

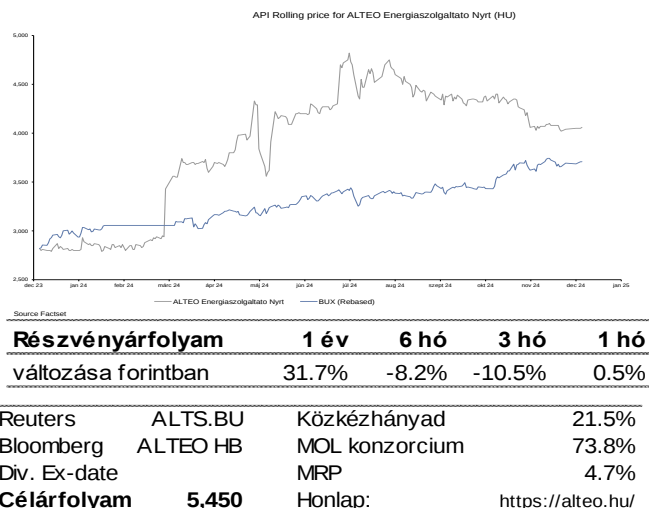
VÁLLALATELEMZÉS

ALTEO Energiaszolgáltató Nyrt.

Felülvizsgálatról Vételre minősítve

millió forint	2023	2024e	2025e	2026e
Árbevétel	98,954	101,848	136,031	138,850
EBITDA	19,431	19,901	23,485	23,482
EBIT	15,163	14,842	17,237	16,081
Nettó eredmény	12,797	11,175	12,072	10,960
EPS (HUF)	674	561	606	550
CEPS (HUF)	826	819	925	930
BVPS (HUF)	1,781	1,857	2,363	2,813
Osztalék (HUF)	420	100	100	100
EV/EBITDA (x)	2.9	4.7	4.4	4.3
P/E (x)	4.2	7.2	6.7	7.4
P/CE (x)	3.5	5.0	4.4	4.4
Osztalék hozam	14.7%	2.5%	2.5%	2.5%

Részvényár (HUF), 2025/01/06	4,160
Részvénytársaság (mn)	19.9
Piaci kapitalizáció (HUF mn / EUR mn)	80,922 / 195
Célgérték (HUF mn / EUR mn)	93,345 / 225



Házi feladat kipipálva!

Elemző:

Miró József
+361-235-5131
jozsef.miro@ersteinvestment.hu

Az elmúlt időszakban a cég dolgozott, s számos beruházást és akvizíciót hozott tető alá. Ennek eredményeképpen már mintegy 20 milliárd forint értékben megtörténtek a fejlesztések, de további 45-50 milliárdnyi beruházás, cégvásárlás van még „csőben”.

Ezek a fejlesztések mind értékükben, mind méretükben meghaladják a korábbi várakozásainkat, s így pozitív hatással vannak az eredményelőrejelzésünkre is.

Ennek köszönhetően az elkövetkező években a pénzáram lehetőséget teremt további beruházásokra, amelyre maga a piac is éhes. Pl. a MOL 2030-ig 2.500 GW-ra tervezi növelni a megújulókból származó energiafelhasználását. Ennek elérésében az ALTEO partner lehet.

Ennek megfelelően frissítettük modellünket, s a DCF értékelés alapján a részvények 12 hónapos célára 5.450 forintnak adódott, ami mintegy 31 százalékkal haladja meg az aktuális piaci árat. Ajánlásunk vétel!

Változások a modellben

1. Árfolyamelőrejelzések frissítése
2. Beruházások, akvizíciók és egyebek
3. Eredményelőrejelzés változása
4. Hitelek, az adósság alakulása

Árfolyamelőrejelzések frissítése

Az alacsony amerikai és a magas európai gázárak nagy valószínűséggel konvergálni fognak egymáshoz

Az áramárak a 2022. évi csúcsokhoz képest jelentős csökkenésen mentek keresztül az elmúlt években, a földgázárak jelentős csökkenésével párhuzamosan. Az utóbbi esetében az árak jóval nagyobbat csökkentek, mint a korábbi várakozásunk volt, de magasabban látszódnak stabilizálódni, mint korábban vártuk. Ennek az a politikai igény az oka, hogy az orosz gázzal való leválás gyorsabban valósuljon meg, miközben az exportáló, cseppfolyósító állomások kiépítése lassabban halad az exportáló országokban. Itt érdemes elsősorban az Egyesült Államokra gondolni, ahonnan mintegy 14 Bcf/d, azaz naponta mintegy 0,4 milliárd köbméter földgázt exportálnak, s még annak ellenére is, hogy a földgáz ára negyede az európainak (TTF ár 20,6 Ft/kWh, amerikai 4,9 Ft/kWh. Az aktuális árakat lásd: [itt](#)) a beruházások lassan haladnak. Ugyanis miközben 14,28 Bcf/d az export kapacitás és 11,57 Bcf/d cseppfolyósító kapacitás épül 2027-ig, addig 42,14 Bcf/d-re adtak ki engedélyt az amerikai hatóságok. Ez azt jelenti, hogy az évi 146 milliárd köbméter amerikai export közel megduplázódik (+120 milliárd köbméter) néhány éven belül. Csak emlékeztetőül, 2021-ben Oroszország 155 milliárd köbméter gázt exportált az EU-ba.

LNG export (milliárd köbláb / nap)

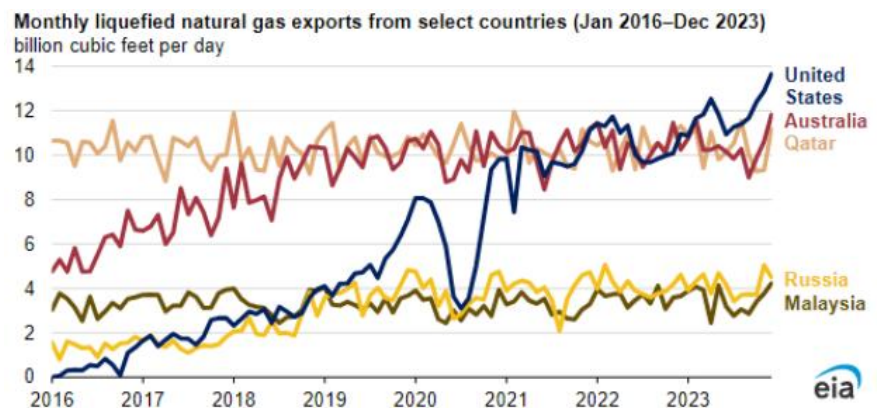


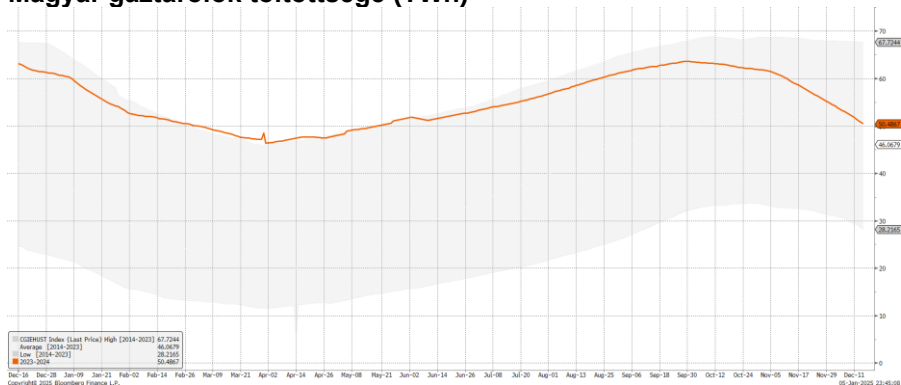
Figure 1. Top global LNG exporting countries, monthly volumes (1/2016-12/2023). Source: U.S. Energy Information Administration (2024)²⁷

Forrás EIA

Rövidtávon az ukrán tranzit leállása miatt feszültségeket láthatunk a piacon, de a kiépített és kiépülő új LNG fogadó kapacitások és a gáztárolók kielégítő töltöttségének köszönhetően az árak valószínűleg konszolidálódni fognak. Ezt segíti a régiókban pl. a Krk LNG terminál 2,9 milliárdról 6,1 milliárd köbméterre történő bővítése (2022 április), vagy a görög Alexandroupolis LNG terminál 2024 októberi indulása évi 5,5 milliárd köbméteres kapacitással, amelyet amerikai, katari és egyiptomi gázzal látnak el.

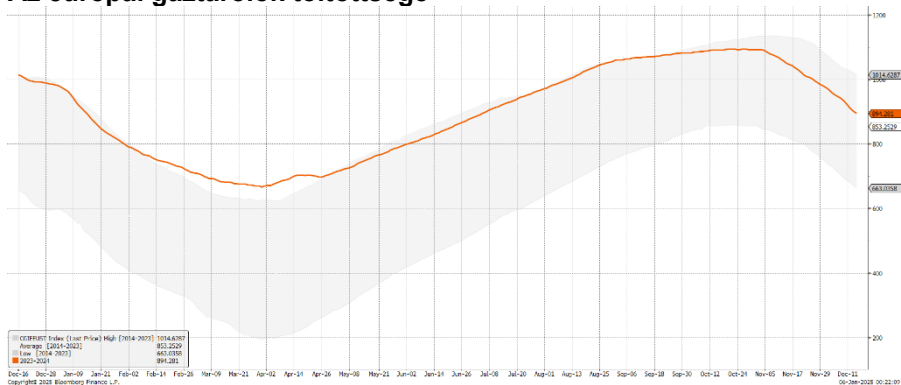
Jelenleg a magyar gáztárolókban mintegy 5 milliárd, az európai tárolókban pedig összesen majdnem 90 milliárd köbméter földgáz van. 2023-ban Magyarországon 8,5 milliárd köbméter volt az éves gázfogyasztás, ami mintegy 20 százalékos csökkenést jelent 2018-hoz képest. 2024 első három negyedévében pedig 300 millió köbméterrel volt alacsonyabb a fogyasztásunk 2023 hasonló időszakához képest. Ugyanakkor a hidegebb időjárás miatt a negyedik negyedévben a fogyasztás már növekedhetett 2023-hoz képest, de így is 8 milliárd köbméter környékén maradhatott 2024-ben. Ez pedig azt jelenti, hogy az éves felhasználásunk mintegy 60 százaléka még rendelkezésre áll a tárolókban. EU szinten ennél rosszabb a helyzet, hiszen a gáztárolókban levő 90 milliárd köbméter gáz az éves gázfogyasztás (295 milliárd köbméter 2023-ban) kicsivel több mint 30 százalékát teszi ki. Azaz az ideai téli ellátással valószínűleg már nem lesz gond a relatíve magas tárolói töltöttségnek köszönhetően, míg a következő szezonig új kapacitások, új szerződések léphetnek be a piacra.

Magyar gáztárolók töltöttsége (TWh)



Forrás: Bloomberg

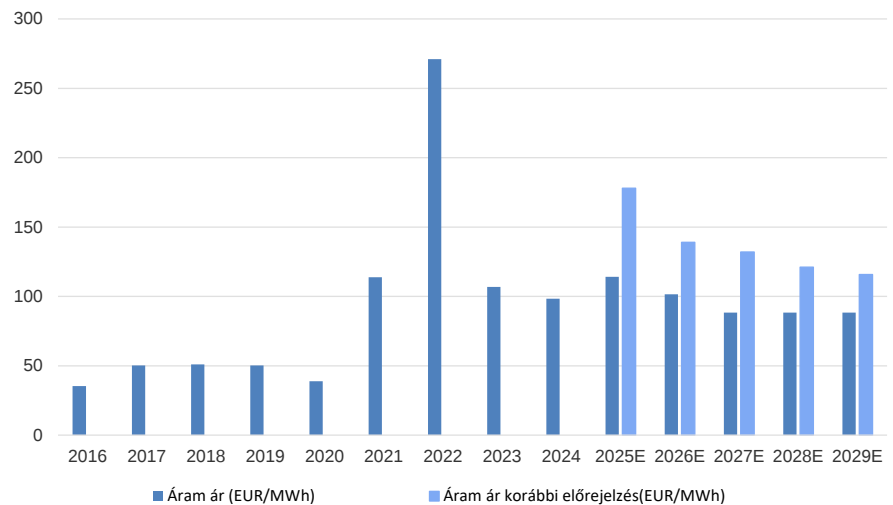
Az európai gáztárolók töltöttsége



Forrás: Bloomberg

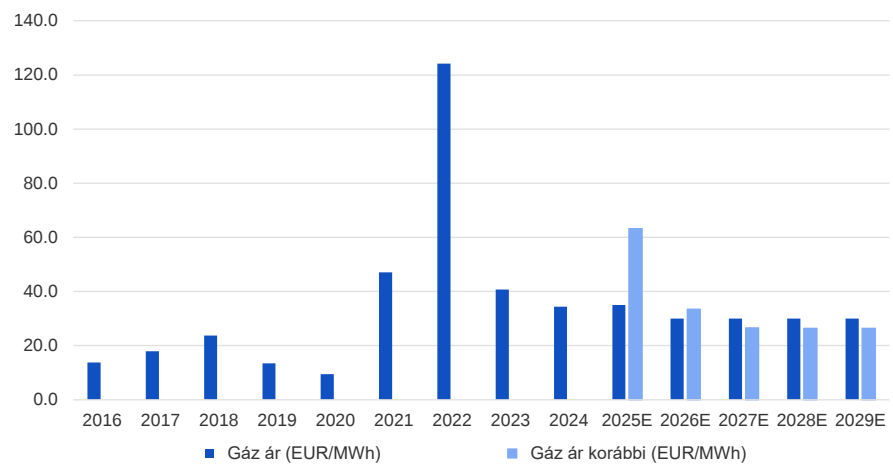
Az áramárak alapvetően igazodtak a földgázárak csökkenéséhez, azzal a különbséggel, hogy a napon belüli árak egyes időszakokban jelentős volatilitást mutatnak. Ez szembetűnő például a nyári hónapokban, amikor a 7.000 MW beépített naperőmű kapacitás termelésének hatására napközben már megjelenik a negatív áramár is a magyar piacon is, míg ősszel az esti órákban volt olyan nap, hogy átmenetileg az 1.000 eurót is elérte az 1 MWh áram ára 2024-ben.

Áramár (EUR/MWh)



Forrás: Bloomberg, HUPIX, Erste becslés

TTF gázárak

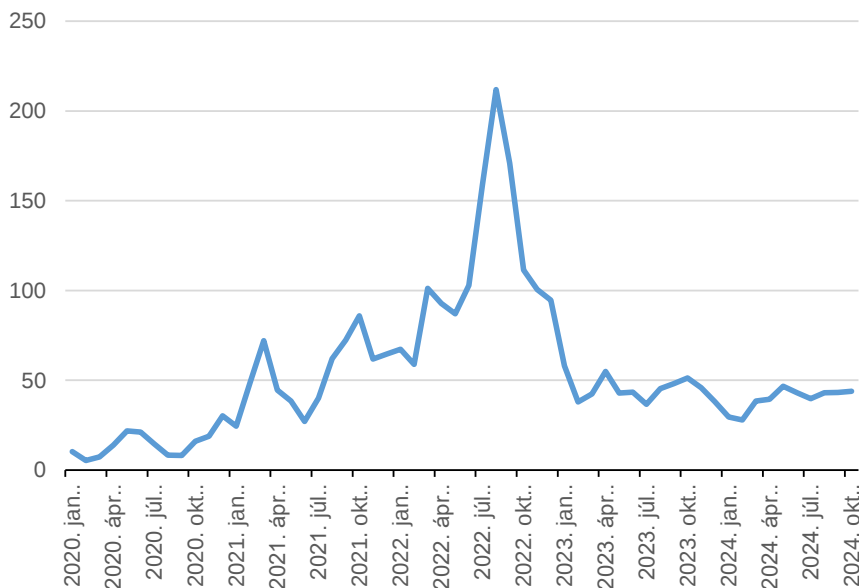


Forrás: Bloomberg, Erste becslés

A fent leírtak alapján a kiegyenlítő kapacitások szerepe továbbra is jelentős az energiaellátásban. Így a kiegyenlítő kapacitás árak ugyan csökkentek az elmúlt időszakban, de továbbra is messze magasabbak, mint a 2022 előtt voltak. Ugyanakkor az idei év elejére vonatkozó aukciók jelentősen csökkenő árakat hoztak. Mindenesetre a rendszer egyensúlytalanága miatt a ténylegesen csökkenő és stabilan alacsonyan maradó 5-6 ezer forint körüli kapacitás árak alapvetően a legkésőbb 2026-ban induló 440MW/880MWh elektromos tárolók rendszerbeállításával valósulhatnak majd meg. (Részleteket lásd a beruházások részben.)

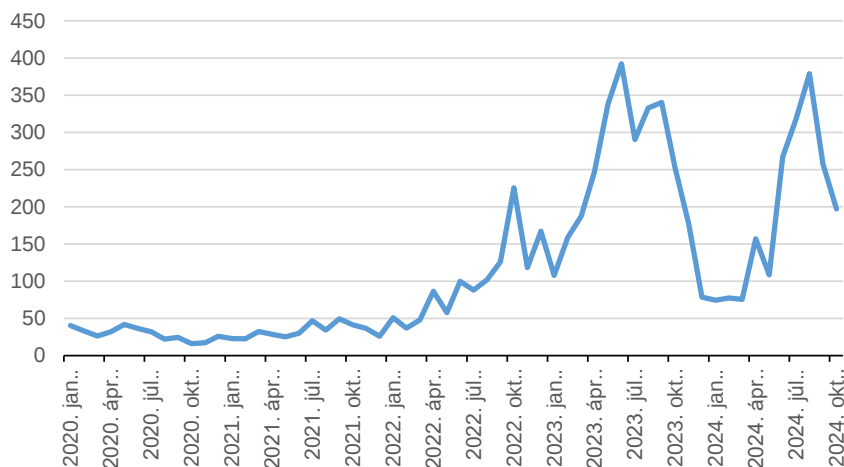
A kiegyenlítő energia egységárak továbbra is a 2021-2022-es áremelkedés előtti szintek fölött vannak.

Földgázzal és széndioxid kvóta árral módosított negatív kiegyenlítő energia egységára (forint/kWh)



Forrás: Erste számítások (MAVIR adatok alapján)

Földgázzal és széndioxid kvóta árral módosított pozitív kiegyenlítő energia egységára (forint/kWh)



Forrás: Erste számítások (MAVIR adatok alapján)

Beruházások, akvizíciók és egyéb

**65-70 milliárd forint beruházás,
akvizíció, melyből eddig
mintegy 20 milliárd valósult meg**

Az ALTEO az elmúlt időszakban jelentős akvizíciókat és beruházásokat jelentett be. Ezek egy része — becslésünk szerint valamivel több mint 20 milliárd forint értékben — már megvalósult, s még további 45-50 milliárd van megvalósítás/vásárlás alatt. A korábbi modellünkben 2028-ig 5 milliárd forint értékben 25MW/25MWh elektromos energiatároló beruházással számoltunk. Ezzel szemben mostanáig 17 MW kapacitású fűtő kazán (Sopron 5 MW, Kazincbarcika 6 MW és Tiszaújváros 6 MW) és egy 8MW/16MWh kapacitású elektromos tároló valósult meg egy 6 MW gázmotor mellett Győrben, rendre 2,5 milliárd, 3 milliárd és 1,5 milliárd forint költséggel. A soproni erőműben pedig egy gázmotor lett üzembe állítva 2 MW_e/1,2MW_{gőz}/1,6MW_{hő} kapacitással, s 1 milliárd forint beruházással. Mindezek mellett pedig 2026 áprilisára üzembe áll az összeségében 70MW/140MWh elektromos tárolókapacitás 9,4 milliárd forint állami támogatással, s 28 milliárd forint beruházás keretében.

Megújulók terén 2026 végéig összesen 80 MW naperőműpark beruházással kalkuláltunk előző modellünkben, 24,3 milliárd forint értékben. Ezzel szemben eddig Tereskén valósult meg egy 20 MW-os naperőműpark, mintegy 7 milliárd forintos beruházás keretében, ami 2024 augusztus 22-én kezdte meg a termelést. Tavaly december 1-től pedig a MOV-R került az ALTEO birtokába, a cég által nem közölt összegért. A vételár 5-6 milliárd forint közöttre becsüljük, s a szélerőmű park kapacitása 24 MW. Egy 19,95 MW-os csatlakozási ponttal rendelkező naperőmű park beruházást is megvásárolt a cég, amely 2027-ben kezdheti meg a termelését. A becsült beruházási költség 6 milliárd forint lehet. Igaz nem megújuló, de a körforgásos gazdaság része a közvetlenül karácsony előtt bejelentett akvizíció. Az ALTEO megvásárolja a magyar piac egyik vezető hulladékfeldolgozó cégét az ÉLTEX-et, a tranzakció idén zárulhat. A vételár nagy valószínűséggel meghaladja a cég 10 milliárd forintos saját tőkéjét, s szerintünk 10-15 milliárd forint között lehet.

MOL szinergiák

A MOL-lal való együttműködés keretében, a MOHU-val kötött szerződésnek köszönhetően jelentősen növekedett az FE-GROUP teljesítménye a 2+2 éves szolgáltatói szerződés megkötésével (2023 közepe), amelynek keretében hulladékok gyűjtésére, szállítására, tárolására és előkészítésére szerződött. Az ALTEO a 24,9 százalékos kisebbségi tulajdonost 2024 őszén kivásárolta, ezzel kizárólagos tulajdonossá vált. Az ÉLTEX megvásárlásával pedig a hulladékfeldolgozási szegmens jelentősen tovább növelheti EBITDA-ját. További szinergiát jelenthet, hogy a MOL 2030-ig 2.500 GW megújuló energiát tervez felhasználni. Az ezekhez kapcsolódó fejlesztésekben az ALTEO is szerephez juthat, amelynek egyik példája az idei év során kivitelezésre kerülő 11 milliárd forintos, 37,5 MW naperőmű beruházás, mely a cég Energetikai Szolgáltatások üzletágát erősíti.

Edelyn Solar, Tereske

Naperőmű kapacitás duplázás

2024 augusztus 22-én kezdte meg működését az ALTEO eddigi legnagyobb naperőmű parkja, amely 20 MW kapacitással évi 31 GWh áramot termelhet. A beruházás 17 millió euróból, azaz mintegy 7 milliárd forintból valósult meg Tereske község mellett. A cég ezzel duplázta az eddig meglévő 20 MW naperőmű kapacitását (Monor 4 MW, Balatonberény 6,2 MW, Nagykőrös 6,9 MW). Míg a korábbi beruházások a KÁT rendszer keretén belül működnek, az új létesítmény hosszútávú (legalább éves) szerződésekkel értékesíti a megtermelt áramot a szabadpiacon.

Csökkenő rendelkezésre állási díjak, megugró kapacitás

Akkumulátoros tároló pályázat és beruházás

A magyar állam által meghirdetett 440MW/880MWh pályázaton az ALTEO 70MW/140MWh elektromos tároló kiépítésére és üzemeltetésére nyert el 9,4 milliárd forint támogatást. (49MW/99,8MWh Győr, Depónia Kft., 10MW/20MWh Győr, Alteo-Therm és 10MW/20MWh Bana, Pannon szélerőmű) A beruházásnak 2026 áprilisáig kell megvalósulnia. A cég megkezdte a beruházást, amelynek értéke 28 milliárd forint.

Az elektromos tárolók üzemeltetése egy METÁR-hoz hasonló pénzügyi elszámolási rendszer keretein belül működik. Ez pedig a piaci áráktól függetlenül garantálja az üzemeltetési szerződés 10 éves időtartama alatt az elvárt megtérülést.

Az ALTEO tőkemegtérülése a DCF modellben 10,5 százalék az explicit és 14,5 százalék a terminál érték számításban. A támogatás összegével csökkentett beruházásértékre vetített megtérülés alapján becsülhető az elméleti rendelkezésre állási kapacitás ár, amelyet az alábbi táblázatban foglaltunk össze.

aFRR rendelkezésre állási ár

ROE (%)	Implikált ár (HUF/MWh/h)
10	4,940
11	5,150
12	5,370
13	5,590
14	5,820
15	6,040
16	6,280

Forrás: Erste számítás

Ez jól mutatja, hogy 2026-tól nagyjából 5-6 ezer forintos rendelkezésre állási díjakkal lehet majd számolni, ami gyakorlatilag a 2021-2022 előtti áraknak felel meg. Ha a piaci árak ettől valamilyen oknál fogva eltérnének, akkor ennek megfelelően történnek befizetések vagy kifizetések a büdzsébe és -ből. Ebben az egyszerűsített modellben a 12,5 százalékhhoz tartozó 5.500 forint körüli árral számoltunk, 2026 áprilisától.

MOV-R

Ezzel az akvizícióval 71,5 MW-ra növekedett az ALTEO szélerőmű kapacitása

2024 decemberétől az ALTEO számára termeli az energiát a MOV-R 12x2 MW-os szélerőműparkja. Ugyan a felek nem hozták nyilvánosságra a vételárat, de azt 5-6 milliárd forint közé becsüljük.

A szélerőműpark 2007-ben kezdte meg termelését, így már a szabadpiacon értékesíti az áramot. A tornyok közel 20 évesek, azaz belátható időn belül nagyobb karbantartásra, vagy bizonyos esetekben akár cserére is szorulhatnak. Ebben az esetben akár 6-7 MW-os tornyok üzembeállítása is szóba jöhet, egy lépésben kiváltva más tornyokat is. Illetve, ha a hálózati hozzáférés bővül, akkor a park kapacitása is növekedhet.

Az ALTEO a saját rendszerébe illesztve a szélerőműparkot valószínűleg jobb megtérüléssel tudja üzemeltetni, mint a korábbi tulajdonos.

A MOV-R eredménykimutatása és mérlege

Eredménykimutatás

millió forint	2022	2023
Belföldi értékesítés nettó árbevétele	3,158.97	1,541.28
Export értékesítés nettó árbevétele	28.00	68.87
Értékesítés nettó árbevétele	3,186.98	1,610.15
Egyéb bevételek	75.24	161.30
Összes bevétel	3,262.22	1,771.45
Anyagköltség	38.19	28.61
Igénybe vett szolgáltatások értéke	432.90	534.85
Egyéb szolgáltatások értéke	16.25	19.30
Anyagjellegű ráfordítások	487.34	582.76
Béreköltség	0.00	0.00
Személyi jellegű ráfordítások	0.00	0.00
Egyéb ráfordítások	70.57	40.23
EBITDA	2,704.31	1,148.46
Értécsökkenési leírás	407.05	407.05
Üzleti tevékenység eredménye	2,297.26	741.41
Pénzügyi műveletek egyéb bevételei	50.58	16.76
Pénzügyi műveletek bevételei	50.58	16.76
Pénzügyi műveletek egyéb ráfordításai	75.38	129.17
Pénzügyi műveletek ráfordításai	75.38	129.17
Pénzügyi műveletek eredménye	-24.80	-112.41
Szokásos vállalkozási eredmény	2,272.46	629.00
Adózás előtti eredmény	2,272.46	629.00
Adófizetési kötelezettség	751.88	314.61
Adózott eredmény	1,520.58	314.39

Mérleg

millió forint	2022	2023
Befektetett eszközök	1,672.63	1,265.58
Immateriális javak	0.03	0.02
Vagyoni értékű jogok	0.03	0.02
Tárgyi eszközök	1,672.61	1,265.56
Ingatlanok és kapcsolódó vagyoni értékű jogok	308.73	181.58
Egyéb berendezések, felszerelések, járművek	1,363.88	1,083.99
Befektetett pénzügyi eszközök	0.00	0.00
Forgóeszközök	1,507.47	647.84
Készletek	0.00	0.00
Követelések	361.53	217.90
Vevők	356.71	133.16
Egyéb követelések	4.82	84.74
Értékpapirok	0.00	0.00
Pénzeszközök	1,145.94	429.94
Pénztár csekkek	0.02	0.02
Bankbetétek	1,145.92	429.93
Aktív időbeli elhatárolások	43.03	24.73
Bevételek aktív időbeli elhatárolása	28.00	8.07
Költségek ráfordítások aktív időbeli elhatárolása	15.02	16.66
ESZKÖZÖK	3,223.13	1,938.16

millió forint	2022	2023
Saiát tőke	1,827.82	1,051.54
Jegyzett tőke	730.40	730.40
Eredménytartalék	-423.17	6.75
Adózott eredmény	1,520.58	314.39
Céltartalékok	0.00	0.00
Kötelezettségek	1,367.77	819.76
Hosszú lejáratú kötelezettségek	0.00	0.00
Rövid lejáratú kötelezettségek	1,367.77	819.76
Szállítók	84.53	87.53
Rövid lejáratú kötelezettségek kapcsolt vállalkozásokkal szemben	342.97	639.86
Rövid lejáratú kötelezettségek egyéb részesedési viszonyban lévő vállalkozásokkal szemben	5.47	9.52
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	934.80	82.86
Passzív időbeli elhatárolások	27.54	66.86
Költségek, ráfordítások, passzív időbeli elhatárolás	27.54	66.86
FORRÁSOK	3,223.13	1,938.16

Forrás: e-beszámoló portál

A hulladékkezelési üzletág EBTDA-ja és létszáma is több mint duplájára növekedhet a zárási feltételek teljesülése esetén

ÉLTEX

Éppen karácsony előtt érkezett a bejelentés, hogy az ALTEO megvásárolja Magyarország egyik legnagyobb hulladékfeldolgozó cégét. A tranzakció zárására a — nem részletezett — zárási feltételek teljesülése esetén 2025-ben kerülhet sor. Azt gondoljuk, hogy a 100 százalékos tulajdonrész megszerzése teljesülni fog. A modellben az év második felétől konszolidáltuk a céget.

Ugyan a vételárat a felek nem hozták nyilvánosságra, de azt gondoljuk, hogy a saját tőkét meghaladó vételárról lehet szó, amelyet 10-15 milliárd forint közé teszünk. Az ÉLTEX-et minősíti a SCOPE a 2,45 milliárd forint MNB NKP kötvény kapcsán, amely 3,5 százalékos fix kamattal rendelkezik. Jelenleg a minősítés „BB-„ stabil kilátással.

A társaság fő tevékenységei közé tartozik az elektronikai hulladékok, valamint egyéb veszélyes és nem veszélyes hulladékok kezelése, szállítása, válogatása, és az újrahasznosított anyagok piacainak felkutatása, így az akkumulátorok és elhasznált napelemek kezelése is!

A társaságnak mintegy 700 alkalmazottja van, így a zárást követően az ALTEO létszáma több mint duplázódni fog. Az átlagfizetés a céltársaságnál mintegy fele az ALTEO-énak.

A modellben elfogadtuk a SCOPE becslését az elkövetkező évekre, azaz 2-2,5 milliárd forint EBITDA-val számoltunk évi 1,5 milliárdos beruházási szükséglet mellett. Ez praktikusán azt jelenti, hogy potenciális szinergia hatásokat nem vettük figyelembe.

Az ÉLTEX főbb számai

ÉLTEX							
Eredménykimutatás (Mrd Ft)	2022	2023H1	2023	2024H1	2024E*	2025E*	2026E*
Árbevétel	34.09	18.88	34.29	14.44	29.00	30.00	31.00
Aktivált saját teljesítmény	1.78	0.00	0.00	0.00			
Egyéb bevétel	0.26	0.01	0.06	0.08			
Anyagjellegű ráfordítás	28.00	15.00	27.75	10.47			
Személyi jellegű ráfordítások	3.28	2.10	4.40	2.68			
Értékcsökkenés	0.39	0.29	0.66	0.34			
Egyéb költség	1.11	0.23	0.80	0.34			
Üzemi eredmény	3.36	1.27	0.74	0.69			
Pénzügyi eredmény	0.28	-0.22	-0.18	-0.13			
Adózás előtti eredmény	3.63	1.04	0.57	0.57			
Adó	0.22	0.10	0.13	0.07			
Nettó eredmény	3.41	0.94	0.44	0.49			
EBITDA	3.75	1.56	1.41	1.03	1.95	2.24	2.47

* SCOPE becslés

Mérleg (Mrd Ft)	2022	2023H1	2023	2024H1	2024E*	2025E*	2026E*
Befektetett eszközök	10.23	13.15	13.03	13.00			
Ebből: Tárgyi eszközök	9.89	12.78	12.64	12.61			
Forgóeszközök	12.45	12.95	10.13	9.56			
Ebből: Pénzeszközök	4.16	3.83	1.72	0.86			
Eszközök összesen	23.51	26.27	23.46	23.10			

Saját tőke	11.72	10.46	9.76	10.71			
Kötelezettségek	10.43	15.20	13.29	11.83			
Hosszú lejáratú	2.65	4.63	4.52	4.41			
Ebből: hitel, kötvény lízing..	2.65	4.63	4.49	4.28			
Rövid lejáratú	7.78	10.57	8.77	7.42			
Ebből: hitel, kötvény lízing..	0.67	0.73	0.67	0.87			
Források összesen	23.51	26.27	23.46	23.10			

Bruttó adósság	3.33	5.36	5.16	5.15	5.33	4.61	3.90
Készpénz	4.16	3.83	1.72	0.86	2.54	1.94	1.55
Capex	2.69		3.45		1.50	1.50	1.50

Forrás: e-beszámoló portál, SCOPE

Menetrendezés

Duplája lett, maradhat?

A mentrendezési üzletágban a korábbi modellünkben 2024 végre 1.000 MW mentrendezett kapacitással számoltunk. A mentrendezést az ALTEO leányvállalata, a Sinergy szolgáltatja a partnereknek, s a mentrendezett állományt rendszeresen frissíti a honlapján. Ezt az alábbi táblázatban láthatjuk.

Az ALTEO (Sinergy) menetrendezési szerződésállománya

	erőművek száma	kapacitás MW		
		teljes	saját	külsős
naperőmű	1,393	1,659	19	1,640
szél erőmű	6	48	48	0
CHP erőmű	12	97	67	30
Villamosenergia-tároló	2	11	11	0
egyéb erőművek	7	25	25	0

Forrás: Sinergy

A táblázatból az is világosan kitűnik, hogy az ALTEO legújabb szerzeményei, a 20 MW-os tereskei naperőmű, a 24 MW-os szélőrmű és a 8 MW-os saját elektromos tároló ..stb. nincs a felsorolásban, mint ahogy valószínűleg számos más külsős partner sincs benne. Ugyanis a cég sajtótájékoztatóján elhangzott, hogy már 2.000 MW mentrendezett kapacitásnál tartanak, azaz kétszer akkora a portfólió, mint amivel korábban számoltunk. Ez azt is jelenti, hogy a cég piacvezető ebben az üzletágban.

Osztalék

Egyszer volt Budán kutyavásár

A 2024-ben kifizetett 400 forintos osztalékot követően, amely a korábbi évben elmaradt osztalékért is kárpótolta a részvényeseket, sokakban felmerül a kérdés, hogy mire számíthatnak a jövőben. A cég jó párszor hangsúlyozta, hogy továbbra sincs osztalékpolitikája. Az osztalékfizetés a beruházási és akvizíciós aktivitás függvénye. Ennek ellenére a modellben 100 forint körüli osztalékkal kalkuláltunk az elkövetkező évekre. Persze ez lehet nulla is, ha sikerül „nagyot növekedni”, s lehet jóval nagyobb is, ha az akvizíciók és beruházások alacsonyabb szinten teljesülnek. Viszont a jelenlegi iparági környezetben nagyobb a valószínűsége a magasabb beruházási aktivitásnak.

Eredményelőrejelzés változása

Beruházások, akvizíciók emelik az eredményt

A várakozásoknál nagyobb mértékű akvizícióknak és beruházásoknak köszönhetően emelkedik az eredményelőrejelzésünk.

Az új és a korábbi eredményelőrejelzések

Eredménykimutatás

millió forint	2024E új	2024E régi	2025E új	2025E régi	2026E új	2026E régi
Árbevétel	101,848	110,287	136,031	89,704	138,850	77,968
Anyagjellegű ráfordítások	(66,153)	(80,845)	(94,507)	(63,017)	(93,935)	(51,937)
Személyi jellegű ráfordítások	(10,168)	(6,586)	(13,327)	(6,730)	(16,505)	(6,842)
Értékcsökkenés	(5,059)	(4,330)	(6,248)	(4,615)	(7,401)	(4,824)
Egyéb bevételek/(ráfordítások)	(6,200)	(5,416)	(5,334)	(5,405)	(5,526)	(5,469)
Aktivált saját teljesítmények	574	340	623	341	598	341
Működési Eredmény	14,842	13,449	17,237	10,277	16,081	9,236
Pénzügyi bevételek/(ráfordítások)	(431)	108	(1,222)	477	(1,246)	782
Adózás előtti eredmény	14,411	13,557	16,015	10,754	14,835	10,017
Jövedelemadó ráfordítás	(3,027)	(2,677)	(3,733)	(2,154)	(3,665)	(1,930)
Nettó eredmény (folytatandó tevékenységekből)	11,385	10,880	12,282	8,600	11,170	8,088
Ebből az anyavállalat tulajdonosait illeti:	11,175	10,844	12,072	8,564	10,960	8,051
Ebből a nem kontrolláló érdekeltséget illeti:	210	37	210	37	210	37
EBITDA	19,901	17,780	23,485	14,892	23,482	14,059

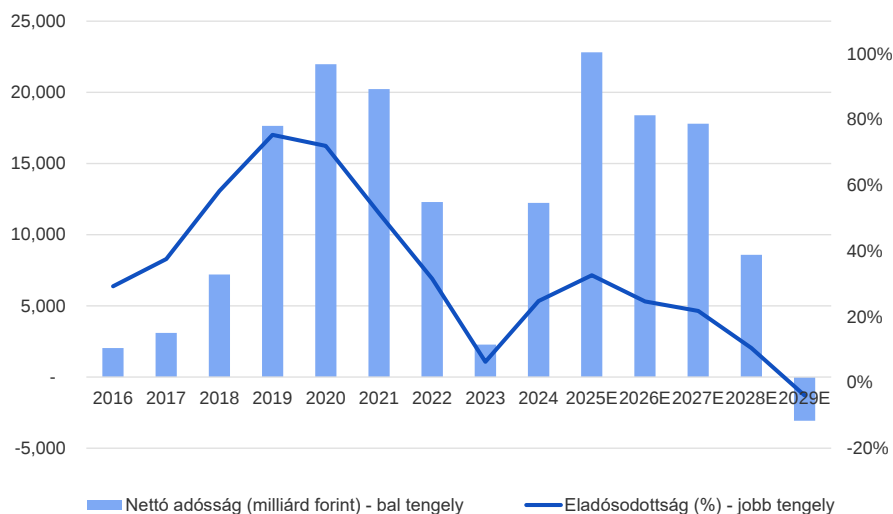
Forrás: Erste becslés

Hitelek, az adósság alakulása

Az erős cash-flow-nak köszönhetően további beruházásokra, akvizíciókra van tér

Az elkövetkező években ugyan várhatóan növekszik az eladósodottság az erős beruházási, akvizíciós tevékenységnek köszönhetően, de az ennek is köszönhet erős cash-flow további jelentős beruházásokat vagy akvizíciókat tesz lehetővé, amelyekkel nem számoltunk a jelenlegi modellben.

Adósság és eladósodottság (milliárd forint; nettó adósság / (adósság + tőke - pénzállomány))



Forrás: Alteo, Erste becslés

Részvényesi struktúra

A MOL magántőkealapot vásárolt

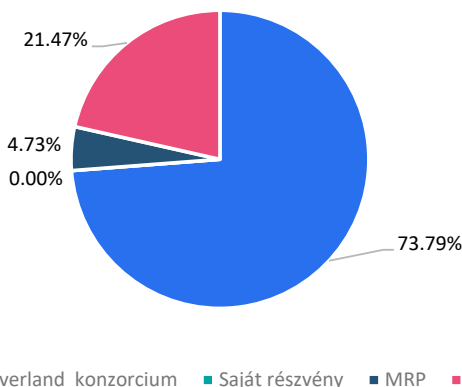
A MOL 2024 szeptember 10-én bejelentette, hogy az addig Jellinek Dániel érdekkörébe tartozó Riverland Magántőkealapot átvette. A konzorcium összetétele nem változott, de a MOL „érdekkörébe” kerültek a Riverland részvények is. A tranzakció jellegénél fogva újabb nyilvános vételi ajánlatra így nem került sor, s a cég vezetése sem változott.

Tulajdonosi szerkezet

Főnix, MOL, Riverland konzorcium	14,707,606	73.79%
Saját részvény	245	0.00%
MRP	943,387	4.73%
Közkészhányad	4,280,236	21.47%
Összesen	19,931,474	100.00%

Forrás: ALTEO

Tulajdonosi szerkezet



Forrás: ALTEO

Kockázatok

- Relatív alacsony a szabad közhányad, ami nem kedvez a tőzsdei likviditásnak, s nehezítheti nagyobb tételek vételét és eladását.
- A nyersanyag- és energiaárak gyors és hektikus változása jelentős kockázatot hordozhat magában, még akkor is, ha a cég fedezeti ügyletekkel igyekszik minimalizálni az ilyen irányú kockázatait.
- Az energiapiac az elmúlt években tapasztalt dereguláció ellenére is erősen szabályozott piacnak tekinthető. Nem zárhatók ki olyan változtatások, amelyek bizonyos üzleti tevékenységet vagy tevékenységeket negatívan érinthetnek. Ilyen lehet akár a rendkívüli adók kivetése is, vagy éppen bizonyos beruházásokra vonatkozó feltételek hiánya. Az előbbi esetben éppen idéntől szűnik meg az extraprofit-adó, ami tavaly 1 milliárd forint körül alakulhatott. Pozitív hatással ugyanakkor nem számolunk, mert véleményünk szerint a szolgáltatók ezt beépítették az árakba (FCR és aFRR piac). Vagyis a változás a cég eredményének tekintetében marginálisnak tekinthető. A beruházás oldalon pedig jelenleg nehézséget okoz a piaci szereplőknek hálózati csatlakozási ponthoz jutni, ami nehezíti az üzletfejlesztést.
- A cég növekedési stratégiája a beruházásokra illetve akvizíciókra épül, amiben erős track record-dal rendelkezik. Ugyanakkor ezek a lehetőségek az aktuális gazdasági, üzleti környezettől függenek.
- Deviza ügyletek kockázata, fedezeti ügyletekhez köthető kockázatok.
- A megújuló energia időjárásfüggő. A termelő felelőssége a menetrendezés. Az ALTEO azon túlmenően, hogy rendelkezik saját megújuló energiaportfólióval, nyújt is ilyen szolgáltatást, s ezzel átveszi ezt a kockázatot más termelőktől.

Értékelés

A 12 hónapos célár 5.450 forint

A részvények fair értékének, illetve a 12 hónapos célár meghatározásához DCF modellt alkalmaztunk, amely alapjaiban megegyezik a korábbi elemzésekben használt DCF modellekkel. Ez alapján a 12 hónapos részvény célár 5.450 forintnak adódik (kerekítés), ami 31 százalékos felértékelődési potenciált hordoz magában.

DCF értékelés

Az aktualizált modell alapján az alábbi paraméterekkel számítottuk ki a fair értéket és az ahhoz tartozó 12 hónapos célárát.

Az értékelési modell

- Az explicit periódusra vonatkozó kockázatmentes hozamszint a 10 éves magyar államkötvény elmúlt három hónap átlaga alapján 6,6 százalék, míg a terminál érték (TV) örökjáradék számításnál a 10 és 20 éves állampapírok hozama alapján számított jövőbeli hozamot, amely 7,5 százaléknak adódott vettük alapul.
- A részvény kockázati prémiumot az Erste módszertan alapján a Magyarország szuverén államadósságára vonatkozó minősítés alapján határoztuk meg, ami az előrejelzés periódusában 7,45 míg a TV számításánál 7,0 százalék az S&P minősítésből adódó becslés alapján.
- A piaci bétát az elmúlt két év hetes adataiból számítottuk, amelynek módosított értéke 0,5. A TV számításánál a szokásos módon 1-es értéket használtunk, ami a piaccal való együtt mozgást jelenti.
- A cég hitelköltségét az explicit előrejelzésben a 10 éves állampapír hozam + 250 bázispontra, azaz 9,1 százalékra választottuk, ami a jelenlegi hozamkörnyezethez illeszkedő kamatköltség lenne. Ugyanakkor mivel a korábbi hitelek jóval alacsonyabb kamatszinteken lettek fixálva (vagy éppenséggel alacsonyabb kamatú kötvények), ezért a hitelek piaci értékét egy kupon kötvénnyel becsültük, amelynek köszönhetően a nettó adósság piaci értéke 2,2 milliárd forinttal alacsonyabbnak adódott a könyvszerinti értékhez képest.
- Az effektív adóráta 17 százalékra vettük, ami a jelenlegi érték környékén van.
- Az ALTEO törekszik a maximális hitellehetőség kihasználására és optimális tőkeszerkezetben üzemeltetni a céget, ami 30 százalék saját tőkét és 70 százalék hitelt jelent. Ugyanakkor az elmúlt évek jó eredményeinek köszönhetően ez az arány sérül. Mindeközben a cég jelentős beruházásokkal törekszik elérni az ideális tőkeszerkezetet, amelyet a csökkenő hozamkörnyezet és a növekvő beruházási lehetőségek is segítenek.
- A TV hosszútávú növekedési rátáját konzervatívan 1 százaléknak vettük.

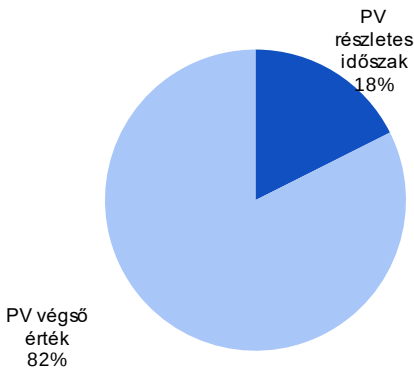
WACC számítás

	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TV
Kockázat mentes hozam	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	7.5%
Részvénykockázati prémium	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.0%
Béta	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0
Tőkeköltség	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	14.5%
Hitelköltség	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.0%
Efektív adórátá	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
Adópajzs utáni hitelköltség	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Saját tőke súlya	50%	50%	50%	50%	50%	30%
WACC (súlyozott tőkeköltség)	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.6%

DCF értékelés

millió forint	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TV
Árbevétel növekedés	33.6%	2.1%	1.6%	4.7%	7.7%	3.0%
EBIT	17,237	16,081	14,757	15,894	16,478	16,507
EBIT-marzs	12.7%	11.6%	10.5%	10.8%	10.4%	10.1%
Effektív társasági adórátá	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
EBIT adója	-3,535	-3,943	-4,109	-4,349	-5,001	-4,908
NOPLAT	13,702	12,138	10,648	11,545	11,477	11,599
+ Amortizáció	5,059	6,248	7,401	8,013	8,168	8,168
Tőkeberuházások / amortizáció	480.8%	273.1%	128.4%	118.6%	116.3%	101.0%
+/- Forgótőke változása	-1,902	5,762	-5,255	2,099	3,443	175
Forgótőke változása / árbevétel növekedés	-5.6%	204.4%	-236.4%	31.9%	30.3%	-11.0%
- Tőkeberuházások	-24,324	-17,064	-9,500	-9,500	-9,500	-8,250
A cég szabad cash flow-ja	-7,465	7,084	3,294	12,157	13,587	11,693
Végső érték növekedés						1.0%
Végső érték						137,656
Diszkontált CF 2025.01.01.	-6,847	5,960	2,542	8,604	8,820	89,356
Cégérték 2025.01.01.	108,435					
Kissebségek	253.6					
Non-operating assets	0					
Nettó adósság	10,031					
Egyéb kiigazítások	0					
Saját tőke értéke 2025.01.01.	98,151					
Saját tőke értéke 2026.01.07.	108,661					
Forgalomban lévő részvények száma (mn)	19.93					
Tőkeköltség	10.5%					
12 hónapos részvény célár (HUF)	5,452					
Emelkedési potenciál	31.1%					
Részvényár (HUF)	4,160					

Cégérték megoszlása



Forrás: Erste

Érzékenység (per részvény)

		Végső érték EBIT-marzs				
		9.1%	9.6%	10.1%	10.6%	11.1%
WACC	8.6%	5,453	5,780	6,107	6,433	6,760
	9.1%	5,146	5,453	5,759	6,065	6,372
	9.6%	4,875	5,163	5,452	5,740	6,029
	10.1%	4,633	4,906	5,178	5,451	5,724
	10.6%	4,417	4,675	4,934	5,192	5,451
		Végső érték növekedés				
		0.4%	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%
WACC	8.6%	5,617	5,853	6,107	6,382	6,681
	9.1%	5,322	5,532	5,759	6,003	6,267
	9.6%	5,058	5,248	5,452	5,670	5,905
	10.1%	4,822	4,995	5,178	5,375	5,586
	10.6%	4,609	4,767	4,934	5,112	5,302

Eredménykimutatás	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
(IFRS, millió forint, 31/12)	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027
Árbevétel	103,027	98,954	101,848	136,031	138,850	141,073
Készletváltozás és aktivált teljesítmény	0	0	0	0	0	0
Összes bevétel	103,027	98,954	101,848	136,031	138,850	141,073
Egyéb működési bevételek	0	0	0	0	0	0
Anyagjellegű ráfordítások	-70,449	-63,869	-66,153	-94,507	-93,935	-96,528
Személyi jellegű ráfordítások	-5,952	-7,876	-10,168	-13,327	-16,505	-16,583
Egyéb működési költségek	-6,406	-7,778	-5,626	-4,712	-4,928	-5,192
EBITDA	20,221	19,431	19,901	23,485	23,482	22,770
Amortizáció	-3,527	-4,268	-5,059	-6,248	-7,401	-8,013
EBIT	16,694	15,163	14,842	17,237	16,081	14,757
Pénzügyi eredmény	-937	720	-431	-1,222	-1,246	-1,121
Rendkívüli eredmény	0	0	0	0	0	0
Adózás előtti eredmény	15,757	15,882	14,411	16,015	14,835	13,636
Adó	-2,913	-3,121	-3,027	-3,733	-3,665	-3,587
Megszűnő tevékenység eredménye	0	0	0	0	0	0
Kisebbségi részesedés	45	35	-210	-210	-210	-210
Résztvényesekre jutó nettó eredmény	12,888	12,797	11,175	12,072	10,960	9,840
Mérleg	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
(IFRS, millió forint, 31/12)						
Immateriális javak	0	0	3,243	3,042	3,042	3,042
Tárgyi eszközök	30,261	37,814	47,029	65,306	74,968	76,455
Pénzeszközök	3,944	4,740	609	2,378	3,441	4,461
Befektetett eszközök	34,206	42,554	50,881	70,726	81,451	83,957
Készletek	1,779	990	1,664	1,879	1,766	1,915
Követelések és egyéb forgóeszközök	46,834	23,070	28,676	36,615	33,276	34,256
Egyéb eszközök	0	0	0	0	0	0
Pénzeszközök és egyenértékeseik	16,465	24,345	10,189	4,204	8,062	8,089
Forgóeszközök	65,079	48,405	40,529	42,698	43,104	44,260
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	99,284	90,959	91,410	113,424	124,555	128,217
Résztvényesi tőke	26,603	33,811	37,013	47,092	56,059	63,905
Kisebbségi részesedés	85	44	254	464	674	884
Hibrid tőke és egyéb tartalékok	0	0	0	0	0	0
Egyéb elhatárolások	0	0	0	0	0	0
Céltartalékok	0	0	0	0	0	0
Hosszú lejáratú hitel	21,177	24,398	21,939	26,531	25,972	25,413
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	5,540	4,255	3,435	3,662	3,926	4,261
Hosszú lejáratú kötelezettségek összesen	26,717	28,653	25,374	30,192	29,898	29,674
Rövid lejáratú hitel	7,186	1,704	420	420	420	420
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	39,430	27,766	28,350	35,256	37,504	33,336
Rövid lejáratú kötelezettségek összesen	46,616	29,470	28,769	35,676	37,924	33,755
SAJÁT TŐKE ÉS KÖTELEZETTSÉGEK	100,020	91,978	91,410	113,424	124,555	128,218
Cash Flow kimutatás	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
(IFRS, millió forint, 31/12)						
Működési cash flow	16,749	23,163	11,923	15,682	23,414	12,020
Befektetési cash flow	-4,312	-8,219	-14,429	-24,324	-17,064	-9,500
Finanszírozási cash flow	167	-6,871	-11,650	2,657	-2,493	-2,493
PÉNZESZKÖZÖK ÁLLOMÁNYVÁLTOZÁSA	12,786	7,879	-14,156	-5,984	3,858	27
Marginok & Arányszámok	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Árbevétel növekedése	132.8%	-4.0%	2.9%	33.6%	2.1%	1.6%
EBITDA ráta	19.6%	19.6%	19.5%	17.3%	16.9%	16.1%
EBIT ráta	16.2%	15.3%	14.6%	12.7%	11.6%	10.5%
Nettó profit ráta	12.5%	12.9%	11.2%	9.0%	8.0%	7.1%
ROE	56.5%	42.4%	31.6%	28.7%	21.3%	16.4%
ROCE	31.4%	29.0%	25.3%	20.8%	15.8%	13.1%
Tőke arány	26.7%	36.8%	40.8%	41.9%	45.5%	50.5%
Nettó adósság	11,897.3	1,757.0	12,170.4	22,745.9	18,329.4	17,743.7
Forgótőke	18,463.0	18,934.6	11,759.9	7,021.8	5,179.6	10,505.0
Felhasznált tőke	44,124.9	39,866.5	52,871.8	73,963.0	78,988.0	86,793.6
Készletek forgási sebessége	49.3	46.1	49.8	53.3	51.6	52.4

Forrás: ALTEO, 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@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 helyesbítható.

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 képezik 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, ilyenrel kapcsolatban nem lehet rá támaszkodni, és ilyenre való ösztönzésnek 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 használat, adóügyi vonatkozásaival, kockázataival és megfelelő voltával kapcsolatban. Ezért a jelen Dokumentum nem pótolja a befektetők és befektetésre vonatkozó értékelést, sem az átfogó kockázatfeltárást; 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 adótanácsadók) véleményét annak biztosítása érdekében, hogy – a jelen Dokumentumban nyújtott tájékoztatásra való tekintet nélkül – az értékpapír vagy pénzügyi eszköz tervezett megvásárlása valóban megfelelően 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 legyenek 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 semmilyen 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 jogrendszerben 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://www.erstemarket.hu/files/vallalatelemzesek_kovetese.pdf?1710322769

További információk

Összeférhetetlenségi szabályok:

https://www.ersteinvestment.hu/static/befrt/download/Erste_Befektetesi_Zrt_Uszab_6_Melleklet_osszeferhetetlenseg_20150601.pdf

Összeférhetetlenségi esetek:

<https://www.erstegroup.com/de/disclosure>

Az elemzés készítése során használt módszertan:

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

Az ajánlások megoszlása:

https://www.erstegroup.com/content/dam/at/eh/www_erstegroup_com/en/research/documents/legal/Recommendations_Distribution.pdf

Az ajánlás aktualizálása

A Dokumentumban szereplő célár a Dokumentum közzétételének napjától kezdődő 12 hónapos időtávra értendő. A célarat 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 célarat nem frissítjük havonta, még akkor sem, ha havi rendszerességgel megjelenő Dokumentumban szerepel.