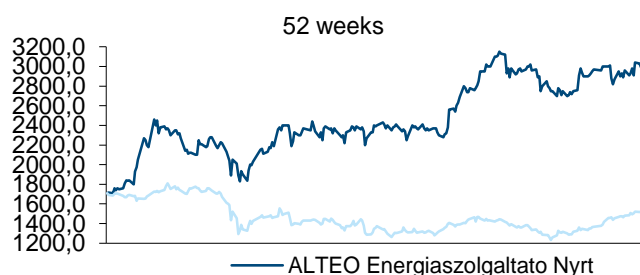


ALTEO Energiaszolgáltató Nyrt

Felülvizsgálatról Vételre minősítve

millió forint	2022e	2023e	2024e	2025e
Árbevétel	101.466	141.707	137.277	92.819
EBITDA	20.773	21.889	18.753	15.348
EBIT	16.953	18.008	14.422	10.733
Nettó eredmény	13.657	14.421	11.237	8.938
EPS (HUF)	712	752	586	466
CEPS (HUF)	923	970	831	731
BVPS (HUF)	1.716	2.434	3.020	3.485
Osztalék (HUF)	146	247	192	153
EV/EBITDA (x)	3,4	3,2	3,4	3,6
P/E (x)	4,2	4,0	5,2	6,5
P/CE (x)	3,3	3,1	3,6	4,1
Osztalék hozam	4,8%	8,2%	6,4%	5,1%
Részvényár (HUF), 2022/12/06			3.020	
Részvényszám (mn)			19,9	
Piaci kapitalizáció (HUF mn / EUR mn)			60.193 / 146	
Cégtérték (HUF mn / EUR mn)			71.137 / 173	



Részvényárfolyam	1 év	6 hó	3 hó	1 hó
változása forintban	75,4%	25,5%	0,7%	1,4%

Reuters	ALTS.BU	Közkezhányad	28,0%
Bloomberg	ALTEO HB	Részvényesek	Wallis AM (62%)
Div. Ex-date		MRP	(5,81%)
Célárfoylam	3.790	Honlap:	https://alteo.hu/

Elemző:

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

Nincs megállás!

Felülvizsgáltuk az ALTEO modellünket! Frissítettük a földgáz, az áram és a széndioxid kvóta előrejelzést, s az elmúlt fél év akvizícióit is beépítettük. Az értékelési modellben figyelembe vettük a hozamkörnyezet változását, de még így is attraktívnak találtuk a részvényt. Ajánlásunk vétel, a 12 hónapos célár pedig 3.790 forint!

Az üzleti környezet továbbra is nagyon jó. A kiegyenlítői piacon magas a jövedelemezőség, ráadásul még mindig emelkedő fázisban van. A hő piacon tízszeresre emelkedtek az árak, biztosítva a megfelelő megtérülést. A menetrendezési üzletágban is bővülést láthatunk mind az árakban, mind a volumenben.

Mindeközben jelentős akvizíciókat hajtott végre a cég, de ez nem eredményezett jelentős változást az előrejelzésünkben, hiszen korábban pont ilyen akvizíció(ka)t, fejlesztés(eke)t építettünk be a modellbe. Ugyanakkor az elmúlt időszak fejleményei azt sugallják, hogy az erős eredménybővülést követően a készpénztermelés is beindul a vállalatnál, ha nem emelkedik tovább a forgótőke igény, azaz nem emelkednek tovább számottevően a gáz és áram árak.

Az erős készpénztermelés, na meg az ország leválása az orosz fosszilis energiahordozókról jó kombinációt nyújt a gyors növekedéshez az elkövetkező években. Ezért azt gondoljuk, hogy a cég a jelenleg figyelembe vettnél is több beruházást fog végrehajtani, ami egy igazán gyors növekedés lehetőségét hordozza magában. Vagy pedig marad az osztalékfizetés növelése, de annak kevésbé örülnénk.

Változtatások a modellben

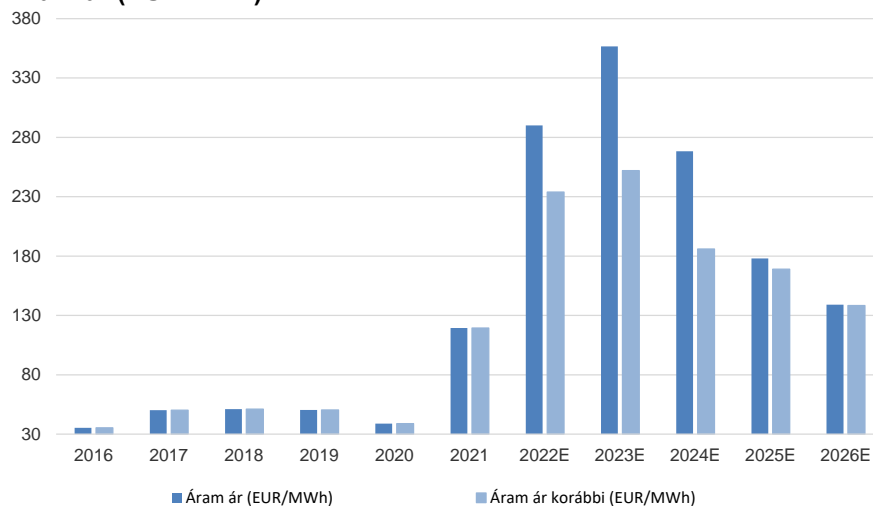
1. Árfolyamok és előrejelzések frissítése
2. Akvizíciók átvezetése a modellbe
3. Hitelek, az adósság alakulása
4. Eredmény előrejelzés változások

Árfolyamok és előrejelzések frissítése

Tavasz óta mind az áram, mind a földgázárak tovább emelkedtek. A széndioxid kvóta árak gyakorlatilag stagnáltak.

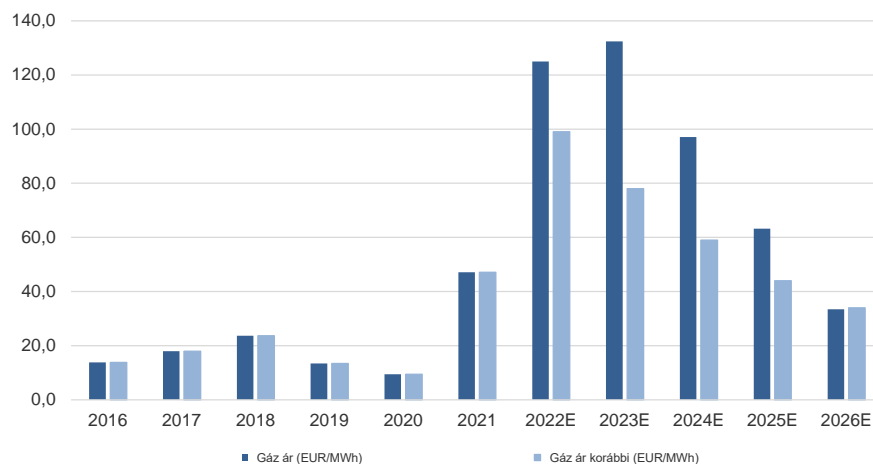
Fél évvel ezelőtti legutolsó elemzésünk óta nagyot fordult a világ. Az oroszok megszüntették a gázszállítást Európa jelentős részén, az áramárak újra történelmi rekordokat döntögettek, ahogy a holland tőzsdén jegyezett, ún. TTF gázárak is. A modellszámításokhoz a TTF gáz- és a német áramárakat vettük alapul, kiegészítve az európai széndioxid kvóta árakkal. Ezen tőzsdei termékekre vonatkozó előrejelzésünk a hosszabb határidős árakon alapul.

Áram ár (EUR/MWh)



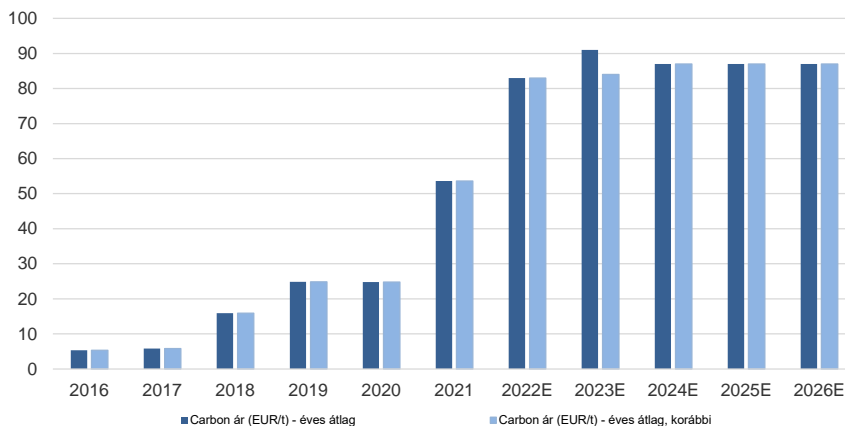
Forrás: Bloomberg, Erste becslés

TTF gázárak (EUR/MWh)



Forrás: Bloomberg, Erste becslés

CO2 kvóta árak (Egység = EUR/t)



Forrás: Bloomberg, Erste becslés

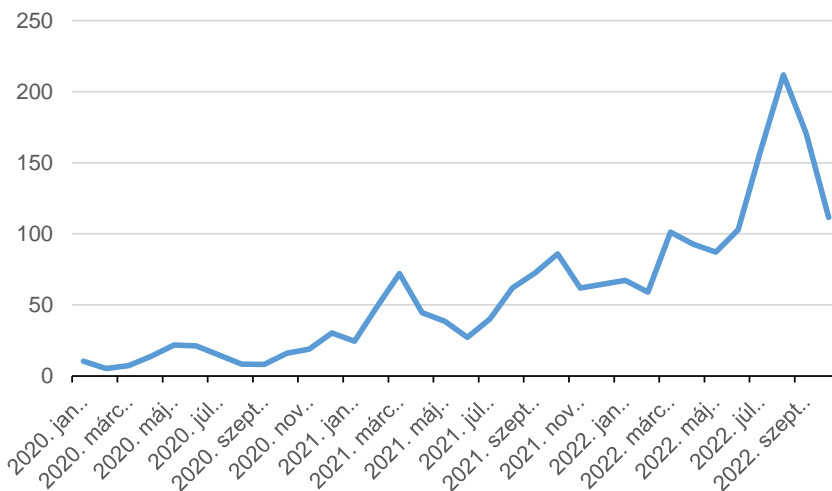
Az FCR árak több mint duplázódtak az előző évhez képest, míg az aFRR kiegyenlítői árakban árfolyamrobbanást hozott a földgázár.

Szabályozói, gazdasági kockázatokkal kell számolnunk az állam oldaláról. A november 15-től bevezetett különadó is ilyen. Bár azt gondoljuk, hogy további adót nem fognak kivetni, s a már kivetett adót sem hosszabbítják meg, ennek ellenére ez a kockázat nem zárható ki.

A primer, azaz FCR piacon (38 MW) továbbra is vezető szereplő az ALTEO, a 11 MW kapacitású akkuparkjával. Ezen a piacon az árak dinamikusan emelkedtek az év folyamán. Míg tavaly ősszel 9-12 ezer forintos MWh árakkal találkoztunk, addig idén az év második felében már inkább 22-25 ezer forintos árakat láthattunk, ami az év utolsó hónapjában 30 ezer forint közelébe ugrott, de találkozhattunk ennél magasabb árakkal is. Nem lepődnénk meg, ha ez a piac önszabályozó mechanizmusának lenne köszönhető, a november 15-től bevezetett extraprofit-adó miatt. Éppen ezért míg idénre 2 milliárdos negatív hatást prognosztizáltunk az eredményben az extraprofit-adó kapcsán, addig a cég által közölt becslés alapján, a jövő év tekintetében valószínűleg marginális lesz az intézkedés negatív hatása. Csak emlékeztetőül: november 9-én a kormány bejelentette, hogy a kiegyenlítő erőművek idén 13, jövőre pedig 10 százalékos extraprofit-adót fizetnek be a költségvetésbe, amit az árbevétel alapján kell számítani. Az ALTEO-t ez idén 2 milliárd forint negatív hatásként érinti, míg jövőre a 1,5-2 milliárd forintnyi becsült költséget valószínűleg kompenzálni fogja az árak emelkedése.

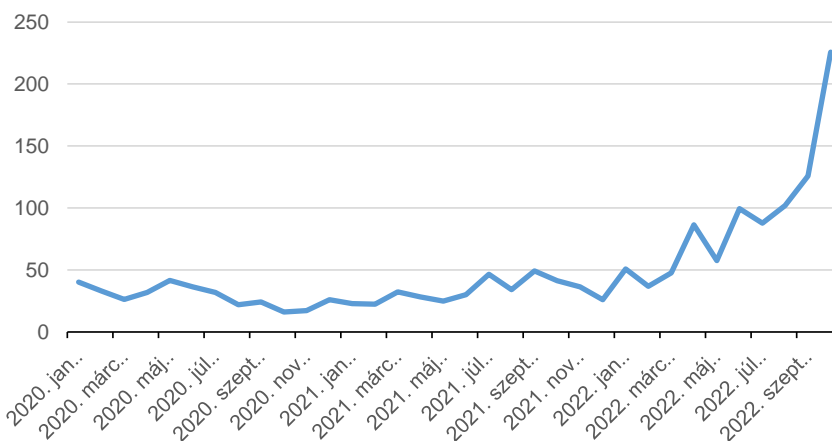
A szekunder, aFRR piacon is továbbra is magasak az árak. A negatív (leszabályozás) kiegyenlítői árak felrobbantak augusztusban, de mostanra úgy tűnik, hogy konszolidálódik a piac. Ugyanakkor továbbra is a tavaszi szintek fölötti árakat láthatunk. A pozitív (felszabályozás) kiegyenlítői piacon pedig augusztustól fogva egy erőteljes emelkedés zajlott októberig.

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



Forrás: Erste számítások (MAVIR adatok alapján)

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



Forrás: Erste számítások (MAVIR adatok alapján)

Dinamikusan növekvő hozzájárulás a Menetrendezési üzletágtól.

A Menetrendezési üzletág nagyot lépett előre idén. Mivel egyes piaci szereplők felhagytak ezzel a tevékenységgel, ezért a szerződött kapacitás jelentősen növekedhetett mostanában. Ezért a jövő évre 800-900 MW külsős szerződésállománnyal számolunk, ami majdnem duplázást jelent. Ráadásul a szerződéses árak is nagyot emelkedtek. Míg az év elején a 40-60 ezer forint per hó árak voltak jellemzőek 0,5 MW kapacitásokként, addig mostanra ezek az árak – az emelkedő kiegyenlítő energia árak miatt is – 170-220 ezer forint környékére emelkedtek. A modellben a korábbi 50 ezer forint alatti árral szemben, 170 ezer fölötti árral számolunk a jövő évtől.

Akvíziók átvezetése a modellbe

Két akvizíció és egy üzemeltetési szerződés az idei év mérlege, s a további növekedés alapja.

Az ALTEO az elmúlt fél év során két akvizíciót hajtott végre. Megvásárolta a komplex hulladékgazdálkodással foglalkozó FE-GROUP 75,1 százalékát. A cég papír-, fém- és elektronikai hulladék átvételével és újrahasznosításával foglalkozik. A tevékenység jelen pillanatban nem koncesszió köteles, s ez várhatóan így is marad. Ugyan a vételárát nem hozták nyilvánosságra, de mi 450-600 millió forint közé tesszük azt. Egyelőre nem számolunk jelentős eredmény hozzájárulással, hiszen nehéz megbecsülni a cég növekedési potenciálját. Ezért azzal a feltételezéssel éltünk, hogy az elkövetkező években hasonló eredményt fog produkálni, mint 2021-ben. Mindent egybevetve, a szerzemény hozzájárulása az ALTEO eredményéhez jelen pillanatban marginálisnak tekinthető.

FE-GROUP Eredménykimutatás

ezer forint	2019	2020	2021
Belföldi értékesítés nettó árbevétele	2.118.555	1.835.878	3.043.058
Export értékesítés nettó árbevétele	779.021	255.242	262.994
Értékesítés nettó árbevétele	2.897.576	2.091.120	3.306.052
Saját termelésű készletek állományváltozása	0	0	0
Saját előállítású eszközök aktivált értéke	0	133.612	92.161
Aktivált saját teljesítmények értéke	0	133.612	92.161
Egyéb bevételek	44.530	23.671	18.831
Összes bevétel	2.942.106	2.248.403	3.417.044
Anyagköltség	128.024	104.451	133.807
Igénybe vett szolgáltatások értéke	661.948	671.238	775.492
Egyéb szolgáltatások értéke	37.237	40.674	22.357
Eladott áruk beszerzési értéke	1.193.946	666.214	1.276.567
Eladott (közvetített) szolgáltatások értéke	37.596	38.400	76.833
Anyagjellegű ráfordítások	2.058.751	1.520.977	2.285.056
Béreköltség	460.059	528.525	614.247
Személyi jellegű egyéb kifizetések	12.029	10.758	11.852
Bérfelrakások	83.887	82.628	91.416
Személyi jellegű ráfordítások	555.975	621.911	717.515
Egyéb ráfordítások	136.172	155.075	71.885
EBITDA	191.208	-49.560	342.588
Értékcsökkenési leírás	146.476	172.211	210.251
Üzleti tevékenység eredménye	44.732	-221.771	132.337
Kapott (járó) osztalék és részesedés	0	0	0
Részesedésekből származó bevételek, árfolyamnyereségek	0	0	0
Befektetett pénzügyi eszközökből (értékpapírokból, kölcsönökből) származó bevételek, árfolyamnyereségek	0	0	0
Egyéb kapott (járó) kamatok és kamatjellegű bevételek	1	329	0
Pénzügyi műveletek egyéb bevételei	8.239	11.571	11.729
Pénzügyi műveletek bevételei	8.240	11.900	11.729
Részesedésekből származó ráfordítások, árfolyamveszteségek	0	0	0
Befektetett pénzügyi eszközökből (értékpapírokból, kölcsönökből) származó ráfordítások, árfolyamveszteségek	0	0	0
Fizetendő (fizetett) kamatok és kamatjellegű ráfordítások	10.369	20.011	38.097
Részesedések, értékpapírok, tartósan adott kölcsönök, bankbetétek értékvesztése	0	0	0
Pénzügyi műveletek egyéb ráfordításai	15.913	16.280	13.756
Pénzügyi műveletek ráfordításai	26.282	36.291	51.853
Pénzügyi műveletek eredménye	-18.042	-24.391	-40.124
Szokásos vállalkozási eredmény	26.690	-246.162	92.213
Adózás előtti eredmény	26.690	-246.162	92.213
Adófizetési kötelezettség	5.311	3.828	5.717
Adózott eredmény	21.379	-249.990	86.496

Forrás: elektronikus beszámoló

FE-GROUP Mérleg

ezer forint	2019	2020	2021
Befektetett eszközök	1.255.481	1.442.400	1.868.041
Immateriális javak	138.106	186.339	166.896
Alapítás-átszervezés aktivált értéke	129.416	90.662	51.909
Kísérleti fejlesztés aktivált értéke	0	0	0
Vagyoni értékű jogok	7.590	4.127	2.987
Szellemi termékek	0	91.000	72.800
Üzleti vagy cégérték	1.100	550	0
Immateriális javakra adott előlegek	0	0	0
Immateriális javak értékhelyesbítése	0	0	39.200
Tárgyi eszközök	1.058.815	1.197.501	1.642.585
Ingtatlanok és kapcsolódó vagyoni értékű jogok	237.447	220.899	215.317
Műszaki berendezések, gépek, járművek	808.672	872.559	1.051.025
Egyéb berendezések, felszerelések, járművek	9.948	19.377	14.251
Beruházások felújítások	1.748	82.327	361.992
Beruházásokra adott előlegek	1.000	2.339	0
Tárgyi eszközök értékhelyesbítése	0	0	0
Befektetett pénzügyi eszközök	58.560	58.560	58.560
Tartós részesedés kapcsolt vállalkozásban	58.560	58.560	58.560
Tőkekonzolidációs különbözet leányvállalatoktól	0	0	0
Forgóeszközök	1.274.731	734.632	982.740
Készletek	456.630	409.592	500.393
Anyagok	750	802	2.396
Áruk	455.216	406.117	497.997
Készletekre adott előlegek	664	2.673	0
Követelések	580.642	312.091	410.054
Vevők	490.593	212.575	341.352
Követelés kapcsolt vállalkozással szemben	2.034	36.374	4.464
Egyéb követelések	88.015	63.142	64.238
Értékpapírok	0	0	0
Forgatási célú hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok	0	0	0
Pénzeszközök	237.459	12.949	72.293
Pénztár csekkek	475	306	1.828
Bankbetétek	236.984	12.643	70.465
Aktív időbeli elhatárolások	244.212	577.151	575.225
Bevételek aktív időbeli elhatárolása	208.400	544.062	540.659
Költségek ráfordítások aktív időbeli elhatárolása	35.812	33.089	34.566
ESZKÖZÖK	2.774.424	2.754.183	3.426.006

ezer forint	2019	2020	2021
Saiát tőke	1.139.455	889.464	1.015.161
Jegyzett tőke	1.000.000	1.000.000	1.000.000
Tőketartalék	0	0	0
Eredménytartalék	0	48.792	-162.444
Lekötött tartalék	118.076	90.662	51.909
Értékelési tartalék	0	0	39.200
Adózott eredmény	21.379	-249.990	86.496
Kissebségi részesedés	0	0	0
Céltartalékok	0	0	0
Céltartalék a várható kötelezettségekre	0	0	0
Céltartalék a jövőbeni költségekre	0	0	0
Kötelezettségek	1.634.719	1.662.866	2.144.957
Hátrasorolt kötelezettségek	0	0	0
Hosszú lejáratú kötelezettségek	124.205	1.069.822	1.190.689
Hosszú lejáratra kapott kölcsönök	0	500.000	558.000
Beruházási és fejlesztési hitelek	0	0	0
Egyéb hosszú lejáratú hitelek	87.500	539.590	600.000
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	36.705	30.232	32.689
Rövid lejáratú kötelezettségek	1.510.514	593.044	954.268
Rövid lejáratú hitelek	412.104	0	0
Vevőktől kapott előlegek	35.199	30.096	119
Szállítók	661.919	152.460	665.976
Rövid lejáratú kötelezettségek kapcsolt vállalkozásokkal szemben	0	0	13.159
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	401.292	410.488	275.014
Passzív időbeli elhatárolások	250	201.853	265.888
Bevételek passzív időbeli elhatárolása	0	0	0
Költségek, ráfordítások, passzív időbeli elhatárolás	250	940	2.642
Halasztott bevételek	0	200.913	263.246
FORRÁSOK	2.774.424	2.754.183	3.426.006

Forrás: elektronikus beszámoló

Az FE-GROUP egyelőre marginális mértékben járul hozzá az eredményhez. Ugyanakkor a 2024-re megvalósuló napelem park, jelentősebb, 1 milliárd forint körüli eredményhozzájárulást hozhat.

Sokkal izgalmasabb az EDELYN SOLAR felvásárlása. Vételárat itt sem tettek közzé, de annyit tudunk, hogy a stratégiai célokba illeszkedő akvizícióról beszélhetünk. Ez alapján pedig valószínűsíthetjük, hogy a vételár és a beruházás költsége együtt nem haladja meg a 18-20 millió eurós értéket. Az ALTEO ezzel az akvizícióval egy 20 MW kapacitású naperőművet valósíthat meg, ami hálózati csatlakozási engedéllyel rendelkezik, így a jelenleg érvényes „stop” nem érinti a beruházást. Ugyanakkor még további engedélyek megszerzése jelenleg is folyamatban van. A beruházás a jövő év közepe táján indulhat el, s 2024 elején kezdheti meg a termelést. Egyelőre nem eldöntött kérdés, hogy a METÁR (kicsi valószínűség), a szabad piac vagy éppen PPA keretében fog működni a cég. Már a korábbi modellünkben is számoltunk ilyen méretű beruházásokkal az elkövetkező évekre, amelyeket PPA projektként vettünk figyelembe. (Az elkövetkező évekre évi 1 milliárd forint beruházással 5 MW-os akkuparkokat, mint kiegyenlítő energiát, s évi 20 MW-os naperőmű beruházásokkal számoltunk, PPA konstrukciókban.) Így a modellnek ezen a részén nem változtattunk. Viszont az idénre általunk prognosztizált akkumulátor beruházást töröltük a modellből. A beruházásban a fenti költséggel és 95 EUR/MWh értékesítési árral számoltunk, 15 éves szerződéses időtartammal.

Az idén októberben kötött szerződés alapján 15 évig az ALTEO üzemelteti a BC Power beruházásában megvalósuló 49,9 MWe teljesítményű gázmotoros kapcsolt hő- és villamosenergiatermelő kiserőművet. Az új szerződés jól illeszkedik az ALTEO portfóliójába.

Minden adott a gyors növekedéshez. (i) A készpénztermelés nagy valószínűséggel növekedni fog; (ii) van kereslet az ALTEO által kínált megoldásokra, sőt (iii) új lendületet kaphat a megújuló energia ipar (pl. szélenergia) is; amihez a (iv) kiegészítő szolgáltatások fejlesztése is elengedhetetlen.

Fontos megjegyezni, hogy a modellbe beépített beruházásokhoz képest az elkövetkező években akár jelentősebb fejlesztések is megvalósulhatnak. Az ALTEO eredménytermelő képessége jelen pillanatban magas. Ez a készpénztermelésben egyelőre moderáltan jelenik meg a magas forgótőke igény miatt. (Magas letéti követelmények a fedezeti ügyletek mögött.) Ugyanakkor, ha az árak nem emelkednek tovább jelentősen, akkor a forgótőke igény sem növekszik számottevően, s ekkor a jó üzleti környezet nem csak az eredményben, hanem a készpénztermelő képességben is megjelenik. Ha pedig csökkenő árakkal szembesülünk, akkor a korábban, a forgótőkében lekötésre került pénz felszabadulhat. Ez pedig azt jelenti, hogy az elkövetkező években nagy valószínűséggel jelentős pénzmennyiség fog rendelkezésre állni a beruházásokra. Ugyanakkor az is világos, hogy az ALTEO által kínált üzleti megoldásokra növekvő kereslet mutatkozik az orosz energiahordozókról való leválási folyamatban. Így a modellbe beépített eddigi plusz beruházásoknál, ami 4x5 MW akkumulátor és 4x20 MW naperőmű megvalósításával számol 2026-ig, a jelenlegi beruházásokon túl, akár szignifikánsan több beruházás is születhet az elkövetkező négy-öt évben.

Hitelek, az adósság alakulása

Maximum csak kicsit emelkedő földgázárak, vagy akár csökkenő árak esetén is erőteljes készpénztermelést láthatunk majd az elkövetkező időszakban.

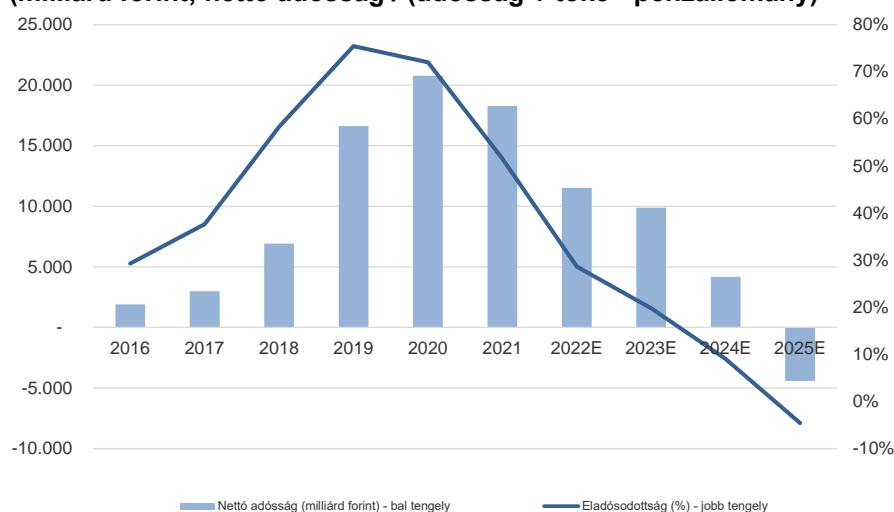
A magas energiaárak megnövelték a forgótőke igényt is. A távhő esetében a korábbi éves periódussal szemben alkalmazott negyedéves földgázár meghatározás nem csak a végfelhasználóknak segíthet (ha netán csökkenő árak jönneek, amit egyelőre még nem mutatnak a határidős árak), hanem a szolgáltatóknak is. Hiszen így a korábbi fedezeti ügyletek maximum felére lehet szükség egy adott időpontban, még egy leegyszerűsített modellben is. Ugyanakkor a mintegy tízszeresre ugró árak fényében ez sovány vigasznak tűnik, hiszen még így is mintegy ötször nagyobb pozíciókat kell kezelni. Ráadásul a volatilitás is megnövekedett, ami nyilván nagyobb letéti követelményekkel jár.

Pont a piac kiszámíthatatlansága az, ami arra készítette az ALTEO-t, hogy kilépjen a tőkepiacra, s kötvényt bocsásson ki. Ugyanakkor a jelenlegi kiszámíthatatlanságot jól jelzi, hogy a kibocsátási folyamat közepette 13-ról 18 százalékra emelkedett az effektív kamatrátája. Így az ALTEO a téli fűtési szezonhoz tartozó magasabb forgótőke igényre felkészülve végül a Wallis Asset Management-től vett fel átmeneti hitelt április 30-ig, de előbb is visszafizethető. Ugyan a kamatköltséget nem, csak azt közölték, hogy a három havi BUBOR szintjéhez kötődik, ezért azt gondoljuk, hogy a hitel kamata jelenleg 18 százalék körül lehet. (BUBOR+250bps felár) Mint fentebb írtuk, ha nincs további jelentős gázár ugrás, akkor a pénztermelés is egyre inkább beindul. Ezt az alábbi grafikonon is jól mutatja, ahol a nettó eladósodottság gyors csökkenését láthatjuk.

Még az általunk korábban becsült viszonylag erőteljes beruházási program és magas osztalékfizetés mellett is nagy valószínűséggel megindul a készpénz felhalmozódás.

Ráadásul a magas letéti- és készpénzállomány magas pénzügyi hozamot biztosít a jelenlegi kamatkörnyezetben. Mindeközben a cég a hozamemelkedés előtt, az akkori alacsony szinten rögzítette kamatköltségét. Így a hitelek és kötvények fix és alacsony kamatköltséget jelentenek a cég számára a mintegy 19 milliárd forintnyi hitelállományon, amelyek lejáratái 2029 és 2034 között vannak.

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



Forrás: ALTEO, Erste becslés

Eredmény előrejelzés változások

Az eredmény előrejelzés főbb sorai, az új és a korábbi előrejelzésben

millió forint	2022E		2023E		2024E	
	új	régi	új	régi	új	régi
Árbevétel	101.466	85.193	141.707	102.907	137.277	86.807
Anyagjellegű ráfordítások	(68.988)	(59.853)	(107.740)	(81.239)	(107.128)	(65.650)
Személyi jellegű ráfordítások	(5.496)	(4.589)	(6.138)	(4.610)	(6.320)	(4.625)
Értékcsökkenés	(3.820)	(3.757)	(3.881)	(3.762)	(4.330)	(4.225)
Egyéb bevételek/(ráfordítások)	(6.547)	(4.195)	(6.280)	(4.005)	(5.416)	(4.156)
Aktivált saját teljesítmények	339	218	340	219	340	219
Működési Eredmény	16.953	13.017	18.008	9.510	14.422	8.371
Pénzügyi bevételek/(ráfordítások)	(449)	(1.201)	(65)	(1.019)	(31)	(1.151)
Adózás előtti eredmény	16.504	11.815	17.942	8.491	14.391	7.220
Jövedelemadó ráfordítás	(2.811)	(2.184)	(3.485)	(2.139)	(3.118)	(1.809)
Nettó eredmény (folytatandó tevékenységekből)	13.694	9.632	14.458	6.352	11.273	5.410
Ebből az anyavállalat tulajdonosait illeti:	13.657	9.625	14.421	6.344	11.237	5.405
Ebből a nem kontrolláló érdekeltséget illeti:	37	7	37	8	37	5
EBITDA	20.773	16.774	21.889	13.272	18.753	12.595
EPS	712	502	752	331	586	282

Forrás: Erste becslés

Értékelés

DCF értékelést és összehasonlító mutatószám (peer group) értékelést is végeztünk. Továbbra is igaz az, hogy a peer összehasonlítás a cégek különböző dinamikája miatt nehézkes. Így ebben az összevetésben az ALTEO hatalmas alulértékeltiséget mutatott, ezért megbízhatóbbnak bizonyult a DCF modell, ami alapján azt találjuk, hogy a részvényekre vonatkozó 12 hónapos célárfolyam 3.790 forint.

DCF értékelés

A 2028-ig kidogozott részletes modell alapján DCF értékelést végeztünk. Ez alapján azt találtuk, hogy a cég egy részvényének fair értéke 3.790 forint 12 hónap távlatában, ami mintegy 25 százalékos felértékelődési potenciált jelent. Ennek megfelelően ajánlásunk vétel.

Az értékelési modell

A DCF értékelésénél az alábbi paraméterezést használtuk:

- Az explicit periódusra vonatkozó kockázatmentes hozamszint a 10 éves magyar államkötvény alapján 8,2 százalék. A végérték (Terminal Value vagy TV), örökjáradék számításnál a magyar 10 és 20 éves állampapírok hozamából számított „10 év múlva érvényes 10 éves hozam” értékét vettük figyelembe, ami 7,4 százaléknak adódott, mint kockázatmentes hozam. Ezek az értékek jelentős, 100 bázispont körüli emelkedést mutatnak a korábbi becslésünkhöz képest.
- 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. Ez nem változott a fél évvel ezelőtti értékelésünkhöz képest.
- 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 explicit előrejelzésben a 10 éves hozam + 250 bázispontra választottuk, azaz 10,7 százalékra, ami a jelenlegi hozamkörnyezethez illeszkedő kamatköltség lenne. Ugyanakkor mivel a korábbi hitelek jóval alacsonyabb kamatszinteken lettek fixálva (vagy éppenséggel alacsony kamatú kötvények), ezért a hiteleket egy kupon kötvénnyel közelítettük. A 18 milliárd forint nominális hitelt – amelyben nincs benne a nemrég felvett 6 milliárd forint rövidtávú kölcsön – 1,125 milliárd forint kamatköltséggel és 8 éves lejáratú vettük figyelembe, amit visszadiszkontáltunk a jelenlegi elméleti kamatköltséggel. Így azt találtuk, hogy a 18 milliárdnyi nominális hitelállomány piaci értéke a jelen pillanatban mintegy 4,8 milliárd forinttal alacsonyabb. Ezt vettük figyelembe a fair érték számításánál a DCF modellben.
- Az effektív adórátát 17 százalékra vettük, ami a jelenlegi érték környékén van.
- Az ALTEO törekszik a maximális hitellehetőség kihasználására és optimális tőkeszerkezetben üzemeltetni a céget, ami 30 százalék saját tőkét és 70 százalék hitelt jelent. Ugyanakkor a tavalyi és az idénre várható jó eredményeknek köszönhetően ez az arány elmozdult lefelé. Így jelentős mennyiségű új beruházást lehet / kell megtenni ahhoz, hogy újra magas legyen a ráta. (Vagy persze magasabb osztalékot is lehet fizetni.) Szerintünk a cég törekedni fog erre, ezért az explicit periódusnál maradtunk az 50-50 százalékos, míg hosszútávon a 30 százalékos tőkearányánál. Ehhez persze az is kell, hogy a hitelkamatok csökkenésnek induljanak. Erre jó lehetőséget látunk, ha az Európai Tanács elfogadja a magyar vállalásokat, s megindulnak az uniós pénzek Magyarország felé. Erre jövő év közepétől számítunk.
- A TV hosszútávú növekedési rátáját konzervatívan 1 százaléknak vettük.

DCF

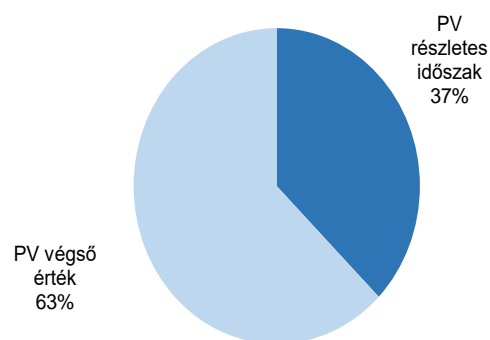
WACC számítás

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TV
Kockázat mentes hozam	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	7,4%
Résztvénykockázati 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	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,2%
Hitelköltség	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	8,9%
Efektív adóráta	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Adópajzs utáni hitelköltség	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	7,4%
Saját tőke súlya	50%	50%	50%	50%	50%	30%
WACC (súlyozott tőkeköltség)	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%	9,5%

DCF értékelés

millió forint	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TV
Árbevétel növekedés	39,7%	-3,1%	-32,4%	-16,3%	1,9%	3,0%
EBIT	18.008	14.422	10.733	9.502	11.522	9.632
EBIT-marzs	12,7%	10,5%	11,6%	12,2%	14,6%	11,8%
Effektív társasági adóráta	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
EBIT adója	-3.666	-3.839	-3.761	-3.492	-3.227	-3.072
NOPLAT	14.342	10.584	6.972	6.011	8.294	6.561
+ Amortizáció	3.820	3.881	4.330	4.615	4.824	4.824
Tőkeberuházások / amortizáció	237,7%	233,9%	209,7%	196,8%	41,5%	100,0%
+/- Forgótőke változása	-3.971	3.236	6.614	2.515	891	87
Forgótőke változása / árbevétel növekedés	-9,9%	-73,1%	-14,9%	-16,6%	60,1%	-11,0%
- Tőkeberuházások	-9.080	-9.080	-9.080	-9.080	-2.000	-4.824
A cég szabad cash flow-ja	5.110	8.621	8.836	4.061	12.010	6.648
Végső érték növekedés						1,0%
Végső érték						79.399
Diszkontált CF 2022.12.31.	4.582	6.932	6.371	2.625	6.962	46.026
Cégerőtel 2022.12.31.	73.498					
Kissebsegek	46,6					
Nettó adósság	6.676					
Egyéb kiigazítások	0					
Saját tőke értéke 2022.12.31.	66.775					
Saját tőke értéke 2023.12.05.	75.528					
Forgalomban lévő részvények száma (mn)	19,93					
Tőkeköltség	14,1%					
12 hónapos részvény célár (HUF)	3.789					
Emelkedési potenciál	25,5%					
Részvényár (HUF)	3.020					

Cégerőtel megoszlása



Forrás: Erste

Érzékenység (per részvény)

WACC	Végső érték EBIT-marzs				
	10,8%	11,3%	11,8%	12,3%	12,8%
8,5%	3.838	3.989	4.140	4.290	4.441
9,0%	3.671	3.812	3.954	4.095	4.236
9,5%	3.523	3.656	3.789	3.922	4.055
10,0%	3.392	3.518	3.644	3.769	3.895
10,5%	3.275	3.394	3.513	3.632	3.751

WACC	Végső érték növekedés				
	0,4%	0,7%	1,0%	1,3%	1,6%
8,5%	3.881	4.005	4.140	4.285	4.443
9,0%	3.723	3.834	3.954	4.082	4.222
9,5%	3.583	3.682	3.789	3.904	4.028
10,0%	3.457	3.547	3.644	3.747	3.857
10,5%	3.344	3.426	3.513	3.606	3.706

Összehasonlító mutatószámok (peer group) értékelés

Cég	P/E			EV/EBITDA			P/B
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
ENERGIEKONTOR AG	30,5	24,5	24,4	16,1	13,5	13,1	12,0
A2A SPA	9,8	10,2	9,7	6,4	6,0	5,7	1,4
VEOLIA ENVIRONNEMENT	16,2	13,5	11,3	6,6	6,3	5,9	2,0
EDP RENOVAVEIS SA	30,0	30,1	30,0	13,8	13,4	12,6	2,4
ACCIONA SA	22,1	19,3	20,6	9,0	8,8	8,7	2,1
ORSTED A/S	18,7	30,0	27,0	10,9	13,1	12,1	5,5
Medián	20,4	21,9	22,5	9,9	11,0	10,4	2,3
Átlag	21,2	21,3	20,5	10,5	10,2	9,7	4,2
ALTEO	4,4	4,1	5,3	3,2	3,0	3,2	3,1
Mediántól eltérés	-79%	-81%	-76%	-68%	-73%	-70%	39%
Átlagtól eltérés	-79%	-81%	-74%	-69%	-71%	-67%	-26%

2022 december 2-i árak alapján

Forrás: Bloomberg, Erste

Habár az összehasonlító mutatószámok értékelés bizonyos értelemben nem releváns, ennek ellenére azért a jelentős alulértékeltség mégis szembetűnő, s mutatja, hogy a részvény nagy valószínűséggel alulértékelt. Persze ez abból is látszik, hogy a P/E értékeltség 4-5 környékére esik, míg a relevánsabb EV/EBITDA érték 3 körül van. Ez pedig – csak emlékeztetőül – azt jelenti, hogy ha a cég most megszüntetné a beruházásokat, akkor három év alatt termelné meg a részvények árát és a hitelt, ami igencsak attraktív. Ugyanakkor a jelenlegi nyomott piaci környezetben találunk hasonlóan alacsony értékeltségű részvényeket. A különbség az, hogy azok sok esetben a ciklus tetején vannak, ami ugyan igaz az ALTEO-ra is, azzal a különbséggel, hogy az ALTEO előtt viszont komoly nem organikus növekedési lehetőség van. (Magas pénztermelés, beruházási lehetőségek.) Így a részvény igazán attraktívnak tekinthető.

Erste Group Research – Vállalatelemzés
ALTEO Energiaszolgáltató Nyrt | Utilities
2022. december 7.

Eredménykimutatás	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
(IFRS, millió forint, 31/12)	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Árbevétel	32.981	44.249	101.466	141.707	137.277	92.819
Készletváltozás és aktivált teljesítmény	0	0	0	0	0	0
Összes bevétel	32.981	44.249	101.466	141.707	137.277	92.819
Egyéb működési bevételek	0	0	0	0	0	0
Anyagjellegű ráfordítások	-23.072	-25.624	-68.988	-107.740	-107.128	-65.948
Személyi jellegű ráfordítások	-3.770	-4.192	-5.496	-6.138	-6.320	-6.458
Egyéb működési költségek	-715	-1.553	-6.208	-5.939	-5.076	-5.065
EBITDA	5.423	12.880	20.773	21.889	18.753	15.348
Amortizáció	-2.859	-3.937	-3.820	-3.881	-4.330	-4.615
EBIT	2.565	8.943	16.953	18.008	14.422	10.733
Pénzügyi eredmény	-1.090	-1.871	-449	-65	-31	477
Rendkívüli eredmény	0	0	0	0	0	0
Adózás előtti eredmény	1.474	7.072	16.504	17.942	14.391	11.210
Adó	-884	-1.215	-2.811	-3.485	-3.118	-2.236
Megszűnő tevékenység eredménye	0	0	0	0	0	0
Kisebbségi részesedés	-4	-2	-37	-37	-37	-37
Részvényesekre jutó nettó eredmény	587	5.855	13.657	14.421	11.237	8.938
Mérleg	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
(IFRS, millió forint, 31/12)						
Immateriális javak	3.037	2.517	4.901	4.602	4.585	4.294
Tárgyi eszközök	25.523	25.738	26.748	32.291	37.386	42.052
Pénzeszközök	2.505	3.116	1.226	3.678	7.471	10.637
Befektetett eszközök	31.065	31.371	32.875	40.572	49.443	56.983
Készletek	443	1.077	1.506	2.360	2.427	1.446
Követelések és egyéb forgóeszközök	9.921	24.634	36.896	44.981	42.840	32.364
Egyéb eszközök	0	0	0	0	0	0
Pénzeszközök és egyenértékeseik	3.455	3.679	14.159	9.298	14.494	22.603
Forgóeszközök	13.819	29.390	52.560	56.640	59.762	56.413
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	44.884	60.761	85.436	97.211	109.204	113.396
Részvényesi tőke	8.540	18.999	32.920	46.700	57.937	66.874
Kisebbségi részesedés	8	10	47	83	120	156
Hibrid tőke és egyéb tartalékok	0	0	0	0	0	0
Egyéb elhatárolások	0	0	0	0	0	0
Céltartalékok	0	0	0	0	0	0
Hosszú lejáratú hitel	24.348	20.929	20.885	20.320	19.754	19.195
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	3.558	3.562	4.425	3.757	4.328	4.801
Hosszú lejáratú kötelezettségek összesen	27.906	24.491	25.311	24.077	24.081	23.996
Rövid lejáratú hitel	930	2.732	6.420	420	420	420
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	7.501	14.529	20.738	25.932	26.647	21.949
Rövid lejáratú kötelezettségek összesen	8.431	17.261	27.158	26.352	27.067	22.369
SAJÁT TŐKE ÉS KÖTELEZETTSÉGEK	44.884	60.761	85.436	97.211	109.204	113.396
Cash Flow kimutatás	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
(IFRS, millió forint, 31/12)						
Működési cash flow	5.335	7.381	12.891	13.521	19.508	21.378
Befektetési cash flow	-7.662	-3.487	-4.125	-9.080	-9.080	-9.080
Finanszírozási cash flow	889	-3.681	1.713	-9.301	-5.232	-4.190
PÉNZESZKÖZÖK ÁLLOMÁNYVÁLTOZÁSA	-1.393	224	10.479	-4.861	5.196	8.109
Marginok & Arányszámok	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Árbevétel növekedése	29,0%	34,2%	129,3%	39,7%	-3,1%	-32,4%
EBITDA ráta	16,4%	29,1%	20,5%	15,4%	13,7%	16,5%
EBIT ráta	7,8%	20,2%	16,7%	12,7%	10,5%	11,6%
Nettó profit ráta	1,8%	13,2%	13,5%	10,2%	8,2%	9,7%
ROE	8,2%	42,5%	52,6%	36,2%	21,5%	14,3%
ROCE	3,5%	19,4%	30,2%	25,8%	17,4%	12,6%
Tőke arány	19,0%	31,3%	38,6%	48,1%	53,2%	59,1%
Nettó adósság	21.822	19.982	13.147	11.441	5.679	-2.988
Forgótőke	5.388	12.129	25.402	30.288	32.695	34.044
Felhasznált tőke	33.928	42.553	50.539	61.981	68.063	68.844
Készletek forgási sebessége	68,3	33,7	53,4	55,7	44,8	34,1

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@mn.b.hu, Levélcím: Magyar Nemzeti Bank, 1850 Budapest, honlap: www.mnb.hu)

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

Jelen Dokumentum tekintetében a Társaság által az összeférhetlenségek megelőzésére és elkerülésére létrehozott hatékony belső szervezeti és igazgatási megoldásai, valamint információs korlátok leírása a Társaság Összeférhetlenség elkerülésével kapcsolatos összefoglaló rendelkezések című dokumentumában olvashatók, amely az Üzletszabályzat mellékleteként elérhető a www.ersteinvestment.hu 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 ösztönzésként sem szerepelhet. A Dokumentumban szereplő valamennyi információ, elemzés és következtetés általános természetű. A jelen Dokumentum nem szándékozik átfogó áttekintést adni bármely befektetésről és annak potenciális kockázatairól és eredményeiről, továbbá nem veszi számításba a befektetők egyéni igényeit az értékpapír vagy pénzügyi eszköz használatával, adóügyi vonatkozásaival, kockázataival és megfelelő voltával kapcsolatban. Ezért a jelen Dokumentum nem pótolja a befektetőkre és befektetésre vonatkozó értékelést, sem az átfogó 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 befektetőknél 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.

Erste Group Research – Vállalatelemzés

ALTEO Energiaszolgáltató Nyrt | Utilities

2022. december 7.

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

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

Erste Group értékelési definíciók

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

Célárainkat a részvények fair értékének meghatározásával alakítjuk ki, úgy hogy figyelembe vesszünk egyéb fundamentális 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

Összeférhetetlenségi szabályok:

https://www.ersteinvestment.hu/static/befrt/download/Erste_Befektetes_i_Zrt_Uszab_6_Melleklet_osszeferhetlens_eg_20150601.pdf

Összeférhetetlenségi esetek:

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

Az elemzés készítése során használt módszertan:

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