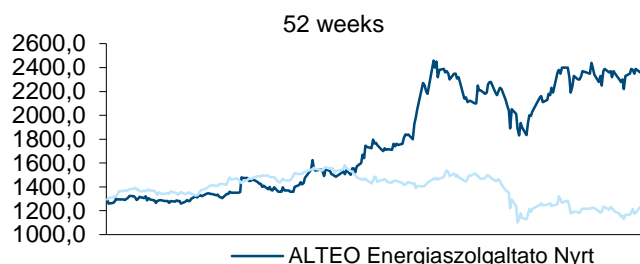


ALTEO Energiaszolgáltató Nyrt.

Vétel

millió forint	2021	2022e	2023e	2024e
Árbevétel	44.249	85.193	102.907	86.807
EBITDA	12.880	16.774	13.272	12.595
EBIT	8.943	13.017	9.510	8.371
Nettó eredmény	5.855	9.625	6.344	5.405
EPS (HUF)	314,1	501,7	330,6	281,7
CEPS (HUF)	567,0	709,9	542,6	521,7
BVPS (HUF)	1.019,2	1.505,6	1.802,8	2.084,6
Osztalék (HUF)	107,1	102,7	108,3	92,3
EV/EBITDA (x)	4,7	3,3	4,4	4,6
P/E (x)	6,9	4,5	6,9	8,1
P/CE (x)	3,8	3,2	4,2	4,4
Osztalék hozam	4,9%	4,5%	4,8%	4,1%

Részvényár (HUF), 27/05/2022	2.270
Részvénytársaság (mn)	19,9
Piaci kapitalizáció (HUF mn / EUR mn)	45.244,6 / 114,9
Cégtérték (HUF mn / EUR mn)	54.761,7 / 139,1



Teljesítmény	12M	6M	3M	1M
HUF	75,3%	29,7%	10,7%	0,9%

Reuters	ALTS.BU	Közköz h.	28,0%
Bloomberg	ALTEO HB	Részvényese	Wallis AM (61,56%)
Div. Ex-date	21/06/22	MRP (5,81%)	
Célárfolyar	2.740	Honlap:	https://alteo.hu/

Elemző:

Miró József
+36 1 235 5131
jozsef.miro@ersteinvestment.hu

Volatilitás a barátom!

Jelen elemzésünkkel megkezdjük az ALTEO követését. A rendelkezésre álló információk alapján kidolgoztuk a vállalat pénzügyi modelljét az elkövetkező 5 évre, és DCF értékelés alapján meghatároztuk a 12 hónapos célárfolyamot, ami 2.740 forint. Ajánlásunk: Vétel.

A cég eredménye a magas kiegyenlítői piaci áraknak köszönhetően már tavaly felrobbant. Ez a pozitív trend idén év elején is folytatódni látszik. A kiegyenlítői árak tovább növekedtek, miközben a spark spread is jó profitot ígér. Így a tavalyi rekord eredmény után idén jó eséllyel újabb rekordra számíthatunk.

Ugyanakkor az energiaárak az elkövetkező években nagy valószínűséggel visszatérnek egy kiegyenlített, de a korábbinál magasabb szintre, ami még mindig jó, de a jelenleginél alacsonyabb eredményt fog hozni még intenzív beruházás esetén is.

A modellünkben a cég terveitől enyhén elmaradó, 29 milliárd forintnyi beruházást valósítottunk meg, addicionális hitelfelvétel nélkül és magas osztalékfizetés mellett. Ebből tisztán látszik, hogy igaz a cég mondása, hogy „növekedési sztori, de jelentősen emelhető az egy részvényre jutó osztalék”. Számításainkban további tartalékot rejt a hozamok csökkenése, melynek során hitelfelvétellel további beruházásokat lehet megvalósítani. Sőt, egy csökkenő hozamkörnyezet akár jelentős felértékelődést is hozhatna a cég értékében, a cég pénzáramában.

Vezetői összefoglaló

Az ALTEO egy integrált, elsősorban zöld energiával, energetikai megoldásokkal és energiahatékonyság javítással foglalkozó vállalat, melynek tevékenysége széles spektrumot ölel fel. Fő tevékenységei közé a megújuló energiák, elsősorban nap- és szélenergia hasznosítása révén történő villamos-energia termelés, továbbá a villamosenergia-rendszer zavartalan működését támogató és az ALTEO erőművi portfólióját menedzselő, szabályozói központon keresztül bonyolított szolgáltatások, mint például villamosenergia kiegyenlítési szolgáltatások, a távhőszolgáltatás, a villamos energia és földgáz kiskereskedelem és végül, de nem utolsósorban az energetikai rendszerüzemeltetés és annak kiépítése tartozik.

70 MW kapacitású megújuló energiatermelés, amiből 64 MW / 37 MW a támogatott szegmensben termel

A 2020-as, 15 MW kapacitású szélenergia akvizícióval a cég megújuló energiatermelő eszközeinek kapacitása 70 MW-ra emelkedett. Ebből 5,8 MW (szél) egy ideje már szabadpiaci körülmények között üzemel, míg közel 64 MW idén év közepéig még a KÁT és a METÁR rendszerben üzemel. Július 1-től viszont a bőnyi és a törökszentmiklósi, 25 MW és 1,5 MW kapacitású szélenergia kikerülnek a támogatott rendszerből, mint ahogy az egyik 0,5 MW kapacitású depónia gáz üzem is. A cég Magyarországon a második legnagyobb szélenergia parkkal rendelkezik, összesen 46 MW termelő kapacitással. A naperőmű portfóliója 20 MW-ra rúg, míg vízenergia és depónia gáz kapacitása rendre 2 MW és 1 MW.

Piaci áram- és hőtermelés, ~35 MW szabályozói kapacitás

Az ALTEO mára az ország egyik legjelentősebb szabályozói képességével rendelkező vállalata. A 2020-ban üzembe állított 18 MW teljesítményű gázmotorral közel 70 MW-ra nőtt a kapacitás, ami lehetőséget teremt 35 MW le- vagy felszabályozásra a szekunder (aFRR) piacon, amelyen így mintegy 13-14 százalék a piaci részesedése. A szabályozói központ része még a 11 MW kapacitású akkumulátor központ, ami a primer (FCR) piacon 30 százalékos piaci részesedést jelent. A szabályozói központ jó lehetőséget teremt a KÁT-ból kikerülő, nem szabályozható termelésű szél- és naperőművek eredménytermelő képességének növelésére, ahogy az újonnan indult menetrendezés divízió is.

Kivitelezést és karbantartást is vállalunk!

A cég integráltságát jól mutatja az Energetikai szolgáltatások szegmens, ami a cég kiterjedt erőművi portfóliójának üzemeltetése és karbantartása mellett szolgáltatásokat nyújt a BorsodChemnek (a szerződést idén hosszabbították meg 2036 végéig) és a MOL Petrolkémia (korábbi nevén TVK) is. Külsős projektek mellett pedig a cég beruházásainak is a kivitelezője. (pl. 14 MW naperőmű 2019-ben, vagy 18 MW gázmotor 2020-ban.)

Energia kiskereskedelem

Az Energia kiskereskedelmi üzletág is egyike azon tevékenységeknek, amit kis tőke és kevés humán erőforrás ráfordítással lehet végezni. Az üzletág néhány évvel ezelőtti megalakulása óta dinamikusan növekszik. Tevékenysége egyaránt kiterjed a villamosenergia- és a földgáz-kiskereskedelemre is.

Klasszikus tőzsdei és ESG sztori!

Ebben a tőkeintenzív iparágban fontos a tőke bevonása, vagy a részvényesektől, vagy épp a kötvénypiaci befektetőktől. Ezt a két forrást sikeresen kombinálja a cég, ami így a forrásainak átlag költségét (WACC) – a magas tőkeáttételnek, vagy más szavakkal a jelentős hitelállománynak köszönhetően – alacsonyan, számításaink szerint 8 százalék körüli szinten tartja, amit sikeres akvizíciós és beruházási tevékenységeinek köszönhetően jellemzően "9% fölötti megtérüléssel fektet be". Ráadásul még zöld is! A cég 2022 februárjában megszerezte az első ESG minősítést, a Sustainalytics 0-tól 50-ig terjedő skáláján 30,8 pontot ért el.

Menedzsment



ifj. Chikán Attila vezérigazgató

- 2008-as megalapítása óta az ALTEO vezérigazgatója. Vezetése alatt az ALTEO Magyarország egyik vezető energetikai vállalatává vált.
- Diplomái: Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem, Külkereskedelmi Főiskola
- Tisztségei, egyéb:
 - a Magyarországi Üzleti Tanács a Fenntartható Fejlődésért (BCSDH) elnöke
 - az AutoWallis Nyrt. felügyelőbizottságának elnöke
 - az UNICEF Magyarország felügyelőbizottsági tagja
 - a Menedzserek Országos Szövetsége és a Volkswagen Kék Innovációs különdíjának 2019 évi kitüntetettje
 - Kék Bolygó Zrt. felügyelőbizottsági tagja
 - a fenntarthatóság aktív véleményvezéréként Chikansplanet néven blogot vezet



Bodnár Zoltán gazdasági vezérigazgató-helyettes

- 2018 óta dolgozik az ALTEO-nál.
- A cégcsoport és tagvállalatainak pénzügyi, kontrolling és számviteli működéséért, valamint az IT és az irodavezetés területekért felel.
- Korábbi munkahelyei: AstraZeneca, Diageo, Dreher Sörgyárak
- Diplomái: Budapesti Kereskedelmi Főiskola, Corvinus Egyetem, Purdue University.



Kovács Domonkos M&A és tőkepiacok vezérigazgató-helyettes

- 2011 óta dolgozik az ALTEO-nál.
- Korábbi munkahelyei: CAIB Értékpapír Rt., Wallis Zrt., Deloitte Zrt.
- Diplomái: Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem



Luczay Péter

termelés- és kockázat menedzsmentért felelős vezérigazgató-helyettes

- 2012 óta dolgozik a vállaltcsoportnál.
- Jelenleg az ALTEO (Sinergy) Szabályozási Központjának felépítéséért, működéséért és fejlesztéséért felelős területet irányítja, azaz a vállaltcsoport erőműveinek termelésmenedzsmentjéért, a szegmens eredményes versenypiaci szerepléséért felelős.
- Diplomái: Miskolci Egyetem, Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem, The Oxford Princeton Programme



Varga Viktor

energiatermelésért és szolgáltatásért felelős vezérigazgató-helyettes

- 2003 óta dolgozik a vállaltcsoportnál.
- Jelenleg az ALTEO (Sinergy) portfóliójába tartozó létesítmények biztonságos, gazdaságos és fenntartható működtetéséért, az üzemeltetési és karbantartási terület irányításáért felel.
- Diplomái: Kandó Kálmán Műszaki Főiskola, Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem, Corvinus Egyetem

A cégcsoport története

2008	A társaság megalapítása. Létrejön az ALTEO-Depónia és az ALTEO-Agria.
2009	A villamosenergia-kereskedelmi tevékenység elindítása. A Győri Erőmű és a Soproni Erőmű megvásárlása az E.On Energiatermelő Kft.-től.
2010	A nyíregyházi és a debreceni depóniagáz erőművek akvizíciója.
2011	Megalapítják az ALTEO Energiakereskedőt. 571 millió forint értékben kötvényt bocsát ki a társaság.
2012	A cégcsoport 500 millió forintnyi, 2014-ben lejáró kötvényt bocsát ki zárt körben. A társaság megvásárolja a szélerőműveket üzemeltető WINDEO-t és VENTEO-t a Raiffeisen Energiaszolgáltató Kft.-től.
2013	A társaság megszerzi a szélerőművet üzemeltető E-WIND-et.
2014	A társaság több kötvénykibocsátást is végrehajt. Névértéken számítva összesen több, mint 3,5 milliárd forint értékben kerül sor 3 és 5 év közötti lejáratú rendelkező kötvények kibocsátására.
2015	A Sinergy csoport akvizíciója és integrációja, ezzel egy komplex energetikai szolgáltatásokat nyújtó csoport jön létre. A tranzakció értéke nagyságrendileg 900 millió forint.
2016	Az első nyilvános részvényértékesítés a Budapesti Értéktőzsdén (IPO).
2017	Zártkörű kötvénykibocsátásra kerül sor 2,15 milliárd forint névértéken. Bővítik a debreceni depóniagázos erőművet és megkezdik működését a domaszéki naperőmű is.
2018	A Zugló-Therm többségi tulajdonrészének megszerzése. Balatonberényben és Nagykőrösön megkezdődik a naperőművek fejlesztése, ezek a 2019-es átadást követően növelik a fotovoltaikus erőművi kapacitást. Megkezdődik a 6 MW-os akkumulátoros villamosenergia-tároló tesztüzeme, ami a közép-európai régióban az egyik első átadott, ipari méretű villamosenergia tároló kapacitása volt.
2019	Zártkörű részvénykibocsátásra és kötvénykibocsátásra is sor kerül. A termelői kapacitásokat a bőnyi szélerőműpark megvásárlása, valamint a nagykőrösi és a balatonberényi naperőművek átadása növeli. Megkezdődik a Gibárti Vízerőmű felújítása, ami a METÁR rendszerben folytatja a termelést. Megalapítják a hulladékgazdálkodási üzletágot.
2020	3,8 milliárd forint értékű kötvénykibocsátásra kerül sor az NKP keretében. Megveszik a Pannon Szélerőmű Kft.-t. A társaság tevékenységi köre a menetredezési szolgáltatásokkal egészül ki.
2021	Kazincbarcikán átadják az 5 MW / 5 MWh villamosenergia tárolót, ami már autóakkumulátorokat is tartalmaz.

SWOT analízis

Erősségek és lehetőségek

A megújuló energia további elterjedése

Az Európai Unió és a magyar állam is stratégiai célnak tekinti a megújuló erőforrások részarányának növelését, mely az orosz-ukrán háborút követően még inkább prioritássá vált. A 2030-ig szóló magyar energiastratégia három alappillére az atomenergia, a megújuló energia, azon belül elsősorban a napenergia, valamint a földgáz alapú erőművek bővítése. Az évtized végére akár további 3000-4000 MW naperőmű kapacitás épülhet meg az országban. Utóbbi elsősorban a kiegyenlítői tulajdonság miatt fontos, hiszen a földgáz tüzelésű erőművek képesek gyorsan reagálni a kereslet-kínálat változására és ezen keresztül biztosítani a szükséges energia egyensúlyt. Az ALTEO a megújuló energia növekedéséből háromféleképpen is képes profitálni. Egyrészt közvetlenül, mint termelő, másrészt az erőművek kivitelezőjeként, harmadrészt pedig a szabályozási központon keresztül kiegyenlítőként. Az állami célkitűzéseken túl arról sem szabad megfeledkezni, hogy a vállalatok is egyre inkább igyekeznek zöld képet kialakítani magukról, energiahatékonysági, megújuló energiával kapcsolatos projekteket megvalósítani.

Több lábbon állás

Az energetikai piacon belül négy szegmensben is jelen van az ALTEO. Ráadásul diverzifikált (nap-, szél-, víz-, depónia- és gázmotoros erőművekkel is rendelkezik), ami biztosítja, hogy ne csak az energetikai piac egy-egy szeletétől függjön a működése, a szegmensek pedig jól kiegészítik egymást.

Szabályozási központ

Az erőművek informatikailag össze vannak kapcsolva, így a kapacitásaik össze tudnak adódni és úgy lehet őket piacra vinni, mintha egy nagyobb erőmű lenne, mert az összehangolt működés és villamos energia termelés következtében egy nagyobb kapacitású erőmű tulajdonságaival rendelkeznek. Ez azért lényeges, mert a magyarországi kiegyenlítő energia piacra van egy belépési küszöb és önmagában az egyes gázmotorok nem tudják ezt megugrani, összehangoltan azonban már igen. Ez a diverzifikált portfólió jelentős szereplője a kiegyenlítői piacnak. A kapacitás új gázmotorok és további megújuló erőművek vásárlásával és fejlesztésével tovább növelhető. A szabályozási központ tevékenységét támogatja a már megépült villamosenergia tároló kapacitás is. Tároló kapacitások folytatólagos létesítése az ALTEO más telephelyén is lehetséges, és része a társaság növekedési terveinek.

A támogatási rendszer továbbra is stabilitást ad

Számításaink szerint 2022-ben már 70 MW megújuló alapú erőművi kapacitással rendelkezik a társaság. Ezek egy része jelenleg államilag támogatott körülmények között, nagyrészt az úgynevezett KÁT rendszerben termel. Az idei év közepétől 27 MW, KÁT rendszerben üzemelő kapacitás átkerül a piaci szegmensbe, ahol jelen pillanatban magasabb piaci árak dominálnak. Ez azt jelenti, hogy a megújuló kapacitások több mint fele továbbra is a támogatási rendszerben értékesít. Az előre fixált átvételi áraknak köszönhetően a termelés egy része mentesül a villamos energia árak alakulásának kockázatától.

Menetrendezési kötelezettség

2021 áprilisától fokozatosan lépett életbe az időjárásfüggő megújuló termelőkre vonatkozó menetrendezési előírás, és az ettől való eltérést pótdíjjal büntető rendszer. Míg ez a kis, egyedi erőműveknek költségnövekedést jelent, addig a nagyobb, aggregátor szereplőknek a méretgazdaságosságból és a házon belüli diverzifikációból adódóan piaci lehetőséget teremt. Az ALTEO számára ez jelentős piaci lehetőség, ráadásul érdemi eszközbefektetési igény nélkül.

35 milliárd forintnyi beruházási program

A társaság korábbi, 2019-es stratégiája alapján 2024-ig összesen 20 milliárd forintnyi befektetést kívánt megvalósítani. Ebből 2021 végéig 11 milliárd már meg is valósult. Ezért a cég megújított stratégiát tett közzé, ami 2022 és 2026 között 35 milliárd forint friss beruházással számol. Az eddigi beruházási stratégia és a piaci környezet alapján úgy véljük, hogy a beruházások középpontjában továbbra is a szabályozási központ, a megújuló erőművek, főleg naperőművek bővítése áll majd. Emellett hosszú távú energiaszolgáltatási szerződések mentén létesítenek erőműveket ipari vállalatok számára.

„Kicsik között a legnagyobb”

A társaság célja, hogy az energetikai szolgáltatási értéklánc minden elemében a „kicsik között a legnagyobb” legyen. Vagyis egy középhéremű szereplőként, a lehetőségeket rugalmasan kihasználva rés piacokon szerezzon jelentős piaci részesedést.

Új lehetőségek

Az orosz-ukrán háború miatt az EU gyorsítani igyekszik az orosz gáztól való leválást. Így előtérbe kerülnek a megújuló beruházások, amelyek megvalósulását az unió valószínűleg pénzügyileg is segíteni fogja. Mostanra körvonalazódni látszik egy 297 milliárd eurós zöld átmenetet finanszírozó pénzügyi segítség. Ebből 20 milliárd euró új széndioxid kvóták kibocsátásából, míg a többi más uniós pénzek átcsoportosításból valósulhat meg. Ennek a csomagnak Magyarország is haszonélvezője lehet, annak ellenére is, hogy éppen jogállamisági eljárás folyik ellene Brüsszelben.

Gyengeségek és veszélyek

Időjárási kockázat	A megújuló energiatermelés esetében explicit módon kockázatot hordoz az időjárás, hiszen a szél-, a nap- és a vízerőművek termelését is befolyásolhatják az időjárási körülmények. Áttételes módon pedig a hőmennyiség keresletre gyakorol hatást az időjárás, ez azonban inkább csak az árbevétel soron érezhető, a szerződések jellege miatt az EBITDA sor lényegében érintetlen marad.
Nagytulajdonos	A Wallis Asset Management a részvények 61,6%-át birtokolja, így nagytulajdonosként döntő szavazata lehet a stratégiai döntések meghozatalakor, ezáltal korlátokba ütközhet a kisorosztványesek érdekérvényesítő képessége.
Energiahatékonyság miatti keresletcsökkenés	A növekvő energetikai hatékonyságú technológiai megoldások és az ügyfelek növekvő energiatudatossága csökkentheti a hő- és villamos energia iránti keresletet.
Áram- és gázár alakulása, ellátásbiztonság	Az üzleti kockázatok jelentős része a villamos energia árának alakulásától, illetve az áram- és gázár különbséget (spark spread) alakulásától függ, ami nagyrészt meghatározza a piaci alapú hő- és villamosenergia-termelés szegmens eredményét. A kockázatokat fedezeti ügyletekkel igyekszik csökkenteni a cégcsoport. Ugyanakkor az elmúlt hónapok eseményei, az orosz-ukrán háború kapcsán az ellátásbiztonság is fókuszba került. Mivel az ALTEO elsősorban távhőszolgáltatóknak ad el hőt és a kiegyenlítő piacon tevékeny szereplő, ezért valószínűleg az utolsók között lenne, aki korlátozások alá esne. A gáz és áram kiskereskedelmi szegmenst már komolyabban is érinthetné egy ilyen lépés, de hozzájárulása a csoport eredményéhez relatíve kicsi.
Aggregátori szerep kockázata	Energetikai aggregátorként a más vállalkozás által tulajdonolt erőművek működtetésének egy részét és az ebből fakadó kockázatokat is átvállalja a társaság, ami volatilisabb eredményt okozhat. A jelenség hasonlóan írható le, mint a pénzügyekben a tőkeáttételi hatás.
A METÁR aukció kockázata	Új, időjárásfüggő erőműre 2017-től már csak a METÁR rendszeren keresztül lehet támogatást igényelni. Ez egy aukció alapú támogatási rendszer, ebből adódóan nem ismert előre az elnyerhető árkiegészítés összege, sőt az sem biztos, hogy az adott projekt egyáltalán kap támogatást, de az is lehetséges, hogy csak egy későbbi aukció keretében kerül be a támogatotti körbe.

A társaság és üzleti tevékenységének bemutatása

Több mint egy évtizedes tapasztalat

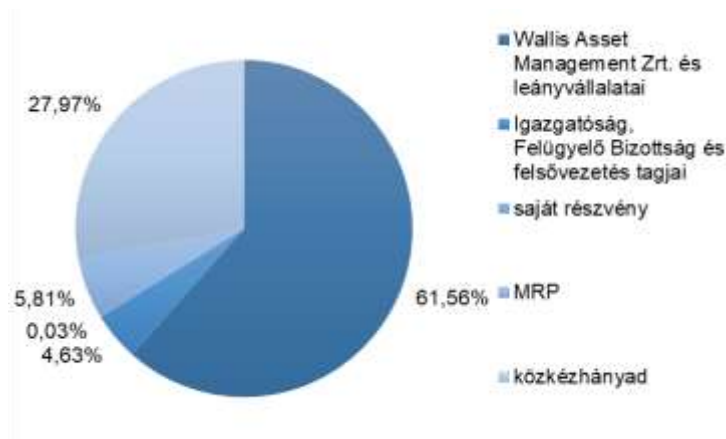
Az ALTEO csoport Magyarország vezető komplex energetikai szolgáltatója. A részvénytársaság 2008-ban alakult, a részvényeket 2010-ben vezették be a Budapesti Értéktőzsdére. A társaság 2016-ban hajtotta végre az első nyilvános részvénykibocsátását. Az ALTEO részvényeivel 2018 óta kereskednek a BÉT Prémium kategóriájában, és 2021 óta tagja a BUX indexnek. A részvénytársaság saját tőkéjét a közelmúltban kibocsátott 545.200 darab új részvénnyel együtt (1.136.741.000 forint tőkeemelés az MRP szervezet számára, pénzmozgás nélkül) 19,93 millió részvény reprezentálja, 12,5 forintos névértékkel.

Koncentrált tulajdonosi szerkezet

Tulajdonosi szerkezet

A tulajdonosi szerkezetet erős koncentrálttság és relatíve visszafogott közkezhányad jellemzi. A nagytulajdonos Wallis Asset Management Zrt, valamint leányvállalatai együttesen a részvények 61,6%-át birtokolják, így jelentős beleszólással rendelkeznek a stratégiai döntésekbe. A közkezhányad mértéke 28,0%, a maradék pedig a társaság saját részvény állománya, valamint a menedzsment tagok tulajdonában van.

Tulajdonosi szerkezet



Forrás: ALTEO, Erste

A vállalat működése

Az ALTEO magyar tulajdonban lévő energetikai szolgáltató és kereskedő vállalat. Tevékenységi köre jellemzően kapcsolódik a megújuló energiához, annak számos aspektusát lefedve. Üzleti tevékenysége kiterjed a megújuló energiahordozókon és a földgázon alapuló energiatermelésre, az energiakereskedelemre, valamint a vállalatok számára történő, személyre szabott energetikai szolgáltatásokra, fejlesztésekre is.

Megújuló energia országszerte

A társaság szél-, nap-, víz-, depóniagáz- és gáztüzelésű erőművel egyaránt rendelkezik. Utóbbiak úgynevezett kapcsolt vagy kogenerációs erőművek, vagyis villamos- és hőenergia termelésére is alkalmasak. A cégcsoport részét képezi egy szabályozási központ, ami az erőművek működését koordinálja és kiegyenlítősi, valamint kapacitás biztosítási szolgáltatásokat nyújt a hazai villamosenergia rendszer számára. A csoport 2022 elején mintegy 70 MW megújuló és majdnem ugyanennyi gázerőművi kapacitással rendelkezik, amit 11 MW / 5+4 MWh akkumulátor pakk egészít ki.

Az ALTEO csoport erőművi portfóliója

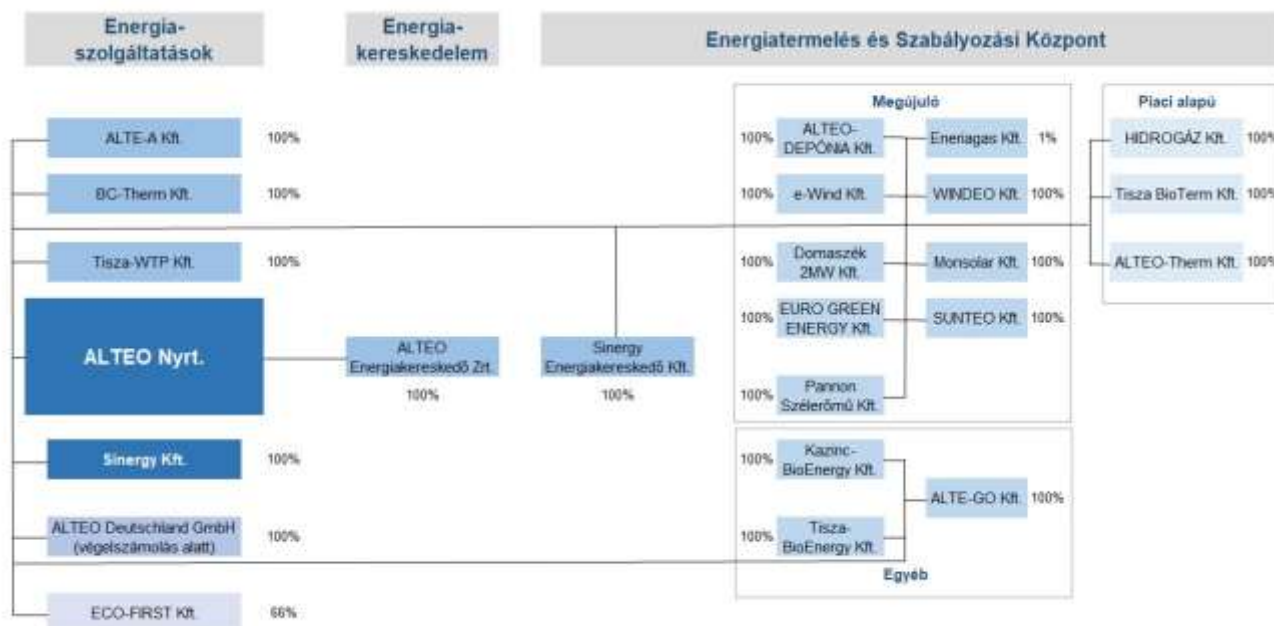


Forrás: ALTEO

Fő tevékenységi területek

- Villamosenergia-termelés támogatott rendszerben
- Piaci alapú hő- és villamosenergia-termelés
 - hőenergia termelés
 - villamosenergia-termelés
 - szabályozási központon keresztül történő kiegyenlítés
 - menetrendezési szolgáltatás
- Energetikai szolgáltatások
 - erőművek és energetikai berendezések üzemeltetése és karbantartása
 - energetikai vállalkozás és mérnökszolgálat
 - egyéb szolgáltatások
- Energiakereskedelem
 - villamosenergia-kereskedelem
 - földgáz kereskedelem
 - mérlegköri szolgáltatások

A társaság cégstruktúrája



Forrás: ALTEO, Erste

Munkavállalói Rész tulajdonosi Program

A menedzsment pénzügyileg is érdekelt a vállalat sikerében

2020-ban új javadalmazási politikát fogadott el az ALTEO, melynek keretében a társaság vezető beosztású tisztviselői összesen legfeljebb 645.200 darab részvényhez juthatnak. Ezzel hosszútávú ösztönző rendszert hoztak létre az üzleti stratégia teljesülése, a csoportszintű teljesítménymutatók javulása és a részvényesi értékteremtés céljából. Az MRP Szervezet a program alapjául szolgáló ALTEO törzsrészvényeket 2022 áprilisáig megvásárolta.

A részvényesi juttatáshoz 4+1 feltétel kapcsolódik eltérő súlyozással, és részteljesülésre is lehetőség van.

1. A cél teljesülésébe 15%-os súllyal számít bele, ha a 2022. január 1. és 2022. december 31. közötti időszakban a BÉT-en realizálódó forgalommal súlyozott tőzsdei átlagár eléri az 1.178 forintot. Ez a jelenlegi tudásunk szerint nagy valószínűséggel teljesül.
2. Szintén 15%-os súllyal szerepel a forgalmi cél. A 2022. január 1. és 2022. december 31. közötti időszakban az ALTEO részvények BÉT-en bonyolított aggregált forgalma haladja meg a 2.479 millió forintot, és ugyanebben az időszakban a forgalommal súlyozott átlagár legyen legalább 950 forint. Gyakorlatilag ez is teljesült, hiszen eddig mintegy 2,5 milliárd forint értékben cseréltek gazdát a részvények idén, s ha valami nagyon nagy dolog nem történik, a forgalommal súlyozott átlagár is meg fogja haladni a 950 forintot.
3. 25%-os súllyal számít az egy részvényre jutó eredmény, amennyiben 2022-ben eléri az 54,7 forintot. Az EPS idén nagy valószínűséggel meg fogja haladni a tavalyi 302 forintot.

Erste Group Research – Vállalatelemzés

ALTEO Energiaszolgáltató Nyrt. | Utilities

2022. május 30.

4. A legnagyobb, 45%-os súlyt az EBITDA képviseli. Elvárás, hogy az egy részvényre jutó EBITDA 2022-ben érje el a 320 forintot. Ez 2021-ben 664 forint volt, ami idén tovább emelkedhet.
- +1. Kizáró feltétel, ha a kötvények hitelminősítése B+ kategória alá esik. A jó eredményeknek köszönhetően a cég pénzügyi helyzete stabil. A tőkeáttétel a korábbi 70%-ról 50%-ra csökkent, miközben az eredmények is növekednek. Így a minősítés – szerintünk – nincs veszélyben.

Ez alapján a jövő év folyamán nagy valószínűséggel kiosztják majd a 645.200 darab részvényt a cég vezetőinek.

A társaság igazgatósága elfogadott egy újabb munkavállalói részvényprogramot 2024 és 2025-re vonatkozóan.

Ennek keretében összesen 545.200 részvényre lesznek jogosultak a munkavállalók, ha a cég saját tőkéje (az átfogó eredmény nélkül, az osztalék fizettségével és egyéb tételekkel korrigálva) növekedni fog 2023-ban és 2024-ben is. (Ezeknek egyenként kell teljesülnie.)

Villamosenergia-termelés támogatott rendszerben

A tevékenység keretében a leányvállalatok saját tulajdonú erőművekben megújuló energia felhasználásával villamos energiát termelnek, amit az országos hálózatba táplálnak be. A támogatott rendszer keretében a megújuló és alternatív energiaforrásokból előállított villamos energia átvétele támogatott áron történik.

Biztonságos és kiszámítható támogatási rendszer

Ahogy a szabályozási környezetről szóló részben részletesen is bemutatjuk, Magyarországon jelenleg két támogatási forma létezik a megújuló energiát hasznosító erőművek számára. Kifutó jelleggel a KÁT rendszer, ebbe új erőmű már évek óta nem kerülhet be, de a már benne lévő erőművek továbbra is ennek keretében működhetnek. 2016 közepétől elindult a METÁR rendszer, az új vagy felújított erőművek jelenleg ennek keretében igényelhetnek támogatást. A kettő között a fő különbség az, hogy míg a KÁT egy garantált, fix áras támogatási rendszer volt, ahol az infláció függvényében változtak az árak az évek során, addig a METÁR egy aukciós rendszer, ahol a legalacsonyabb árat kínáló pályázat nyer. Az aukcióban mindenkor villamosenergia árak feletti ár prémium mértékére lehet pályázni, és azok nyerhetnek, akik adott helyzetben a legalacsonyabb piaci árak feletti prémiumon adnak be ajánlatot.

Az ALTEO által a szegmens keretein belül üzemeltetett erőművek nagyrészt a KÁT rendszerben működnek. Ez alól kivételt jelent a nemrégiben felújított gibáti vízerőmű, ami már METÁR alatt működik.

A támogatott ár határozott időtartamra és mennyiségre szól, ha bármelyiket eléri az erőmű, onnan kezdve a támogatott átvétel megszűnik, és az erőmű a szabad piacon folytathatja tovább termelését. Ahogy az az ácsi, a jánossomorjai és a pápakovácsi szélenergiaerőműpark esetében is történt.

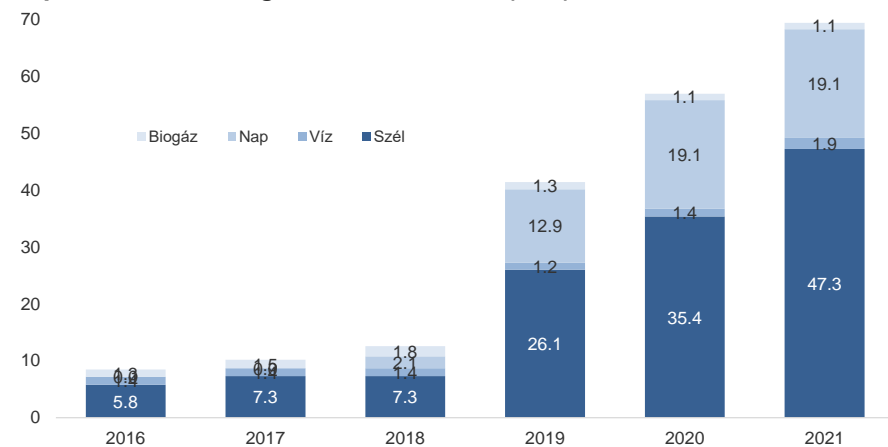
Stabilan magas EBITDA marzs

A szegmenst összességben jól előrejelezhető árbevétel és alacsony működési költségek jellemzik, melyek hatásaként magas EBITDA marzs realizálható. A költségek jellemzően a karbantartási és üzemeltetési feladatokhoz kötődnek.

Jelentős növekedés az elmúlt években

2019-ben és 2020-ban részben akvizíciók, részben pedig új erőművek kivitelezése révén jelentősen nőttek a szegmens kapacitásai, ami jelenleg eléri a 64 MW-ot, de idén július 1-től 37 MW-ra csökken a támogatott kapacitás.

Kapacitások a támogatott rendszerben (MW)



Forrás: Erste

A támogatott szegmensbe tartozó erőművek

64 MW / 37 MW kapacitás

- Törökszentmiklósi szélerőmű 1,5 MW kapacitással (2022. június 30-ig)
- Bőnyi szélerőmű 25 MW teljesítménnyel (2022. június végéig)
- Bábolnai szélerőmű 15 MW kapacitással (2025. július végéig)
- Gibárti vízerőmű 1 MW kapacitással (a felújítást követően a METÁR rendszerben folytatja a termelést, várhatóan 2040-ig)
- Felsődobozai vízerőmű 0,95 MW kapacitással (2022. július végéig)
- Debreceni depóniagáz kiserőmű 0,5 MW villamosenergia-termelő kapacitással (2022. június 30-ig)
- Domaszéki naperőmű 2 MW villamos energia kapacitással (2042-ig)
- Monori naperőmű 4 MW villamos energia kapacitással (2043. végéig)
- Balatonberényi naperőmű 6,9 MW kapacitással (2044-ig)
- Nagykőrösi naperőmű 6,9 MW villamos teljesítménnyel (2044-ig)

Piaci alapú hő- és villamos energia termelés

Nem lehet csak az időjárásfüggő energiára koncentrálni

A szegmensbe tartozó erőművek jellemzően földgáz felhasználásával termelnek villamos energiát és hőt, amit az országos hálózatba táplálnak be, vagy ipari fogyasztók részére értékesítenek közvetlenül. A gázmotorok egyszerre állítanak elő villamos energiát és hőenergiát is, utóbbi kapacitásokat gázkazánok is kiegészítik. Szintén ebben a szegmensben jelennek meg a támogatott időszak lejártát követően a megújuló energiát hasznosító erőművek is. A termelt hőt részben távhőtermelői engedélyesek értékesítik távhőszolgáltatók részére, részben pedig hosszú távú szerződések alapján közvetlenül értékesítik ipari és kereskedelmi fogyasztók részére.

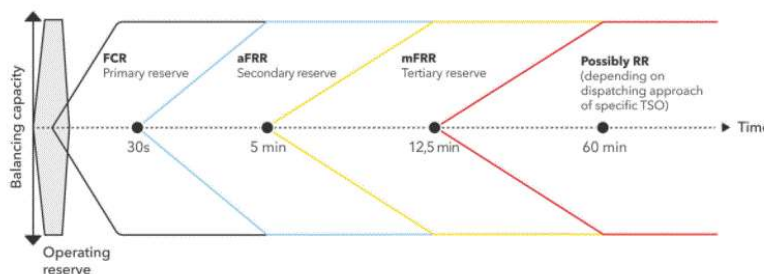
Ehhez a szegmenshez tartozik a villamosenergia-termelő kapacitásokat összefogó szabályozási központ is, ami rendszerszintű szolgáltatásokat nyújt a MAVIR részére 8 földgáz tüzelésű és 3 szélerőmű összefogásával. A központhoz tartozik összesen 11 MW kapacitású energiatároló is, ami a primer szabályozásban játszik szerepet, vagyis ez a kapacitás lényegében azonnal rendelkezésre áll és képes valós idejű kiegyenlítést végezni.

Magas hozzáadott értéket képvisel a szabályozási központ

A szabályozási központ lehetővé teszi, hogy a kiserőművek egységesen irányítva, önálló entitásként kezelhető nagy termelőként tudjanak működni. Ennek előnye, hogy a rendszerbe kapcsolt kiserőművek is megjelenhetnek a rendszerszintű szolgáltatók piacán. A szabályozási központ kereskedelmi és termelési szabályozóként is működik, irányítja az erőművek villamosenergia-termelését, és összehangoltan értékesíti az előállított villamos energiát. A rendszerbe kapcsolt kiserőművek alkalmasak arra, hogy a rendszerszintű túl-, illetve alultermelést kezelni tudják, így egy magas hozzáadott értékű piacon működhetnek, ami az átlagosnál magasabb megtérülést tesz lehetővé.

A szabályozási rendszer szintjei

Balancing Services According to the System Envisaged by ENTSO-E

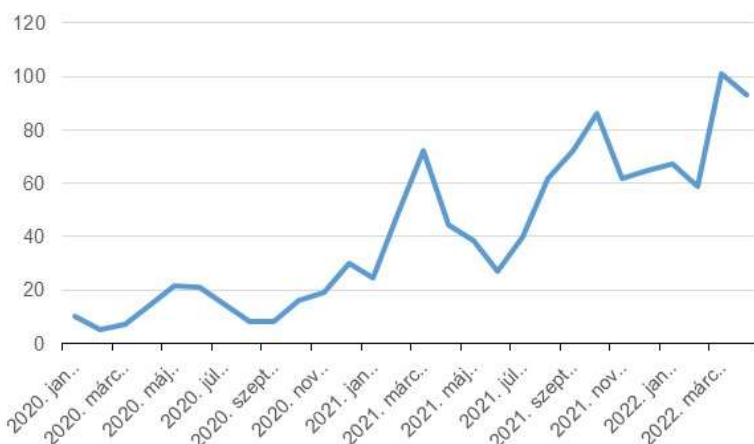


Forrás: Next Kraftwerke

Háromszintű szabályozói rendszer

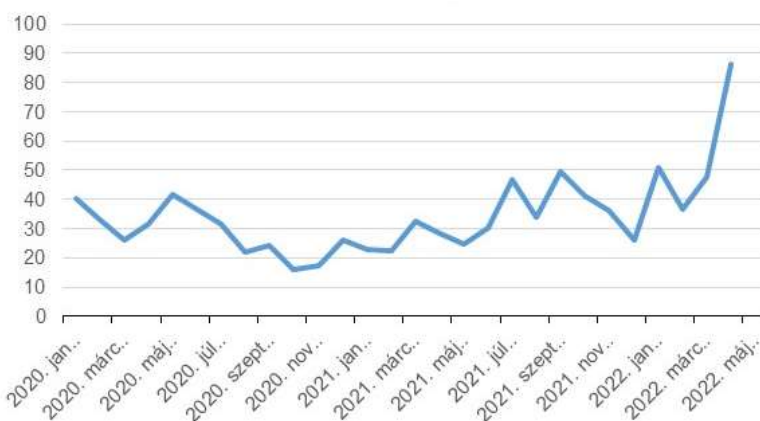
- Primer (FCR): A leggyorsabb, lényegében azonnal elérhető szabályozási kapacitás. Ebben a kategóriában Magyarországon 38 MW kapacitás áll rendelkezésre, így az ALTEO piaci részesedése 30%. Ebben a szegmensben realizálhatók a legmagasabb villamos energia árak. Ebben segíti az ALTEO-t az összesen 11 MW kapacitású akkumulátoros tárolóegység.
- Szekunder (aFRR): Perces szabályozásnak is nevezett szint. Itt elsősorban kisebb méretű gázmotorokkal zajlik a kiegyenlítés. Magyarország +/-250 MW szekunder szabályozási kapacitást használ, ebből az ALTEO Szabályozási Központja összesen 70 MW, átlagosan +/-35 MW teljesítésére képes.

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



Forrás: Erste számítások MAVIR adatok alapján

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



Forrás: Erste számítások MAVIR adatok alapján

- Tercier (mFRR és RR): Itt negyedórán belül kell a kiegyenlítő kapacitásnak rendelkezésre állnia, ebből adódóan a hazai gáztüzelésű erőművek jelentős része megfelel ennek a szabályozási szintnek. Éppen ezért itt a legalacsonyabb az elérhető fajlagos bevétel.

Új lehetőségeket hoz a menetrendezési kötelezettség

Szintén ebbe a szegmensbe tartozik az időjárásfüggő erőművek számára nyújtott, újonnan bevezetett szolgáltatás, a menetrendezés. 2020. április elejétől az időjárásfüggő erőműveket is pótdíjfizetési kötelezettség terheli a menetrendtől való eltérés mértéke után. Az új követelménynek fokozatosan, 6 év alatt kell megfelelni, az első év egyfajta próbaév volt. Bár az eltérésből adódó kiegyenlítés költségét az erőművekre allokálták, de a valóságban a MAVIR átvállalta azt, így termelői oldalról nézve csak 2021. áprilistól élesedett a rendszer. Az eltérési költség 2,83 forint / kWh, de ezt csak 2025 után terhelik át teljes mértékben. A kezdeti időszak tapasztalatai alapján jelentősek a különbségek az erőművek között. Főként a naperőműveknél tapasztalható komolyabb eltérés. Az indulás első fél évében akadt olyan

erőmű is, ami akár a termelési árbevétel 20-25%-át is kénytelen lett volna kártérítésre kifizetni. Ezzel szemben a nagy aggregátoroknak elenyésző pótdíj kötelezettsége keletkezett volna. Ez alapján arra számítunk, hogy az egyéni erőművek a pótdíjfizetési kockázat elkerülése érdekében az ALTEO-hoz hasonló aggregátoroktól, vagy éppen az ALTEO-tól fix díjazás mellett igénybe fogják venni a menetrendezési szolgáltatást. Cserébe a pótdíjfizetési kockázatot és az adminisztrációs feladatokat is az aggregátor vállalja magára. Magyarországon az ALTEO az elsők között volt, aki időjárásfüggő erőművet kapcsolt be a szabályozási központjába, így az elmúlt évek alatt jelentős tapasztalatra tett szert. Az aggregátorok versenyelőnye többrétű. Egyrészt a mérrehatékonyságból adódóan, mesterséges intelligenciát is felhasználva, pontosabb előrejelzéseket tudnak adni (ARTEMIS, Autonomous Real-Time Energy Management System). Másrészt több erőmű tartozik a portfólióba, így megjelenik a diverzitás, és szükség esetén akár házon belül is képesek a kiegyenlítési szükségletet megoldani.

Multiplikált növekedési potenciál

A következő években a menetrendezési szolgáltatás két okból is erőteljes növekedés előtt állhat. Egyrészt az időjárásfüggő erőművek várható kapacitásnövekedése önmagában is a piacméret növekedését jelenti, hiszen a jelenlegi 1500 MW beépített naperőművi kapacitás a tervek szerint 2030-ra 4500 MW közelébe növekszik. Másrészt a felfutó rendszer miatt a pótdíj teljes összegét csak 2026-tól hárítják át. A piac méretét pedig a potenciális pótdíj összege is növeli.

A szegmens fő költségelemei a felhasznált földgáz ára, az üzemeltetési és karbantartási költségek, valamint az egyéb ráfordítások között kimutatott CO2 ráfordítások.

A piaci szegmensbe tartozó erőművek

- Győri Erőmű 17,867 MW villamos energia és 24 MW hő teljesítménnyel
- Kazincbarcikai Fűtőerőmű 9,6 MW villamos energia és 58,2 MW hő kapacitással
- Ózdi Erőmű 4,8 MW villamos- és hőerőművi kapacitás
- Soproni Erőmű 6 MW villamos- és 38 MW hőteljesítmény
- Tiszaújvárosi Fűtőerőmű 9,4 MW villamosenergia-termelői kapacitás, 42,8 MW beépített hőkapacitás
- Agria Park 1 MW villamos- és 1,3 MW hő kapacitású kiserőmű
- Zuglói Erőmű 18 MW villamos energia kapacitással és 17 MW hőteljesítménnyel
- Pápakovácsi, ácsi és jánossomorjai szél erőművek egyenként 2 MW kapacitással, melyek a KÁT szegmensből kerültek át a támogatási időszak lejártát követően
- Tiszaújvárosi kísérleti biomassa kazán 0,5 MW hőteljesítménnyel
- Debreceni depóniagáz kiserőmű 0,64 MW villamos energia kapacitással
- Szabályozási Központ

Energetikai szolgáltatások

Üzemeltetési és karbantartási tevékenység

Az üzletág hosszú távú szerződések keretében látja el idegen tulajdonú energetikai létesítmények, valamint a csoport saját tulajdonában álló egyes erőművek üzemeltetési és karbantartási feladatait. A karbantartási tevékenység keretében a szükséges alkatrész cseréket és felújítási munkálatokat, valamint a rendkívüli meghibásodások elhárítását végzik.

Az ALTEO jelenleg a TVK erőmű, a BorsodChem erőmű, a BC-Therm kazán, a Tisza-WTP által létesített vízelőkészítő üzem, a nagykőrösi biogáz üzem, valamint a saját tulajdonban lévő fűtőerőművek, vízerőművek és naperőművek üzemeltetési és karbantartási feladatait végzi.

Kivitelezési tevékenység

Az erőművek üzemeltetésén és karbantartásán túl a társaság egyedi megrendelések és szerződések keretén belül energetikai beruházásokkal és fejlesztésekkel kapcsolatos mérnöki és kivitelezési szolgáltatásokat is nyújt az ügyfelek részére.

2019 óta szintén ebbe a szegmensbe tartozik a Hulladékmanagement Divízió. Az ECO-First Kft-ben az ALTEO-nak 66,66%-os részesedése van. A cég szolgáltatásai között leginkább az áruházi hulladékok gyűjtése és a hulladékgazdálkodási komplex fenntarthatósági szolgáltatások szerepelnek.

Szintén ebben a szegmensben jelenik meg a 2020 őszén elindított e-mobilitási tevékenység, ami jelenleg elsősorban villamosenergia töltő berendezések kiskereskedelmi és B2B célú értékesítésére, a B2B értékesítés kapcsán a berendezések kivitelezésére és üzemeltetésére fókuszál.

A szegmens fő költségei a karbantartáshoz szükséges alkatrészek, valamint a munkaerőköltség.

Energiakereskedelem

Villamosenergia- és földgázkereskedelem

A társaság villamosenergia-kereskedelmi tevékenységének keretében kizárólag a szabad piacon értékesít villamos energiát. Ügyfélköre elsősorban irodaházakból, bevásárlóközpontokból, ipari parkokból, illetve KKV-kból áll. A társaság jogosult lakossági fogyasztók ellátására is, de ezzel nem foglalkozik érdemben.

Az ALTEO Energiakereskedő a felhasználók ellátására irányuló földgáz kiskereskedelmi tevékenységét a 2016. október 1. napjával kezdődő gázévben kezdte meg.

Az üzletágban jelentős a rendszerhasználati díjlemek aránya, amelyek átfolyó tételként jelennek meg mind a bevételi, mind a ráfordítás oldalon. Az ilyen rendszerhasználati díjlemeknek nincs hatása az eredményre, de növelik a bevételi és a kiadási oldalt is.

Spekuláció nélkül sem kockázatmentes üzlet

Az ALTEO Energiakereskedő spekulatív kereskedelemmel nem foglalkozik, de a vevői igények időben változó nagysága miatt rendkívüli piaci helyzetekben bizonyos mértékben nyitott pozíciók is kialakulhatnak nála. Például 2020 elején a járvány hatására jelentősen csökkenő kereslet miatt

Magas bevétel, relatíve alacsonyabb jövedelem arány a kereskedelemben

nyitott pozíciói keletkeztek, amiket alacsonyabb árfolyamon volt kénytelen zárni, s ez jelentősen rontotta a szegmens pénzügyi teljesítményét.

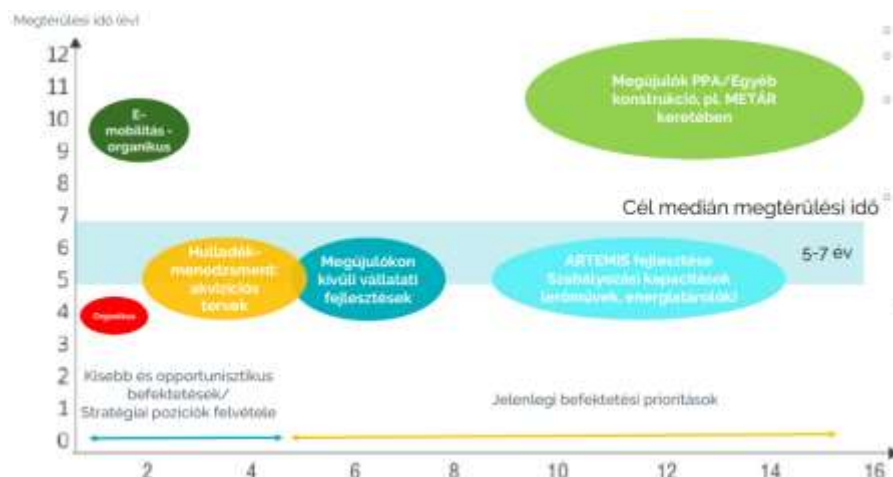
Az energia-kiskereskedelmet átmenő jellegű rendszerhasználati díjak, az anyagjellegű ráfordítások magas aránya és alacsony EBITDA marzsok jellemzik. Így bár csoportszinten ez a szegmens termeli jelenleg a legnagyobb árbevételt, ennek ellenére EBITDA hozzájárulása relatíve alacsony.

Beruházási potenciál

A vállalat 2019-ben publikált és 2022-ben megújított stratégiája, a piaci környezet, valamint a magyar és európai hosszútávú energiastratégia alapján jól azonosíthatók a beruházási potenciálok.

Szerteágazó befektetési lehetőségek

Befektetési irányelvek



Forrás: ALTEO

A jövő befektetéseinek fele a szabályozási központhoz kapcsolódhat

Szabályozási központ

A stratégia alapján a befektethető tőke jelentős részét erre allokálnák. Az elvárt megtérülési idő 5 év körül alakulhat, de a jelenlegi rendelkezésre állási árak mellett, amelyek alkalomadtán a 30.000 forint / MWh-t órát is elérhetik, a megtérülési idő sokkal rövidebb is lehet. A beruházás többértékes lehet, egyaránt magában foglalhatja az informatikai rendszer fejlesztését, a szabályozási kapacitások további növelését és további energiatárolási, valamint K+F+I projektek megvalósítását is.

Energetikai szolgáltatások

A beruházásokat (mint pl. a PPA projektek vagy villamosenergia tároló egységek kivitelezését) alapvetően az energetikai szolgáltatások szegmens valósítja meg. Ezekkel a befektetésekkel a megújuló erőművek illetve a tároló egységek piacán jelentős piaci részesedés érhető el.

METÁR fejlesztések, PPA

A támogatott piacon hosszabb lehet a megtérülési idő

Továbbra is előtérben maradhatnak a megújuló energia fejlesztések, melyek már a METÁR rendszer keretében valósulhatnak meg. A megtérülési idő meglehetősen magas, 10 év körül lehet, de ezekhez a befektetésekhez összességében alacsony kockázat és magas hitelfelvételi lehetőség társul. A jelenleg érvényes szabályozás alapján elsősorban naperőmű fejlesztések valósulhatnak meg. Ez igaz az ún. PPA-k-ra (Power Purchase Agreement) is. A jelenlegi magas áramárak mellett és a „zöldülés” jegyében egyre több iparvállalat fordulhat e szolgáltatás felé. Itt is igaz, hogy a megtérülési idő magas, 10 év körül szóródik, s ezek a beruházások itthon még gyerekcipőben járnak. Eddig egy PPA született a magyar piacon, miközben más országokban már bevett gyakorlata van a konstrukciónak. A tipikus megoldás egy napelem rendszer felépítése pl. az iparvállalat telephelyén, amit a szolgáltató (ALTEO) megvalósít, üzemeltet, s cserébe fix áron, előre rögzített időintervallumon keresztül ad áramot a megrendelőnek. A futamidő végén pedig, vagy hosszabbítanak, vagy a vállalat tulajdonába kerül a termelőegység.

Kisebb fejlesztési lehetőségek

Számos lehetőséget tartogathat a jövő

Kisebb tőkeigényű beruházások valósulhatnak meg az e-mobilitás és a hulladékmenedzsment szegmens esetében, valamint a kereskedelemben is. Az előbbi kettő relatíve új terület a vállalat számára, de a következő évtizedben jelentős növekedés valósulhat meg ezeken a területeken. Itt elsősorban a megfelelő tudás megszerzése és a stratégiai pozíció felvétele lehet a reális célkitűzés. A kereskedelem tekintetében pedig alacsony beruházási igény mellett, gyors megtérülést elérve lehet bővíteni. Az ALTEO a piaci konszolidációs lehetőségeket használná ki, valamint belépne a földgáz-nagykereskedelem piacára is.

Távlati növekedési lehetőségek

A kisebb fejlesztési lehetőségeknél már említettük az e-mobilitás és a hulladékmenedzsment szegmenseket. Megítélésünk szerint rövid távon ugyan még nem járulnak hozzá jelentős mértékben az eredményhez, de 2025, vagy még inkább 2030 környékére ezek a fejlesztések is beérhetnek, így megvizsgáltuk azt is, hogy ezeken a területeken milyen lehetőségek kínálkoznak.

E-mobilitás

Sokszorozódó elektromos autó piac

A szabályozási környezet és a piaci lehetőségek elemzésekor a Jedlik Ányos terv 2.0 néven ismert Hazai Elektromobilitási Stratégiát vettük alapul. Ez alapján a reális scenárió mentén 2025-re 8.100, 2030-ra pedig 18.100 elektromos töltőpontra lesz szükség az országban, míg a magas elterjedési pálya esetében 2025-re 20.500, 2030-ra pedig akár 45.000 ilyen töltőállomásra is szükség lehet. A stratégia 10 elektromos autóra számol egy nyilvános töltővel, ami megfelel a nemzetközi gyakorlatnak, bár nagy szórás látható benne. Norvégiában (ahol a lakosság jelentős része otthon is tudja tölteni gépjárművét) ez a mutató 20, míg Hollandiában (ahol a társasházban élők magas aránya miatt szinte csak nyilvános töltési pontok vannak) 3 elektromos autóra jut egy töltési lehetőség. Ma Magyarországon nem áll rendelkezésre pontos statisztika a nyilvános elektromos töltők számáról, de egy 2019-es KSH publikáció nagyságrendileg 2.000 darabra becsülte a

számukat. Ezzel szemben a MEKH 2021 második negyedévében készült felmérése alapján 1.600 nyilvános villanyautó-töltő volt az országban. Vagyis optimista scenárióban 2030-ig több mint 20-szorosára kéne ugrania a nyilvános töltők számának, de még a realista forgatókönyv alapján is a piac négyeszeresödése várható 2025-ig. A nemzetközi példák azt mutatják, hogy az elektromos autók jelenlegi alacsony penetrációja mellett állami támogatás szükséges az országos szintű töltőhálózat kiépítéséhez, piaci alapon csak a sűrűn lakott városi részen tudnak elterjedni az elektromos töltők. Ugyanakkor probléma az is, hogy a hidrogén gazdaság is itt kopogtat az ajtón. Így egyáltalán nem lefutott még, hogy akkupakkos vagy éppen hidrogén üzemanyagcellás lesz-e a jövő autója. Így az ALTEO egyelőre óvatosan közelíti meg ezt az üzleti potenciált.

Elektromos autó, mint az elektromos rendszer része

Mivel számítások szerint az elektromos autók töltése 2025-re akár óránként átlagosan 1.934 MWh, 2030-ra pedig 4.241 MWh elektromos áram fogyasztást fog generálni, ezért jelentős feladatot fog jelenteni ennek az elektromos hálózatra történő integrálása. Az integrációra két stratégia létezik: az egyszerűbb okosmérés és a fejlettebb Vehicle to Grid (V2G). A következő években várható az államilag támogatott pilot projektek indulása, ami a gyakorlatban vizsgálná ezeket a megoldási módokat.

Az okosmérés esetén annyi történik, hogy a felhasználói igények (mikorra és mennyire legyen feltöltve az autó) mellett a rendszer optimalizálja a töltési időszakot. Vagyis hazaérve és az autót töltőre téve nem indul el automatikusan a töltés, még tovább növelve ezzel a kora esti áramfogyasztási csúcspot. Helyette késő este, éjszaka töltene az autó, ugyanis ilyenkor alacsonyabb az áram felhasználás. Ezzel a megoldással csökkenthetők a napon belüli árampiaci egyenlőtlenségek. A kereslet az éjszakai mélypont felé tolódna el, cserébe a felhasználó alacsonyabb energiadíjat fizetne.

Míg az okosmérés csak a töltés időpontját befolyásolja, addig a „Vehicle to Grid” megoldás ezen túlmegy, és lényegében aktív hálózati eszközként tekint az autó akkumulátor kapacitására. Vagyis a hálózat már nem csak tölti az aksit, hanem szükség esetén visszatáplál a hálózat irányába, ezen keresztül pedig részt vesz a kiegyenlítésben, az elektromos áram egyensúly kialakításában. Nyilvánvalóan ilyen esetben az akkumulátor használatért cserébe a gépjármű tulajdonosa használati díjra lenne jogosult.

Hulladékmenedzsment

Hulladék, mint nyersanyag

Az Európai Unió és Magyarország is a körforgásos gazdálkodás megteremtését tűzte ki célul. Ennek lényege, hogy a hulladékra, mint potenciális nyersanyagra tekint. Leegyszerűsítve, ahol lehetséges, ott a hulladék újrahasznosítására kell törekedni, ahol pedig ez nem lehetséges, ott az energiatermelésben kell hasznosítani a hulladékot. Az EU a települési hulladék esetében 65 százalékos közös uniós újrafelhasználási célértéket határozott meg 2035-re, a csomagolási hulladék esetében pedig 70% elérése a cél 2030-ra. A magyar hulladékstratégia jelenleg még kiforratlan, részletei nem ismertek. Így azt sem lehet tudni, hogy az ALTEO pontosan hogyan tudna ebbe bekapcsolódni, de mivel a társaság többéves tapasztalattal rendelkezik biogáz és depóniagáz erőművek üzemeltetésében, valószínűleg ezt a tapasztalatot tervezi a menedzsment hasznosítani.

2019 óta a csoport tagja az Eco-First Kft. 66,7%-os tulajdonrészsel, amivel vertikális integráció valósult meg, hiszen az Eco-First szerves hulladék, zsír, olaj begyűjtésével, kereskedelmével és hasznosításával is foglalkozik.

Elsődleges partnerei az áruházak, ahonnan lejárt szavatosságú élelmiszereket vesznek át biogáz hasznosítás céljából. A divízió eredménye az energetikai szolgáltatások szegmensén belül kerül kimutatásra. A csoport szintű eredményhez való hozzájárulása jelenleg még elenyésző. A 2020-as egyedi pénzügyi eredmény alapján 440 millió forintos árbevétel 20 millió forint körüli eredményt ért el. Mérlegfőösszege sem jelentős, mindössze 123 millió forint.

Piaci környezet és szabályozás

Magyar és uniós energiastratégia

A társadalom növekvő környezettudatosságának, a hagyományos energiaforrások szűkülő kínálatának és a biztonságos energiaellátásra való törekvésnek köszönhetően egyre nagyobb a jelentősége a megújuló energiaforrások hasznosításának. Az EU és Magyarország célja is, hogy tovább növelje a környezetbarát megújuló energia szerepét.

Az Európai Unió 2019-en fogadta el a 2030-ig, illetve 2050-ig szóló energia- és klímaprogramját. A legfontosabb célkitűzés, hogy 2030-ra 40%-kal csökkentsék az üvegházhatású gázok kibocsátását, 2050-re pedig elérjék a klímasemlegességet.

A megújuló energia arányának növekedése 2030-ig

Az Európai Unió célként tűzte ki, hogy 2030-ra az előállított energia-mix legalább 32%-a megújuló energiából származzon. Az uniós célkitűzésekkel összhangban készült el a magyar Nemzeti Energiastratégia is, ami azt célozza meg, hogy a mai 7%-ról 2030-ig 20% közelébe emelkedjen a megújuló energia aránya a primer energia felhasználásban. A megújított magyar stratégia idén év végére várható, ami már a fosszilis energiahordozókról történő minél gyorsabb leválást fogja előtérbe helyezni az orosz-ukrán háború és az EU-s szankciók miatt.

A hazai természeti és földrajzi adottságok, valamint az érvényben lévő szabályozás alapján elsősorban a naperőművek számának növekedése várható. A Nemzeti Energiastratégiában foglaltak szerint a technológia árcsökkenésének köszönhetően az elmúlt években komoly boom alakult ki a napelem piacon, amit a háztartások tekintetében a kormány is támogatott. A jelentős növekedés ennek tudható be.

A 2030-ig szóló stratégia alapján az atomerőművek, a naperőművek és a földgáz erőművek piacán várható a legnagyobb növekedés. A stratégia a szélenergiák kapacitásnövekedésével is számol. Mivel azonban az érvényben lévő szabályozás alapján új szélenergiák gyakorlatilag nem létesíthető, így a szélkerekek modernizációja és teljesítményük ezen keresztül történő növelése jöhet szóba. Az új paksi erőmű blokkok üzembe állásának ideje bizonytalan. A kormány továbbra is az orosz félt tekinti kivitelező partnernek, de ez az EU nyomására változhat, további csúszást eredményezve a projektben. Valószínű, hogy az új blokkok 2035 előtt nem lesznek hadrendbe állítva.

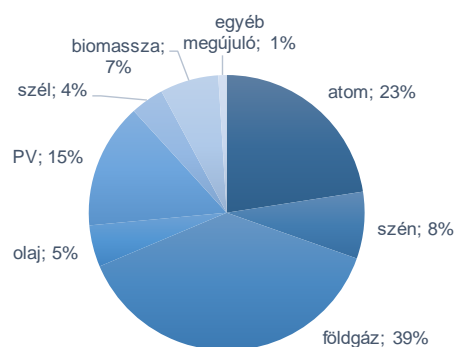
Jelentős naperőmű kapacitásnövekedés várható

2020 és 2030 között a napenergia kapacitások növekedhetnek legnagyobb mértékben, mintegy 3000-4000 MW-tal. A megújuló, ráadásul időjárásfüggő kapacitások növekedése és az atomenergia termelésének növekedése is megköveteli, hogy a gáztüzelésű erőművek is növeljék kapacitásukat, hiszen

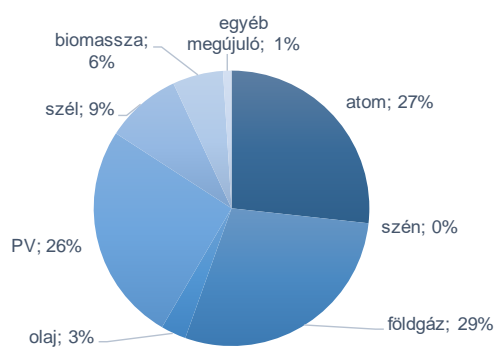
a fokozódó energia kiegyenlítési igénynek csak ezen eszközökkel együtt képes megfelelni a rendszer.

A jelenlegi és a 2030-ra várható villamosenergetikai kapacitások megoszlását mutatja a következő két ábra. Az új stratégiában az olaj és földgáz szerepe még kisebb lehet.

Kapacitás megoszlás 2020-ban (MW)



Megcélzott kapacitás megoszlás 2030-ban (MW)



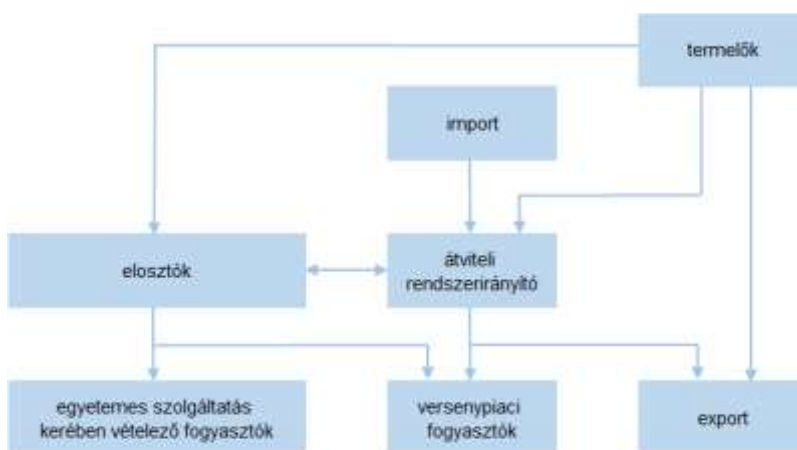
Forrás: ALTEO, REKK, Erste

Az árampiac főbb szereplőinek bemutatása

Összetett rendszer juttatja el az áramot az erőműtől a fogyasztóig

A villamosenergia-piac a rendszer mérete, stratégiai jellege és működési sajátosságai, például az elektromos áram tárolásának korlátai és a jelentős fizikai infrastruktúra igénye miatt egy sokszereplős, komplex, erősen szabályozott rendszer. A következő két ábra ennek a rendszernek a leegyszerűsített működését szemlélteti, az áram fizikai áramlása valamint a pénzügyi áramlás iránya szerint.

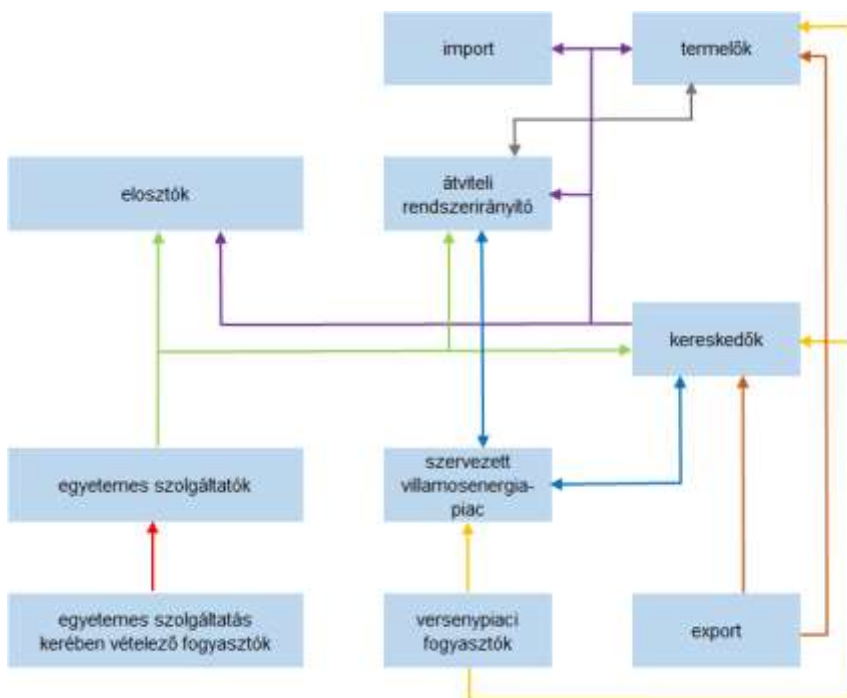
Fizikai áramlás



a villamos energia fizikai áramlása

Forrás: Magyar Energetikai és Közmű-szabályozási Hivatal

Pénzügyi áramlás



minden egyes szín külön pénzügyi kapcsolatot jelöl

Forrás: Magyar Energetikai és Közmű-szabályozási Hivatal

A piac jelentősebb szereplői

A MAVIR, mint központi agy

MAVIR

Az átviteli és rendszerirányítói feladatokat látja el, s mint ilyen monopol helyzetben van. Az átviteli hálózat tulajdonosa és üzemeltetője. A társaság gondoskodik a magyar villamosenergia-rendszer megbízható, hatékony és biztonságos irányításáról, a szükséges tartalékokról az erőművekben és a hálózaton. Biztosítja a zavartalan működés feltételeit. A hazai villamosenergia-rendszer működését összehangolja a szomszédos országokkal. A KÁT keretében megtermelt villamos energia kötelező átvevője.

A szabályozási háttér

Magyar Energetikai és Közmű-szabályozási Hivatal

Önálló szabályozási szerv. Feladata az árampiac szereplőinek engedélyeztetése és felügyelete. Rendeletben állapítja meg a villamosenergia-rendszerhasználati díjakat, előkészíti a miniszter számára az egyetemes szolgáltatási árakat. A hivatal hatáskörébe tartozik többek között a METÁR tenderek lebonyolítása, korábban a KÁT engedélyek kiadása.

Több száz erőmű működik Magyarországon

Termelők

Az erőművek mérete alapján három kategóriát különböztetünk meg. 50 KW alatti háztartási méretű kiserőmű esetében nem szükséges termelői engedély. 50 MW kapacitás fölött szigorú engedélyeztetés van. Tavaly év végén a beépített 50 MW feletti napelemes kapacitás elérte az 1.800 MW-ot, míg egy évvel korábban 1.400 MW körül volt. A kettő közti kategóriába több száz erőmű tartozik, melyekre egyszerűbb engedélyeztetés vonatkozik. Az erőművek a termelés körülbelül 20%-át közvetlenül a szabadpiacon értékesítik.

Elosztók, akik a hálózatért felelősek

Elosztók

Magyarországon hat elosztó rendelkezik hálózati engedéllyel. Feladatuk a villamoshálózati eszközök zavartalan működtetése, illetve a villamos energia eljuttatása a fogyasztóhoz, a mérőórák leolvasása és számlázás az ügyfelek felé. A piaci liberalizáció jegyében az elosztási és a kereskedési tevékenységet a verseny élénkítése érdekében jogilag szét kell választani. Az önálló elosztó vállalat nem folytathat sem kereskedési, sem termelői tevékenységet.

Akiket a lakosság is ismer

Egyetemes szolgáltatók

Lakossági fogyasztókat és nem jelentős (3*63 ampernél alacsonyabb) áram felhasználású vállalatokat szolgálnak ki elektromos árammal. Erősen szabályozott terület, jogszabály rögzíti a szolgáltatási színvonalat és az árat is. Magyarországon négy egyetemes szolgáltató van, de ez a tulajdonosok szintjén megfeleltethető az országban lévő hat hálózati elosztóval.

A kereskedők biztosítják a versenyt

Kereskedők

A szabad villamosenergia-piacon a felhasználókat jellemzően kereskedők szolgálják ki. A fizikai hálózatot ez esetben is az elosztók biztosítják. Emiatt van, hogy az áramszámlán két tétel jelenik meg: az energiadíj, ami a kereskedőt illeti meg, és a rendszerhasználati díj, ami pedig az elosztót.

Az árammal tőzsdén is kereskedhetünk

HUPX

A magyar áramtőzsde elnevezése. A piaci liberalizáció részeként 2010 júliusában a MAVIR leányvállalataként indult el. A villamosenergia-piac kereskedésének szabályozott helyszíne, ahol szabványosított termékkel zajlik a kereskedés, melyek 15 perces blokkokra vonatkoznak.

Támogatási rendszer

A 2007-ben elfogadott villamosenergia-törvény óta támogatásban részesül a megújuló energiaforrások használata, ami biztosíthatja ezen eszközök versenyképességét. Magyarországon jelenleg még két támogatási rendszer van érvényben. Az egyik a KÁT, melybe 2016 végéig lehetett új kérvényt beadni, de az addig támogatást nyert erőművek továbbra is a KÁT keretében működhetnek tovább. A másik a 2017. január 1-én indult új, úgynevezett METÁR rendszer.

KÁT

A KÁT rendszer eredetileg a megújuló energiaforrásból vagy hulladékból nyert energiával termelt villamos energia kötelező átvételére épült, azonban 2016. április 1-től az átvételi kötelezettség alá eső villamos energia teljes egésze a HUPX-en keresztül kerül értékesítésre. Így az átvételre kötelezett mérlegkör-felelősök már nem vesznek át ténylegesen villamos energiát, hanem csak pénzügyileg járulnak hozzá a KÁT támogatásához.

KÁT, a támogatott rendszer aranykora

A KÁT elnevezés a Kötelező Átvételi Tarifa rövidítéséből származik, vagyis garantált átvételi árat biztosít a termelők számára. A tarifa pontos összege függ az erőmű típusától, a termelés napon belüli időszakától és attól is, hogy 2008 előtt, vagy azt követően átadott erőműről van-e szó. A rögzített tarifa évente az infláció mínusz egy százalékpont mértékkel növekszik. A KÁT támogatás rögzített időtartamra, valamint maximalizált kapacitásra érvényes. A támogatási időszak lejártát, vagy a mennyiségi korlát elérését követően az erőművek szabad piaci viszonyok között működhetnek tovább. A szélerőművek 15, a naperőművek 25, a depóniagáz erőművek pedig maximum 5 év támogatásra voltak jogosultak. A maximális támogatási időszak jellemzően megegyezett a tényleges támogatási időszak hosszával.

Átmeneti időszak a két rendszer között

A KÁT rendszerben való részvételre legkésőbb 2017. január 1. napját megelőzően volt lehetőség kérelmet beadni, az ezt követően beérkezett kérelmek csak a METÁR-ból kaphatnak állami támogatást. 2016 végén, vagyis még a KÁT időszak végén óriási naperőmű kapacitások kerültek engedélyeztetésre, így például az ALTEO-nál 2019-ben átadott naperőművek is még KÁT hatálya alá esnek.

A KÁT rendszerből a jogosultak bármikor átléphetnek a METÁR-ba, azonban onnan már nincs lehetőség visszatérni a KÁT rendszerbe. Mivel a METÁR rendszerben már lényegesen alacsonyabb áron értékesíthetik az energiát, így ezzel a lehetőséggel nem szoktak élni.

METÁR

2017 után a METÁR az új támogatott rendszer

A megújuló- és alternatív energiaforrások támogatásának átalakításáról szóló javaslat már 2011 szeptemberében elkészült, azonban a konkrét szabályozás csak 2016 márciusában született meg, és 2017 év elején lépett hatályba az új, immáron METÁR (Megújuló Energia Támogatási Rendszer) nevet viselő szabályozás.

A METÁR bevezetése az 1 MW kapacitás alatti erőművek esetében nem hozott komoly változást, hiszen itt a KÁT-hoz hasonlóan működik a rendszer. Jelentős változást az 1 MW és az annál nagyobb erőműveknél okoz a METÁR. Ugyanis ebben az esetben csak pályázati eljárás keretében lehet támogatást elnyerni. A pályázaton kiosztható mennyiségeket a METÁR

működtetésének keret-feltételeire vonatkozó miniszteri rendelet rögzíti éves bontásban 5 éves intervallumokra, a mennyiségeket évente felülvizsgálják.

További fontos változás, hogy METÁR alatt az erőművek üzemeltetői dönthetnek úgy, hogy nem a támogatott rendszerben, hanem a szabad piacon értékesítik az energiát. Ennek nyilvánvalóan akkor van értelme, ha az aktuális szabadpiaci ár meghaladja a támogatott árat. Ennek eredményeként a METÁR árat célszerű egy minimum értékesítési árként, vagy még inkább egy eladási opcióként kezelni.

Erős versenyt hozott a 2020-as METÁR tender, de ez csillapodott 2021-re

A 2020-as METÁR tender eredményeit 2021. február 11-én hozták nyilvánosságra. A pályázati felhívás alapján évi 800 millió forint támogatás volt kiosztható, és legfeljebb 390 GWh áramtermelésre szólt. A pályázat során csak naperőművek nyertek támogatást. Az 1 MW névleges teljesítőképességnél nagyobb kategóriában 16,18 forint / kWh és 17,97 forint / kWh közötti átvételi ár mellett nyertek támogatást az erőművek. Csak összehasonlításképpen, 2021-ben egy KÁT rendszer alá eső 20 MW-os, vagy annál kisebb naperőmű 34,14 forint / kWh KÁT árra volt jogosult, míg idén ez az ár már eléri a 35,54 forint / kWh-t, még akkor is, ha 2008 után létesült az erőmű. A piaci ár sokáig 20 forint / kWh, vagy az alatt volt. A jól ismert körülmények miatt most viszont 75 forint körül hullámzik, s a határidős árak alapján még 2026-ban sem csökken 50 forint alá. A jelentősen csökkenő támogatás oka részben a tendereken mutatkozó verseny, nagyobb részt pedig az elmúlt években bekövetkezett naperőmű hatékonyság növekedés, ami csökkentette a beruházások költségét. Ugyanakkor a megugró finanszírozási költségek valószínűleg áremelkedést fognak okozni az elkövetkező tendereken. A 2021 novemberi tenderen már nem tolokodtak a jelentkezők Leginkább biomasszára és egy naperőműre adtak be pályázatot. Az előbbi esetében 38,15 forint / kWh, az utóbbi esetében 20,64 forint / kWh árat szerettek volna elérni, de a hatóság meg nem szeretett volna adni ennyit sem. Azaz ebben a körben nem született támogatás. Másrészt a jelenlegi magas áramárak mellett sokan gondolkozhatnak támogatás nélküli beruházásokon. A legutóbbi METÁR tendert már tároló kapacitás létesítésével együtt írták ki.

Összefoglalásképpen megállapítható, hogy bár a METÁR tenderek is támogatják a megújuló energiát hasznosító projekteket, azonban a támogatás összege alacsonyabb, a termelők kockázatának mértéke pedig magasabb, mint a KÁT esetében volt.

Piaci versenyhelyzet

A különböző működési területek esetén nagyon különböző a piac jellege, és ebből következően nagyon eltérő a verseny jellege is.

Előtérbe kerül a rugalmas termelés

Az időjárásfüggő megújuló energiaforrást hasznosító erőművek elterjedésével és az igazán nagy zsinóráram felhasználók háttérbe szorulásával párhuzamosan egyre nagyobb igény mutatkozik a hatékonyan működtethető, rugalmas energiatermelési és energiatárolási megoldásokra. Ezen a területen a virtuálisan összekapcsolt erőművek a könnyű szabályozhatóság miatt jól pozícionáltak.

KÁT: versenymentes övezet

A KÁT rendszerben értékesített, megújuló alapú villamosenergia-termelés esetében például abszolút nem beszélhetünk versenyről, hiszen a MAVIR meghatározott támogatott áron köteles átvenni a megtermelt villamos energiát, vagyis a termelők végtelenül rugalmatlan kereslettel

szembesülnek. A METÁR rendszer esetében viszont már tényleges verseny látható, ami a tender eredmények alapján meglehetősen erősnek mutatkozik. A jelenlegi piaci helyzetben az eddig csökkenő ár trend megtörhet, hiszen magasak a finanszírozási költségek, s a várhatóan magas értéken stabilizálódó piaci árak jobb megtérülést kínálnak.

Megtendereztetni az erőműveket a MAVIR

A rendszerszintű szolgáltatások piacán az ALTEO csoport erőművei saját, vagy más szabályozási központtal jelennek meg a piacon, és nagy kapacitással rendelkező, jól szabályozott erőművekkel versenyeznek. Megrendelői oldalon a termék jellegéből és a jogi szabályozásból fakadóan a MAVIR monopolhelyzetben van, mert a szabályozási tartalékok biztosítása a MAVIR, mint rendszerirányító feladata Magyarországon. A kiegyenlítő szabályozás érdekében beszerzendő tartalékokra a MAVIR meghatározott időközönként tendert ír ki. Ezekben a tendereken az ALTEO csoport is részt vesz, és különösen a primer szabályozás terén rendelkezik jelentős piaci részesedéssel.

Töredezett karbantartói piac

Az energetikai létesítmények üzemeltetésével és karbantartásával nagyszámú vállalkozás foglalkozik, így ezen a területen erős verseny jellemző. A teljes magyar villamosenergia-termelői kapacitás alapján az ALTEO csoport piaci részesedése 1% alatti, míg kizárólag a kiserőműveket figyelembe véve 2-5% közötti.

Minél komplexebb, annál kevesebb szereplő van a piacon

Az energetikai vállalkozások és mérnökszolgáltatások piacán számos vállalat tevékenykedik, azonban átfogó, komplex szolgáltatást mindössze néhány képes nyújtani. A menedzsment megítélése szerint a cégcsoportnak jelenleg 2-3 komoly versenytársa van csak.

Rekord negyedévet hozott az év eleje

Rekord EBITDA, rekord profit	Az ALTEO május 16-án tette közzé első negyedéves eredményét, ami gyakorlatilag felrobbant. Már tavaly is jelentős javulást láthattunk, de a 2022. első negyedévében elért 2,8 milliárd forintos eredmény több mint háromszorosa a tavalyi 927 millió forintnak.
A magas energiaárak segítettek	Az elszálló energiaárak dinamikus emelkedő árbevételt hoztak. Ugyanakkor a szabályozói árak is tovább emelkedtek a tavalyi negyedik negyedév rekord értékeiről, jelentősen növelve nem csak az árbevételt, de a működési marzsokat is.
A spark spread és a kiegyenlítői árak is magasak voltak	A jelentős javulás a piaci szegmensben működő hő- és villamosenergia-termelés (ennek keretében működik a szabályozó központ is) esetében következett be, mind árbevétel, mind operatív szinten. Ez az a szegmens, amelyik elsősorban megéri a magas energiaárakat, a jó spark spread-et, vagy éppen a piac volatilitásából adódó kiegyenlítői árak emelkedését. Mind az árbevétel, mind az EBITDA sor felrobbant, s több mint 150 százalékos emelkedést mutatott.
A szél is sokat fújt!	A „jobb” időjárási körülményeknek (sok szél, na meg márciusban a nap is sokat sütött) köszönhetően az árbevétel 30, az EBITDA mintegy 25 százalékkal emelkedett, a támogatott rendszerben működő erőművek esetében.
Jöhet a PPA?!	Az energetikai szektor árbevétele ugyan növekedett, de az újonnan indított üzletágak (Hulladékgazdálkodás, E-Mobilitás) egyelőre a költségoldalt emelték meg jobban. Azaz az EBITDA mintegy 25 százalékkal csökkent, de ha az igazgatási költségeket is figyelembe vesszük, akkor közel nullára esett. A menedzsment az új üzletágak jelentős felfutásával számol, ugyanakkor a jelenlegi és várhatóan magasán is maradó energiaárak mellett a PPA projektek beindulásával is számolni lehet a közeljövőben.
Az energia kiskereskedelem is hasított az ügyfélállomány csökkentésének ellenére	A magas áraknak köszönhetően az energia kiskereskedelem is jelentős árbevételt, és több mint duplázó EBITDA-t ért el, míg az Egyéb szegmens a tavalyinál kicsivel nagyobb veszteséget termelt, s ezzel 212 millió mínuszt hozott össze EBITDA szinten, ami 30 millió forinttal (marginális) növekvő veszteséget jelent.
A menedzsment a szokásos módon óvatos a jövőt illetően	Bár a menedzsment felhívja a figyelmet arra, hogy a cég történetének eddigi legmagasabb eredménye nem feltétlenül megismételhető, hiszen nagyban múlik a piaci sajátosságokon, azért megjegyezzük, hogy az előrejelzések szerint a jelenlegi magas és volatilis árak, amelyek kedvezők az ALTEO számára, nagy valószínűséggel csak lassan, néhány év alatt változnak meg. Fontos tényező, hogy míg tavaly a megugró eredmény egy jelentős részét lekötötte a fedezeti ügyletek mögött megnövekedett letéti követelmény, addig mostanra már a készpénztermelés is beindult. Ez előbb-utóbb komolyabb beruházásokat hozhat még a mostanra kialakult magasabb hozamkörnyezetben is.

2022. I. negyedéves eredmény

Konszolidált, IFRS millió Ft	Publikált 2022. I.	Publikált 2021. I.	
Piaci hő- és áramtermelés	12.591	4.419	184,9%
Támogatott energiatermelés	1.654	1.277	29,5%
Szolgáltatások	850	687	23,7%
Kereskedelem	6.179	3.819	61,8%
Konszolidációs különbözet	-2.208	-718	207,5%
Árbevétel	19.066	9.484	101,0%
EBITDA	4.616	2.302	100,5%
Üzemi eredmény	3.660	1.445	153,3%
Adózott eredmény	2.801	927	202,2%
<i>Üzemi marzs</i>	<i>19,2%</i>	<i>15,2%</i>	
<i>Nettó marzs</i>	<i>14,7%</i>	<i>9,8%</i>	

Forrás: ALTEO

Pénzügyi előrejelzések

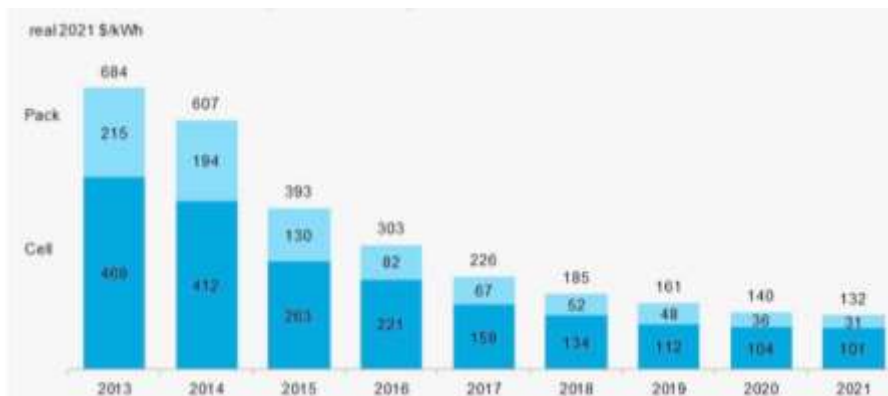
Az előrejelzés során energiatároló és PPA befektetésekkel számoltunk

Az elmúlt időszakban a korábban megugró energiaárak konszolidálódni látszanak. Ez pedig azt jelenti, hogy a továbbra is magas szinten maradó forgótőke igény ellenére is megnövekszik az ALTEO készpénztermelő képessége. Így hitelfelvétel nélkül – ami jelenleg drága mulatságnak tűnik – is jelentős a cég beruházási képessége. Ráadásul a magas spark spread, a magas kiegyenlítői árak, a magas áram árak mellett több beruházási lehetőséget is kínál. A modellben hitelfelvétellel nem (jelenlegi magas költségek miatt), de 29 milliárd forint saját pénzeszközökből történő beruházással számoltunk. Ez elmarad a cég 35 milliárd forintos – nyilván hitelfelvétellel is kalkuláló – beruházási tervétől. 2022 és 2026 között évi 1 milliárd forint értékben, egy-egy 5 MW energiatároló egység létrehozásával számoltunk, míg 2023 és 2026 között évi 2x10 MW PPA keretében megvalósuló napelem beruházást prognosztizálunk.

Jó üzlet az energiatároló

A cég a 2018-as kísérleti 6 MW-os projektet követően tavaly építette ki a második 5 MW-os akkupakkját. Mindeközben a MWh-kénti rendelkezésre állási díjak a 4-5 ezer forintos tartományból indén áprilisra 20.000 forint fölé emelkedtek, sőt májusban néha elérik a 30.000 forintos szintet is.

Az akkumulátor árak változása



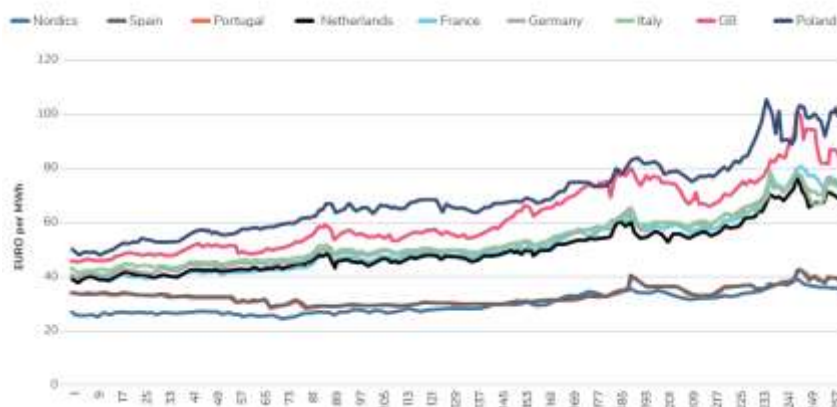
Forrás: Bloomberg

Mindeközben az akkumulátor ára folyamatosan csökkent. Igaz, idén már elkezdett emelkedni, de még mindig 135 dollár körül van kWh-ként. Ez pedig azt jelenti, hogy ha relatíve magasak maradnak a kiegyenlítői árak, akkor akár 2 év alatt is megtérülhet egy ilyen beruházás, miközben az energiatároló hasznos élettartalma – használatától függően – akár jóval meghaladhatja a sztenderdnek tekinthető 7 évet (minden nap egy kisütés). A modellben egy 5 MW-os tároló kapacitást, 1 milliárd forintos beruházással és 7 éves amortizációval vettünk figyelembe.

A PPA még nem olyan szexi, de egyre vonzóbb

Magyarországon eddig egy Power Purchase Agreement-et (PPA) hoztak tető alá, miközben az EU számos országában felfutóban van ez a konstrukció. A vezető országok Spanyolország és Svédország. Az előbbiben tavaly 3.996 MW-ra szerződtek, míg az utóbbiban 1.977 MW-ra. A közép-európai régióban a lengyelek és a románok jegyzték, 420 és 300 MW-tal. Magyarország az eddig megkötött egyetlen PPA-val nincs a térképen. A spanyol ID Energy Group idén márciusban kötött szerződést a Lafarge Királyegyházán működő cementgyárának árammal való ellátására. A 2024-re elkészülő 25 MW-os napelempark 16 millió euróból valósul meg, és 15 évig fix áron biztosítja a cementgyár áramszükségletének egyharmadát. A becslések szerint az erőmű hasznos élettartama 40 év lehet.

A PPA árak változása egyes európai országokban



Forrás: PexaQuote

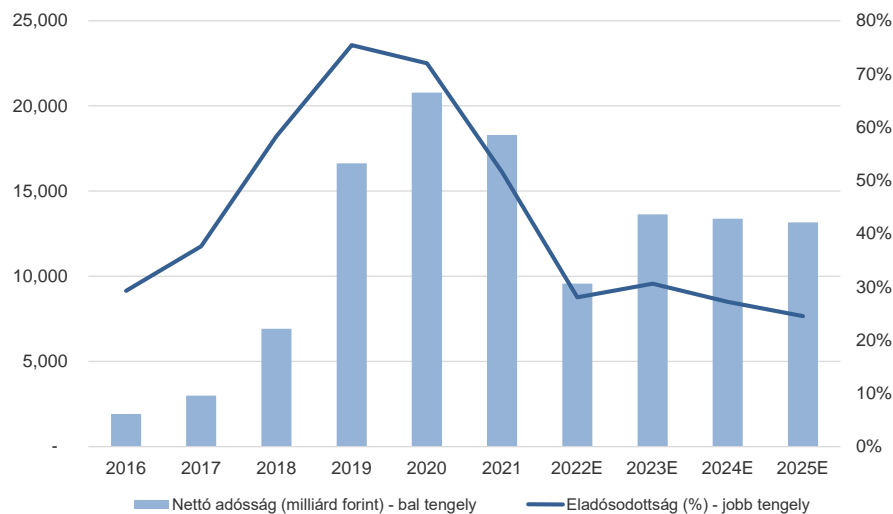
A modellben 2023-tól évente 2x10 MW kapacitás kiépítésével számolunk 2x8 millió euró értékben. 25 éves amortizációval és 95 euró / MWh fix árral kalkuláltunk. Így az EBITDA alapú megtérülés 8-9 év körül van.

Erőteljes beruházás, magas osztalék és „alacsony” hitelállomány

A cég alaposan meglepte idén a részvényeseit a 103 forintos osztalékkal, ami 4,5 százalékos körüli osztalékhozamot és a nettó eredmény mintegy harmadának kifizetését jelenti. A június 27-től kifizetendő osztalékra az jogosult, aki június 20-án birtokolja a részvényt. Vagyis június 16. az utolsó nap, amikor osztalékszervénnyel kereskednek a részvényt. A modellben a jelentős beruházás mellett magas, de enyhén csökkenő osztalékkal számoltunk. Még így is magas, 3-4 százalékos körüli osztalékhozamra számíthatunk. Vagyis osztjuk a cég mondását, hogy „Növekedési sztori magas osztalékkal”. Mindemelett az eladósodottság is alacsony marad, ami – szerintünk – akkor emelkedhet, ha a hitelezési kondíciók újra kedvezővé válnak.

Adósság és eladósodottság

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



Forrás: ALTEO, Erste

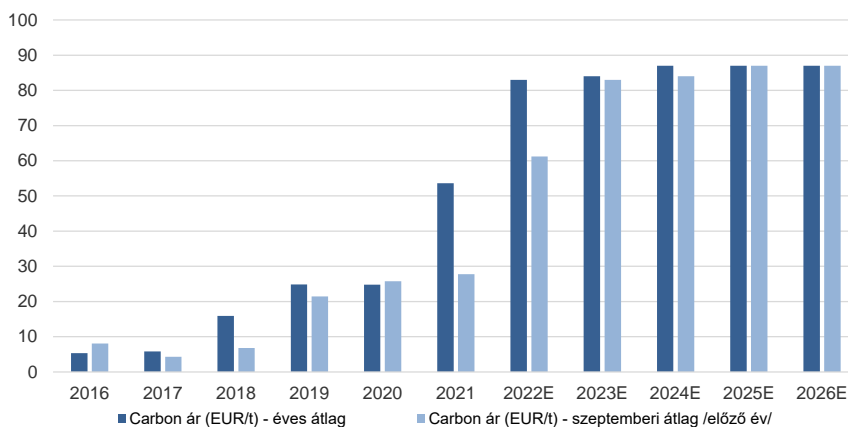
Naturáliák

A cég – a karbantartási és beruházási tevékenységtől eltekintve – alapvetően gázt, áramot, széndioxid kvótát – és tőkét – használ fel, és hőt, áramot és gázt értékesít.

Az új ciklusban már a piacon kell megvásárolni a szükséges széndioxid kvótát

A hőértékesítéshez használt gázt a cég általában az új hőárak kihirdetése előtt lefedezve egy évre, a várható hőértékesítéshez igazodva, ahogy az ehhez tartozó széndioxid kvótát is. Az utóbbi esetben 2013 és 2020 között egy fokozatosan csökkenő támogatási rendszer volt érvényben. 2021-től viszont a gázmotorok széndioxid kvóta igényét gyakorlatilag teljes mértékben a piacról kell beszereznie a cégnek (2021-2030. EU ETS, vagyis az Európai Unió Kereskedelmi Rendszer 4. fázisa). Ez megközelítőleg 0,19 t/MWh, s becslésünk szerint a cégnek 2021-ben 117 ezer tonna CO₂ kibocsátást kellett fedeznie kvótákkal, ami így értelemszerűen 117 ezer kvóta beszerzését jelenti. A kvóta árat a szabályozó hatóság figyelembe veszi az éves hőárak kialakításánál, amelyek általában az év utolsó negyedévében kerülnek bevezetésre, s így októbertől-októberig vannak hatályban. Ha utólag mégis ingyenes kvóta allokációra kerülne sor, mint ahogy az célul lett kitűzve, akkor azt az árszabályozó hatóság figyelembe veszi a hőárakban. Ilyen értelemben a kvóta áraknak nincs szerepe a cég eredménytermelő képességében. A jelenlegi előrejelzésében a határidős árakat használtuk, s nem vettük figyelembe, hogy az Európai Bizottság esetleges kvóta bővítése, eladásai akár jelentősen le is nyomhatják az árakat, ami pozitív fejlemény lenne az ALTEO szempontjából (is).

Széndioxid kvóta árak (egység = EUR/t)

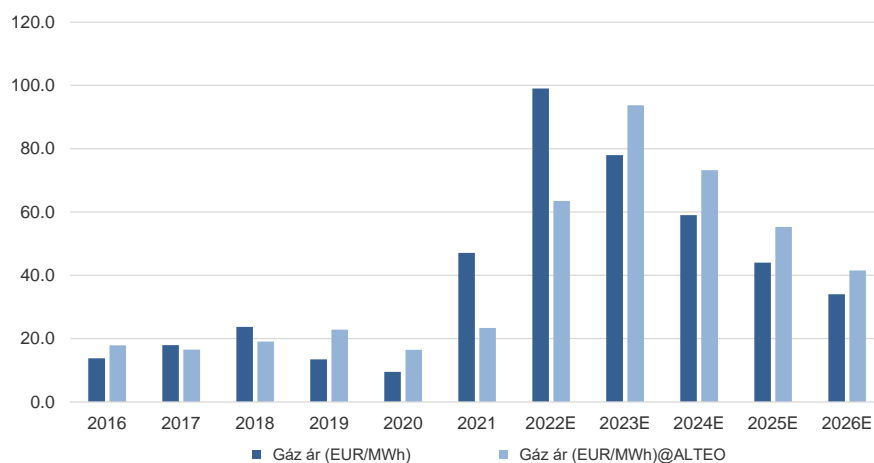


Forrás: Bloomberg, Erste

A piaci gázárak egy év csúszással jelennek meg a szabályozott hőárakban

A piaci gázárak a fent említett módszertan miatt körülbelül egy év csúszással jelennek meg a szabályozói árakban. 2020-ban a COVID-19 járvány miatt jelentősen csökkentek a promt piaci gázárak, amelyek mostanra, akárcsak a kőolaj árak, jelentős áremelkedésen vannak túl. Ráadásul az orosz-ukrán háború kapcsán erős félelem hajtotta az európai gázárakat egyre magasabbra, hiszen nincs elég kapacitás fogadni a máshonnan érkező gázt. Így az a sajátos helyzet állt elő, hogy az olcsó orosz gáz nagyon drága lett, miközben a drága amerikai gáz pedig relatíve olcsó, hiszen a Henry Hub gáz ára 29,5 EUR/MWh óra körül forog, miközben az TTF gáz éppen 90 euróról csorog lefelé. Mindebből az következik, hogy ahogy az új szállítási lehetőségek kiépülnek (tipikusan LNG terminálok évek alatt) a két ár konvergálni fog egymáshoz, de nem lesz az az olcsóság, mint amit korábban láttunk. Talán valahol 30 EUR/MWh környékén stabilizálódhat a gáz ára néhány év távlatában, ami azt jelenti, hogy az áram ára is 75 és 100 euró per MWh között mozoghat az elkövetkező években.

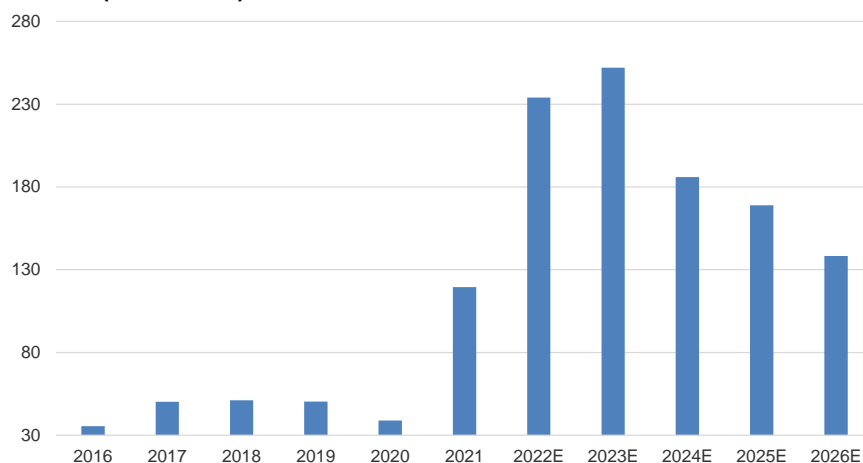
TTF gázárak



Forrás: Bloomberg, Erste

A modellben a határidős árakat vettük alapul az előrejelzéshez, ami talán egy picit pesszimista az árcsökkenés tekintetében. A becslésben a német spark spread alakulását tekintettük mérvadónak, mivel a magyar adatok nehezen érhetőek el.

Áramár (EUR/MWh)



Forrás: ALTEO, Erste

Szegmensek

Villamosenergia-termelés támogatott rendszerben

A piaci szegmens a fő húzóerő, míg a KÁT jogosult kapacitás csökken

Ebbe a szegmensbe tartoznak azok a megújuló energiát felhasználó létesítmények, amelyek jogosultak az ártámogatásos rendszeren belüli áram értékesítésre: a szél és naperőművek, a vízerőművek és a hulladékból nyert gázt hasznosító áram- és hőtermelő motorok. Az elmúlt évek során az utóbbi kétféle energiatermelés inkább a háttérbe szorult, míg az előbbi kettő jelentős növekedést ért el.

A támogatott rendszer kapacitásai, további beruházások és vásárlások nélkül az alábbiak szerint alakulhatnak az elkövetkező években.

ALTEO által tulajdonolt KÁT kapacitások (MW)

KÁT kapacitások (MW)			2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
KÁT kapacitások (MW)	típus	hely											
WINDEO	szél	Ács	2.0	2.0	0.7								
Pannon Szélerőmű	szél	Bábolna					3.1	15.0	15.0	15.0	15.0	8.8	
EURO GREEN Energy	szél	Böny				18.8	25.0	25.0	12.5	0.0			
WINDEO	szél	Jánossomorja	1.8	0.5									
WINDEO	szél	Pápakovácsi	2.0	2.0	0.8								
e-Wind	szél	Törökszentmiklós		1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	0.8				
ALTSOLAR	depónia	Debrecen 1	0.6	0.6	0.6	0.6							
ALTSOLAR	depónia	Debrecen 2		0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3				
Kisújszállás	biogáz	Kisújszállás	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Exim-Invest Biogáz	biogáz	Nyíregyháza	0.5	0.5	0.5								
Synergy (üzemelteti)	víz	Felsődobsza	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.5				
Synergy (üzemelteti)	víz	Gibárt	0.5	0.5	0.5		0.4	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Domaszék	nap	Domaszék			2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Monsolar	nap	Monor			0.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
SUNTEO	nap	Balatonberény				3.5	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
SUNTEO	nap	Nagykörös				3.5	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
Total			8.5	8.8	8.3	35.4	50.6	63.0	49.1	35.1	35.1	28.9	20.10
Szél			5.8	6.0	3.0	20.3	29.6	41.5	28.3	15.0	15.0	8.8	0.00
Nap			0.0	0.0	2.1	12.9	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1	19.1	19.10
Víz			1.4	1.4	1.4	0.9	1.4	1.9	1.5	1.0	1.0	1.0	1.00
Biogáz			1.3	1.5	1.8	1.3	0.5	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0	0.00

Forrás: ALTEO, Erste

Villamosenergia-termelés (KÁT / METÁR rendszerben)

millió forint	2016	2017	2018	2019	2020	2020*	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Árbevétel	1,015	838	627	2,362	3,585	3,596	5,007	3,824	2,693	2,769	2,288	1,516
<i>Anyagjellegű ráfordítások</i>	-223	-223	-164	-492	-669	-535	-664	-507	-357	-367	-303	-201
Személyi jellegű ráfordítások	-103	-97	-73	0	0	-131	-188	-153	-111	-116	-97	-65
Egyéb bevétel és Egyéb ráfordítás	24	40	43	34	39	45	-38	-152	-26	-31	-31	-30
EBITDA	713	558	433	1,904	2,955	2,974	4,117	3,012	2,199	2,255	1,857	1,221
<i>Ráosztott igazgatási költség</i>						-89	-93	-97	-91	-82	-69	-54
EBITDA II						2,886	4,024	2,915	2,108	2,174	1,788	1,167
<i>EBITDA ráta</i>	70.3%	66.6%	69.1%	80.6%	82.4%	82.7%	82.2%	78.8%	81.6%	81.4%	81.2%	80.5%
<i>EBITDA II. ráta</i>						80.3%	80.4%	76.2%	78.3%	78.5%	78.1%	77.0%

Módosított kimutatás 2021-től, 2020-as adat proforma

Forrás: ALTEO, Erste

A jelenlegi portfólió alapján a megújuló energiatermelés 2021-ben érte el a csúcst, míg az előrejelzési horizont végére már csak naperőművek maradnak ebben a szegmensben, amelyek tipikusan a 40-es évek elejéig maradnak a KÁT rendszerben

A 2020-ban vásárolt bábolnai, és az egy évvel korábban vásárolt bönyi erőműveknek köszönhetően az elmúlt években volt egy felfutás a KÁT rendszeren belüli termelésben, ami most júniusban „Böny” kikerülésével csökkenő pályára áll. Ugyan a 2022-2026-os startégiában felmerül METÁR-os erőművek vásárlása, vagy éppen fejlesztése, de a csillagok jelenlegi állása szerint ez a magas kamatköltségek miatt most nem tűnik kifizetődőnek. A tőke meg, mint tudjuk még drágább. Ugyanakkor az ALTEO jó időben bocsátott ki olcsó, 3% alatti hozamú NKP kötvényeket, és a változó kamatozású hiteleire is kamatcsere ügyletet kötött még az alacsony hozamszint világában. Így most relatíve alacsony kamaton kegyegnek a hitelei. Az idej mintegy 2,3 milliárd forint visszafizetése után — melyből 650 milliót már januárban törlesztettek, további 1,6 milliárd pedig júniusban fizetendő — a következő lejárat az évtized végén esedékes, míg a többség csak 2030 után jár le. Azaz az ALTEO számára létezik az olcsó

**A KÁT jogok gyorsított
amortizációja átmenetileg
magasabb amortizációt
eredményezett és eredményez
még az elkövetkező néhány
évben**

finanszírozás. Ennek ellenére a hosszú megtérülési idő miatt nem számoltunk METÁR fejlesztéssel, vagy METÁR projekt vételével a 2026-ig terjedő periódusban.

A bőnyi szélerőmű 2019-es megvásárlása 7,8 milliárd forinttal növelte az eszközállományt, amiből 2,7 milliárd forint a KÁT rendszer előnyeihez köthető immateriális eszköz. Ennek az amortizációja 2022. június 30-ig, a KÁT kifutásának időpontjáig megtörténik. Ez azt jelenti, hogy ennek a hatása, ami 720 millió forint lehet évente, 2022 második felében eltűnik az amortizációból. Ugyan a bábolnai akvizíció esetében a cég nem tett közzé számokat, de hasonló feltételezésekkel élve az eszközállomány növelő hatása 6 milliárd forint körül lehet, míg a KÁT hoz tartozó immateriális eszköz talán 1,5 milliárd forint alatt alakulhat picivel. Ez pedig mintegy 300 millió forint gyorsított amortizációt jelenthet évente, ami 2025-ben szűnhet meg.

Piaci szegmens

**Új, ígéretes divízió a
menetrendezés**

A piaci szegmenshez tartoznak a hőszolgáltatást nyújtó erőművek, amelyekben gázmotorok mellett hőkazánok is megtalálhatók. Ugyanakkor ez a szegmens az, amelyik a szabályozási központot is üzemelteti. Tavaly új divízióval bővült a tevékenység, a Menetrendezéssel, ami szervesen kapcsolódik a szegmens tevékenységéhez. A menetrendezést jelen pillanatban pár piaci szereplő nyújtja. A publikusan elérhető árak 40 és 60 ezer forint között szórnak, fél megawattóránként és havonta. Becslésünk szerint az ALTEO leányvállalata, a Sinergy ezt a szolgáltatást ennek az ársávnak az alsó részében nyújthatja. A cég honlapja szerint 478 MW külső és 125 MW saját termelés menetrendezését végzi a vállalat. Ebben a szegmensben a naperőművek felfutásával, ami 1500 MW környékéről 4500 MW-ra növekszik a tervek szerint 2030-ra, jelentős növekedési potenciál van. Ráadásul a menetrendtől való eltérés költségei 2025-ig fokozatosan fognak egyre inkább a fogyasztókra terhelődni, mégpedig oly módon, hogy az elkövetkező évek során növekvő, de viszonylag kis részt terhelnek a termelőegységekre, majd a végén lesz egy nagyobb ugrás az átterhelt költségek tekintetében. Az üzletág nem igényel jelentős beruházást, az eszközök jelentős része már most is rendelkezésre áll. Az egyszerűség kedvéért a modellben nem rendeltünk külön beruházási igényt az üzletághoz. Ráadásul a szabályozási központ kapcsán végrehajtott fejlesztéseket a menetrendezési szolgáltatás nyújtás során is képesek hasznosítani. Ilyen például az ARTEMIS projekt, ami valós idejű, autonóm energetikai információs termelésmenedzsment rendszer, s amelynek a fejlesztéshez 401 millió forint vissza nem térítendő támogatást nyert el az ALTEO és a Rényi Alfréd Matematikai Kutatóintézet. Az 1 milliárd forintból megvalósuló projekt a kifejleszteni tervezett mesterséges intelligencián alapuló megoldás, ami magas automatizáltságú gyors döntéshozatalt tesz lehetővé, s így jelentősen növeli a megújuló energiatermelő decentralizált egységek együttműködésének hatékonyságát. Egy ilyen nagy hatékonyságú rendszer jelentősen tudja növelni a cég profitabilitását.

Mindemellett a KÁT-ból kikerülő erőművek a piaci szegmensbe kerülnek át, ami az üzleti szegmens fokozatos és „automatikus” bővülését jelenti.

Az ALTEO (Sinergy) menetredezési szerződésállománya

	erőművek száma	kapacitás MW		
		teljes	saját	külsős
naperőmű	558	463	20	443
szélerőmű	7	50	45	5
CHP erőmű	9	97	67	30
Villamosenergia-tároló	2	11	11	0
egyéb erőművek (víz, biogáz, depóniaigé)	2	2	2	0

Forrás: Sinergy

Hő- és villamosenergia-termelési kapacitások (piaci, KÁT rendszeren kívül)

	típus	hely	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Kapacitás													
Áramtermelés													
Alteo-Therm (Győri Erőmű)	gáz	Győr	3.0	3.0	3.0	3.0	4.5	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18
Alteo-Therm (Soproni Erőmű)	gáz	Sopron	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6
Alteo-Therm (Kazinc-Therm)	gáz	Kazincbarcika	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6
Alteo-Therm (Ózdi Erőmű)	gáz	Ózd	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
Alteo-Therm (Tisza-Therm)	gáz	Tiszaújváros	6.4	6.4	6.4	6.4	8.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.45
Alteo-Therm (Zuglói-Therm)	gáz	Zuglói	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	18
Alteo-Therm (Alteo-Agría)	gáz	Agría park	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0
WINDEO	szél	Jánossomorja			1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
WINDEO	szél	Ács			2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2
WINDEO	szél	Pápakovácsi				2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2
e-Wind	szél	Törökszentmiklós							0.8	1.5	1.5	1.5	1.5
EURO GREEN Energy	szél	Bőny							12.5	25.0	25.0	25.0	25
Pannon Szélerőmű	szél	Bábolna											15
Sinergy(üzemleteti)	Víz	Gibárt				0.3							
Sinergy(üzemleteti)	Víz	Felsődobsa								0.9	0.9	0.9	0.95
ALTSOLAR	depónia	Debrecen 1						0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.64
ALTSOLAR	depónia	Debrecen 2							0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
Teljes kapacitás			56.6	58.3	58.6	77.2	90.3	116.2	116.2	113.7	116.2	116.2	116.2
Gázmotor			48.8	48.8	48.8	48.8	52.3	65.8	65.8	65.8	65.8	65.8	65.8
Szél			5.8	7.3	7.3	26.1	35.4	47.3	47.3	44.8	47.3	47.3	47.3
Víz			1.4	1.4	1.4	1.2	1.4	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Deponia			0.6	0.8	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Nap			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Szabályozói kapacitás (aFRR)			24.4	24.4	24.4	24.4	26.2	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9
Villamosenergia-tároló (FCR)						6	6	6.83	11	16	21	26	31

Forrás: ALTEO, Erste

Hő- és villamosenergia-termelés (piaci, KÁT rendszeren kívül)

millió forint	2016	2017	2018	2019	2020	2020*	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Árbevétel	8,291	9,558	10,231	11,699	14,179	14,138	24,285	47,419	55,273	49,311	46,342	45,209
Aktívált saját teljesítmény	0	0	0	20	60	71	85	73	79	76	77	76
Anyagjellegű ráfordítások	-6,776	-8,660	-8,697	-9,539	-9,966	-8,868	-12,802	-28,859	-40,068	-34,402	-30,190	-27,471
Személyi jellegű ráfordítások	-6	-1	-30	-179	-269	-803	-880	-969	-1,010	-1,036	-1,053	-1,067
Egyéb bevétel és Egyéb ráfordítás	88	184	-426	-752	-1,072	-1,072	-1,646	-4,037	-3,956	-4,080	-4,301	-4,268
EBITDA	1,597	1,081	1,078	1,250	2,932	3,465	9,042	13,627	10,317	9,868	10,875	12,480
Ráosztott igazgatási költség						-437	-474	-514	-558	-605	-656	-712
EBITDA II						3,028	8,568	13,113	9,759	9,263	10,219	11,768
EBITDA ráta	19.3%	11.3%	10.5%	10.7%	20.7%	24.5%	37.2%	28.7%	18.7%	20.0%	23.5%	27.6%
EBITDA II. ráta						21.4%	35.3%	27.7%	17.7%	18.8%	22.1%	26.0%

Módosított kimutatás 2021-től, 2020-as adat proforma

Forrás: ALTEO, Erste

Jó időben, jó helyen!

A szabályozói központ eredménytermelő képessége tavaly májustól alapvetően emelkedik. Mind az aFRRm, mind az FCR árak emelkednek. Így az ALTEO „jókor volt jó helyen”, hiszen jó időzítéssel növelte meg gázmotor kapacitását, majd tavaly a villamosenergia-tároló kapacitás is majdnem duplájára bővült, a kazincbarcikai 5 MW / 5 MWh kapacitású, majdnem 1 milliárd forint beruházási igényű egység 2021 végi átadásával. A beruházáshoz 228 millió forint vissza nem térítendő támogatást és 250 millió forint hitelt kapott a cég a K+F operatív program keretében. Ugyanis a tároló kapacitás egy része gépjármű akkumulátorok beépítésével valósult meg. Mind a két szegmensben felrobbantak az árak a tavalyi év során, s idén tavasszal újabb rekordokat döntöttek.

Energiakereskedelem, Energetikai szolgáltatások és Egyéb szegmensek

Energiakereskedelem

millió forint	2016	2017	2018	2019	2020	2020*	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Árbevétel	3,092	5,121	6,943	9,901	11,998	11,998	16,370	35,620	44,995	34,566	29,148	27,446
<i>Anyagjellegű ráfordítások</i>	-2,896	-5,217	-6,626	-9,244	-11,616	-11,602	-14,690	-33,235	-41,974	-31,839	-27,079	-25,460
Személyi jellegű ráfordítások	-50	-47	-53	-79	-101	-101	-114	-126	-131	-134	-136	-138
Egyéb bevétel és Egyéb ráfordítás	-21	2	18	6	5	5	-154	-48	-66	-89	-68	-74
EBITDA I	125	-141	283	585	286	299	1,412	2,212	2,825	2,504	1,866	1,773
<i>Ráosztott igazgatási költség</i>						-131	-133	-135	-137	-139	-141	-143
EBITDA II						169	1,279	2,077	2,687	2,365	1,724	1,630
<i>EBITDA ráta</i>	4.0%	-2.8%	4.1%	5.9%	2.4%	2.5%	8.6%	6.2%	6.3%	7.2%	6.4%	6.5%
<i>EBITDA II. ráta</i>						1.4%	7.8%	5.8%	6.0%	6.8%	5.9%	5.9%

Módosított kimutatás 2021-től, 2020-as adat proforma

Forrás: ALTEO, Erste

Energetikai szolgáltatások

millió forint	2016	2017	2018	2019	2020	2020*	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Árbevétel	3,897	6,216	7,582	9,558	10,747	5,353	3,305	3,394	3,557	3,772	3,976	4,175
Aktivált saját teljesítmény	0	0	0	0	43	33	135	135	135	135	135	135
<i>Anyagjellegű ráfordítások</i>	-1,801	-3,735	-4,926	-5,748	-7,809	-3,264	-1,379	-1,330	-1,346	-1,484	-1,631	-1,775
Személyi jellegű ráfordítások	-1,261	-1,237	-1,611	-1,943	-2,446	-1,269	-1,413	-1,556	-1,622	-1,663	-1,691	-1,713
Egyéb bevétel és Egyéb ráfordítás	-72	-77	213	-54	-95	-117	48	48	48	48	48	48
EBITDA I	763	1,167	1,257	1,813	440	736	696	691	772	807	836	870
<i>Ráosztott igazgatási költség</i>						-653	-731	-760	-790	-821	-853	-887
EBITDA II						83	-35	-68	-18	-14	-17	-17
<i>EBITDA ráta</i>	20%	19%	17%	19%	4%	14%	21%	20%	22%	21%	21%	21%
<i>EBITDA II. ráta</i>						2%	-1%	-2%	0%	0%	0%	0%

Módosított kimutatás 2021-től, 2020-as adat proforma

Forrás: ALTEO, Erste

Egyéb szegmens

millió forint	2016	2017	2018	2019	2020	2020*	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Árbevétel	730	346	347	416	455	0	5	5	5	5	5	5
Aktivált saját teljesítmény	0	0	0	27	20	20	0	11	6	9	7	8
<i>Anyagjellegű ráfordítások</i>	-400	-431	-545	-563	-615	-183	-261	-287	-337	-369	-396	-421
Személyi jellegű ráfordítások	-772	-789	-800	-861	-955	-484	-699	-971	-933	-836	-840	-854
Egyéb bevétel és Egyéb ráfordítás	-443	141	-10	-11	-8	-1	-1	-7	-5	-4	-5	-5
EBITDA	-885	-733	-1,009	-992	-1,103	-648	-955	-1,249	-1,264	-1,196	-1,229	-1,267

Forrás: ALTEO, Erste

Az Egyéb szegmens a növekvő cégcsoportnak nyújt különböző szolgáltatásokat (pl. könyvelés, stb.). A tavalyi évtől az ALTEO felosztja a központ Egyéb szegmens allokálható költségeit az egyes termelő szegmensek között. A fenti táblázatokban a 2020-as eredmény az ennek megfelelően készített pro-forma adatokat mutatja, ami összehasonlítható a korábban közzétett adatokkal.

Annak ellenére, hogy mind a villamosenergia-tároló, mind a PPA projektekhez tartozó napelemek kivitelezését az energetikai szolgáltatások szegmens végzi, eredményt nem keletkeztetnek meg nála a beruházások során. Ezt még lehet bizonyos tartaléknak tekinteni a modellben. Nyilván a pontos megvalósítás függvénye a megtérülési időkre is kihatással lehet.

Az Energiakereskedelem szegmensben figyelembe vettük azt, hogy az idei évben az elektromos áram értékesítés mintegy 20%-kal csökken, a kiszámíthatatlan piac és az óvatosság elvének köszönhetően. Az Energetikai szolgáltatások szegmens esetében 2020-tól kiszűrésre kerül a vállalatcsoporton belüli keresztértékesítés eredménye.

Értékelés

Az Erste 12 hónapos célára az ALTEO részvényekre 2.740 forint

Ajánlásunk: Vétel

A részvény értékét vizsgálva megnéztük a cég által termelt pénzáram (cash flow) értékét DCF értékelési módszerrel, úgy, hogy idéntől 2026-ig 5 darab, egyenként 5 MW-os elektromos energiatároló beépítésével, s 2023-tól évente 2*10 MW napelem park kialakításával számoltunk PPA projekt keretében.

Ugyanakkor összehasonlító mutatószámok értékeléssel (peer group) is számoltunk, ami nagyon eltérő értékeket hozott. Ez amiatt van így, mert az ALTEO a kiegyenlítői piaci szerepében (ahol ráadásul méretéhez képest jelentősen felülreprezentált) olyan speciális helyzetbe került, hogy eredménye a szokásos többszörösére ugrott. Az elkövetkező években azonban az árak csökkenésével a cég eredménytermelő képessége is csökkeni fog. Ezeket a hatásokat még egy intenzív beruházási program is csak részben tudja csillapítani. Ugyanakkor az összehasonlító csoport vállalatai egy kiegyensúlyozottabb pályán mozognak, így a szorzószámok értékelésük is magasabb. Éppen ezért az összehasonlítást megtettük ugyan, s láttuk, hogy szinte minden esetben jóval magasabb részvény fair értéket eredményezne, de a fenti okok miatt a célár meghatározásához ezt a módszert nem használtuk.

DCF értékelés

A 2026-ig kidogozott részletes modell alapján DCF értékelést végeztünk. Ez alapján azt találtuk, hogy a cég egy részvényének a fair értéke 2.741 forint 12 hónap távlatában, ami 20,7 százalékos felértékelődési potenciált jelent.

Az értékelési modell

A DCF értékelésénél az alábbi paraméterezést használtuk:

Az explicit periódusra vonatkozó kockázatmentes hozamszint a 10 éves magyar államkötvény alapján 7,1 százalék.

A végérték (Terminal Value vagy TV), örökjradék számításnál a magyar 10 és 20 éves állampapírok hozamából számított „10 év múlva érvényes 10 éves hozam” értékét vettük figyelembe, ami 6,8 százaléknak adódott, mint kockázatmentes hozam.

A részvény kockázati prémiumot az Erste módszertan alapján a Magyarország szuverén államadósságára vonatkozó minősítés alapján határoztuk meg, ami az előrejelzés periódusában 7,2 százalék, míg a TV számításánál 6,8 százalékos értéket használtunk.

A piaci bétát az elmúlt 2 év hetes adataiból számítottuk, amelynek módosított értéke 0,8. A TV számításánál a szokásos módon 1-es értéket használtunk, ami a piaccal való együtt mozgást jelenti.

A cég hitelköltségét az előrejelzés periódusában 3,2 százaléknak vettük, mivel a Növekedési Kötvényprogram (NKP) keretében az elmúlt években két sikeres kibocsátást is végrehajtott a cég ennél jóval alacsonyabb hozammal. 2019 augusztusában 8,8 milliárd forintnyi kötvényt adott el 2,85 százalékos,

majd 2020 októberében 2,12 százalékos hozammal. A tranzakciók jelentős túljegyzés mellett zajlottak, ami jelzi a cég iránti bizalmat. Ugyanakkor ezek a hozamszintek a tranzakciók jellege miatt torzítanak. A rövidebb kamatperiódusú hitelek kamataira még az alacsony hozamú időszakban kamatcsere ügyletet kötött a cég. Ezért a kötvény hozamoknál ugyan magasabb, de a cég erős pénzügyi helyzetét tükröző alacsony hozamszinttel, effektív kamatrátával számoltunk az explicit periódusra. A TV esetében 1,5 százalékpontos kockázati felárat alkalmaztunk a 10 év múlva kezdődő 10 éves hozam felett.

Az effektív adórátát az előrejelzési periódusban a 2022 és 2026 között becsült 17 és 25 százalék közötti értékre, 23 százalékra választottuk. A cég igyekszik csökkenteni az effektív adórátáját (iparúzési adót). Ezt a törekvést a TV számításánál vettük figyelembe, ahol 12,4 százalékos értékkel számoltunk, ami a 2019-ben megfigyelhető adórátának felel meg. A most bejelentett extraprofit adóval nem számoltunk, hiszen a cég nem rendelkezik bányászati, olajfinomítási és bioetanol tevékenységgel, amire a jelenlegi tudásunk szerint az extra adót kivetik.

Az ALTEO törekszik a maximális hitellehetőség kihasználására és optimális tőkeszerkezetben üzemeltetni a céget, ami 30 százalék saját tőkét és 70 százalék hitelt jelent. Ugyanakkor a tavalyi és idénre várható jó eredményeknek köszönhetően ez az arány elmozdult az 50:50 százalék irányába, sőt ez alá is csúszik. Az alkalmazott projektek – itt elsősorban a PPA-kra gondolunk – szerintünk nem feltétlenül bírnak el egy magas hitel költséget. Ezért inkább „önerős” beruházásként számoltunk vele. Mivel bízunk a jelenlegi turbulens piaci helyzet javulásában, s a hozamok csökkenésében, azaz a lehetőségben, hogy növekedjen a tőkeáttétel, ezért a TV periódusban a saját és idegen tőke arányát 30:70 százalékra választottuk.

A TV hosszútávú növekedési rátáját konzervatívan 1 százaléknak vettük.

DCF számítás

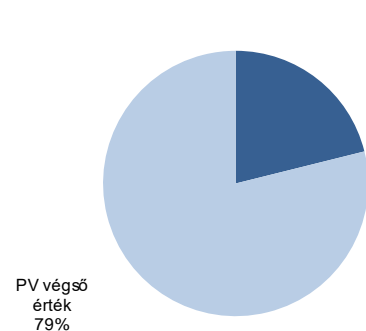
WACC számítás

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
Kockázat mentes hozam	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	7,1%	6,8%
Részenyikockázati prémium	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	6,8%
Béta	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,0
Tőkeköltség	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	12,8%	13,6%
Hitelköltség	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	8,3%
Efektív adóráta	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	12,4%
Adópajzs utáni hitelköltség	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	7,3%
Saját tőke súlya	50%	50%	50%	50%	50%	30%
WACC (súlyozott tőkeköltség)	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	9,2%

DCF értékelés

millió forint	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
Árbevétel növekedés	92,5%	20,8%	-15,6%	-10,7%	-4,7%	3,0%
EBIT	13.017	9.510	8.371	7.938	8.525	8.066
EBIT-marzs	15,3%	9,2%	9,6%	10,2%	11,5%	10,6%
Efektív társasági adóráta	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	12,4%
EBIT adója	-3.599	-3.352	-3.332	-3.012	-3.021	-2.198
NOPLAT	9.418	6.158	5.039	4.926	5.504	5.868
+ Amortizáció	3.937	3.757	3.762	4.225	4.521	4.521
Tőkeberuházások / amortizáció	76,2%	241,7%	241,3%	214,9%	200,8%	100,0%
+/- Forgótőke változása	474	-1.321	2.223	1.896	404	81
Forgótőke változása / árbevétel növekedés	1,2%	-7,5%	-13,8%	-20,5%	-11,0%	-11,0%
- Tőkeberuházások	-3.000	-9.080	-9.080	-9.080	-9.080	-4.521
A cég szabad cash flow-ja	10.829	-486	1.944	1.967	1.349	5.949
Végző érték növekedés						1,0%
Végző érték						73.404
Diszkontált CF 31.12.2021	10.061	-419	1.559	1.465	934	50.804
Cégérték 31.12.2021	64.404					
Kissebségek	10,0					
Nettó adósság	18.294					
Egyéb kiigazítások	0					
Saját tőke értéke 31.12.2021	46.100					
Saját tőke értéke 16.5.2023	54.624					
Forgalomban lévő részvények száma (mn)	19,93					
Tőkeköltség	12,8%					
12 hónapos részvény célár (HUF)	2.741					
Emelkedési potenciál	20,7%					
Részvényár (HUF)	2.270					

Cégérték megoszlása



Érzékenység (per részvény)

WACC	Végző érték EBIT-marzs				
	9,6%	10,1%	10,6%	11,1%	11,6%
8,2%	2.775	2.968	3.161	3.354	3.546
8,7%	2.577	2.757	2.937	3.117	3.298
9,2%	2.402	2.571	2.741	2.910	3.079
9,7%	2.248	2.407	2.567	2.726	2.886
10,2%	2.110	2.261	2.412	2.563	2.713

WACC	Végző érték növekedés				
	0,4%	0,7%	1,0%	1,3%	1,6%
8,2%	2.851	3.000	3.161	3.336	3.528
8,7%	2.662	2.794	2.937	3.091	3.259
9,2%	2.495	2.613	2.741	2.878	3.026
9,7%	2.345	2.452	2.567	2.689	2.821
10,2%	2.211	2.308	2.412	2.522	2.641

Forrás: Erste

Összehasonlító mutatószámok értékelés

A vállalat értékének meghatározására egy másik módszer az összehasonlító értékelés, amikor a pénzügyi modell előrejelzett számainak hasonlítottunk hasonló cégek számaihoz. Ezért kiválasztottunk nyolc hasonló, tőzsdén jegyzett vállalatot, hogy a P/E, EV/EBITDA és P/B értékelési mutatószámok alapján összehasonlítsuk őket az ALTEO-val. Azt kaptuk, hogy az ALTEO az összehasonlító csoporthoz képest mélyen alulértékelt a tavalyi, az idei és a jövő évben várható eredményei alapján is. Ugyanakkor a P/BV esetében egy olyan tartományt kaptunk, amelybe beleesik a DCF értékeléssel kapott érték. A jelentős alulértékelttségben az is szerepet játszik, hogy a versenytársak fejlett piacon működő cégek, ahol sokkal kisebb mértékű hozamemelkedés zajlott le, mint itthon. Mindamelllett az ALTEO profitsúcson van nagy valószínűséggel még akkor is, ha nagyon intenzív beruházást hajt végre, azaz profitsúcson hasonlítjuk növekvő profitú vállalatokhoz. Ez okozza az „örületes” különbséget.

Összehasonlító mutatószámok értékelés

Cég	P/E			EV/EBITDA			P/B
	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
ENERGIEKONTOR AG	28.0	29.6	26.2	8.3	14.0	12.5	12.0
MVV ENERGIE AG	10.5	13.7	12.8	8.1	7.4	7.1	1.5
ALBIOMA SA	18.3	27.0	23.8	10.5	11.8	10.8	2.2
A2A SPA	10.4	13.9	12.4	7.3	7.0	6.4	1.4
VEOLIA ENVIRONNEMENT	47.4	16.1	13.1	8.9	4.5	4.3	2.0
EDP RENOVAVEIS SA	31.3	33.2	31.8	22.4	14.2	13.3	2.4
ACCIONA SA	27.8	22.0	19.5	10.0	9.9	9.2	2.1
ORSTED A/S	34.4	23.2	34.3	26.5	11.8	14.3	5.5
Medián	27.9	22.6	21.7	9.5	10.8	10.0	2.1
Átlag	26.0	22.4	21.7	12.8	10.1	9.7	3.6
ALTEO	7.9	4.9	7.5	5.1	3.4	4.6	2.5
Mediántól eltérés	-72%	-78%	-65%	-46%	-69%	-54%	17%
Átlagtól eltérés	-70%	-78%	-65%	-60%	-66%	-53%	-31%

Forrás: Bloomberg, Erste. 2022. május 27-i árak alapján

Az összehasonlító mutatószámok értékelésben szereplő társaságok ismertetése

MVV Energie AG

Német központú energetikai társaság. A cég tevékenysége magába foglalja az energiatermelést, az energiakereskedelmet, valamint az energetikai szolgáltatások nyújtását is. Ügyfelei részére elektromos áramot, hőenergiát, gázt és tiszta ivóvizet is szolgáltat.

Albioma SA

Elsősorban a cukornád maradékát hasznosító biomassza erőművek üzemeltetésével foglalkozó, francia központú társaság. Ezen túlmenően a társaság Franciaországban, Spanyolországban és Olaszországban is fejleszt és üzemeltet naperőműveket. Franciaországban pedig szélkerékkel is állít elő villamos energiát.

A2A SpA

Olaszország vezető multi-közműcége, mely aktív az energia-termelésben, elosztásban és kereskedésben, a gázszolgáltatások piacán, továbbá víz- és

közvilágítási szolgáltatásokat is nyújt. Energia-mixének 76%-át megújuló energia alkotja.

EDP Renovaveis SA

A világ harmadik legnagyobb szélenergia társasága, évi 8 GW termelési kapacitással. Legnagyobb piaca az USA és Spanyolország, de jelen van többek között Belgiumban, Brazíliában, Franciaországban és Olaszországban is. Központja Spanyolországban található.

Acciona SA

Szerteágazó mérnöki tevékenységet folytató spanyol holdingcég. Jelen van többek között a megújuló energia és a vízszolgáltatás területén, valamint a nagyvolumenű lakossági infrastruktúra fejlesztések terén is. Ezen kívül médiával, rendezvényszervezéssel, logisztikával, de még bortermeléssel is foglalkozik.

Energiekontor AG

A német társaság szélerőműparkok építésével és üzemeltetésével foglalkozik. Közkézhányada viszonylag alacsony, 30%.

Orsted A/S

Dán vállalat, mely tengeri szélkerekek, bioenergia erőművek kivitelezésével és üzemeltetésével foglalkozik elsősorban Észak-Európában. A dán állam a társaság felét birtokolja.

Veolia

A francia társaság víz-, hulladék- és energiagazdálkodási szolgáltatásokat nyújt.

Erste Group Research – Vállalatelemzés
ALTEO Energiaszolgáltató Nyrt. | Utilities
2022. május 30.

Eredménykimutatás	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
(IFRS, millió forint, 31/12)	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Árbevétel	25.573	32.981	44.249	85.193	102.907	86.807
Készletváltozás és aktivált teljesítmény	0	0	0	0	0	0
Összes bevétel	25.573	32.981	44.249	85.193	102.907	86.807
Egyéb működési bevételek	0	0	0	0	0	0
Anyagjellegű ráfordítások	-18.284	-23.072	-25.624	-59.853	-81.239	-65.650
Személyi jellegű ráfordítások	-3.078	-3.770	-4.192	-4.589	-4.610	-4.625
Egyéb működési költségek	-512	-715	-1.553	-3.977	-3.786	-3.937
EBITDA	3.699	5.423	12.880	16.774	13.272	12.595
Amortizáció	-2.046	-2.859	-3.937	-3.757	-3.762	-4.225
EBIT	1.653	2.565	8.943	13.017	9.510	8.371
Pénzügyi eredmény	-944	-1.090	-1.871	-1.201	-1.019	-1.151
Rendkívüli eredmény	0	0	0	0	0	0
Adózás előtti eredmény	709	1.474	7.072	11.815	8.491	7.220
Adó	-436	-884	-1.215	-2.184	-2.139	-1.809
Megszűnő tevékenység eredménye	0	0	0	0	0	0
Kisebbségi részesedés	-3	-4	-2	-7	-8	-5
Részvényesekre jutó nettó eredmény	271	587	5.855	9.625	6.344	5.405

Mérleg	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
(IFRS, millió forint, 31/12)						
Immateriális javak	3.492	3.037	2.517	4.731	4.361	4.073
Tárgyi eszközök	17.785	25.523	25.738	25.686	31.348	36.548
Pénzeszközök	2.917	2.505	3.116	2.319	5.036	7.838
Befektetett eszközök	24.195	31.065	31.371	32.736	40.746	48.460
Készletek	233	443	1.077	1.265	1.714	1.535
Követelések és egyéb forgóeszközök	8.299	9.921	24.634	29.085	32.539	29.148
Egyéb eszközök	0	0	0	0	0	0
Pénzeszközök és egyenértékeseik	4.848	3.455	3.679	9.592	5.034	4.782
Forgóeszközök	13.380	13.819	29.390	39.941	39.287	35.465
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	37.575	44.884	60.761	72.677	80.033	83.925
Részvényesi tőke	5.754	8.540	18.999	28.888	34.591	39.996
Kisebbségi részesedés	-4	8	10	17	24	29
Hosszú lejáratú hitel	19.710	24.348	20.929	20.363	19.797	19.232
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	2.049	3.558	3.562	4.425	3.757	4.328
Hosszú lejáratú kötelezettségek összesen	21.759	27.906	24.491	24.789	23.555	23.559
Rövid lejáratú hitel	2.678	930	2.732	420	420	420
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	7.388	7.501	14.529	18.564	21.443	19.920
Rövid lejáratú kötelezettségek összesen	10.066	8.431	17.261	18.983	21.863	20.340
SAJÁT TŐKE ES KÖTELEZETTSÉGEK	37.575	44.884	60.761	72.677	80.033	83.925

Cash Flow kimutatás	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
(IFRS, millió forint, 31/12)						
Működési cash flow	506	5.335	7.381	13.722	6.992	11.407
Befektetési cash flow	-12.494	-7.662	-3.487	-3.000	-9.080	-9.080
Finanszírozási cash flow	14.275	889	-3.681	-4.809	-2.470	-2.579
PÉNZESZKÖZÖK ALLOMÁNYVÁLTOZÁSA	2.286	-1.393	224	5.913	-4.558	-252

Marginok & Arányszámok	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Árbevétel növekedése	36,9%	29,0%	34,2%	92,5%	20,8%	-15,6%
EBITDA ráta	14,5%	16,4%	29,1%	19,7%	12,9%	14,5%
EBIT ráta	6,5%	7,8%	20,2%	15,3%	9,2%	9,6%
Nettó profit ráta	1,1%	1,8%	13,2%	11,3%	6,2%	6,2%
ROE	5,0%	8,2%	42,5%	40,2%	20,0%	14,5%
ROCE	3,3%	3,5%	19,4%	24,4%	14,5%	11,1%
Tőke arány	15,3%	19,0%	31,3%	39,8%	43,3%	47,7%
Nettó adósság	17.541	21.822	19.982	11.191	15.183	14.869
Forgótőke	3.314	5.388	12.129	20.958	17.424	15.125
Felhasznált tőke	25.339	33.928	42.553	44.521	53.555	59.222
Készletek forgási sebessége	81,9	68,3	33,7	51,1	54,5	40,4

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@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 információk korlátok leírása a Társaság Összeférhetlenség elkerülésével kapcsolatos összefoglaló rendelkezések című dokumentumában olvashatóak, 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, ilyenrel 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 használat, adóügyi vonatkozásaival, kockázataival és megfelelő voltával kapcsolatban. Ezért a jelen Dokumentum nem pótolja a befektetőkre 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 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

Erste Group Research – Vállalatelemzés

ALTEO Energiaszolgáltató Nyrt. | Utilities

2022. május 30.

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 faktort 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/befirt/download/Erste_Befektetes_i_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/elemezési-hirdetmeny>