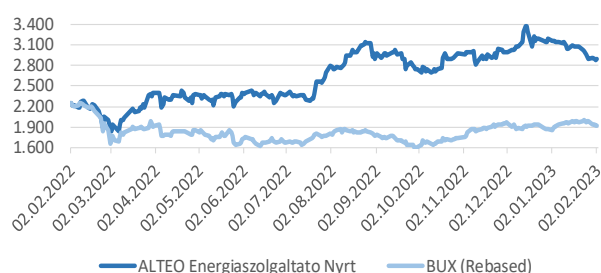


ALTEO Energiaszolgáltató Nyrt

Vétel

millió forint	2022e	2023e	2024e	2025e
Árbevétel	100.232	111.034	110.287	89.704
EBITDA	20.194	20.242	17.780	14.892
EBIT	16.374	16.361	13.449	10.277
Nettó eredmény	13.146	13.030	10.844	8.564
EPS (HUF)	685	679	565	446
CEPS (HUF)	897	897	811	711
BVPS (HUF)	1.689	2.335	2.900	3.346
Osztalék (HUF)	141	223	186	147
EV/EBITDA (x)	3,4	3,2	3,4	3,6
P/E (x)	4,2	4,2	5,1	6,5
P/CE (x)	3,2	3,2	3,6	4,0
Osztalék hozam	4,9%	7,7%	6,4%	5,1%
Részvényár (HUF), 2023/02/06				2.950
Részvényszám (mn)				19,9
Piaci kapitalizáció (HUF mn / EUR mn)			58.798 / 148,7	
Cégérték (HUF mn / EUR mn)			69.797 / 176,6	



Részvényárfolyam	1 év	6 hó	3 hó	1 hó
változása forintban	28,4%	4,0%	-2,4%	-8,5%
Reuters	ALTS.BU	Közközhang		28,0%
Bloomberg	ALTEO HB	Részvényesek		WAM (52%)
Div. Ex-date				MRP (5,81%)
Célfolyam	3.920	Honlap:		https://alteo.hu/

Elemző:

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

Az üzlet megy tovább

Az ALTEO megbízásából, a MOL RES nyilvános vételi ajánlathoz kapcsolódóan az alábbiakban frissítjük a 2022. december 7-én közzétett vállalatelemzésünket.

A csökkentett áram- és gázár előrejelzéseknek köszönhetően enyhén csökkent a 2022-es és az az utáni évekre vonatkozó eredménybecslés.

A hozamok év eleji erőteljes csökkenése alacsonyabb alternatíva költséget von magával, és még a kockázati prémium növekedésének ellenére is pozitívan hat a részvények értékére.

Alapvetően e két tényező ellentétes hatásának köszönhetően emelkedett a fair érték, így a korábbi 3.790 forintról 3.920 forintra emelkedett a célárfolyam. Ez 29 százalékkal magasabb, mint a MOL RES ajánlatában szereplő részvényár.

A tulajdonosváltáshoz és a nyilvános vételi ajánlathoz kapcsolódóan nem változott a modell, hiszen a MOL RES jelenleg nem kíván változtatni a cég stratégiáján és menedzsmentjén.

Változtatások a modellben

1. Árfolyam-előrejelzések frissítése
2. Inflációs várakozások
3. Az Energikum és az ECO-FIRST akvizíciója
4. Eredmény-előrejelzés változása
5. Hitelek, az adósság alakulása

Árfolyam-előrejelzések frissítése

Alacsonyabb földgáz- és áramárakat várunk az idej és az elkövetkező évre most, mint két hónappal ezelőtt

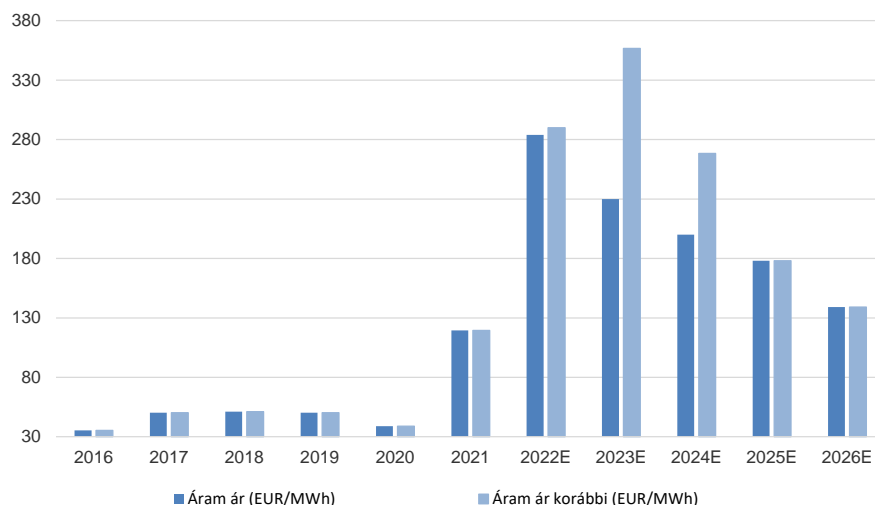
Az elmúlt két hónapban nagyot csökkentek a tőzsdei gázárak. A december eleji szintről nagyjából feleződést láthattunk az elmúlt időszakban. Ennek számos oka van:

- December végén és januárban az átlagosnál jóval melegebb volt az időjárás, ami a szakembereket is meglepi.
- Az EU-ban a piaci szereplők komolyan veszik a gázfogyasztás 15-20 százalékos csökkentését.
- Valószínűleg a spekulációt is sikerült letörni a holland tőzsdén, az ár sapka és az árazási mechanizmus megváltoztatásával.
- Az árak csökkenését látva az oroszok is engedékenyebbnak tűnnek mind az elszámolás, mind a szállítási mennyiség kérdésében.
- Ráadásul a cseppfolyós gáz (LNG) is „ömlik” az unióba.

Ennek köszönhetően a gáztárolók az elmúlt négy év átlagos 51,9 százalékos töltöttségéhez képest jelenleg 71,6 százalékon állnak, ami azt jelenti, hogy egy átlagos évhez képest jelenleg 20 milliárd köbméter többlettel rendelkezünk. Persze ha hidegre fordul az időjárás, vagy végül mégsem jön gáz Oroszországból, akkor újra kialakul a piaci feszültség. Ennek továbbra is magas a kockázata, leginkább az év második felében, a 2023-2024-es fűtési szezonban. Ugyanis a tavalyi 65 milliárd köbméter után, idén 20-25 milliárd köbméter földgáz érkezik Oroszországból, ha a jelenlegi szállítási mennyiségekkel számolunk. Ez azt jelenti, hogy 40-45 milliárd köbméterrel több földgázra lesz szükségünk, ami részben az idej megtakarításból jöhet. Ugyanakkor veszélyt jelent a kínai gazdaság magára találása a magasabb földgázigénnyel (ami miatt visszaeshet az Európába szállított LNG mennyiség), illetve ha visszatér a szokásos hideg jövő télen, az is szűkösséghez és magasabb árakhoz vezethet. Egyébként a jelenlegi alacsonyabb gáz- és áramárak már kisebb kihatással vannak erre a szezonra, hiszen a cégek, köztük az ALTEO is, előre fedezi az alapanyag szükségletének és az értékesítésének nagy részét.

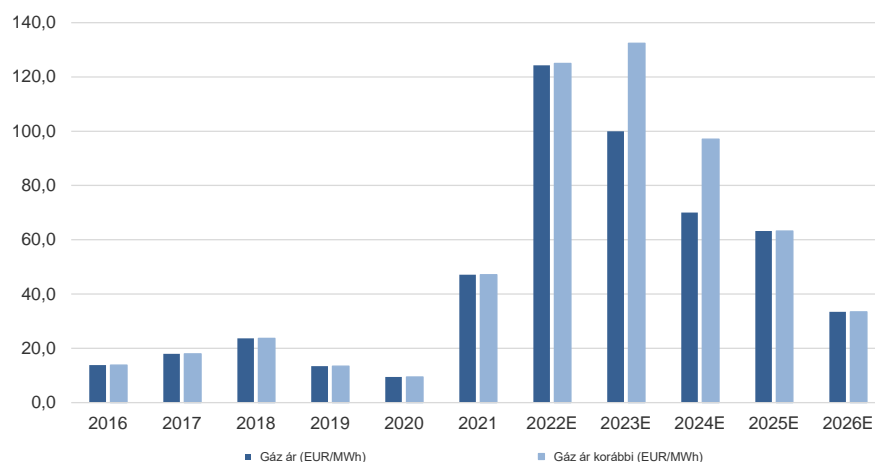
A fenti megfontolásoknak megfelelően aktualizáltuk az éves áram és gáz átlagárakat 2022-re, s csökkentettük a 2023-ra és 2024-re vonatkozó előrejelzésünket. Ezek a következő grafikonokon láthatók.

Áramár (EUR/MWh)



Forrás: Bloomberg, Erste becslés

TTF gázárak (EUR/MWh)



Forrás: Bloomberg, Erste becslés

A széndioxid kvóta árakon, előrejelzésen nem változtattunk a decemberi 7-én publikált elemzéshez képest. Ez konzervatív becslésnek számít, hiszen az év második felében megindulhat a 20 milliárd euró értékűre tervezett, a 2026-2030 periódusból előrehozott széndioxid kvóták értékesítése (2023 és 2025 között), ami mintegy 6 százalékos piaci túlkínálatot okozhat az elkövetkező két és fél évben. Így könnyen előfordulhat, hogy az év második felétől alacsonyabb széndioxid kvóta árakat láthatunk majd, ami kedvező lenne az ALTEO számára.

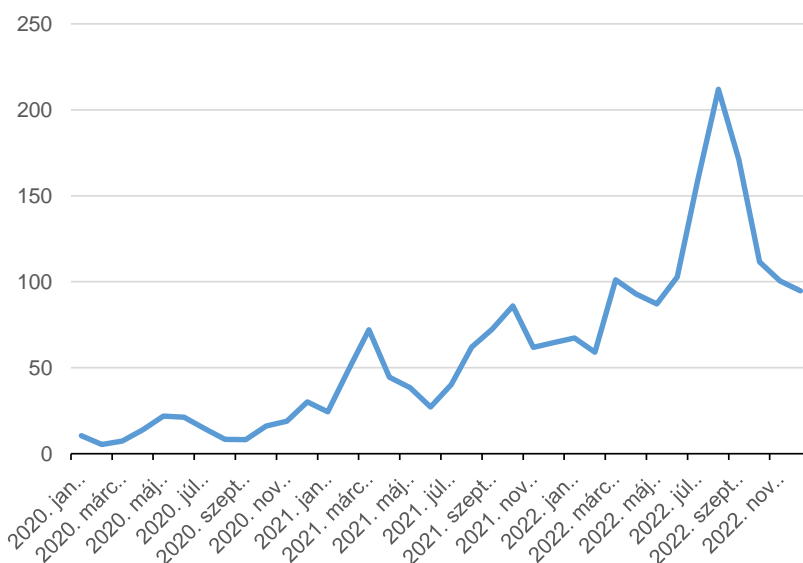
Továbbra is erős a kapacitás piac. Ugyanakkor a kiegyenlítő energia árak a hónapokkal ezelőtti csúcspontok után konszolidálódni látszanak, de még így is jóval magasabb értéken állnak, mint egy évvel ezelőtt!

A kiegyenlítő piacokon vegyesen alakultak az árak. A primer, FCR piac kapacitás árai enyhén, néhány százalékkal tovább emelkedtek decemberhez képest, s az idén januári átlagár már csak néhány száz forinttal maradt el a 30.000 Ft/MW/h értéktől, míg februárban pár napon meghaladja azt, a tender eredmények alapján. Ugyanakkor a szekunder piacon az új évben egy picit csökkent a feszültség, s pl. a pozitív kiegyenlítői kapacitás átlagárak a decemberi 50.000 Ft/MW/h fölötti szintről

az alá csökkentek. Ezek az árak azért persze még mindig magasak, s meghaladják az egy évvel ezelőtt látott 15.000-25.000 Ft/MW/h árakat.

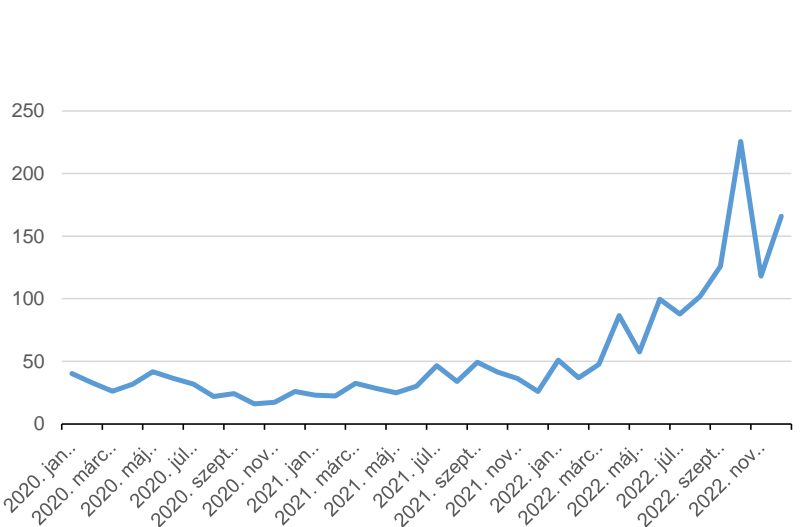
A szekunder piaci kiegyenlítési árak csökkentek a jelenleg elérhető novemberi-decemberi adatok alapján, az után, hogy az előző hónapokban komoly emelkedést láthattunk. A negatív (leszabályozási) árak kismértékben csökkentek az októberi jelentős csökkenést követően, de továbbra is hasonlóan magas értékeket mutattak, mint a második negyedévben. A pozitív energia árak pedig az októberben látott "robbanást követően" konszolidálódtak, de még így is jóval magasabbak, mint a 2022-es év első felében látott értékek.

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



Forrás: Erste számítások (MAVIR adatok alapján)

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



Forrás: Erste számítások (MAVIR adatok alapján)

Inflációs várakozások

Egyre magasabb inflációval kellett számolnunk az elmúlt időszakban. Az infláció növeli az operatív költséget, amit részben ellensúlyoz a KÁT rendszerű erőművek inflációhoz kötött bevételnövekedése.

Az év során jelentős változások következtek be az inflációban és az inflációs előrejelzésekben is. A gazdasági környezet kedvezőtlenül változott. Ugyanakkor az üzemanyagár sapka eltörlése decemberben és januárban is tovább növeli az inflációt. Az inflációnövelő hatás ebben az esetben 2,5 százalékpont körül lehet, így a csúcs 26-27 százalék körül alakulhat. Hosszabb tetőzés után (20 százalék feletti infláció) az év második felében következhet be egy gyors csökkenés.

Az inflációnak alapvetően két hatása van az ALTEO teljesítményére. Van egy jótékony, ami a KÁT rendszerben levő 34 MW (vízerőművel együtt 35 MW) megújuló kapacitás termelt árat emeli, mégpedig az infláció mínusz egy százalékkal, a kötelező termelékenység javulás miatt. Ez a kapacitás 2026-ra különben 19 MW-ra (+1 MW víz) csökken, és az elmúlt néhány évben installált kapacitásokat fogja csak tartalmazni, de azt még hosszú évekig, mivel a 2018-2019-es üzembeállítást követően 25 évig élvezik a kötelező átvételi rendszer előnyeit. Ugyanakkor van egy negatív hatás, mégpedig az operatív költségek növekedése. A két tényező együttes hatása a modellünk alapján enyhén negatív, de közel van a nullához, s például szigorú költséggazdálkodással a két tényező gyakorlatilag kiegyenlítheti egymást.

Infláció

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
2022 február	0,4%	2,3%	2,9%	3,4%	3,3%	5,1%	14,5%	18,5%	4,7%	3,2%	3,0%
2022 december	0,4%	2,3%	2,9%	3,4%	3,3%	5,1%	14,2%	14,5%	4,3%	3,2%	3,0%
2022 május	0,4%	2,3%	2,9%	3,4%	3,3%	5,1%	8,6%	4,8%	3,6%	3,2%	3,0%

Forrás: Erste

Az Energikum és az ECO-FIRST akvizíciója

Az Energikum és az ECO-FIRST felvásárlása elég kicsi ahhoz, hogy számottevően ne hasson az ALTEO értékelésére

Az ALTEO kötelező vételi ajánlatot tett az Energikum Zrt. részvényeire, amely 99 százalékban tulajdonolja a 2MW biogáz termelő kapacitással rendelkező nagykörösi erőművet (ENERGIGAS). Az erőművet az ALTEO üzemelteti 1 százalékos tulajdonrész mellett. A cég emellett ajánlatot tett az ECO-FIRST Kft. 33 százalékos tulajdonrészére is. Az ECO-FIRST egy jelentős hulladékkereskedő (pl. lejárt szavatosságú élelmiszerek), és a nagykörösi biogáz üzem fontos beszállítója. Az ALTEO már eddig is 67 százalékos tulajdonosa volt az ECO-FIRST-nek.

Az ENERGIGAS 2,5 milliárd forint beruházással épült, és 2016 óta üzemelteti az ALTEO. A beruházás nagy része hitel volt, s a cég könyveiben jelenleg is jelentős, több mint 1,5 milliárd forint hitel szerepel, míg a saját tőke 125 millió forint volt tavalyelőtt, miközben a működés veszteséges volt 2021-ben. Igaz, a magasabb árak idéntől nyereségesse tehetik a céget. Az ECO- FIRST pedig néhány millió forint profitot termelő cég, amely 2021-ben 37 millió forint saját tőkével rendelkezett. Ezért a vételár szerintünk nagy valószínűséggel nem haladja meg a néhány százmillió forintot. Ugyanakkor az ajánlatot a tulajdonosok még nem fogadták el, így a tranzakcióhoz szükséges hatósági jóváhagyások is hiányoznak. Ezért az új szerzeményt nem építettük be a modellünkbe, már csak azért sem, mert a tranzakcióról nagyon hiányosak az információk. Ugyanakkor valószínűleg a felvásárlás megvalósulása esetén is marginális lesz az akvizíciók hatása az ALTEO fair értékre, a kis méret miatt.

Eredmény-előrejelzés változások

Az előrejelzés változtatásoknak köszönhetően enyhén csökkentek az eredmény-előrejelzések 2022-re és az elkövetkező évekre

A fenti tényezőknek köszönhetően enyhén csökkentek a 2022-es és az elkövetkező évekre vonatkozó előrejelzéseink a 2022. december 7-én közzétett elemzésünkben szereplőhöz képest.

Eredménykimutatás

millió forint	2022E új	2022E régi	2023E új	2023E régi	2024E új	2024E régi
Árbevétel	100.232	101.466	111.034	141.707	110.287	137.277
Anyagjellegű ráfordítások	(68.321)	(68.988)	(78.484)	(107.740)	(80.845)	(107.128)
Személyi jellegű ráfordítások	(5.509)	(5.496)	(6.368)	(6.138)	(6.586)	(6.320)
Értékcsökkenés	(3.820)	(3.820)	(3.881)	(3.881)	(4.330)	(4.330)
Egyéb bevételek/(ráfordítások)	(6.547)	(6.547)	(6.280)	(6.280)	(5.416)	(5.416)
Aktivált saját teljesítmények	339	339	341	340	340	340
Működési Eredmény	16.374	16.953	16.361	18.008	13.449	14.422
Pénzügyi bevételek/(ráfordítások)	(447)	(449)	(223)	(65)	108	(31)
Adózás előtti eredmény	15.927	16.504	16.137	17.942	13.557	14.391
Jövedelemadó ráfordítás	(2.744)	(2.811)	(3.071)	(3.485)	(2.677)	(3.118)
Nettó eredmény (folytatandó tevékenységekből)	13.183	13.694	13.066	14.458	10.880	11.273
Ebből az anyavállalat tulajdonosait illeti:	13.146	13.657	13.030	14.421	10.844	11.237
Ebből a nem kontrolláló érdekeltséget illeti:	37	37	37	37	37	37
EBITDA	20.194	20.773	20.242	21.889	17.780	18.753
EPS	685	712	679	752	565	586

Forrás: Erste

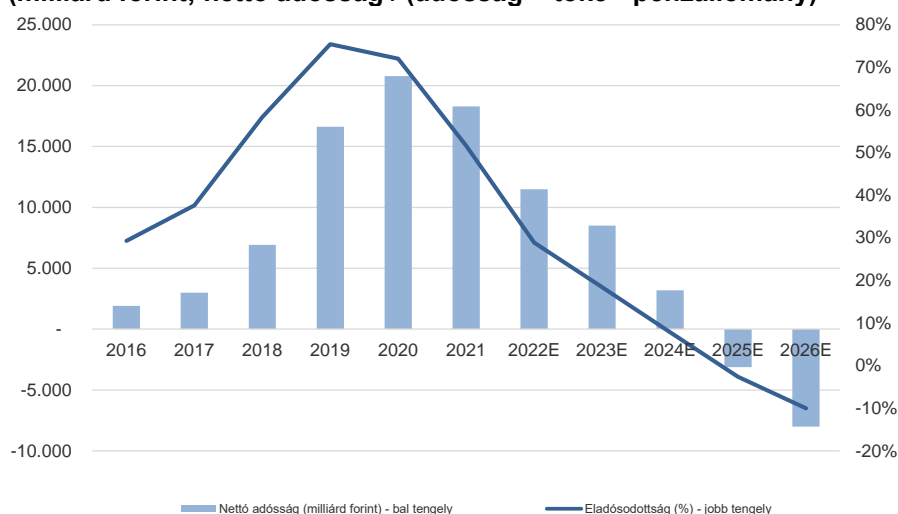
Hitelek, az adósság alakulása

Az erős pénztermelő képességen és eladósodottság csökkenésen nem nagyon változtattak a modellben eszközölt módosítások. Továbbra is igaz, hogy jelentősebb beruházásokra is képes a cég, amelyek nem szereplenek a modellben, s így persze értéknövelő hatással sem bírnak.

A modellben eszközölt módosítások enyhén megváltoztatták az adósság alakulását, de a modell alapján továbbra jelentősen megugrik a készpénztermelő képesség, a stagnáló, csökkenő energiaáraknak köszönhetően. A jelentős nyereség és a csökkenő forgótőke szükséglet emeli a készpénzállományt. A beruházási terven nem változtattunk. 2024 elejétől évente egy 5 MW akkumulátor és 2*10 MW naperőmű üzembehelyezésével számolunk. Az utóbbi esetben PPA (Power Purchase Agreement) keretében történő megvalósítással, 95 EUR/MWh értékesítési árral és akkumulátor illetve napelem egységenként rendre 1 milliárd forint és 8 millió euró beruházási költséggel számolunk. A dinamikus csökkenő eladósodottság jól mutatja, hogy az általunk felvázoltnál jóval gyorsabban is tud növekedni a cég további jelentős beruházásokkal, ha arra lehetősége nyílik.

Adósság és eladósodottság

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



Forrás: ALTEO, Erste becslés

A tulajdonosváltás nem jár sem menedzsment, sem stratégia váltással, így az értékelési modellre sincs hatással

Tulajdonosváltás, nyilvános ajánlat

A MOL egyik leányvállalata, a MOL RES Investments (MOL RES) által vezetett, összehangoltan eljáró felek, melynek tagjai a Diófa Alapkezelő által kezelt Főnix Magántőkealap (Főnix) és az Indotek-Investments által kezelt Riverland Magántőkealap (Riverland), 2022. december 17-én bejelentették, hogy két lépésben megveszik a Wallis Asset Management (WAM) ALTEO-ban fennálló 61,557 százalékos teljes részesedését.

A vételár 2.872 forint részvényenként.

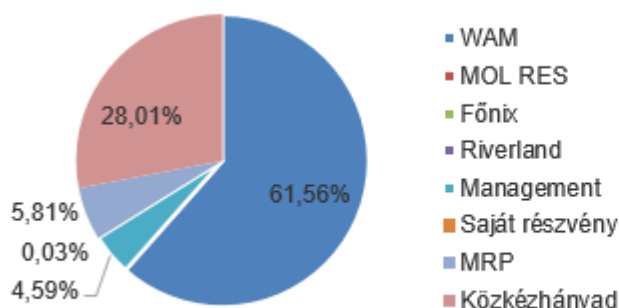
Az összehangoltan eljáró felek első körben 2022. december 21-i dátummal egyenként 3,33 százalékos tulajdonrészt szereztek az ALTEO-ban (kisebbségi rész vásárlásának pénzügyi zárása). A maradék, többségi, 51,457 százalék megvásárlásának pénzügyi zárása egy későbbi időpontban várható. A megszerzett részvényeket egyenlően osztják el egymás között a felek.

A tulajdonosváltáshoz kapcsolódóan az összehangoltan eljáró felek nevében a MOL RES nyilvános ajánlatot tesz (i) az ALTEO összes kibocsátott részvényére (ii) 3.040 forint per részvény áron. A felek a megszerzett részvényeket egyenlő arányban osztják el egymás között.

A nyilvános ajánlat életbe lépéséhez szükséges a MEKH (Magyar Energetikai és Közmű-szabályozási Hivatal), a GVH (Gazdasági Versenyhivatal) és az MNB (Magyar Nemzeti Bank) jóváhagyása. A MEKH jóváhagyását követően az MNB 2023. február 6-án engedélyezte a nyilvános ajánlat életbe lépését.

A tulajdonosi struktúra változása

Tulajdonosok a WAM értékesítési tranzakciója előtt

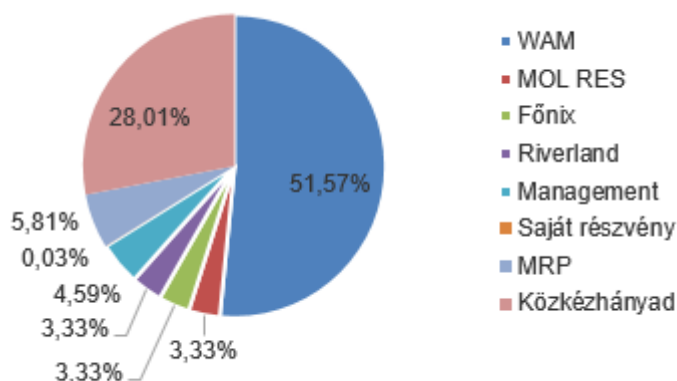


Tulajdonosi szerkezet 2022. december 16.

WAM	12.269.164	61,56%
MOL RES	-	-
Főnix	-	-
Riverland	-	-
Management	914.424	4,59%
Saját részvény	6.220	0,03%
MRP	1.158.263	5,81%
Közkézhányad	5.583.403	28,01%
Összesen	19.931.474	100,00%

Forrás: ALTEO

Aktuális tulajdonosi szerkezet

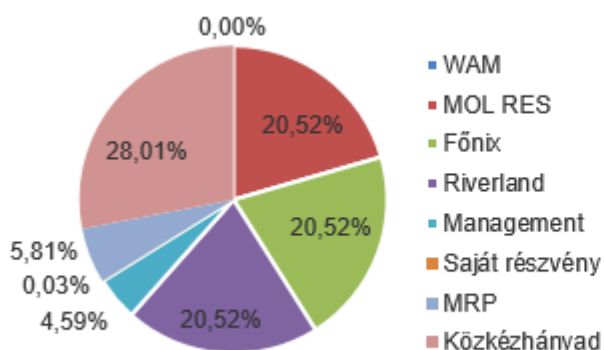


Tulajdonosi szerkezet 2022. december 21.

WAM	10.278.009	51,57%
MOL RES	663.719	3,33%
Főnix	663.718	3,33%
Riverland	663.718	3,33%
Management	914.424	4,59%
Saját részvény	6.220	0,03%
MRP	1.158.263	5,81%
Közkézhányad	5.583.403	28,01%
Összesen	19.931.474	100,00%

Forrás: ALTEO

Tulajdonosi szerkezet a WAM teljes részvénytartalékának adás-vétele után



Tulajdonosi szerkezet a WAM teljes részvénytartalékának adás-vétele után

WAM	-	0,00%
MOL RES	4.089.722	20,52%
Főnix	4.089.721	20,52%
Riverland	4.089.721	20,52%
Management	914.424	4,59%
Saját részvény	6.220	0,03%
MRP	1.158.263	5,81%
Közkézhányad	5.583.403	28,01%
Összesen	19.931.474	100,00%

Forrás: ALTEO

A többségi tulajdonosváltást követően egy szórtaabb tulajdonosi szerkezet alakul ki, ahol egy szakmainak tekinthető és két pénzügyi kisebbségi tulajdonos jelenik meg a korábbi többségi tulajdonos pénzügyi befektető helyett.

A nyilvános ajánlat során a kiszorítási küszöböt (90 százalék) meghaladó tulajdonrész megszerzését nehezítheti, és így a részvények tőzsdéi kivezetésének valószínűségét csökkentheti, hogy az MRP és a menedzsment (igazgatósági tagokkal együtt) kezében összesen 10,4 százaléknyi részvény van.

Ugyanakkor a nyilvános ajánlat következtében esetlegesen csökkenő közkézhányadnak köszönhetően csökkenhet a részvények tőzsdéi likviditása, ami mind a vételi, mind az eladási tranzakciókat nehezítheti a jövőben.

A tulajdonosváltás hatása a cégre

A MOL RES által benyújtott működési terv szerint:

- Az ALTEO jelenlegi működése és üzleti modellje alapvetően megfelelő a további fejlődéshez, a nyilvános ajánlat következtében az üzleti terv várhatóan nem kerül módosításra.
- Az ajánlattevő jelenleg nem tervez változtatást a menedzsmentben és a jelenleg fennálló humán erőforrásban.
- A MOL RES támogatja az ALTEO stratégiájának sikeres megvalósítását.

Mindez azt jelenti, hogy a tulajdonosváltáshoz kapcsolódóan nem szükséges változtatásokat eszközölni a modellen, így ez a részvények fair értékére sincs jelenleg hatással.

Ugyanakkor a MOL, mint jelentős energiapiaci, tőkeerős szereplő megjelenése a tulajdonosi körben lehetőséget teremthet arra, hogy az ALTEO gyorsabban vagy akár nagyobb méretben valósítsa meg növekedési terveit.

A Scope Ratings a nyilvános ajánlat kapcsán felülvizsgálat alá vette az ALTEO hitelminősítését, egy lehetséges pozitív felminősítéssel.

A nyilvános ajánlat részvényenkénti 3.040 forintos ára elmarad a részvények jelenlegi fair értékétől, a részvényekre vonatkozó célárfolyam 29 százalékkal haladja meg azt.

Kockázatok

Likviditási kockázat	A nyilvános ajánlat következtében csökkenhet a szabad közkezhányad, ami csökkenheti a részvények tőzsdei likviditását, s így tovább nehezítheti a részvények tőzsdei adás-vételét.
Piaci kockázat	A nyersanyag és energiaárak gyors és hektikus változása jelentős kockázatot hordozhat magában, még akkor is, ha a cég fedezeti ügyletekkel igyekszik minimalizálni az ilyen irányú kockázatait.
Szabályozói kockázat	Az energiapiac az elmúlt évek deregulációjának ellenére is erősen szabályozott piacnak tekinthető. Nem zárhatók ki olyan változtatások, amelyek bizonyos üzleti tevékenységet vagy tevékenységeket negatívan érinthetnek. Ilyen lehet akár a rendkívüli adók kivetése is, vagy éppen bizonyos beruházásokra vonatkozó feltételek hiánya.
Megvalósítási kockázat	A cég növekedési stratégiája a beruházásokra illetve akvizíciókra épül, amiben erős track record-dal rendelkezik. Ugyanakkor ezek a lehetőségek az aktuális gazdasági, üzleti környezettől függenek.
Pénzügyi kockázat	Deviza ügyletek kockázata, fedezeti ügyletekhez köthető kockázatok.
Időjárási kockázat	A megújuló energia időjárás függő. A termelő felelőssége a menetredezés. Az ALTEO azon túlmenően, hogy rendelkezik saját megújuló energiaportfólióval, nyújt is ilyen szolgáltatást, s ezzel átveszi ezt a kockázatot más termelőktől.

Értékelés

Ahogy korábban is, DCF értékelést és összehasonlító mutatószám (peer group) értékelést is végeztünk. A külföldi részvényekből álló peer csoport masszívan magasabban értékelt, ami a teljes magyar piac alulértékelttségének is köszönhető. Ezért a DCF modellt vettük alapul a célárfolyam meghatározásánál, így a 12 hónapos egy részvényre vonatkozó célár 3.920 forintnak adódott.

DCF értékelés

Az aktualizált modell alapján DCF értékelést végeztünk. Ez alapján azt találtuk, hogy a cég egy részvényének fair értéke 3.920 forint 12 hónap távlatában, ami mintegy 33 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 idei átlagos hozama alapján 7,7 százalék, az elmúlt hetek hozamcsökkenésének köszönhetően. A végérték (Terminal Value vagy TV), örökjáradék számításnál a magyar 10 és 20 éves állampapírok idei átlagos hozamából számított „10 év múlva érvényes 10 éves hozam” értékét vettük figyelembe, ami 7,2 százaléknak adódott, mint kockázatmentes

hozam. Ezek az értékek 50 és 20 bázispontos csökkenést mutatnak a decemberi elemzésben levő értékekhez képest.

- A részvény kockázati prémiumot az Erste módszertan alapján a Magyarország szuverén államadósságára vonatkozó minősítés alapján határoztuk meg, ami az előrejelzés periódusában 7,45, míg a TV számításánál 7,0 százalékra emelkedett az S&P leminősítést követően, a korábbi 7,2 és 6,8 százalékról.
- A piaci bétát az elmúlt két év hetes adataiból számítottuk, amelynek módosított értéke 0,7. A TV számításánál a szokásos módon 1-es értéket használtunk, ami a piaccal való együtt mozgást jelenti. Az explicit periódusban ez kismértékű csökkenést jelent a korábbi elemzésünkben használt értékhez képest.
- A cég hitelköltségét az explicit előrejelzésben a 10 éves hozam + 250 bázispontra választottuk, azaz 10,2 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 és a minap folyósított 4 milliárd forint zöldhitel (Taxonómia) – 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 4,4 milliárd forinttal alacsonyabb. Ezt vettük figyelembe a fair érték számításnál a DCF modellben. A hozamszint csökkenése miatt a hitel piaci értéke és a nominális hitel közötti érték kismértékben csökkent a decemberi elemzésben használt értékhez képest, ahogy a piaci becsült hitelköltség is. A Scope Ratings-től érkező esetleges felminősítés esetén a prémium, és így a hitelköltség is tovább csökkenne „*ceteris paribus*“.
- 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 tőkearánynál. 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 az idei év közepétől számítunk.
- A TV hosszútávú növekedési rátáját konzervatívan 1 százalékknak vettük.

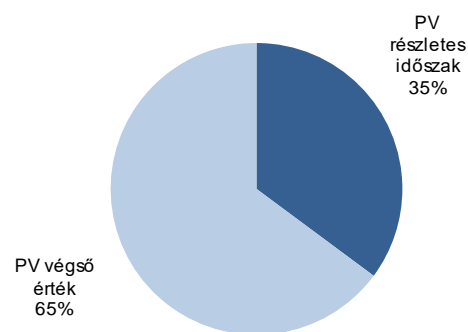
WACC számítás

	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TV
Kockázat mentes hozam	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,2%
Részvénykockázati prémium	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,0%
Béta	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	1,0
Tőke költség	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	13,1%	14,2%
Hitelköltség	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	10,2%	8,7%
Efektív adóráta	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
Adópajzs utáni hitelköltség	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	7,2%
Saját tőke súlya	50%	50%	50%	50%	50%	30%
WACC (súlyozott tőkeköltség)	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	9,3%

DCF értékelés

millió forint	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TV
Árbevétel növekedés	10,8%	-0,7%	-18,7%	-13,1%	1,9%	3,0%
EBIT	16.361	13.449	10.277	9.236	11.248	9.647
EBIT-marzs	14,7%	12,2%	11,5%	11,8%	14,2%	11,8%
Effektív társasági adóráta	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%	17,0%
EBIT adója	-3.386	-3.656	-3.265	-3.077	-3.138	-3.026
NOPLAT	12.975	9.793	7.012	6.158	8.110	6.621
+ 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	-1.178	2.650	4.555	2.269	906	87
Forgótőke változása / árbevétel növekedés	-10,9%	-355,1%	-22,1%	-19,3%	60,8%	-11,0%
- Tőkeberuházások	-9.080	-9.080	-9.080	-9.080	-2.000	-4.824
A cég szabad cash flow-ja	6.537	7.245	6.817	3.962	11.840	6.709
Végző érték növekedés						1,0%
Végző érték						81.744
Diszkontált CF 2022.12.31.	5.899	5.900	5.010	2.628	7.087	48.929
Cégérték 2022.12.31.	75.453					
Kissebségek	46,6					
Nettó adósság	7.075					
Egyéb kiigazítások	0					
Saját tőke értéke 2022.12.31.	68.331					
Saját tőke értéke 2024.01.16.	78.289					
Forgalomban lévő részvények száma (mn)	19,93					
Tőkeköltség	13,1%					
12 hónapos részvény célár (HUF)	3.928					
Emelkedési potenciál	33,1%					
Részvényár (HUF)	2.950					

Cégérték megoszlása



Érzékenység (per részvény)

		Végző érték EBIT-marzs				
		10,8%	11,3%	11,8%	12,3%	12,8%
WACC	8,3%	3.990	4.152	4.314	4.476	4.638
	8,8%	3.805	3.957	4.108	4.260	4.412
	9,3%	3.643	3.785	3.928	4.070	4.213
	9,8%	3.499	3.634	3.768	3.902	4.036
	10,3%	3.371	3.498	3.625	3.752	3.879
		Végző érték növekedés				
		0,4%	0,7%	1,0%	1,3%	1,6%
WACC	8,3%	4.030	4.166	4.314	4.474	4.649
	8,8%	3.856	3.978	4.108	4.250	4.403
	9,3%	3.702	3.811	3.928	4.054	4.189
	9,8%	3.564	3.663	3.768	3.881	4.002
	10,3%	3.440	3.530	3.625	3.727	3.835

Forrás: Erste

Összehasonlító mutatószámok (peer group) értékelés

Cég	P/E			EV/EBITDA			P/B
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
ENERGIEKONTOR AG	28,7	21,6	21,1	8,3	15,3	12,3	12,0
A2A SPA	11,3	11,6	10,9	7,3	6,5	6,2	1,4
VEOLIA ENVIRONNEMENT	18,3	15,4	13,0	8,9	7,0	6,6	2,0
EDP RENOVAVEIS SA	29,4	30,0	27,8	22,4	12,9	12,7	2,4
ACCIONA SA	22,3	19,7	20,5	10,0	8,7	8,6	2,1
ORSTED A/S	15,9	34,2	28,8	26,5	10,0	13,0	5,5
Medián	20,3	20,7	20,8	9,5	9,4	10,4	2,3
Átlag	21,0	22,1	20,4	13,9	10,1	9,9	4,2
ALTEO	4,2	4,3	5,1	3,2	3,1	3,2	1,8
Mediántól eltérés	-79%	-79%	-75%	-66%	-67%	-69%	-22%
Átlagtól eltérés	-80%	-81%	-75%	-77%	-70%	-67%	-58%

Forrás: Bloomberg, Erste; 2023. február 2-i árak alapján

Habár az összehasonlító mutatószámok értékelés bizonyos értelemben nem releváns, ennek ellenére azért a jelentős alulértékeltség mégis szembeütő, 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
2023. február 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	100,232	111,034	110,287	89,704
Készletváltozás és aktivált teljesítmény	0	0	0	0	0	0
Összes bevétel	32,981	44,249	100,232	111,034	110,287	89,704
Egyéb működési bevételek	0	0	0	0	0	0
Anyagjellegű ráfordítások	-23,072	-25,624	-68,321	-78,484	-80,845	-63,017
Személyi jellegű ráfordítások	-3,770	-4,192	-5,509	-6,368	-6,586	-6,730
Egyéb működési költségek	-715	-1,553	-6,208	-5,939	-5,076	-5,065
EBITDA	5,423	12,880	20,194	20,242	17,780	14,892
Amortizáció	-2,859	-3,937	-3,820	-3,881	-4,330	-4,615
EBIT	2,565	8,943	16,374	16,361	13,449	10,277
Pénzügyi eredmény	-1,090	-1,871	-447	-223	108	477
Rendkívüli eredmény	0	0	0	0	0	0
Adózás előtti eredmény	1,474	7,072	15,927	16,137	13,557	10,754
Adó	-884	-1,215	-2,744	-3,071	-2,677	-2,154
Megszűnő tevékenység eredménye	0	0	0	0	0	0
Kisebbségi részesedés	-4	-2	-37	-37	-37	-37
Részvényesekre jutó nettó eredmény	587	5,855	13,146	13,030	10,844	8,564

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	1,225	3,730	6,928	9,966
Befektetett eszközök	31,065	31,371	32,873	40,623	48,899	56,312
Készletek	443	1,077	1,488	1,849	1,950	1,397
Követelések és egyéb forgóeszközök	9,921	24,634	36,643	38,746	37,407	31,746
Egyéb eszközök	0	0	0	0	0	0
Pénzeszközök és egyenértékeseik	3,455	3,679	14,201	14,689	19,501	25,304
Forgóeszközök	13,819	29,390	52,332	55,284	58,858	58,448
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	44,884	60,761	85,205	95,907	107,757	114,759
Részvényesi tőke	8,540	18,999	32,410	44,798	55,642	64,205
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	24,320	23,754	23,195
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	28,077	28,081	27,996
Rövid lejáratú hitel	930	2,732	6,420	420	420	420
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	7,501	14,529	21,019	22,530	23,494	21,982
Rövid lejáratú kötelezettségek összesen	8,431	17,261	27,438	22,950	23,914	22,401
SAJÁT TŐKE ÉS KÖTELEZETTSÉGEK	44,884	60,761	85,205	95,907	107,757	114,759

Cash Flow kimutatás	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
(IFRS, millió forint, 31/12)						
Működési cash flow	5,335	7,381	12,934	14,765	18,668	18,945
Befektetési cash flow	-7,662	-3,487	-4,125	-9,080	-9,080	-9,080
Finanszírozási cash flow	889	-3,681	1,713	-5,197	-4,776	-4,061
PÉNZESZKÖZÖK ÁLLOMÁNYVÁLTOZÁSA	-1,393	224	10,522	488	4,812	5,804

Marginok & Arányszámok	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Árbevétel növekedése	29.0%	34.2%	126.5%	10.8%	-0.7%	-18.7%
EBITDA ráta	16.4%	29.1%	20.1%	18.2%	16.1%	16.6%
EBIT ráta	7.8%	20.2%	16.3%	14.7%	12.2%	11.5%
Nettó profit ráta	1.8%	13.2%	13.2%	11.8%	9.9%	9.6%
ROE	8.2%	42.5%	51.1%	33.8%	21.6%	14.3%
ROCE	3.5%	19.4%	29.3%	24.4%	17.5%	12.4%
Tőke arány	19.0%	31.3%	38.1%	46.8%	51.7%	56.1%
Nettó adósság	21,822.5	19,981.7	13,104.3	10,050.5	4,672.6	-1,689.6
Forgótőke	5,388.2	12,129.5	24,893.7	32,334.3	34,943.2	36,046.1
Felhasznált tőke	33,928.1	42,552.9	49,985.9	58,688.5	64,761.5	67,473.0
Készletek forgási sebessége	68.3	33.7	53.3	47.0	42.6	37.7

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 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 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

2023. február 7.

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/befrt/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>