>	<b>700,5</b>	<b>994,5</b>
Pénzügyi eredmény	-1,2	-0,9	-0,9	-9,4	-21,4	-25,1
Rendkívüli eredmény	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Adózás előtti eredmény</b>	<b>186,2</b>	<b>184,6</b>	<b>178,9</b>	<b>495,9</b>	<b>679,1</b>	<b>969,5</b>
Adó	0,0	-20,9	-16,2	-44,6	-61,1	-87,3
Megszűnő tevékenység eredménye	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kisebbségi részesedés	0,0	0,0	0,0	-307,3	-159,3	-171,5
<b>Részvényesekre jutó nettó eredmény</b>	<b>186,2</b>	<b>163,6</b>	<b>162,7</b>	<b>144,0</b>	<b>458,7</b>	<b>710,7</b>

<b>Mérleg</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
HAS millió forint, 31/12						
Immateriális javak	50,7	31,8	174,8	1.349,3	1.862,4	1.862,4
Tárgyi eszközök	641,8	600,4	529,9	889,4	979,2	983,1
Pénzeszközök	0,0	102,5	235,6	235,6	235,6	235,6
<b>Befektetett eszközök</b>	<b>692,6</b>	<b>734,7</b>	<b>940,4</b>	<b>2.474,3</b>	<b>3.077,3</b>	<b>3.081,1</b>
Készletek	0,0	0,0	228,3	436,0	455,2	512,6
Követelések és egyéb forgóeszközök	615,2	859,1	1.007,8	2.111,2	2.419,1	2.991,8
Egyéb eszközök	11,8	38,3	16,8	57,8	54,7	76,9
Pénzeszközök és egyenértékeseik	98,1	82,4	870,1	135,4	137,1	395,9
<b>Forgóeszközök</b>	<b>725,1</b>	<b>979,9</b>	<b>2.123,1</b>	<b>2.740,5</b>	<b>3.066,0</b>	<b>3.977,2</b>
<b>ESZKÖZÖK ÖSSZESEN</b>	<b>1.417,7</b>	<b>1.714,5</b>	<b>3.063,5</b>	<b>5.214,8</b>	<b>6.143,3</b>	<b>7.058,2</b>
<b>Részvényesi tőke</b>	<b>449,0</b>	<b>472,6</b>	<b>1.689,0</b>	<b>2.607,3</b>	<b>3.066,0</b>	<b>3.534,3</b>
Kisebbségi részesedés	0,0	0,0	0,0	490,1	612,4	783,9
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
<b>Céltartalékok</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Hosszú lejáratú hitel	123,4	141,0	157,0	523,5	693,8	655,1
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	0,0	1,6	22,2	22,2	22,2	22,2
<b>Hosszú lejáratú kötelezettségek összesen</b>	<b>123,4</b>	<b>142,6</b>	<b>179,3</b>	<b>545,8</b>	<b>716,0</b>	<b>677,3</b>
Rövid lejáratú hitel	124,0	238,3	191,3	33,5	104,7	138,8
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	721,3	860,9	1.003,9	1.538,2	1.644,1	1.924,0
<b>Rövid lejáratú kötelezettségek összesen</b>	<b>601,2</b>	<b>889,1</b>	<b>1.026,9</b>	<b>1.524,6</b>	<b>1.706,4</b>	<b>2.006,0</b>
<b>SAJÁT TŐKE ÉS KÖTELEZETTSÉGEK</b>	<b>1.417,7</b>	<b>1.714,5</b>	<b>3.063,5</b>	<b>5.214,8</b>	<b>6.143,3</b>	<b>7.058,2</b>

<b>Cash Flow kimutatás</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
HAS millió forint, 31/12						
Működési cash flow	167,6	75,7	49,2	25,8	618,7	729,8
Befektetési cash flow	-324,2	-169,5	-437,3	-1.588,5	-858,5	-224,0
Finanszírozási cash flow	142,9	174,0	1.102,0	982,9	241,5	-247,1
<b>PÉNZESZKÖZÖK ÁLLOMÁNYVÁLTOZÁSA</b>	<b>-13,6</b>	<b>80,2</b>	<b>715,2</b>	<b>-579,7</b>	<b>1,7</b>	<b>258,7</b>

<b>Marzsok &amp; Arányszámok</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Árbevétel növekedése	0,0%	39,7%	8,1%	112,2%	16,0%	25,1%
EBITDA ráta	19,6%	16,1%	15,1%	14,9%	15,9%	16,9%
EBIT ráta	11,4%	8,4%	7,5%	10,1%	12,1%	13,8%
Nettó profit ráta	11,3%	7,4%	6,8%	9,0%	10,7%	12,3%
ROE	80,9%	35,5%	15,0%	6,7%	16,2%	21,5%
ROCE	58,8%	23,9%	16,7%	19,4%	16,1%	19,9%
Tőke arány	31,7%	27,6%	55,1%	59,4%	59,9%	61,2%
Nettó adósság	149,3	297,0	-521,8	421,6	661,4	398,0
Forgótőke	112,1	52,4	1.079,4	1.158,1	1.304,9	1.894,3
Felhasznált tőke	598,3	771,2	1.189,4	3.541,2	4.362,0	4.738,4
Készletek forgási sebessége	509,0	nm	10,2	6,3	5,2	5,7

Forrás: Erste

## **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@mnb.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 információs korlátok leírása a Társaság Összeférhetlenség elkerülésével kapcsolatos összefoglaló rendelkezések című dokumentumában olvashatók, amely az Üzletszabályzat mellékleteként elérhető a [www.ersteinvestment.hu](http://www.ersteinvestment.hu) oldalon. Jelen Dokumentumot a Társaság abból a célból készítette, hogy az elemzésnek alávettett 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 használatával, adóügyi vonatkozásaival, kockázataival és megfelelő voltával 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 voltáért.

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](http://www.ersteinvestment.hu) oldalon, illetve Társaság „Az Erste Befektetési Zrt. által nyújtott szolgáltatásokról az ügylet előtti tájékoztatás keretében” elnevezésű hirdetményében.

### **Erste Group értékelési definíciók**

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

Összeférhetlenségi szabályok:

[https://www.ersteinvestment.hu//static/befrt/download/Erste\\_Befektetesi\\_Zrt\\_Uszab\\_6\\_Melleklet\\_osszeferhetlens\\_eg\\_20150601.pdf](https://www.ersteinvestment.hu//static/befrt/download/Erste_Befektetesi_Zrt_Uszab_6_Melleklet_osszeferhetlens_eg_20150601.pdf)

Összeférhetlenségi esetek:

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

Az elemzés készítése során használt módszertan:

<https://www.erstemarket.hu/oldalak/elemzesi-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.