

Duna House Holding – vétel ingatlanközvetítő

A Duna House újra nekifut a tavalyi törvény változtatás miatt elhalasztott részvényértékesítésnek. A menedzsment azóta sem tértlenkedett. A meghiúsult tőkeemelés ellenére hitelből akvizíciót hajtottak végre Lengyelországban. A jutalékstruktúra átalakításával sikeres választ adtak a hitelközvetítői jutalék idén márciusban életbe lépett maximalizálására. Így a negatív hatást jelentősen, várakozáson felül tompította. Sőt kihasználva az idén év elején életbe lépett változásokat, számos ingatlan beruházásba is beszállt a cég, ami szintén pozitív hozzáadott értékkel rendelkezik. A tavaly november 10-én publikált elemzésünkhöz képest ezen túlmenően is pozitív változásokat láthatunk. A 2015-ös eredmény az előrejelzésünknél jobban alakult, és a magyar kockázati besorolás és a csökkenő hosszú hozamok miatt az Erste által alkalmazott diszkontráta is számottevően csökkent, amely szintén fair érték növelő tényező. Így a mostani nyilvános részvényértékesítést jó vételi lehetőségnek tartjuk.

Összefoglaló (Befektetési sztori)

A Duna House a házi feladat sikeres megoldását követően újra nekifut a tőzsdéi megjelenésnek. Az elmúlt cirka egy év során jelentős változásoknak lehettünk tanúi.

- Habár a tavalyi tőkeemelés meghiúsult, de a cég hitelből felvásárolta Lengyelország legnagyobb ingatlanközvetítő cégét. A tranzakció 7,9 millió zlotyis vételára Duna House (DH) részvényben és készpénzben lett kiegyenlítve. A lengyel operáció hatékonysága jelenleg töredéke a DH magyarországi eredményességének. Hasonló struktúrát és új üzletágakat bevezetve (one stop shop) bevezetve jelentős tartalék van a közelmúltban megvásárolt leányban. Ráadásul a lengyel ingatlanpiac fejlettsége bizonyos értelemben elmarad a magyarétól, így további fejlődési potenciál van benne (pl. a relatív tranzakció szám mintegy fele a magyarénak).
- A menedzsment a pozitív irányú ingatlanpiaci hatásokra válaszul projekt jelleggel belépett négy ingatlanfejlesztésbe, amelyek várhatóan 2019-ig lezárulnak, és saját becslésünk szerint 1-2 milliárd forint közötti eredmény hozzájárulást hozhatnak az elkövetkező 2-3 év során.
- A 2015-ben elért eredmény a korábbi várakozásunkat ([2015 novemberi Fókusz](#)), számottevően, mintegy 18 százalékkal meghaladta. Az ok a magasabb árbevételekben és a szigorú költségkontrollban keresendő.
- Az idén márciusban bevezetett 2 százalékos ingatlanközvetítői jutalék negatív hatását részben kompenzálja a megkötött üzletek dinamikus növekedése, de teljesen eliminálni nem tudja.
- Az elmúlt egy év pozitív makrogazdasági folyamatainak köszönhetően a részvényesi tőkeköltség számottevően csökkent, amely fair érték növelő tényező.
 - A hosszú hozamok 20-30 bázispontot csökkentek.
 - Az S&P felminősítésének köszönhetően a részvénykockázati prémium az Erste metodológia szerint szintén csökkent, mégpedig 30-40 bázisponttal.

	2013	2014	2015	2015 H1	2016 H1
Közvetített ingatlanok száma (db)	7.612	9.472	10.669	5.329	6.384
Folyósított hitelösszeg (mrd Ft)	11,1	18,2	21,1	9,4	18,9
LTP összeg	3,7	5,3	8,2	3,9	8,7
Irodaszám	116	119	137	127	225
Árbevételek (millió Ft)	1.662	2.287	2.833	1.341	2.003
EBIT (millió Ft)	538	788	1.111	485	551
Adózott eredmény	487	735	966	422	940

Forrás: DH kibocsátási tájékoztató

Tartalom

Összefoglaló (Befektetési sztori)	1
SWOT analízis.....	3
A vállalat bemutatása	5
Menedzsment	12
A cég története	13
Üzleti modell, stratégia	14
Szegmensek.....	19
A lengyel működési környezet bemutatása	26
A magyar lakáspiac	27
A magyar jelzáloghitel piac.....	34
Pénzügyi kimutatások.....	39

SWOT analízis

Erősségek és lehetőségek

Felfutó ingatlanpiac

A cégcsoport bevételeinek nagy része közvetve vagy közvetlenül kötődik az értékesített ingatlanok összesített értékéhez. Ez a kapcsolat rendkívül direkt az ingatlanközvetítői jutalék esetében. Az egyéb szolgáltatások és a pénzügyi közvetítés esetén pedig áttételes hatásról beszélhetünk. Az ingatlanpiaci felfutásból a társaság két csatormán keresztül is profitál. Egyrészt az élénkülő ingatlanpiac növeli az ingatlanárakat, másrészt a növekvő ingatlanpiaci tranzakciószám jótékony hatással lehet a közvetített ingatlanok számára is. Mindkettő a közvetített ingatlanok összértékének növekedésében, így a közvetítői jutalék emelkedésében csapódik le. Az ingatlanpiaci felfutásban a Duna House csoport Magyarország legnagyobb ingatlanközvetítő hálózataként kimondottan jó pozícióban van.

Piacvezető szerep

A kibocsátási tájékoztató alapján lakóingatlan-közvetítésben az irodaszám tekintetében piacvezető szereppel rendelkezik a Duna House (DH) csoport. A jól ismert márkanév és a nagyméretű ingatlan adatbázis jelentős vonzerőt képviselhet az ügyfelek számára. A csoport meghatározó lefedettséggel rendelkezik az ország egész területén, a szeptember közepi adatok alapján összesen 151 irodát működtetett, ami magában foglalja a Duna House és Smart Ingatlan márkanév alatt működtetett irodákat is.

„One-stop shop” működési elv

A DH csoport Magyarországon a vásárlói igények széles skáláját szolgálja ki „one stop shop” működési elvével. Ennek köszönhetően az árbevétel nem csak az ingatlanközvetítői tevékenység adja, így több lábbon álló növekedési stratégiával rendelkezik a társaság. Jelentős bevétele keletkezik a pénzügyi közvetítésből és kapcsolódó szolgáltatások nyújtásából is (pl. értébecslés), bár ezek is többnyire magához az ingatlanpiaci tranzakciókhoz kötődnek. Ez a működés egyrészt versenyelőnyt jelent számára, másrészt csökkenti az eredmény függését az ingatlanközvetítői jutalékok nagyságától.

Évtizedes tapasztalat

Az elkötelezett menedzsment közel két évtizedes tapasztalattal rendelkezik a magyar ingatlanpiacon, az alapítók 1998 óta foglalkoznak ingatlanközvetítési tevékenységgel. A társaság igazgatói és vezérigazgatói átlagosan 10 éve vannak a cégcsoportnál.

Nyitás új szegmensek felé

2015-ben Duna House PRIME néven elindították a kimondottan prémium kategóriájú ingatlanok közvetítésével foglalkozó, speciális ügyfélkört kiszolgáló, önálló arculattal rendelkező márkát. Összességében egy szűk, de növekvő ügyfélkörrel van szó ebben az esetben, akik igénylik a magasabb színvonalú kiszolgálást. A Duna House PRIME kínálatába jellemzően 100 millió forint feletti ingatlanok tartoznak, vagy olyan ingatlanok, melyek négyzetméter ára megközelíti vagy meghaladja az 1 millió forintot.

Növekedésben rejlő méretgazdaságosság

A költségelemek egy része a vállalat méretétől függetlenül állandó, fix költség. Így a hálózat méretének növelése az eredmény tekintetében nagyobb arányú növekedést képes biztosítani. A Smart Ingatlan néven 2014-ben elindított új franchise hálózat beindítása is segíti a méretgazdaságosságban rejlő lehetőségek kiaknázását, ráadásul az új hálózat elindítása gyors növekedést tesz lehetővé.

Erős osztalékfizetési képesség

Az iparág sajátosságaiból adódóan a működés minimális befektetésigénnyel rendelkezik, nem tőkeintenzív, így az adózott eredmény meghatározó része osztalék formájában kifizethető. A társaság célja, hogy az átértékelési különbözettel tisztítva (ingatlanértékelések eredményhatása nélkül) számított adózás utáni eredmény legalább 47%-át osztalék formájában kifizesse a törzsrésztvényekre, további 6 százalékot pedig a dolgozói részvényekre.

Ingatlanalap, mint egyedülálló termék

A DH csoport által indított, lakossági ingatlanokba fektető ingatlanalap igazi hiánypótló termék lehet a hazai befektetési palettán. A befektetők körében óriási érdeklődés tapasztalható az ingatlanpiac iránt, ami főként a tavalyi évben kezdett élni a növekvő ingatlanárak hatására. Ezt támasztja alá, hogy a Duna House augusztusi statisztikái alapján a budapesti ingatlanvásárlások 37%-át a befektetési cél motiválta. Ezt az igényt a klasszikus ingatlan befektetési alapok, amelyek kereskedelmi jellegű ingatlanokba fektetnek nem képesek kiszolgálni, így a DH által tervezett ingatlanalaprak nincs közeli versenytársa a pénzügyi termékek között.

Saját ingatlanpiaci portfólió

A DH csoport befektetési célú ingatlanportfólióval is rendelkezik, mely jellemzően lakáscélú ingatlanokból és kisméretű kereskedelmi ingatlanokból áll. A félév végén 1.646 millió forint könyvszerinti értékű ingatlannal rendelkezett a társaság, amiből azóta 815 millió forint értékben értékesített ingatlanokat és további 65 millió forintnyi ingatlan értékesítése volt folyamatban. A társaság menedzsmentje 2017 végéig nem tervez további jelentős ingatlan-portfólió növelést. A cégcsoport egyelőre nem tervez jelentősebb ingatlanportfóliót kialakítani külföldön. Ezen túlmenően a társaság 509 millió forint könyvszerinti értéken szereplő operatív (saját használatra szánt) portfólióval is rendelkezik, melynek legértékesebb eleme a cégcsoport Gellérthegy utcai központi irodaháza. A központi irodaház könyvszerinti értéke 431 millió forint, azonban egy független értékbecslés szerint piaci értéke 620 millió forint.

Ingatlanfejlesztési tevékenység

2016-ban MyCity néven egy 50%-os közös vállalkozás keretében a Duna House csoport visszatért az ingatlanfejlesztési területre is. 2005 és 2008 között már szereztek tapasztalatokat ezen a téren, azonban a piaci környezet megváltozása miatt ezt követően felfüggesztették az ingatlanfejlesztéseket. A társaságnak nem célja a profilváltás, ennek megfelelően az ingatlanfejlesztésbe is csak előre meghatározott célokkal és időtartamra vágnak bele. A cél a 2019 év végéig szóló 5%-os ÁFA kulcs és a CSOK nyújtotta kedvező ingatlanfejlesztési környezet kiaknázása.

Lengyel terjeszkedés, mint potenciál

2016 második negyedévében Lengyelországban akvizíciót hajtottak végre. A cél, hogy a magyarországi tapasztalatokat felhasználva a lengyel Metrohouse hálózat hatékonyságát javítsák, kialakítsák a „one stop shop” üzleti modellt, és ezek eredményeként javítsák a vállalat jövedelmezőségét.

Gyengeségek és veszélyek

Piaci verseny élénkülése

Az ingatlanközvetítési tevékenységet alacsony belépési korlátok jellemzik, így a piac elmúlt időszakban tapasztalt élénkülésével fokozódhat a verseny, új, kisebb méretű ingatlanirodák jelenhetnek meg a piacon, illetve konkurenciát jelentenek az ingatlanportálok is. A verseny élénkülésén túl a növekvő kereslet hatására csökkenhet a közvetítők piaci részesedése is, hiszen a növekvő kereslet és csökkenő átlagos értékesítési idő miatt többen dönthetnek úgy, hogy önállóan próbálják meg értékesíteni ingatlanjukat. Egy erősödő versenyben a jutalék csökkenése a jelenlegi 5% körüli színtről negatív hatást gyakorolhatna az eredményre.

Lengyel leányvállalat átalakításának kockázata

2016-ban a Duna House csoport megvásárolta a lengyel Metrohouse ingatlanközvetítési hálózatot, ami április 1-től került be a konszolidációs körbe. A felvásárolt irodahálózat relatíve gyengén menedzseltnek számított, és a magyar működési modell adaptációjában jelentős lehetőséget lát a társaság, ugyanakkor az átalakítás egyúttal kockázatokat is jelent. Nem zárható ki, hogy az átalakítás következményeként a franchise partnerek egy része kilépjön, illetve kockázatot jelent az is, ha a Metrohouse csoport által foglalkoztatott egyéni vállalkozók jelenlegi státuszuk megváltoztatását kezdeményeznék, ami költségnövekedést okozhat.

Ingatlanfejlesztés kockázata:

A társaság újonnan indított ingatlanfejlesztései a társaság többi tevékenységi körénél nagyobb kockázatot jelentenek. Előfordulhat ugyanis, hogy ezeket az ingatlanokat nem sikerül megfelelő áron értékesíteni, bár ennek nagyon kicsi a valószínűsége. A kockázatokat tovább növeli, hogy az ingatlanfejlesztéseket nem csak saját tőkéből finanszírozzák, hanem a piaci szokásoknak megfelelően ahhoz bankhitelt is felhasználnak.

Az ügyfelek nemfizetési kockázata

Jelenleg sikeres perek, illetve peren kívüli egyezségek jellemzik a csoport működését, azonban az eredményre negatívan hatna, ha az ügyfelek nemfizetési kockázata emelkedik.

Alapkezelői tevékenység kockázata

Az Impact alapkezelő által elért jövőbeni hozamok hatással lehetnek a Duna House csoport megítélésére is, a vártól esetlegesen elmaradó hozamok rombolhatják a cégcsoport jó hírét. Különösen negatívan hathatna a csoport megítélésére, ha valamilyen nem várt negatív esemény az ingatlanalap befagyásához vezetne.

GVH vizsgálat kockázata

Jelenleg két GVH vizsgálat is folyamatban van a DH csoport ellen. A DH csoport álláspontja az, hogy nem sértették meg a szabályokat, de még ha versenyellenesnek találja is a vizsgált eseteket a GVH, a jövőre nézve az üzleti modell akkor sem sérül, mivel a vizsgált gyakorlatokat azóta megváltoztatták. A bírság összege legfeljebb a vállalkozás, illetve azon, a határozatban azonosított vállalkozáscsoport a határozat meghozatalát megelőző üzleti évben elért nettó árbevételének tíz százaléka lehet, amelynek a bírsággal sújtott vállalkozás a tagja. Mivel mindkét eljárás a Duna House Franchise Kft. ellen indult, így nagyságrendileg 80 millió forintot meg nem haladó összeg lehet a bírság maximuma.

A vizsgálatok tárgya:

- A GVH álláspontja szerint a Duna House Franchise Kft és az Otthon Centrum Franchising Tanácsadó Kft. 2013-as együttműködésének eredményeként a jutalékok egységessé válhattak, ami a jutalékok emelkedéséhez vezethetett.
- A GVH véleménye szerint a jutalék legkisebb mértéke, illetve az értékesítési tevékenység területi alapon történő korlátozása tiltott versenykorlátozásnak minősülhetnek. Azóta a központ a franchise partnerek számára már csak ajánlott jutalék mértéket határoz meg, melytől a partnerek eltérhetnek. Ez a változtatás azonban a díjbevételeket nem érinti, szükség esetén ugyanis lehetőség van a csoport felé fizetendő folytonos díj mértékét az ajánlott, nem pedig a tényleges jutalékszinthez kötni.

A két eljárást 2016. szeptember 15-én egyesítették, így értelmezésünk szerint a bírság maximuma 80 millió forintban korlátozódik, azonban enyhítő körülmények miatt ennél kisebb tétel kiszabása is elképzelhető.

További terjeszkedés kockázata

A tőkeemelésből befolyt összegből 1 milliárd forintot a hazai és régiós terjeszkedés megvalósítására fordíthat a társaság, azonban erre vonatkozó konkrét tervekkel nem rendelkezik, ezt az opciót ezért inkább csak egy stratégiai lehetőségnek tekintjük. A terjeszkedés, főleg a külföldi terjeszkedés megvalósítása kockázatot jelenthet a társaság eredményére nézve.

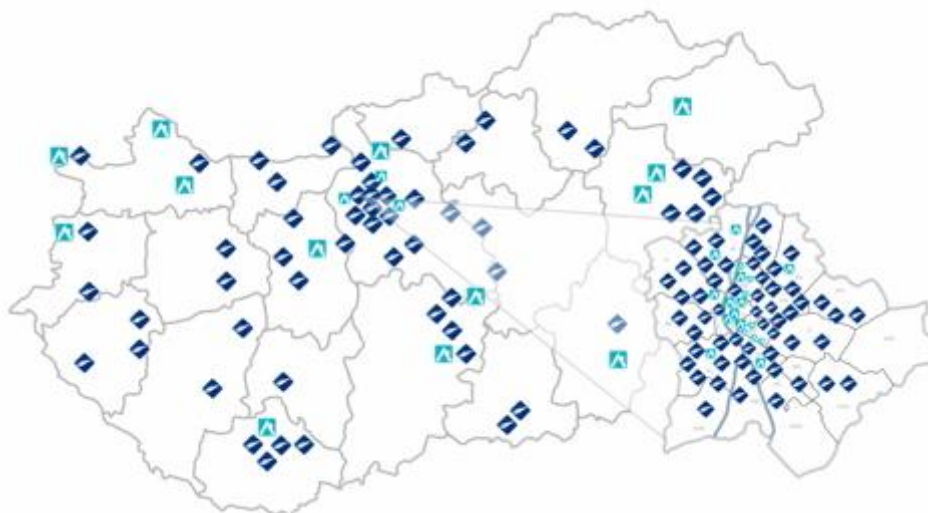
A vállalat bemutatása

A Duna House csoport

A Duna House Holding Ingatlanforgalmi, - Kezelő és Szolgáltató Zártkörűen Működő Részvénytársaság, összefoglalóan Duna House csoport (DH) 2001 óta folytat lakóingatlan közvetítési tevékenységet Magyarországon. Az alaptevékenység mellett számos pénzügyi, illetve kapcsolódó szolgáltatást értékesítenek a lakáspiaci tranzakciókhoz kötődően. Az ingatlanértékesítési hálózat legnagyobb részét a franchise hálózat teszi ki. A csoport Magyarországon összesen 151 irodát üzemeltet, mellyel országos lefedettséggel rendelkezik, ami azonban elsősorban Budapestre és Nyugat-Magyarországra koncentrálódik.

A 2016 második negyedében végrehajtott Metrohouse tranzakciót követően a csoport 78 irodával rendelkezik Lengyelországban. Ezek 2016. április 1-jével kerültek konszolidációs körbe. Ezzel a DH a legnagyobb hálózattal rendelkező ingatlaniroda csoportnak számít Lengyelországban. A 78 iroda elsősorban a nagyvárosok (pl. Varsó, Krakkó, Gdansk vagy Wroclaw) környékére koncentrálódik, de a csoport gyakorlatilag az egész országban teljes lefedettséggel rendelkezik.

A Duna House ingatlanközvetítői hálózata



Forrás: DH csoport

A Metrohouse ingatlanközvetítői hálózata



Forrás: DH csoport

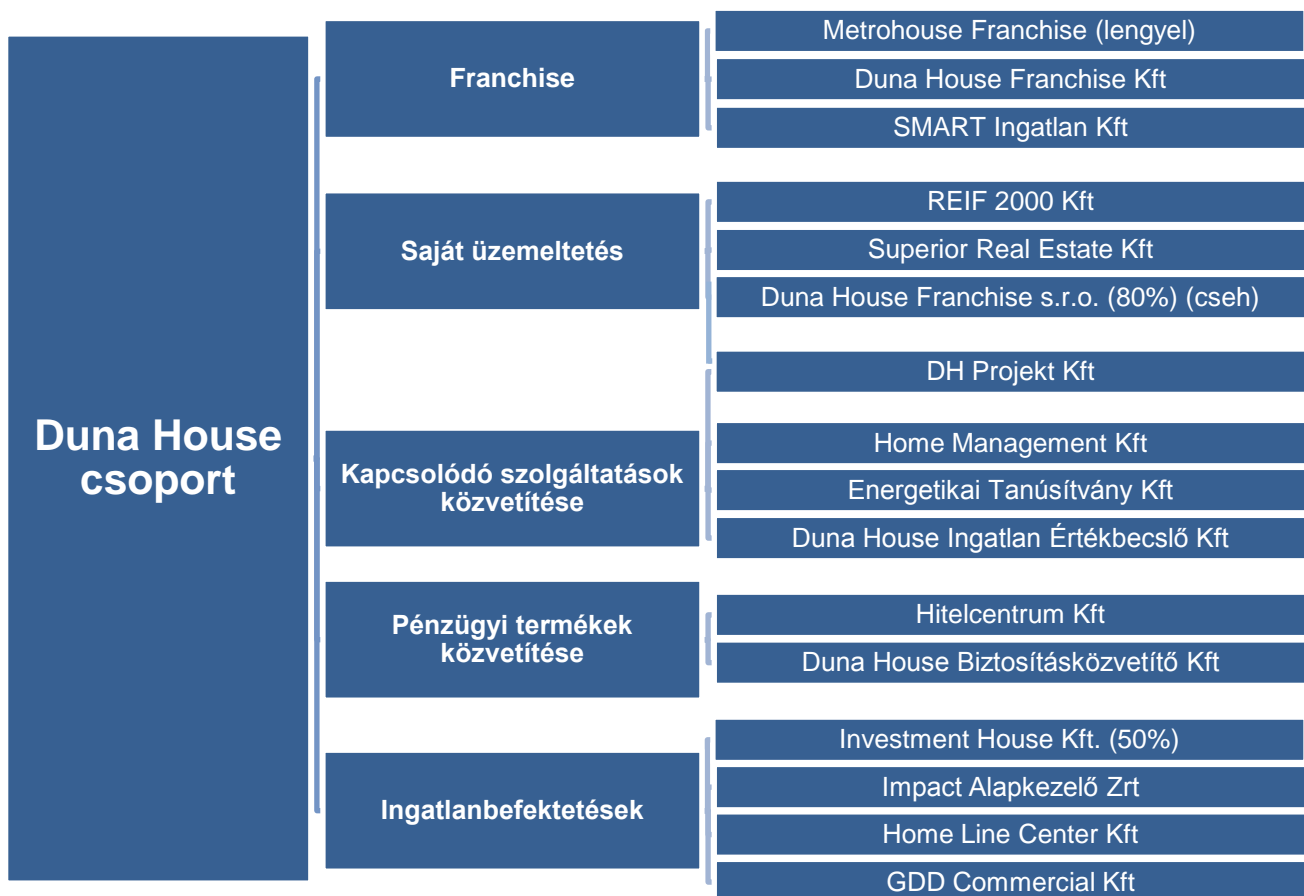
A csoport által alkalmazott márkanevek és védjegyek a Duna House csoport tulajdonát képezik, és azok oltalom alatt állnak.

2015-ben a Duna House csoport 2.8 milliárd forintos árbevételt ért el. A tavalyi évet 1.111 millió forintos működési eredménnyel és 966 millió forintnyi adózott eredménnyel zárta a társaság, ez 31%-os év/év növekedést jelent.

A csoport tevékenységét összesen 5 szegmens alkotja, melyek közül árbevétel és EBIT szempontból is a pénzügyi termékek közvetítése a legjelentősebb. A DH csoport, mint holdingvállalat 16 vállalkozást üzemeltet, melyeknek egyszemélyes tulajdonosa. A leányvállalatok jellemzően jól hozzárendelhetők egy-egy szegmenshez, mint például a SMART Ingatlan Kft., melynek elsődleges feladata a Smart Ingatlan franchise hálózat működtetése, míg más esetekben nehéz egy-egy szegmenshez kötni. Erre példa a DH Projekt Kft., melynek elsődleges feladata a banki ingatlanok közvetítése, illetve újjépítésű ingatlan beruházásokhoz kapcsolódó teljes körű értékesítési tanácsadás, melyet mi a saját iroda szegmenshez és a kapcsolódó szolgáltatások szegmenshez is párosítottunk a DH csoport felépítésénél.

Az ábra áttekinthetősége érdekében a teljes lengyel leányvállalatot egy holding társaságként szerepeltettük a franchise szegmensben belül Metrohouse Franchise néven, mely alá 4 további lengyel társaság tartozik. A holding alá tartozó társaság látja el a pénzügyi termékek közvetítést is. Lengyelországban kapcsolódó szolgáltatások nyújtásával egyelőre még nem foglalkozik a társaság, de a „one stop shop” elvet Lengyelországban is szeretnék bevezetni, így a lengyel operáció egyre több szegmenshez fog kapcsolódni.

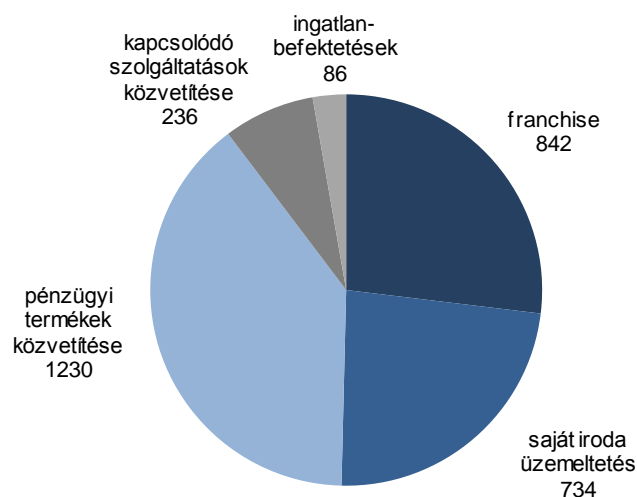
A DH csoport felépítése



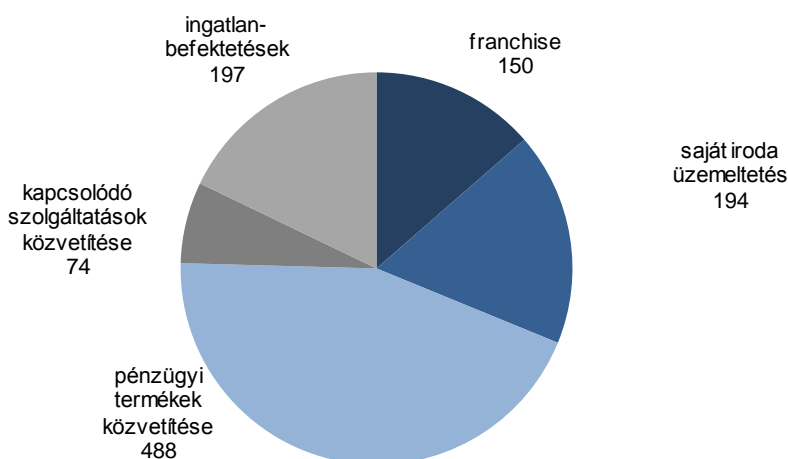
Ahol nem jelöltük, ott magyarországi cégekről van szó.
Forrás: DH csoport, Erste

A csoport főtevékenysége az ingatlanközvetítés, melyet a franchise és a saját iroda szegmens testesít meg. Az árbevétel 50%-a és a működési eredmény 32%-a származott 2015-ben ebből a két tevékenységből. Eredménytermelő képesség tekintetében viszont 2015-ben a pénzügyi közvetítések szegmens volt kiemelkedő, melynek jelentős eredménytermelő képessége a hitelközvetítői jutalék törvény általi maximalizálása ellenére is mind a mai napig megmaradt.

Árbevétel 2015 (millió forint)



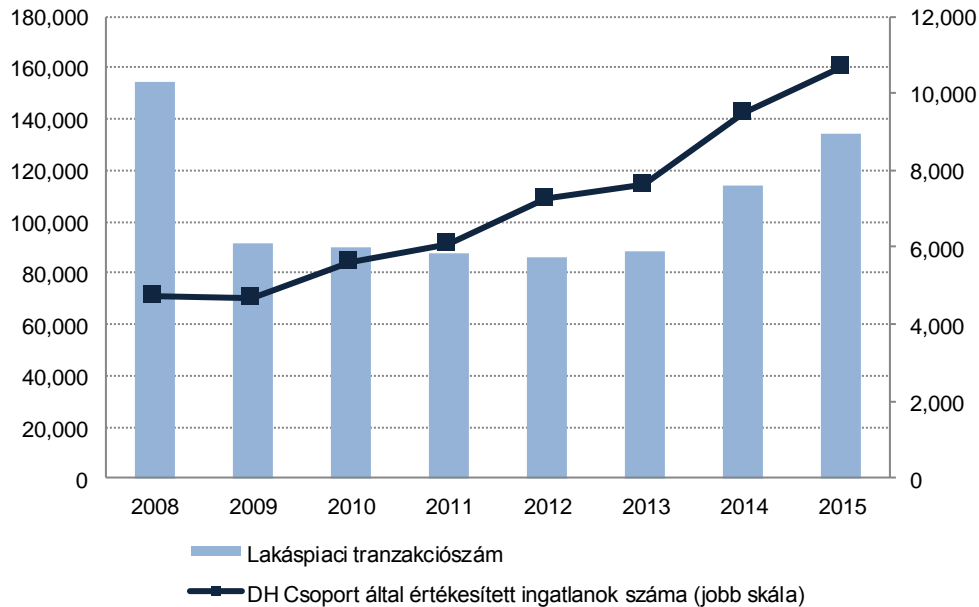
Működési eredmény 2015 (millió forint)



Forrás: DH csoport

A magyar ingatlanpiacon 2008-at követően gyenge évek következtek, mindössze évi 90 ezer darab tranzakció történt itthon. Azonban a Duna House csoport még ebben az időszakban is növelni tudta az értékesített ingatlanok számát. 2008-ban még csak 4.722 ingatlant értékesített a csoport, ami 2015-re több mint megduplázódott, és 10.669 ingatlant sikerült értékesíteniük. Így egy felfutó ingatlanpiacon még jelentősebb növekedésre lehet számítani a cégcsoporttól annak ellenére is, hogy a „jó piacon” kevesebben veszik igénybe az ingatlanközvetítési szolgáltatást, amit a piaci részesedés 2015-ben bekövetkezett csökkenése is mutat.

Értékesített ingatlanok száma

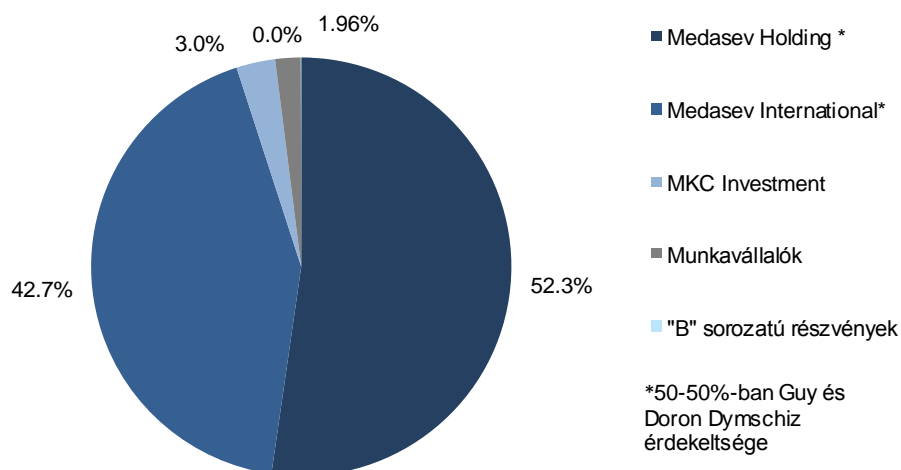


Forrás: KSH, DH csoport

Tulajdonosi szerkezet

A Duna House csoport saját tőkéjét 3.060.000 darab „A” sorozatú részvény, valamint összesen 1000 darab „B” sorozatú dolgozói részvény testesíti meg. A dolgozói részvények osztalékelsőbbiséget biztosítanak a következő módon: amennyiben a közgyűlés egy adott év tekintetében osztalékfizetést rendelt el, akkor a konszolidált adózás utáni eredmény (ingatlanértékelések eredményre gyakorolt hatásaitól tisztítva) 6%-ának megfelelő osztalékra jogosít. A törzs részvényekhez hasonlóan a dolgozói részvényekhez fűződő szavatok száma is megegyezik a részvények számával, amelyek ugyanúgy 50 forintos névértékűek, mint a törzs részvények.

Tulajdonosi szerkezet a tranzakció előtt



Forrás: DH csoport

A jelenleg értékesítő részvényes a Medasev Holding Kft., mely a greenshoe opciókat is figyelembe véve legfeljebb 900.000+90.000 darab részvényt értékesít az 1.600.000 millió darabos részvénytömegből. Majd az értékesítést követően 585-1500 millió forint értékben tőkeemelést hajt végre. A tőkeemelés elsődleges célja a mérlegstruktúra megerősítése, ebből tervezik például 350 millió forint értékben tulajdonosi hitelek és 131 millió forint értékben kötvények visszafizetését is. A kereslet nagyságától függően a tulajdonosok részleges exitje is megvalósulhat, de nem ez a tranzakció fő indítéka, erre inkább csak a kellő likviditás megteremtése érdekében kerül sor.

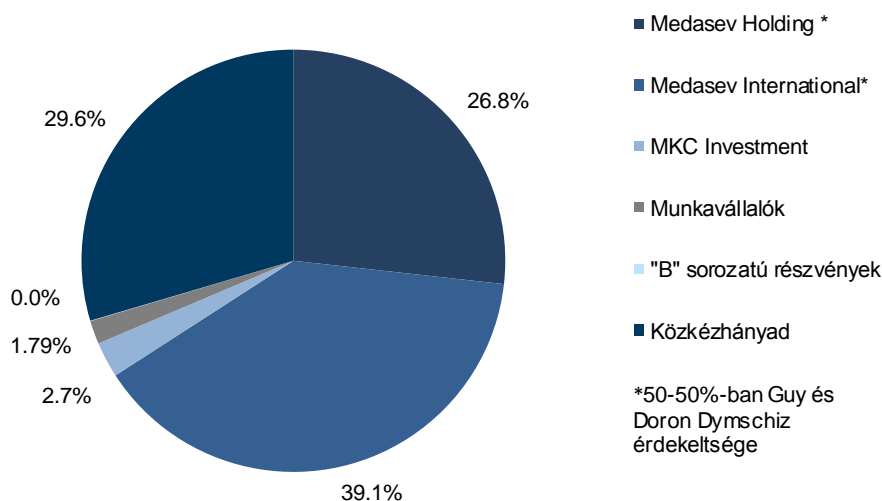
A teljes mennyiségből 150-620 ezer darab részvény kerül értékesítésre a nyilvános kibocsátás során, a többit a nyilvános értékesítéssel párhuzamosan zártkörű értékesítés során intézményi befektetők számára értékesítik. A lakossági befektetők a részvényeket azonos áron kapják meg, mint az intézményi befektetők. A jegyzési ársáv alja 3900 forint, teteje pedig 5250 forint. A lakossági befektetők fejenként 250 darabig, összesen pedig 75.000 darabig a zártkörű jegyzés során kialakult értékesítési árhoz képest 10%-os diszkonttal is kapnak részvényeket. Az intézményi befektetők zártkörű értékesítés keretében 300.000-840.000 darab részvényt jegyezhetnek az allokációtól függően.

Lehetséges tulajdonosi szerkezet

Az alapítók, Doron és Guy Dymshiz 50-50%-ban birtokolják a Medasev International társaságot, mely a mostani eladó, Medasev Holding Kft egyszemélyes tulajdonosa. Így közvetve és közvetlenül Doron és Guy Dymshiz egyaránt 1.461.886 darab Duna House részvényt rendelkezik. A tulajdonosok közül még az KMC Investment nevezhető mérvadónak 91.500 darab részvényt, melyet a Metrohouse hálózat értékesítéséért kapott.

Ha azzal számolunk, hogy az ársáv alján, 3900 forintot sikerül 900.000 darab részvényt értékesíteni és 1,5 milliárd forint a tőkeemelés összege, akkor 26%-os lenne a részvény közkielvonása. Az értékesítő Medasev Holding tulajdonrészére pedig 31,5%-ra csökkenne.

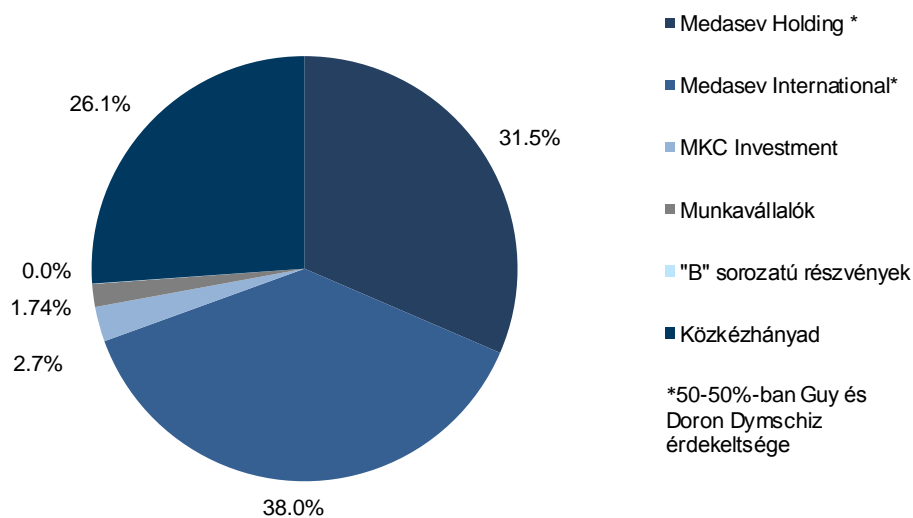
**Tulajdonosi szerkezet a tranzakció után
(3.900 forintos tranzakciós árral számolva)**



Forrás: DH csoport, Erste

Amennyiben sikerül a maximális 5250 forinton kibocsátani az összesen 990 ezer darab részvényt, akkor a közkézhányad 30% körül alakulhat, és ebben a scenárióban az értékesítő Medasev Holding tulajdonrésze a relatíve nagyobb arányú exit miatt 27% környékére csökkenne.

**Tulajdonosi szerkezet a tranzakció után
(5.250 forintos árral és 10% greenshoe-val számolva)**



Forrás: DH csoport, Erste

Menedzsment



Guy Dymshiz, társ-vezérigazgató

- A DH csoport társalapítója
- Áttételesen 1.454.250 darab részvénnyel rendelkezik az eladást megelőzően
- 7.636 darab részvényt birtokol közvetlenül
- 72 darab dolgozói részvényt birtokol
- Jogász végzettségű



Doron Dymshiz, társ-vezérigazgató

- A DH csoport társalapítója
- Áttételesen 1.454.250 darab részvénnyel rendelkezik az eladást megelőzően
- 7.636 darab részvényt birtokol közvetlenül
- 72 darab dolgozói részvényt birtokol
- Közgazdász végzettségű



Máté Ferenc, operatív feladatokért felelős vezérigazgató-helyettes

- 7 éve van a cégcsoportnál
- 30.000 darab törzsrészvényt birtokol
- 151 darab dolgozói részvénnyel rendelkezik



Tóth Zoltán, gazdasági igazgató

- 2016-ban csatlakozott a társasághoz gazdasági igazgatóként
- nem birtokol törzsrészvényeket
- 150 darab dolgozói részvénnyel rendelkezik



Ambrus Tamás, országos értékesítési vezető

- 12 éve van a cégcsoportnál
- 5.454 darab törzsrészvényt birtokol
- 150 darab dolgozói részvénnyel rendelkezik



Szalay Kinga, franchise igazgató

- 13 éve van a cégcsoportnál
- 2.182 darab törzsrészvényt birtokol
- 150 darab dolgozói részvénnyel rendelkezik

A cég története

- 1998 A Duna House csoport alapítói (Guy Dymisch és Doron Dymisch) ingatlanközvetítési tevékenységbe kezdenek Magyarországon.
- 2001 A Dymisch fivérek az akkor klasszikusnak mondható módon, egy kisméretű, lakóingatlanokkal foglalkozó irodát kezdenek el működtetni néhány értékesítővel, amely szolgáltatásaival már elsősorban a hazai ügyfélkört célozza.
- 2003 Duna House néven létrejön a franchise hálózat.
- 2004 Az új stratégia részeként teljes körű ingatlanértékesítési szolgáltatásokkal bővítik az eddigi ingatlanközvetítési tevékenységet. Új szolgáltatásként ekkor jelenik meg a pénzügyi termékek értékesítése, elsősorban hitelek, biztosítások és lakástakarékpénztár értékesítése.
- 2010 Megkezdik a nemzetközi terjeszkedést. Az eredeti tervek szerint Románia felé terjeszkedtek volna 2008-ban, de ettől végül elállnak. A nemzetközi piacra 2010-ben lépnek ki, Csehországban indítják el ingatlanközvetítési tevékenységüket.
- 2014 Az eddigi Duna House márkanév mellé létrehozzák a Smart Ingatlan márkanévet is, innentől multi brand stratégiáról beszélhetünk. Az új brand célja a gyors növekedés lehetővé tétele, így az ingatlanpiaci felfutás magasabb szintű kihasználása, illetve a kiválást tervező tehetséges értékesítők megtartása.
- 2014 Az ingatlanpiaci fellendülést kihasználva a cégcsoport aktív ingatlan akvizíciókba kezdett. E tevékenységgel kockázatvállalási okok miatt 2008-ban felhagyott, azonban 2014-ben a javuló ingatlanpiaci helyzetet látva újra megjelent ezen a területen. 2015. szeptember 30-ig összesen 1,6 milliárd forint értékű ingatlan állománnyal rendelkezik a társaság. A vállalat ugyanakkor deklarálta, hogy az ingatlanfejlesztés kiegészítő tevékenység marad.
- 2015 Megalapítják az Impact Asset Management Alapkezelő Zrt-t. Az alap nyíltvégű, határozatlan futamidejű, nyilvános ingatlanalapként működik, mely elsősorban bérbe adható lakóingatlanokat vásárol.
- 2015 Duna House PRIME márkanév alatt új márkát alapítanak, mely a prémiumkategóriás lakóingatlanok közvetítésére specializálódott.
- 2016 Lengyelországban akvizíciót hajt végre a csoport, megvásárolja a legnagyobb irodahálózattal rendelkező lengyel ingatlanközvetítőt. A tranzakciót részben részvénytárcserevel (91.500 darab saját részvény), részben pedig hitelből (350 millió forint kapcsolt vállalkozások felé fennálló kötelezettség) finanszírozták.
- 2016 MyCity néven ingatlanfejlesztési közös vállalatot hoztak létre az Eldar Investment-tel. A közös vállalatban 50-50%-os tulajdonrészrel rendelkeznek. Az ingatlanfejlesztési profilt határozott időre emelték csak be a cég stratégiájába. A MyCity és partnereinek célja 4 fejlesztési területen 430 lakás építése.
- 2016 Az MNB jóváhagyta és elindult az Impact alapkezelő közel 1 milliárd forint nettó eszközértékkel. Az alap specialitása, hogy Magyarországon egyedülálló módon lakossági, elsősorban budapesti ingatlanokra fókuszál.

Üzleti modell, stratégia

Üzleti modell

A Duna House csoport a jelentősebb méretű ingatlanirodákhoz hasonlóan franchise modellben működik, 2016. szeptember közepén Magyarországon összesen 151 irodája volt, továbbá 78 lengyel irodával is rendelkezett. Szeptembertől bekerült a konszolidációs körbe a cseh operáció is, melyben 80%-os tulajdonrészrel rendelkezik a Duna House csoport, azonban a csehországi operáció mindössze egy irodával rendelkezik, így sem naturáliák, sem pedig pénzügyi eredmény tekintetében nem meghatározó a mérete. A társaság alaptervekenysége lakóingatlanok közvetítése, azonban ezt számos kiegészítő szolgáltatás értékesítése egészíti ki, melyek közül a pénzügyi szolgáltatások közvetítése a legjelentősebb.

Az ingatlanközvetítési tevékenységért cserébe az ingatlan eladója jutalékot fizet az ingatlanközvetítőnek. A magyar piacon jelenleg a tipikusnak számító jutalék mértéke 2,5-5%, ami azonban több tényezőtől is függ. A vidéki, illetve a nagy értékű ingatlanok esetében jellemzően alacsonyabb a jutalék nagysága. A jutalék mértéke nagyban függ a megbízás típusától, vagyis, hogy kizárólagos vagy nem kizárólagos megbízásról van-e szó. Lengyelországban a díjak mértéke hasonló a hazai díjakhoz, azonban ott gyakori, hogy a díj megoszlik az ingatlan eladója és vevője között.

Kizárólagos megbízás esetén az eladó vállalja, hogy nem bíz meg más ingatlanközvetítőt az ingatlan értékesítésével. Ilyen esetben az ingatlanközvetítő szempontjából magasabb a siker valószínűsége, ezért jellemzően alacsonyabb jutalékot számol fel, és jobban motivált az ingatlan értékesítésében. 2012 és 2016 első féléve között a Duna House csoport megbízásainak 40-50%-a volt kizárólagos megbízás, melyek futamideje gyakran meghaladta a 6 hónapot is. A lengyel Metrohouse esetében jelenleg a kizárólagos megbízások aránya alacsonyabb szinten, 5% körül alakul.

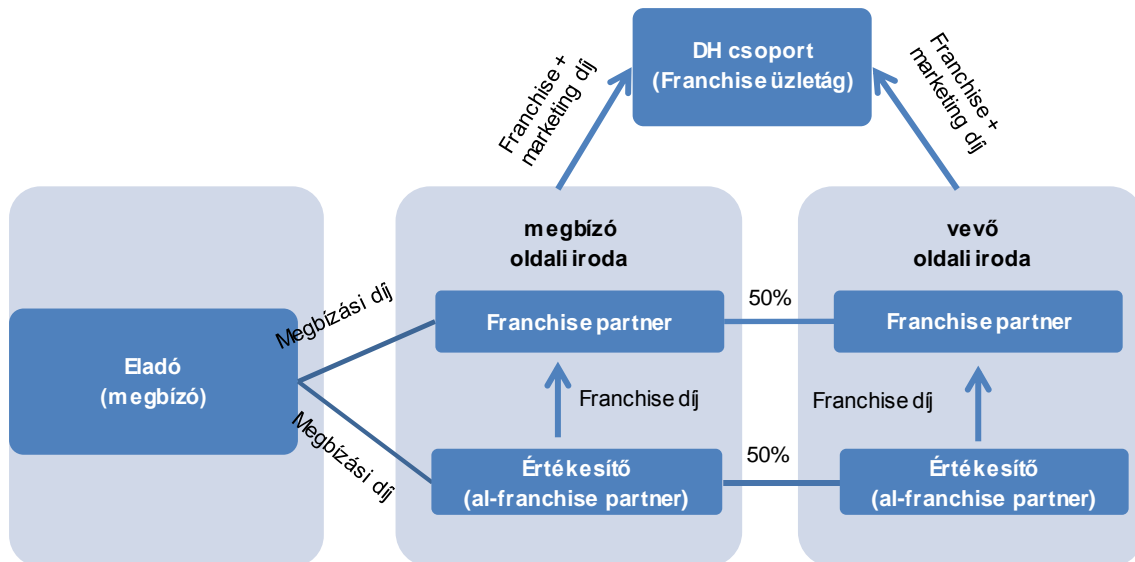
A nagy irodák, köztük a DH csoport is jellemzően inkább 5% körüli jutalékkal dolgoznak. Kivételt képez az agresszív árazással operáló Balla ingatlan, mely 2.5-3% körüli jutalékkal dolgozik.

Azt követően, hogy az ingatlaniroda megkapja a megbízást az ingatlan értékesítésére, az eladóval egyeztetett ingatlanár mellett elkezdődik az értékesítési folyamat. Ennek részeként az ingatlan felkerül a DH IT rendszereibe, annak weboldalára, és a különböző platformokon elkezdődik az ingatlan hirdetése, ezzel párhuzamosan pedig a saját ügyfélkör számára is ajánlani fogják az ingatlant.

Sikeres ügyletkötést követően az eladó jellemzően 2,5-5% közötti értékesítési jutalékot fizet az ingatlanközvetítőnek. Amennyiben a megbízói és vevői oldal különböző partnerrel szerződik, akkor a jutalék megosztásra kerül a két ingatlaniroda között.

A megbízási díj áramlását szemlélteti a következő ábra, abban az esetben, amikor a vevő közvetítője is DH iroda.

A megbízási díj áramlása Magyarországon, amennyiben mindkét iroda a DH csoport tagja



Forrás: DH csoport, Erste

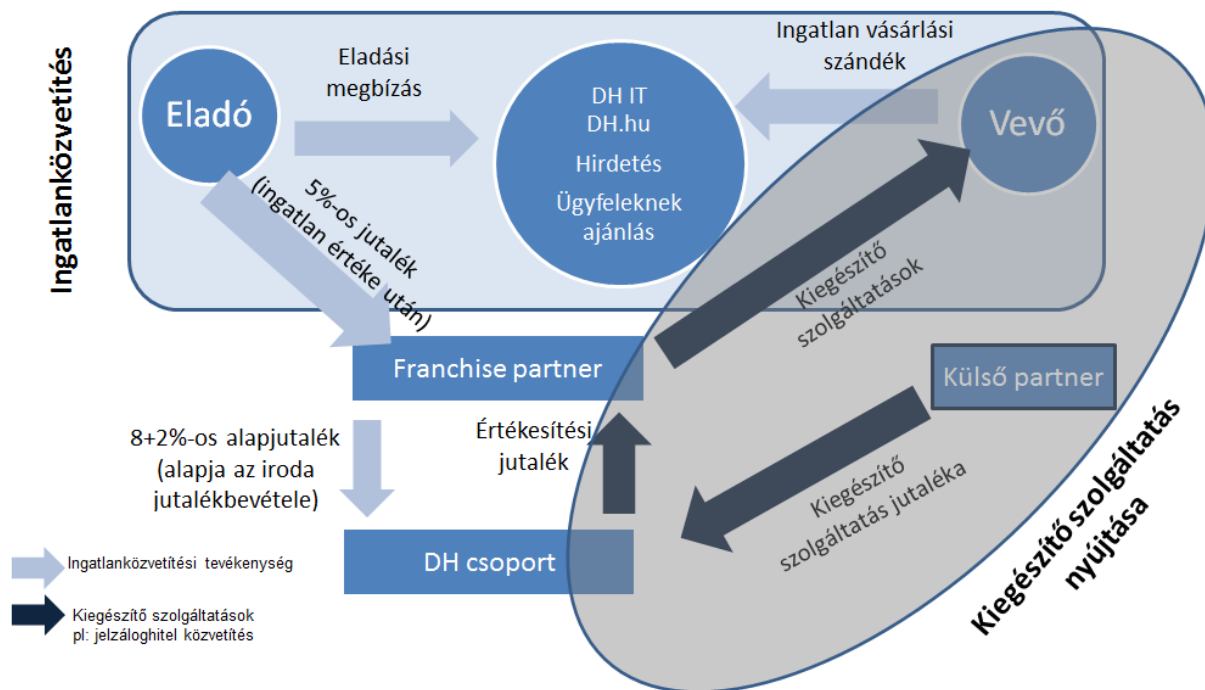
Amennyiben a megbízás vevői oldalról jelentkezik, akkor az ingatlanközvetítő feladata, hogy az igények felmérését követően az adatbázisban meglévő ingatlanok közül megtalálja a vevő számára a megfelelő ingatlant. A keresési idő jellemzően meghaladja az egy hónapot, mely alatt természetesen több ingatlant is megtekint az ügyfél.

Az ingatlanközvetítés szempontjából kulcsfontosságú, hogy mekkora a hálózat elérése. Ennek bővítése érdekében gyakoriak az együttműködési megállapodások az iparágban belül. Ezek nagyrészt egyoldalú ingatlanmegosztásokat jelentenek, vagyis a kiválasztott ingatlanokhoz való hozzáférést megosztják a többi, kisebb ingatlanirodával is. Az egyoldalúság abban nyilvánul meg, hogy nem kizárólagos szerződés esetén a kisebb cégek is értékesíthetik a Duna House csoporthoz tartozó ingatlanokat, viszont a Duna House nem értékesíti más irodák kínálatát.

Az ingatlanpiaci tranzakcióhoz kapcsolódóan a csoport teljes körű szolgáltatásokat igyekszik nyújtani, kihasználva, hogy az igények felmerülésekor már működő kapcsolatban áll az ügyfelekkel, ráadásul, mivel egy sikeres tranzakció után vagyunk, így feltételezhető, hogy elégedettek is az ingatlanközvetítő szolgáltatásaival. A közvetített szolgáltatások közül a legjelentősebb a pénzügyi közvetítés, melynek működését később ismertetjük.

Az ingatlanközvetítés folyamatát és az ehhez kapcsolódó pénzáramlásokat a következő szematikus ábrával szemléltetjük. A kék háttérrel jelölt folyamat maga az ingatlanközvetítési tevékenység, ami a társaság alaptevékenységét adja. A szürke háttérrel jelölt folyamat pedig a kiegészítő szolgáltatások nyújtásának folyamatát ábrázolja, beleértve a pénzügyi közvetítést és egyéb kapcsolódó szolgáltatások nyújtását is. A kiegészítő szolgáltatásokhoz kapcsolódó díj- és jutalékáramlást a sötétkék körvonalú nyilak ábrázolják. Az ábrán bemutatott folyamatoktól speciális esetekben lehetnek eltérések. Például értékbecslés esetén, amikor az ügyfél közvetlenül a DH csoportnak fizet és a csoport az alvállalkozó részére fizet szolgáltatási díjat.

Az értékesítési folyamat



Forrás: Erste

Magyarországon az alkalmazottak éves lemorzsolódása 30-40%, ez azonban jellemzően a kezdő ügynökök esetében következik be, így a lemorzsolódás a jutalékbevételekben nem okoz jelentős hatást. Lengyelországban ennél magasabb a fluktuáció mértéke, de remélhetőleg az értékesítőknél nyújtott támogatás növelésével ez is csökkenthető lesz.

A nem elhanyagolható mértékű jutalék miatt a megbízók (eladók) részéről felmerülhet a csalás kockázata, vagyis, hogy az ingatlanközvetítő kijátszásával értékesítik az ingatlant. Ezt megelőzendő a csoport belső ellenőrzése monitoringolja az ingatlanpiaci tranzakciókat.

Pénzügyi közvetítés működése

A pénzügyi közvetítések szegmens ügyfeleinek 60%-ával az ingatlanközvetítési tevékenység kapcsán lép először kapcsolatba a csoport. A hitelfelvetelek 20%-át Money House márkanév alatt a cégcsoport ingatlanközvetítési üzletágaitól független közvetítő partnerek generálják. További 20%-ot jelent a hiteltanácsadók személyes ügyfélszerzése.

A Duna House csoport saját kimutatásai szerint jelenleg az ingatlanvásárlások 20%-ánál vesznek igénybe hitelt a vásárlók, és a hitelből történő vásárlások több mint felénél a cégcsoportot bízzák meg a hitelfelvétel ügyeinek intézésével.

A pénzügyi szolgáltatás közvetítéséért a csoport egyszeri szerzési jutalékra, fenntartási díjra és teljesítménycéloktól függő többlépcsős extra szerzési jutalékra is jogosult, melyek nagyságát a pénzügyi közvetítések szegmensek részénél mutatjuk be.

Versenyársak

Az ingatlanközvetítési piac az alacsony belépési korlátok miatt nagymértékben széttörédezett, sok szereplő jellemzi a magyar piacot. Az irodák száma és a becsült tranzakciók száma alapján is a Duna House csoport a piac legnagyobb szereplője, azonban piaci részesedése az elmúlt évek növekedésének ellenére sem éri el a 10%-ot, az éves ingatlan tranzakciók számát tekintve.

A megnyitott irodák száma (2016.szeptember 15.)

Duna House+Smart	151
Otthon Centrum	135
GDN Hálózat	77
OTP Ingatlanpont	56
Balla Ingatlan Hálózat	50

A közvetlen versenyársakon túl meg kell említeni az ingatlanportálok által támasztott konkurenciát is. A magyar piacon jelenleg a legjelentősebbek: az ingatlan.com, az otthonterkep.hu, az ingatlanbazar.hu és az ingatlan.jofogas.hu.

Az ingatlanirodák és az ingatlanportálok viszonyát furcsa kettősség jellemzi. Részben versenyársnak számítanak, részben pedig együttműködő partnerek, hiszen az ingatlanirodák is gyakran helyeznek el ingatlanhirdetéseket ezeken az oldalakon.

Bár versenyársnak nem számítanak, de az értékesítési csatorna szempontjából alternatívát jelent az ingatlanok önálló értékesítése is. Piaci felmérések alapján jelenleg az ingatlanpiaci tranzakciók közel 40%-át bonyolítják ingatlanközvetítőn keresztül, míg korábban ez az arány jellemzően 50% körül alakult. A részarány csökkenése mögött az élénkülő ingatlanpiac és ezzel összefüggésben a csökkenő értékesítési idő állhat. Az Egyesült Államokban a tranzakciók körülbelül 90%-át ingatlanértékesítőn keresztül bonyolítják le, azonban a nagymértékben eltérő szabályozás miatt ezt nem tartjuk meghatározó viszonyítási pontként.

Növekedési stratégia

A csoport célja, hogy közép-európai szinten is jelentős szereplővé váljon. Ennek érdekében a stratégián belül kiemelt szereppel bír a nemzetközi terjeszkedés, amit a Lengyelországban megvásárolt Metrohouse testesít meg.

1. Terjeszkedés a közép-európai régióban

A második félév zárását követően a DH csoport 10 millió forintért megvásárolta a cseh operáció (DUNA HOUSE FRANCHISE s.r.o.) 80%-át, így innentől ez bekerült a vállalat konszolidációs körébe. Ez azonban mindössze egyetlen prágai ingatlanirodát takar, így mérete nem jelentős a csoport egészéhez képest. 2015-ben átszámítva megközelítőleg 160 millió forintos árbevételért ért el, adózás előtti vesztesége pedig átszámítva 23 millió forint lett. A következő 1-2 évben organikusan tovább kívánják építeni a csehországi tevékenységet.

2016. április 21-ével a Duna House csoport 7,9 millió zlotyiért megvásárolta a lengyel Metrohouse cégcsoportot, mely franchise hálózatban működik, és 78 irodájával Lengyelország legnagyobb piaci szereplőjének számít. A DH csoport növekedésében kulcskérdés lehet a következő években a lengyel operáció bővítése és hatékonyságának javítása. A következő években egyrészt emelni szeretnék a franchise partnerek számát és a Metrohouse márkanév ismertségének növelésére törekcsenek. A magyarhoz hasonló one stop shop üzleti modellt szeretnék felépíteni, melyből jelenleg a pénzügyi közvetítések szegmens adott a lengyel operációnál, azonban ennek hatékonysága elmarad a DH csoport üzleti mutatóitól. Egyrészt a keresztértékesítések aránya lényegesen kisebb Lengyelországban,

másrészt pedig a kifizetett jutalékszint lényegesen magasabb, mint Magyarországon. A DH menedzsment szerint ennek oka, hogy a Metrohouse a határidőn túli teljesítéseket és a menedzsmentdöntésekkel szembeni ellenállást kompenzálta magasabb jutalékokkal, de bíznak benne, hogy a működési modell optimalizálásával a kifizetett jutalékszintek is csökkenthetők lesznek. A lengyel tevékenység átalakítása során az operációs fegyelmet is igyekeznek növelni a hatékonyság növelése érdekében.

2. Alapkezelési tevékenység indítása

A társaság 2015-ben létrehozta az Impact Asset Management Alapkezelő Zrt.-t, melynek MNB engedélyeztetése 2016 őszén megtörtént, és az alap 1 milliárd forint körüli jegyzett tőkével elindult. Az alap célja nyíltvégű, nyilvános ingatlanalap létrehozása. A befektetési politika szerint az alap lakóingatlanokat vásárolna kiadási céllal. Hasonló jellegű befektetési alap jelenleg még nincs a hazai piacon, miközben a befektetők felől jelentős érdeklődés mutatkozik iránta, ezt a piaci rést igyekeznek kihasználni az újonnan induló alap. Az alap díjazása a klasszikus hedge fund jellegű alapokhoz hasonló lesz, 2%-os éves díj és 20%-os sikerdíj a benchmark (3 éves magyar államkötvény hozama) fölötti eredményből. Az alap az első félévben üzleti tevékenységet nem végzett, így egyelőre még csak költség merült fel 23 millió forint értékben. A jelenlegi méretben az alap még nem képes kitermelni a költségeit, így ahhoz, hogy profitot legyen képes termelni, az alap tőkéjének további növelése tűnik szükségesnek.

3. Közvetített ingatlanok körének bővítése

Eddig jellemzően lakóingatlanok értékesítésére koncentrált a vállalat. Ezt a tevékenységi kört két irányba tervezik bővíteni. Egyrészt 2015-ben létrehozták a Duna House PRIME márkát, mely célzottan a prémiumkategóriás ingatlanokra összpontosít. Másrészt jelentősebb hangsúlyt szánnak a kereskedelmi ingatlanoknak, melyek eddig nem kaptak kiemelt szerepet a csoport tevékenységében. Jelenleg az aktív megbízások 5%-a tartozik ebbe a kategóriába.

4. Többmárkás franchise rendszer kiépítése

A vállalatcsoport 2014-ben indította el multi-brand stratégiáját. Ekkor a Duna House márkanév mellé létrehozták a Smart Ingatlan márkanevet is. A területi kizárólagosságok miatt Duna House név alatt már erősen limitáltak a további terjeszkedési lehetőségek, azonban a Smart Ingatlan esetében valószínűsíthető a további terjeszkedés, jelenleg több iroda nyitása is folyamatban van. A Smart Ingatlanokhoz nem tartozik területi kizárólagosság, így a hálózat növelésének ilyen jellegű korlátja nincs.

5. Lakóingatlanok piacán tapasztalható trend kihasználása

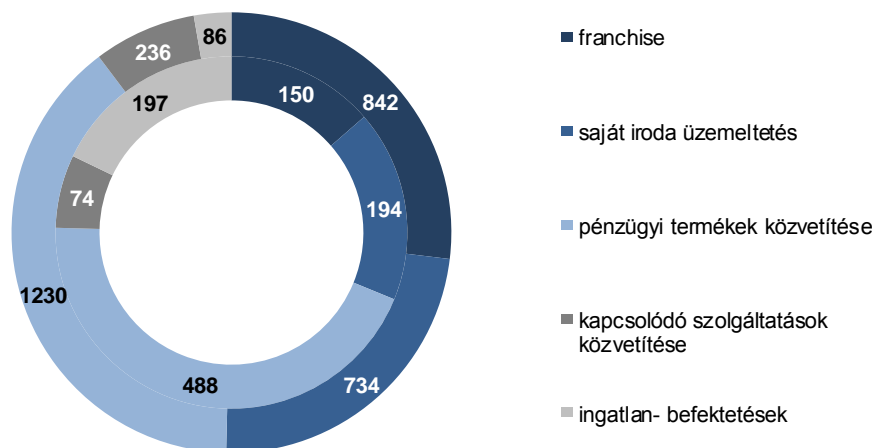
MyCity néven 2016-ban egy közös vállalat 50%-os részeseként ingatlanfejlesztési tevékenységbe kezdett a társaság a jelenlegi kedvező ingatlanpiaci környezet kihasználásának céljából. Az ingatlanfejlesztők számára a kedvezményes 5%-os ÁFA kulcs és a CSOK program teremtett kedvező környezetet. A MyCity 4 telken kezdte el az ingatlanfejlesztéseket, melyből egyben csak 50%-os részesedéssel rendelkezik.

6. Új szolgáltatások bevezetése

A folyamatos megújulás jegyében a társaság vizsgálja új szolgáltatások bevetésének lehetőségét, azonban üzleti okok miatt a jelenlegi stádiumban még nem kommunikálják, hogy milyen új szolgáltatás bevezetését tervezik. Külföldön például gyakori, hogy az ingatlanügynökök teljes körű költöztetési szolgáltatást is nyújtanak. Lengyelországban pedig a magyarhoz hasonló kapcsolódó szolgáltatásokat terveznek bevezetni.

Szegmensek

A DH csoport 2015-ös üzleti tevékenysége*

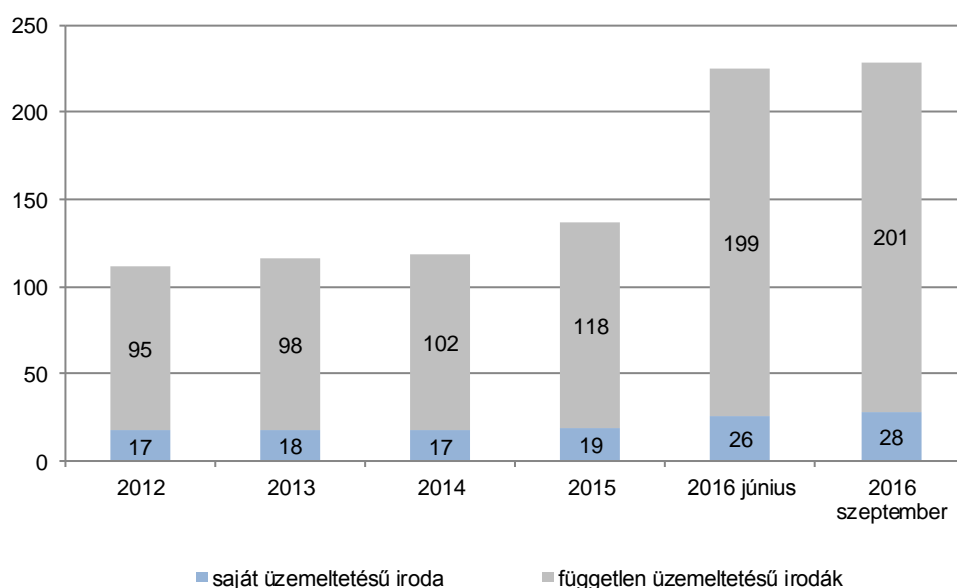


*Belső kör: EBIT (millió forint), külső kör: Árbevétel (millió forint)
Forrás: DH csoport

a, Franchise szegmens

A Duna House csoport Magyarország legnagyobb lakóingatlan-közvetítő franchise hálózata. 96 franchise partnerrel összesen 151 irodát üzemeltet, melyből 28 saját iroda. 2015-ben 842 millió forintos árbevételt és 150 millió forintos üzemi eredményt ért el a szegmens. Elsősorban új és használt lakáscélú ingatlanok eladásával foglalkozik. Ezt azonban kiegészíti lakáscélú ingatlanok bérbeadása és kereskedelmi célú ingatlanok közvetítése. Az összes jutalék 2-4%-a kapcsolódik bérbeadáshoz, a többit az ingatlanok értékesítése teszi ki.

Irodaszám alakulása



Forrás: DH csoport

A franchise modell előnye a gyors terjeszkedés. Üzleti partnerek bevonásával gyorsan növelhető a lefedettség, miközben a terjeszkedés a franchise jog tulajdonosának részéről nem igényel jelentős beruházást. A fix költségek nagy része a franchise partnereknél keletkezik.

2014 óta a franchise szegmens multi-brand stratégiával működik. A már évek óta működő Duna House márkanév mellett megjelent a Smart Ingatlan hálózat is. Az új márkát elsősorban a gyorsabb terjeszkedés lehetősége hívta életre. A Duna House franchise partnerek számára nyitott területi kizárólagosságok ugyanis a széleskörű lefedettség miatt már nehezen tették lehetővé új partnerek bevonását és új irodák nyitását. Ezzel a további növekedési lehetőségek korlátozódtak, és felmerült a piaci részesedés csökkenésének veszélye. A Smart Ingatlan hálózat esetében nem jár területi kizárólagosság, így a terjeszkedés során ilyen jellegű akadályok nem merülhetnek fel. Mivel még egy kialakulófélben lévő hálózatról van szó, ezért a Smart Ingatlan esetében 2 évesek a franchise szerződések, míg a Duna House esetében ezek 5 évre szólnak. Jelenleg 28 független franchise partner bevonásával már 32 irodát üzemeltet a csoport Smart Ingatlan márkanév alatt.

A franchise partnerek hozzáférést kapnak a márkanévhez (Duna House vagy Smart Ingatlan), valamint a márkához kidolgozott egységes arculathoz. Mindkét hálózat tagjai elérhetik az ingatlan adatbázist, melyben a kizárólagos megbízások kerülnek megosztásra. Ezen túlmenően megosztásra kerül a technológiai háttér, a kialakított know-how, és oktatásokkal támogatják az értékesítési partnereket.

A DH csoport belépési díjra és folytonos díjra jogosult a franchise partnerektől.

- A Duna House partnerek esetében a belépési díj területenként változó, jellemzően 2 és 5 millió forint közötti, mely számvitelileg időarányosan kerül elszámolásra. A Smart Ingatlan esetében ennél alacsonyabb, mindössze 1 millió forint a díjtétel nagysága, ezzel is támogatva a gyors növekedést és kompenzálva a területi kizárólagosság hiányát, illetve rövidebb időtávra, csak két évre szólnak ezek a franchise szerződések.
- A folytonos díj az irodajutalék 8+2%-ával egyezik meg. A plusz 2%-os hozzájárulást kötelező érvényűen marketingköltségekre kell fordítani. Az elmúlt években az effektív átlagos folytonos díj az irodajutalék 11-12%-át tette ki a havi kötelező minimumdíjak miatt. A folytonos díj nagysága szempontjából nincs különbség a Duna House és a Smart Ingatlan márkanév alatt működtetett irodák között, azonban a minimumdíj alacsonyabb a Smart Ingatlan esetében.

A franchise szegmens legjelentősebb költségtetele a személyi költségek, valamint a marketinghez és a különböző tanácsadói szolgáltatásokhoz kapcsolódó költségek voltak.

Szintén ebbe a szegmensbe tartozik a lengyel operáció, a Metrohouse is, mely a második negyedévtől került a csoporthoz 78 irodával. A jelenlegi belépési díj 30.000 lengyel zloty az ország lélekszám tekintetében legnagyobb hat városában, és 15.000 lengyel zloty a többi településen.

Név	Irodák száma
Metrohouse	78
WGN	71
Pólnoc Nieruchomości	44
Home Broker	42
Freedom House	36
Remax	30

Forrás: Duna House

A Home Broker által publikált tranzakciószámok szerint a Home Broker nagyobb értékesítési volument bonyolít le, mint a Metrohouse csoport, bár alig több, mint fele annyi irodával rendelkezik, mint a Metrohouse.

b, Saját iroda üzemeltetés szegmens

Bár a csoport irodáinak nagy részét franchise partnereken keresztül működteti, azonban a szeptember közepi adatok alapján összesen 28 saját irodát is üzemeltet. A tavalyi évben 734 millió forint árbevételt és 191 millió forint üzemi eredményt ért el a szegmens.

A saját irodák azonos hozzáférésekkel rendelkeznek, mint a franchise partnerek, díjazásuk és működésük között nincs különbség. A lényegi különbség, hogy ebben az esetben a fix költségek is csoporton belül merülnek fel, nem pedig a partnereknél. A saját iroda szegmensen keresztül a csoport közvetlen rálátással rendelkezik az ingatlanpiaci folyamatokra.

A saját iroda szegmensen belül is megtalálhatók a Duna House márkanév, a Smart Ingatlan és a Metrohouse márkanév alatt is üzemeltetett egységek. A cégcsoport a jövőben további saját Smart Ingatlan irodák nyitását tervezi.

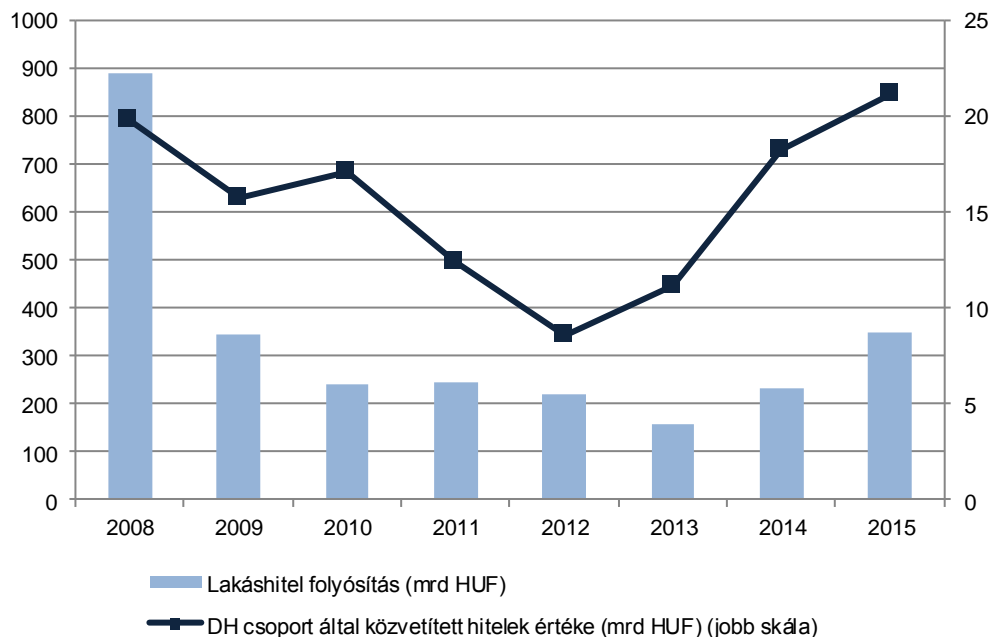
A közvetlen költségek közül a legjelentősebb tétel az ingatlan ügynöki szolgáltatás költsége. A közvetett költségek közül kiemelendő az iroda bérleti díja és a rezsi költség.

c, Pénzügyi termékek közvetítése szegmens

A DH csoport legnagyobb árbevételű és eredményű szegmense. 2015-ben 1.230 millió forint árbevételt és 488 millió forintnyi üzemi eredményt ért el. Fő fókusza a lakáscélú hitelek, lakástakarékpénztári és biztosítási termékek közvetítése. 2015-ben 21,1 milliárd forint lakáshitelt és 8,2 milliárd forint összegű lakástakarékpénztári megtakarítást közvetített ki a csoport. A hitelfelvevő ügyfelek nagyjából 2/3-át franchise hálózaton keresztül éri el. A publikált lakáshitel folyósítások összege alapján a lakáscélú jelzáloghitel piacán 6-8%-os piaci részesedéssel rendelkezik a DH.

Bár 2015-ben az összesen folyósított lakáshitelek állománya még 60%-kal elmaradt a 2008-as értéktől, a Duna House csoport már több hitelt értékesített, mint 2008-ban, a válságot megelőzően. Ez egyértelműen arra utal, hogy a DH csoport növelte piaci részesedését a hitelközvetítési piacon belül.

Hitelfolyósítások értéke



Forrás: KSH, DH csoport

A pénzügyi termékek értékesítése után a DH csoport jutalékra jogosult a pénzügyi partnerektől. Ennek három fajtája a szerzési, a fenntartási és a lépcsőzetes extra szerzési jutalék, utóbbi előredefiniált teljesítménycélokhoz kötött.

- Korábban a jelzáloghitelek után kapott 2-4,5% szerzési alapjutalék és a 0,3-1,1% fenntartási jutalék alapja a folyósított hitelösszeg volt. Utóbbira a folyósítást követő 4-6 évben volt jogosult a hitelközvetítő. A 2016. március 21. után szerződött ügyfelekre a törvénymódosítás eredményeként legfeljebb 2% lehet a szerzési és speratív jutalék együtt.
- A lakás előtakarékosági termékek utáni 1,2-1,4% szerzési alapjutalék valamint 0,05-0,1% fenntartási jutalék alapja a havonta befizetett lakástakarékpénztári megtakarítás és a futamidő hosszából számított szerződéses összeg. A jutalékszint nagyságát nem korlátozza törvény. Az idei első féléves eredményekből már tisztán látható, hogy a csoport a korábbiaknál nagyobb hangsúlyt fektet az LTP értékesítésre, melyben a jelenlegi alacsony hozamkörnyezet támogató feltételeket teremt.

A szegmens legnagyobb költségeleme a hiteltanácsadáshoz kapcsolódó jutalék, melyet a DH csoport fizet a hiteltanácsadók, a franchise partnerek és a Money House (független hitelközvetítő) partnerek számára. A Money House hálózat a Hitelcentrum Kft. része, így az is a tőzsdére kerülő holding része. Sőt, a hiteltanácsadói jutalék arányát a törvény életbe lépését követően még fel is kellett emelnie a csoportnak, hogy az értékesítők motivációját fenntartsa. Korábban a szerzési jutalék 56,2%-át fizették ki az értékesítési partnereknek, amit mostanra 66,0%-ra emeltek fel. A lecsökkentett szerzési jutalék és a pénzügyi tanácsadók megnövelt szerzési jutalékának együttes hatásaként a DH csoport által megszerzett szerzési jutalék 1,7%-ról 0,5%-ra csökkent.

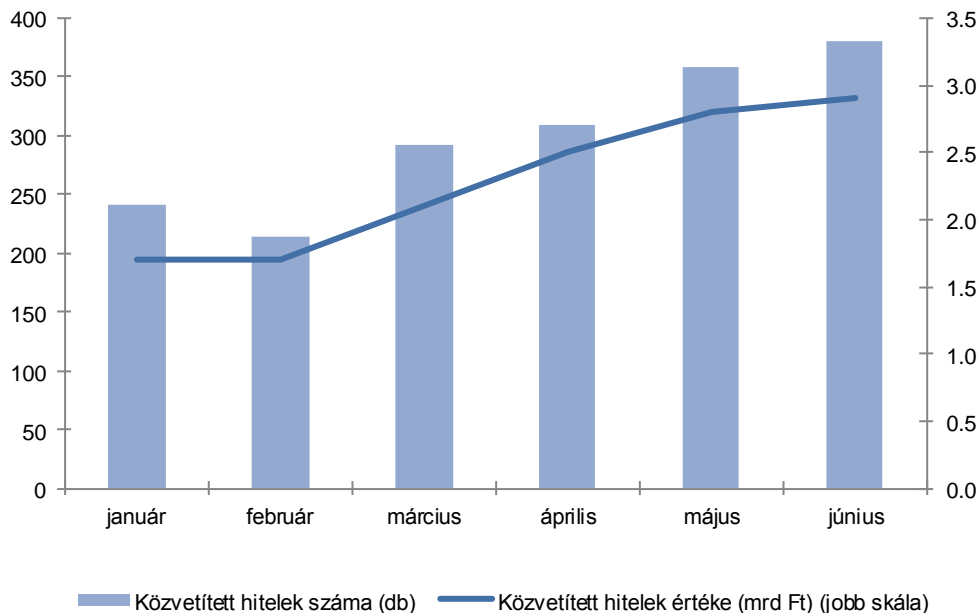
A magyar jelzáloghitel közvetítés szabályozói változásának hatása a DH csoport pénzügyi termékek közvetítése szegmensére

	2016. jan. 1. és 2016. jún. 30. között folyósított, de márc. 21. előtt szerződött hitelközvetítés	2016. jan. 1. és 2016. jún. 30. között folyósított, de márc. 21. után szerződött hitelközvetítés	2016. jan. 1. és 2016. jún. 30. között folyósított hitelközvetítés összege
Hitelösszeg-arányos szerzési jutalék (%)	3,9%	1,6%	2,6%
Pénzügyi tanácsadók szerzési jutalék rátája (%)	56,2%	66,0%	59,6%
Hitelösszeg-arányos tanácsadói szerzési jutalék (%)	2,2%	1,1%	1,6%
DH Csoport által megtartott szerzési jutalék (%)	1,7%	0,5%	1,1%

Forrás: DH kibocsátási tájékoztató

A jutalék törvényi maximalizálása nem hatott a közvetített hitelek mennyiségére és értékére sem. Az év második negyedévében is növekedés volt tapasztalható.

Közvetített hitelek alakulása 2016



Forrás: DH kibocsátási tájékoztató

A pénzügyi termékek közvetítése szegmensben belül messze a legjelentősebb költségelem a hiteltanácsadói jutalék. Ezt a jutalékot a DH csoport fizeti a hiteltanácsadók és a franchise partnerek részére. A szegmens közvetett költségei nagyrészt az infrastruktúra üzemeltetéshez kötődnek, beleértve a munkabér költségeket is.

d, Kapcsolódó szolgáltatások közvetítése szegmens

A szegmens célja az ingatlan adásvétele kapcsán felmerülő szolgáltatások teljes körű biztosítása, ezáltal „one stop shop” szolgáltatások nyújtása. 2015-ben 236 millió forint árbevételt és 74 millió forint EBIT eredményt realizált a szegmens. A szegmenshez az ingatlankezelési, az energetikai tanúsító és értékbecslési szolgáltatások tartoznak.

A szegmensben belül a legjelentősebb bevételi forrás az ingatlankezelési (home management) tevékenység, melyet elsősorban külföldi ügyfelek számára nyújt a csoport. A szolgáltatás a következőket tartalmazza: bérbeadás, bérleti díj fizetési monitoring, behajtás, rezsikezelés, karbantartás, könyvelés és tulajdonosi érdekképviselés. A szolgáltatásért cserébe a bérleti díj nettó 10%-át kitevő havidíjat számolnak fel.

Az energetikai tanúsító és értékbecslési szolgáltatásokat alvállalkozókon keresztül nyújtják, akik jutalékot fizetnek a DH csoport számára, így ez rendkívül alacsony kockázatú tevékenységet jelent.

Mivel a szegmens tevékenységét alvállalkozókon keresztül végzi, így működését alacsony költségszint jellemzi. A közvetett költségek több mint fele személyi jellegű költségekhez kapcsolódik. A legnagyobb közvetlen költségelem az ingatlan értékbecslése, mivel itt fordított díjfizetési struktúra működik, vagyis az ügyfél a Duna House-nak fizeti a megbízási díjat, melynek egy részét a DH csoport alvállalkozóknak fizeti tovább. A közvetett költségek több mint fele ebben az esetben is a személyi jellegű költségekhez kapcsolódik.

e, Ingatlanbefektetések szegmens

2015-öt megelőzően a szegmensnek nem volt érdemi hozzájárulása a csoportszintű eredményhez, azonban a következő időszakban a folyamatban lévő ingatlanfejlesztések hatására jelentősége tovább növekedhet. A szegmens 2015-ben 86 millió forintos árbevételt és 197 millió forintos működési eredményt realizált. A kiugró eredmény oka az egyes portfólióelemek felértékeléséből származó nyereség, mely árbevételt nem generált.

A félév végén 1.646 millió forint könyvszerinti értékű ingatlannal rendelkezett a társaság, amiből azóta 815 millió forint értékben értékesített ingatlanokat, és további 65 millió forintnyi ingatlan értékesítése volt folyamatban. A társaság menedzsmentje 2017 végéig nem tervez további jelentős ingatlan-portfólió növelést. A cégcsoport egyelőre nem kíván jelentősebb külföldi ingatlanportfóliót kialakítani. Ezen túlmenően a társaság 509 millió forint könyvszerinti értéken szereplő operatív (saját használatra szánt) portfólióval is rendelkezik, melynek legértékesebb eleme a cégcsoport Gellérthegy utcában található központi irodaháza. A központi irodaház könyvszerinti értéke 431 millió forint, azonban egy független értékbecslés szerint piaci értéke 620 millió forint.

Az Impact Asset Management Alapkezelő 2016 szeptemberében indult 1 milliárd forint eszközértékkel. A nyíltvégű, határozatlan futamidejű, nyilvános ingatlanalap tervezett befektetési politikája alapján kizárólag magyarországi, elsősorban budapesti bérbe adható lakóingatlanokat fog vásárolni. Az alap teljesítményét két tényező határozza meg: a bérleti díjakból származó folyamatos bevétel, és a portfóliót képező ingatlanok értékének változása, ami 3 havonta az átértékelések alkalmával kerül meghatározásra. Az alapkezelő jövedelme az eszközértékre vetített 1%-os alapkezelői díjból és az elért hozamtól függő sikerdíjból áll. A sikerdíj mértéke a benchmark feletti hozam 20%-a. Az alap benchmarkja az RMAX index.

2016-tól kezdődően a társaság több ingatlanfejlesztési projektbe is belevágott MyCity márkanév alatt, melyben 50%-os részesedéssel rendelkezik a DH csoport. Az első projektek átadása 2017 IV. negyedévben várható. A 4 fejlesztési projekt, melyekről a főbb információkat a következő táblázatban foglaltuk össze, nagyon eltérő fázisban van, de az előértékesítések már több esetben elkezdődtek. Az ingatlanfejlesztési tevékenységet a jelenlegi kedvező fejlesztési környezet kiaknázására indította el a DH csoport, melyet a 2019-ig szóló 5%-os ÁFA kulcs és a kibővített CSOK program támogat. A jelenleg elkezdett fejlesztéseken túlmenően a társaság jelenleg nem tervez újabb ingatlanfejlesztési projekteket indítani, így nem tartunk attól, hogy a társaság alapvető profilja megváltozna. A DH csoport rendelkezésére álló értékesítési csatornák a saját fejlesztésű ingatlanok esetében is hasznosíthatók, vagyis csoporton belül látszódnak a szinergia lehetőségei. Ez a rendkívül erős értékesítési csatorna egyúttal az értékesítési kockázatokat is mérsékli.

Folyamatban lévő fejlesztések


	Forest Hill	Reviczky Liget	Írisz Ház	MyCity Residence	Összesen
A Kibocsátó részesedése a projektcégekben	50%	50%	50%	25%	
A projektek jelenlegi státusza	<ul style="list-style-type: none"> · Építési engedély 148 lakásra · Kivitelező kiválasztása folyamatban · Előértékesítés elindult 	<ul style="list-style-type: none"> · Építési engedély 92 lakásra · Kivitelezési fázis kezdődik · Előértékesítés elindult 	<ul style="list-style-type: none"> · Építési engedély folyamatban · Előértékesítés elindult 	<ul style="list-style-type: none"> · Építési engedély folyamatban 	
Telek piaci értéke 2016.06.30-án (eFt)	1.280.000	153.000	155.000	601.300****	2.189.300
Telekterület (nm)	29.314	5.625	1.319	3.345	39.603
Értékesíthető lakásterület (nm)	16.085	4.672	2.228	7.069*****	30.054
Gépkocsi beállók (db)	204	86	44	105	439
Lakások tervezett száma (db)	196**	86*****	43	105	430
Átlagos meghirdetett eladási ár (eFt/nm)*	526***	430	527	-	-
Átlagos lakásméret (nm)	82,1	54,3	51,8	67,3	69,9
Várható átadás	2017. IV. negyedév	2017. IV. negyedév	2018. II. negyedév		
Várható árbevétel (gépkocsi beálló nélkül) *****	8.460.710	2.008.960	1.174.156		11.643.826

* A MyCity által hirdetett lakások belső kimutatás szerinti átlagos hirdetési ára

** Ebből 48 lakásra az építési engedély folyamatban van a Tájékoztató időpontjában

*** Az első sorban lévő 56 db lakás értékesítése folyik jelenleg.

**** 2016. január 16-i értékbecslés alapján

***** Tartalmaz 161 nm iroda területet

***** Bár 92 lakásra van építési engedély, néhány ingatlan összevonása miatt csak 86 lakás fog épülni

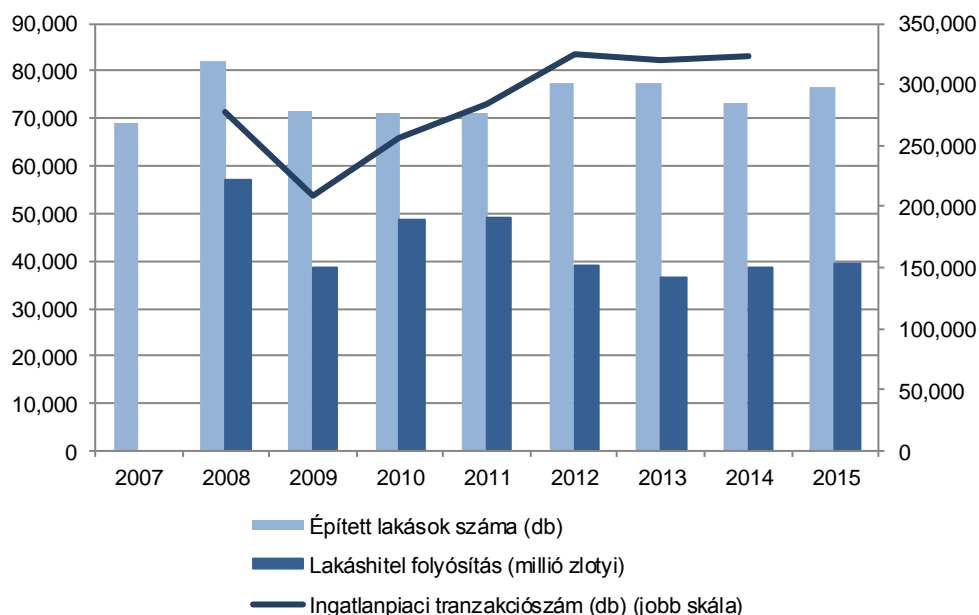
***** Erste számítás: értékesíthető lakásterület (nm) * átlagos meghirdetett eladási ár (eFt/nm)

Forrás: A cégcsoport nem auditált belső kimutatásai; IPO prospektus; Erste számítások; <http://www.mycity-group.com/>

A lengyel működési környezet bemutatása

Az elmúlt években Lengyelországban az ingatlanpiac sokkal stabilabb képet festett, mint Magyarországon. 2008 és 2015 között az épített lakások számában és a folyósított lakáshitelek értékében sem volt drasztikus eltérés tapasztalható. A válság egyedül az ingatlanpiaci tranzakciószámában okozott kilengést. Itt a 2009-es mélypontot egy emelkedő periódus követte, majd 2012-től kezdve stabilizálódott a tranzakciók száma. A statisztika nem teljesen összevethető a magyarral, ugyanis Lengyelországban nincs külön lakáspiaci tranzakcióra vonatkozó adatkimutatás, hanem csak a kereskedelmi ingatlanokat is magába foglaló teljes ingatlanpiaci tranzakciószám érhető el. Mindenesetre ez is mutatja, hogy van még potenciál a lengyel ingatlanpiacon a tranzakciószámok tekintetében, hiszen a kb. négyszer nagyobb lélekszámú országban csak kb. kétszer annyi tranzakciót láthattunk, mint Magyarországon.

Működési környezet Lengyelországban



A lengyel és a magyar ingatlanpiacon, illetve hitelközvetítési piacon alkalmazott jutalékszintek hasonlóak. Itthon az ingatlanközvetítési jutalék 2,5-5% között van, Lengyelországban ez a szint 1,5-5% között van.

A hitelközvetítési jutalékot itthon 2%-ban limitálta egy márciusi törvénymódosítás, így a szerzési jutalék 1,6%, a fenntartási jutalék pedig 0,4%. Lengyelországban nem került sor hasonló korlátozásra, a menedzsment becslése szerint a jelenlegi szokásos piaci szerzési jutalék 1,5% és 3% között van.

Pénzügyi közvetítés szempontjából a következő táblázatban látható ügynökhálózatok számítanak a legjelentősebb versenytársaknak. A Metrohouse csoport 2015-ben 21,1 milliárd forint összegnek megfelelő értékben közvetített hiteleket, ezzel nem fért be az 5 legnagyobb piaci szereplő közé. A jelentős méretű pénzügyi közvetítők közül egyedül az Open Finance tulajdonosi köre rendelkezik ingatlanközvetítési szolgáltatással is Home Broker márkanév alatt. A DH csoport célja, hogy a jelenleginél hatékonyabban használja ki azokat a sinergiákat, melyek abból származnak, hogy a Metrohouse csoport mindkét piacon tevékenykedik.

Név	milliárd Ft
Open Finance + Home Broker	395
Expander	336
Notus	159
Aspiro	152
Gold Finance	53

Forrás: Duna House

A Metrohouse esetében az ingatlan ékesítési jutalék máshogy kerül elszámolásra, mint a Duna House vagy a Smart Ingatlan esetében. A Metrohouse-nál ugyanis a teljes jutalékbevételek a csoporthoz kerül és az fizeti ki a költségeket, köztük az értékesítési partner jutalékát is, míg Magyarországon már csak a költségek levonása utáni jutalékbevételek kerül a DH csoporthoz. Ez a számviteli különbség azt eredményezi, hogy a bruttó marzsok nem összehasonlíthatók egymással.

A DH csoport jelentős reményeket fűz a lengyel terjeszkedéshez. Egyrészt piaci részesedést szeretnének növelni, bár irodaszám alapján mindkét országban piacvezetők, ugyanakkor míg Magyarországon 10 ezer lakosra jutóan 56 tranzakciót bonyolít a DH csoport, addig Lengyelországban ez az arányszám mindössze 4. A DH csoport ezen túlmenően a hatékonyságjavításra is komoly hangsúlyt fektet. Egyrészt az ügyfélkonverziós mutatót igyekeznek növelni a „one stop shop” üzleti modell kialakításával, másrészt az irodák jövedelmezőségét is növelnék oly módon, hogy csökkentenék az értékesítők jutalékszintjét, amint kialakul egy gördülékeny üzletmenet.

Lengyelországban is működik a magyar CSOK-hoz hasonló program, mely a fiatalok lakáshoz jutását támogatja. Az MdM nevű program a 35 év alatti fiatalokat és a 3 gyerekes családokat támogatja. A gyermekkel rendelkező családok esetén a megvásárolandó ingatlan önrészesének 15-30%-ának, míg gyermekkel nem rendelkezők esetén a megvásárolandó ingatlan 10%-ának erejéig nyújt a kormány vissza nem térítendő támogatást az 50 és 65 négyzetméter alatti, bizonyos kritériumoknak megfelelő lakások megvásárlásához. A program éves szintű költségvetéssel rendelkezik, és a 2016-os keret mostanra már kimerült.

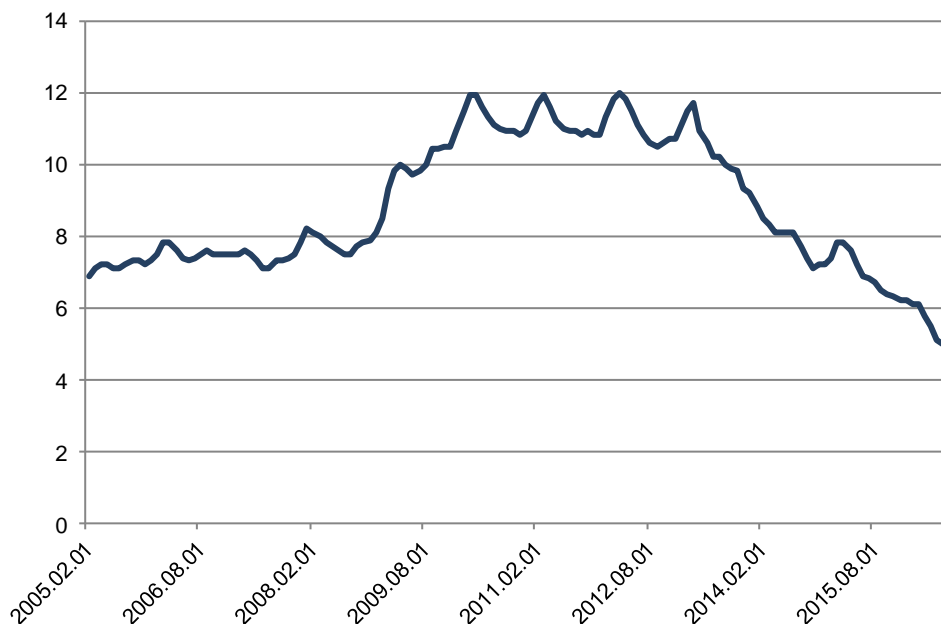
A magyar lakáspiac

Lakáspiaci tranzakciószám alakulása

A 2008-at megelőző időszakban jelentős lakáspiaci fellendülés volt tapasztalható Magyarországon. A lakáspiaci tranzakciószám 2003-ban érte el a csúcstól évi 270 ezres darabszámmal. A 2008-at megelőző felfutást az alacsony, jellemzően devizahitel kamatok és a kedvező feltételű kamattámogatott hitelek, a növekvő bérek, a javuló bérvárakozások és a nagyvonalú támogatási rendszer is segítette. Például a 2001-es kormányrendelet értelmében a szocpol összege 900 ezer és 3,8 millió forint között alakult.

A gazdasági válság begyűrűzésének következtében 2008-tól az ingatlanpiaci tranzakciószám jelentősen visszaesett, azonban az árak csökkenése inkább csak 2009-től volt tetten érhető. 2008 végétől a munkanélküliségi ráta jelentősen emelkedett, és az olcsó hitelkamatok korszaka is véget ért, ami jelentős visszaesést okozott mind az ingatlanpiacon, mind pedig a hitelkihelyezések tekintetében.

Munkanélküliségi ráta (%)



Forrás: Bloomberg

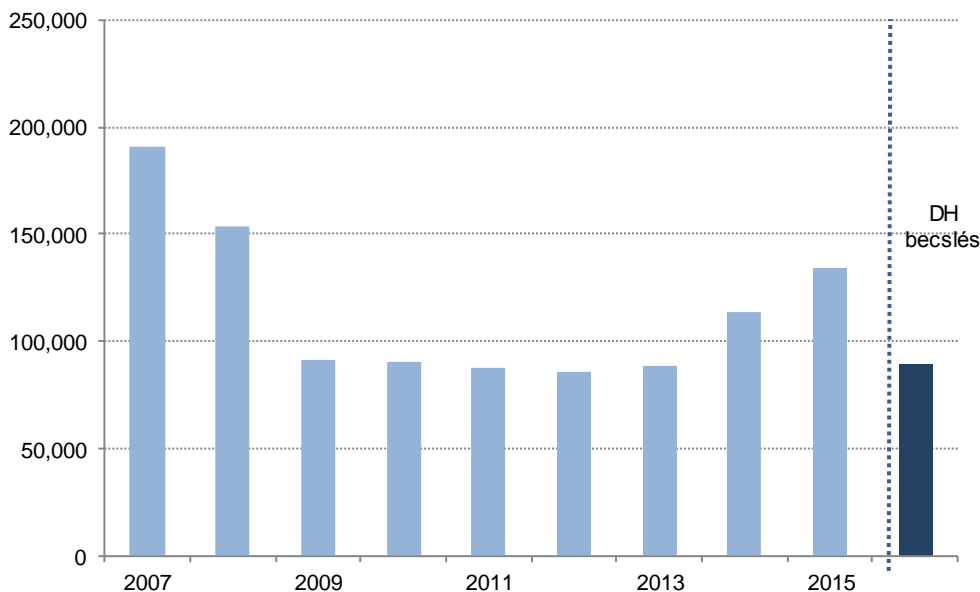
A 2009 és 2013 közötti időszakban évi 90 ezer darabos tranzakciószám környékén stabilizálódott az ingatlanpiac, azonban az ingatlanárak csökkenése tovább folytatódott. Az FHB lakásárindexe alapján 2009 első negyedéve és 2013 utolsó negyedéve között összesen 18%-kal csökkent a magyarországi ingatlanok értéke.

Az ingatlanpiacon csak átmeneti hatást jelentett a végtörlesztés időszaka 2011 szeptembere és 2012 áprilisa között. Ennek hatása az éves adatokban nem igazán érhető tetten, és a lakásárindexre sem gyakorolt érezhető hatást.

Az ingatlanpiac 2014-ben kezdett talpra állni. Ez mind a tranzakciószámában, mind pedig az ingatlanárakban jelentős növekedést okozott. A folyamat 2015-ben tovább gyorsult és már 134 ezer lakást értékesítettek, melyből csaknem 131 ezer használt lakás volt, ami már a 2008-as 140-ezres értékre emlékeztet, azonban a KSH statisztikáiból is egyértelműen látszik az új lakások hiánya. A meglóduló ingatlanpiac ellenére is csak 3.369 új lakást értékesítettek, ami nem jelent szignifikáns változást az előző évekhez képest.

Az elmúlt időszak ingatlanpiaci felpattanásában speciálisnak számít, hogy a tranzakciók egy jelentős részét továbbra is a befektetési célú lakásvásárlások dominálták. A Duna House Barométer című szeptemberi kiadványa szerint Budapesten 37%-ban, vidéken pedig 29%-ban befektetési céllal vásároltak ingatlant, ezzel mindkét településtípus esetén ez volt a vásárlás fő oka. A felpattanás érdekessége még, hogy a hitelfelvételi kedv továbbra is alacsony maradt, így a vásárlásokat változatlanul a készpénzes tranzakciók dominálják.

Lakáspiaci tranzakciószám Magyarországon

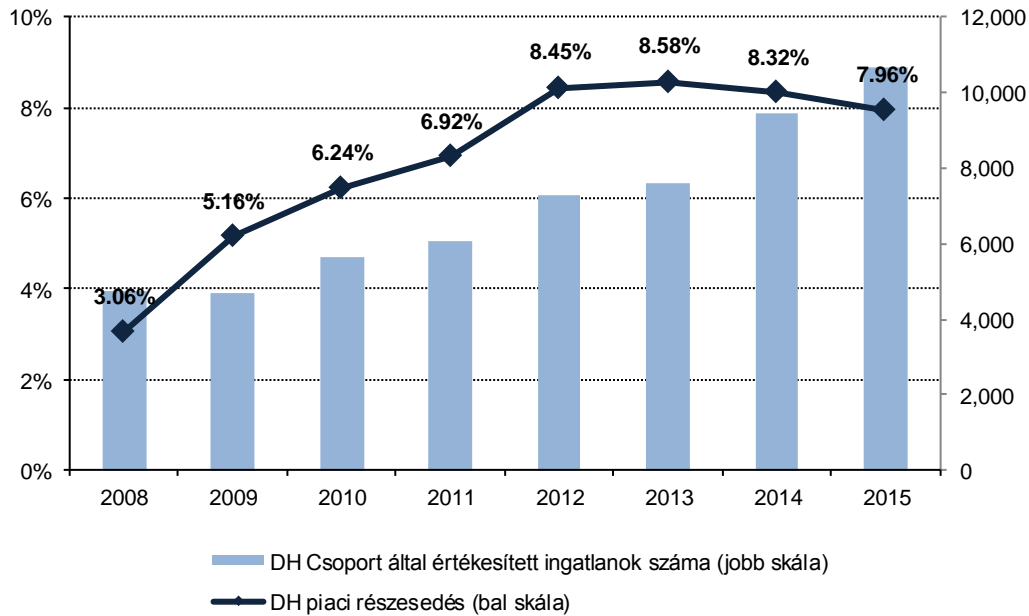


Forrás: KSH, DH csoport

Míg 2009 és 2013 között az összes lakáspiaci tranzakciószám tekintetében stagnálás volt megfigyelhető, a Duna House csoport (saját irodák és franchise szegmens együtt) folyamatosan tudta növelni az értékesített ingatlanok számát (2008 és 2015 között +125%). Ennek hatására a 2008-as 3,06%-os piaci részesedésük 2015-re 7,96%-ra növekedett. A kedvező piaci környezetben a lakások könnyebb eladhatósága miatt a DH csoport piaci részesedése enyhén csökkent. A csúcspont 2013-ban volt, ekkor 8,58%-os piaci részesedéssel rendelkezett a DH.

A piaci részesedés csökkenésére és általában az ingatlanközvetítők részesedésnek csökkenésére a DH csoport azzal reagált, hogy teszt jelleggel a magán hirdetések előtt is megnyitotta adatbázisát, mely jelenleg a hazai nagyvárosokra koncentrálódik. A konstrukció neve Hirdetés Plusz Csomag, a honlapon elérhető információk alapján ez egyelőre egy év végéig szóló tesztperiódust jelent. A legfőbb különbség, hogy ennél a szolgáltatásnál egy fix díjért cserébe csak a hirdetés szerkesztését és megjelenését garantálják, de az értékesítők nem ajánlják az adott ingatlant aktívan az ügyfeleknek.

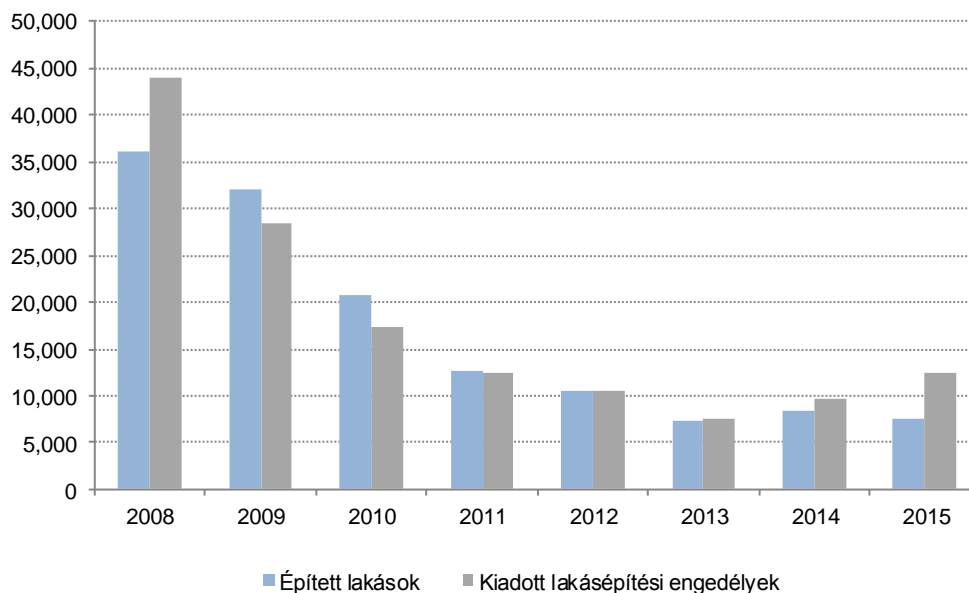
A DH csoport piaci helyzete



Forrás: KSH, DH csoport, Erste

2008 és 2013 között a lakáspiaci tranzakciószámhoz hasonlóan az épített lakások száma és a kiadott lakásépítési engedélyek száma is csökkent, azonban a csökkenő trend 2014-ben megtört. A tavalyi évet már kismértékű növekedés jellemezte, így az újépítésű ingatlanok hamarosan ismét megjelenhetnek a magyar ingatlanpiacon és ezzel együtt az ingatlanközvetítők kínálatában is. 2015-ben a kiadott lakásépítési engedélyek száma tovább növekedett, azonban még mindig kevés új építésű lakás jelent meg a piacon.

Épített lakások és kiadott lakásépítési engedélyek száma



Forrás: KSH

Családi Otthonteremtési Kedvezmény

A Családi Otthonteremtési Kedvezmény, közismertebb nevén CSOK, melyet néha új szocpol néven is emlegetnek, 2015. július 1-től új és használt lakásokra is igénybe vehető. A támogatási rendszert idén év elejétől nagymértékben kibővítették, és 3 gyermek esetén akár már 10 millió forintos vissza nem térítendő támogatás is igénybe vehető, melyet legfeljebb 10 millió forintos kedvezményes hitellehetőség is kiegészít. A vissza nem térítendő támogatás mértéke 0,6 és 10 millió forint között változik. A támogatás mértékét 2 tényező határozza meg.

- az eltartott gyermekek száma
- az ingatlan hasznos alapterülete

A CSOK a gyerekvállalást támogató gazdasági ösztönző, melytől az állami támogatásnak köszönhetően az ingatlanpiac élénkülése is várható, sőt ennek első jelei már mutatkoztak is az elmúlt hónapokban, de az új lakások piacán még csak most kezd el megjelenni a támogatás hatása.

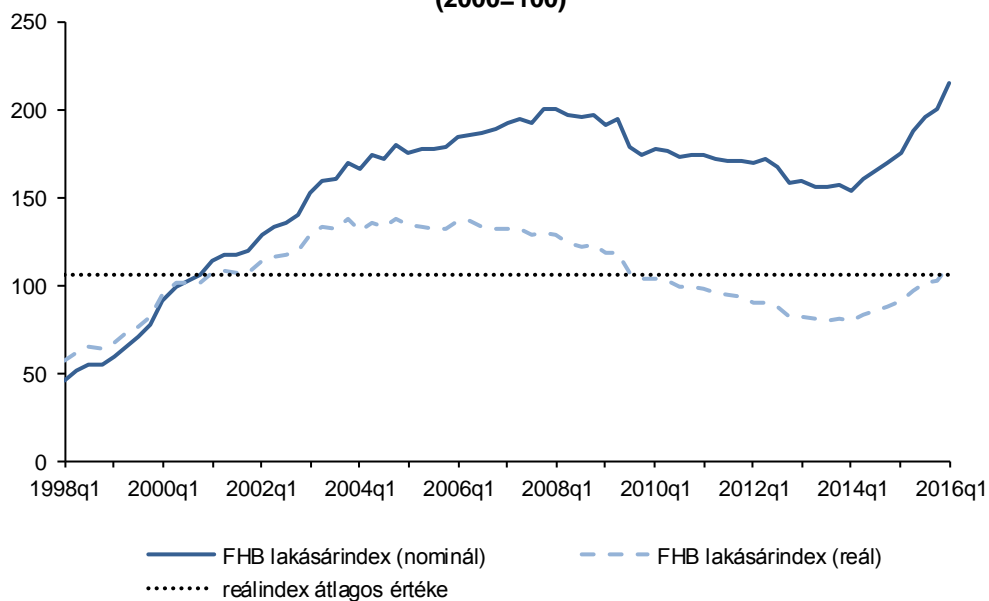
Ingatlanárak alakulása

Az FHB lakásárindex alapján 1998 és 2008 között jelentős felfutás volt látható az ingatlanárakban. Ennek oka a tranzakciószám növekedéséhez hasonlóan a kedvező gazdasági környezet volt, beleértve a bérnövekedést, a kedvező hitelkondíciókat és szociálpolitikai ösztönzőket is.

Bár az ingatlanárak egészen 2008-ig emelkedtek, reálértelemben nézve már sokkal korábban elértük a csúcst. 2004 és 2006 között is már oldalazás volt tapasztalható, ezt követően pedig reálértelemben már csökkenő ingatlanárakról beszélhetünk.

A tendencia egészen 2014-ig fennmaradt, ahonnan már mindkét index esetében emelkedés tapasztalható. Sőt nominális értelemben új csúcsra emelkedett az FHB lakásárindex, és a reálindex is visszatért az átlag fölötti értékekhez.

**Az FHB lakásárindex alakulása 2016 első negyedévéig
(2000=100)**



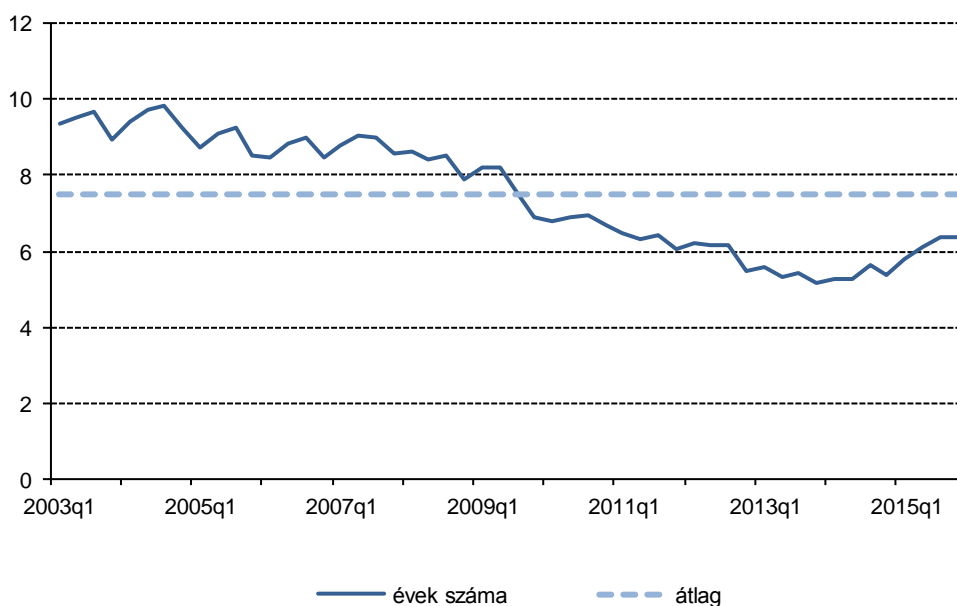
Forrás: FHB lakásárindex, www.fhbindex.hu

Annak érdekében, hogy realisabb képet kapjunk az ingatlanok értékeltségéről, a KSH adatok és az FHB lakásárindex felhasználásával megvizsgáltuk, hogy hány évet kell dolgozni átlagos bérek mellett egy átlagos lakás megvásárlásáért. A KSH adatai szerint a 2015-es tranzakciók alapján az átlagos ingatlanpiaci tranzakciók értéke 11,8 millió forint volt.

Számításaink alapján egy átlagos lakásért a jelenlegi átlagbérek mellett 6,5 évet kell dolgozni, míg 2003-ban ugyanehhez 10 év, a vizsgált időszak átlagában pedig valamivel kevesebb, mint 8 évre volt szükség. Vagyis még a 2008-at megelőző ingatlanpiaci felfutás időszakában is gyorsabb volt a bérek növekedése, mint az ingatlanoké.

A számítások során a KSH adatok alapján a 2015-ben tipikusnak nevezhető 11,8 millió forintos ingatlan tranzakció méretét vettük alapul, melyet visszamenőlegesen az FHB lakásárindex-szel korrigáltunk és ennek képeztük hányadosát a KSH szerinti átlagos bérekkel.

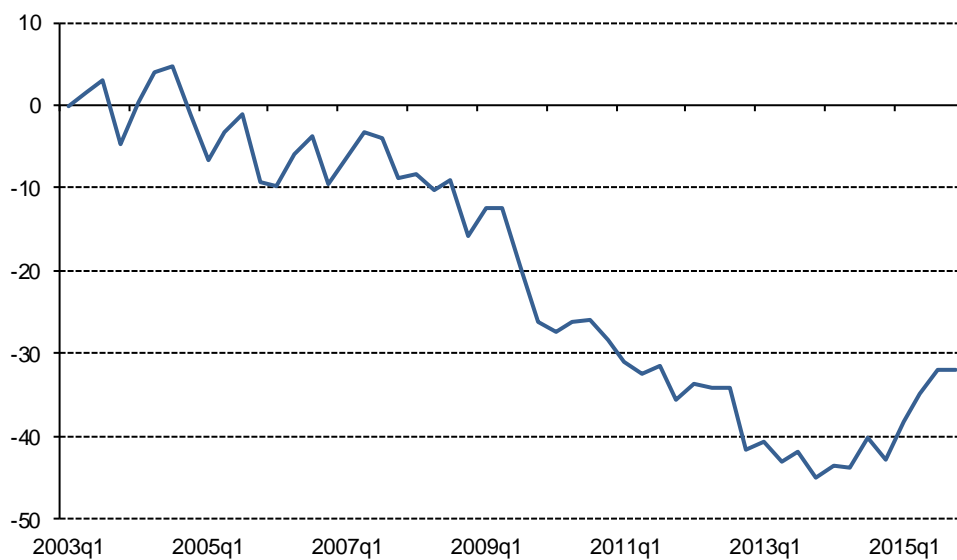
Hány évet kell dolgozni egy átlagos lakásért?



Forrás: FHB lakásárindex, KSH, Erste

A fenti állítás egy másik olvasata, hogy bérerőn nézve ma még mindig majdnem 32%-kal alacsonyabbak az ingatlanárak, mint 2003 elején voltak. Ezek alapján összességében továbbra sem beszélhetünk túlhevült ingatlanpiacról, azonban a számítások során csak az országos adatokból tudtunk kiindulni, lehetnek viszont olyan ingatlanpiaci részterületek, melyek esetében már túlázott a piac.

Mennyivel lett egyszerűbb lakáshoz jutni?



Az FHB lakásárindex alapján számított átlagos négyzetméterárak és a KSH által publikált átlagbérek hányadosaként kalkulálva. 2013q1-et kiindulópontként tekintve.

Forrás: FHB lakásárindex, KSH, Erste

A magyar jelzáloghitel piac

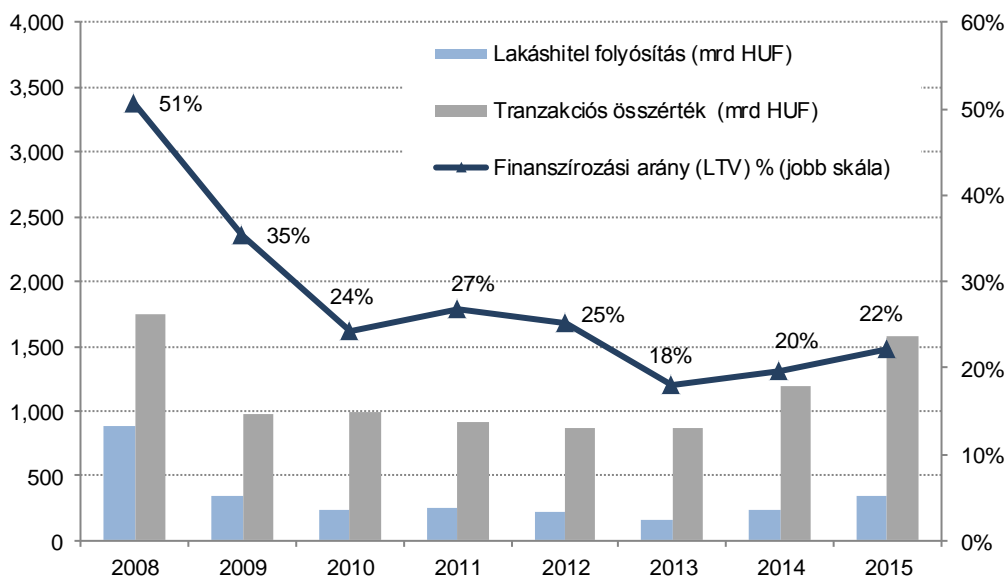
Folyósított lakáshitelek

A 2008-ban kitört válságot megelőzően főként az állami kamattámogatásoknak és az alacsony devizahitel kamatoknak köszönhetően jelentősen nőtt a lakossági hitelkihelyezés. 2002 és 2008 között az évente folyósított lakáshitelek összege éves átlagos 30%-kal nőtt.

2008-ban a gazdasági világválság kitörésével a hitelbővülés időszaka lezárult. Az addigi olcsó devizahitelek eltűntek a piacról és a romló gazdasági környezetben az új lakáshitek folyósítása drasztikusan visszaesett, melynek eredményeként a lakáshitel állomány is csökkenni kezdett.

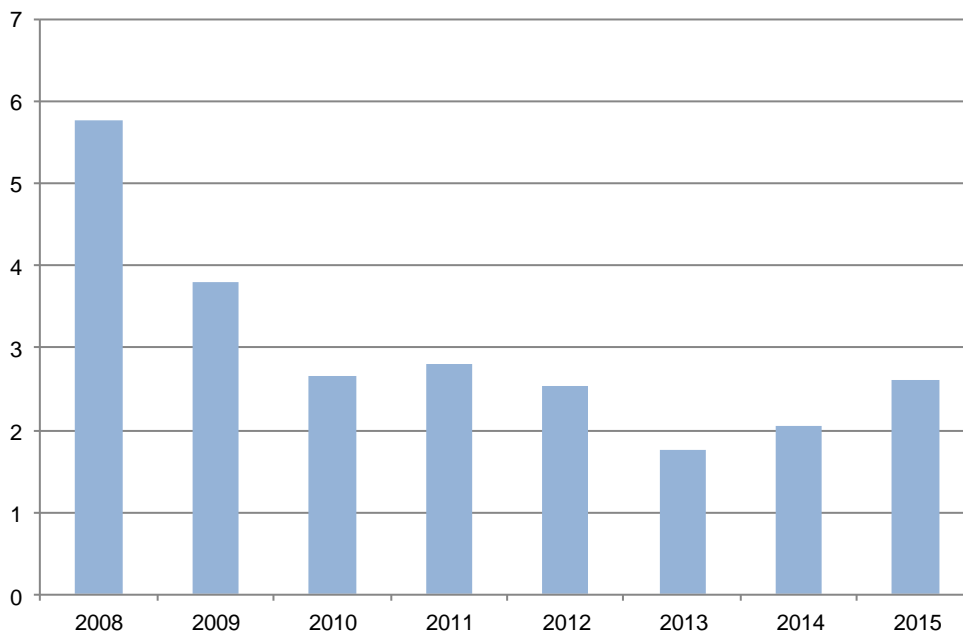
A hitelpiac először 2014-ben kezdett el éledezni és ez a kedvező tendencia 2015-ben is kitartott. Tavaly 50%-ot emelkedett a kihelyezett hitelek értéke, de még mindig bőven elmarad a 2008-as értéktől. A folyósított hitelállomány jelentős növekedését támogatja a banki hitelezési politika lazulása, a lakosság fogyasztási és beruházási aktivitása, valamint a hitelköltségek jelentős csökkenése.

Az ingatlanpiac és a jelzáloghitelek alakulása



Forrás: MNB, KSH, Erste

Az MNB és a KSH statisztikáiból látható, hogy 2015-ben egy ingatlan tranzakcióra mindössze 2,6 millió forint értékű jelzáloghitel kihelyezés jut, míg a válságot megelőzően 2008-ban ez még 5,8 millió forint volt. Így a jelenlegi alacsony szintről a szigorodó jegybanki hitelezési szabályozás ellenére is bőven van még emelkedési potenciál.

Tranzakciónkénti átlagos hitelméret (millió forint)


Forrás: MNB, KSH, Erste

Az MNB két területen szigorította a hitelezési feltételeket 2014 augusztusában. Az egyik a jövedelemarányos törlesztőrészlet (JTM illetve PTI) bevezetése. Forinthitel esetén az adós havi törlesztő részlete nem lehet magasabb a rendszeres, legális nettó jövedelem (munkabér, nyugdíj, családi pótlék) 50%-ánál 400 ezer forint alatti, illetve 60%-ánál legalább 400 ezer forintos havi jövedelem esetén. A korlátozás adóstársak esetén a jövedelmükre vonatkozóan összevontan értendő. Az alábbi táblázat azt mutatja, hogy különböző devizanemekben felvett hitelek esetén a jövedelem hány százaléka lehet maximum a havi törlesztőrészlet.

Maximális jövedelemarányos havi törlesztőrészlet

Jövedelem	HUF	EUR	Egyéb deviza
400 ezer Ft alatt	50%	25%	10%
400 ezer Ft fölött	60%	30%	15%

Forrás: MNB

A másik szabályozás a hitelfedezeti mutatóra (HFM angolul LTV) vonatkozik, vagyis, hogy az ingatlan forgalmi értékének legfeljebb mekkora része lehet a felvett hitel. Forint jelzáloghitelek esetében a felvett hitel összege nem lehet magasabb a fedezetül szolgáló ingatlan forgalmi értékének 80%-ánál.

Hitelfedezeti mutató

Hiteltípus	HUF	EUR	Egyéb deviza
Jelzáloghitel	80%	50%	35%
Gépjárműhitel	75%	45%	30%

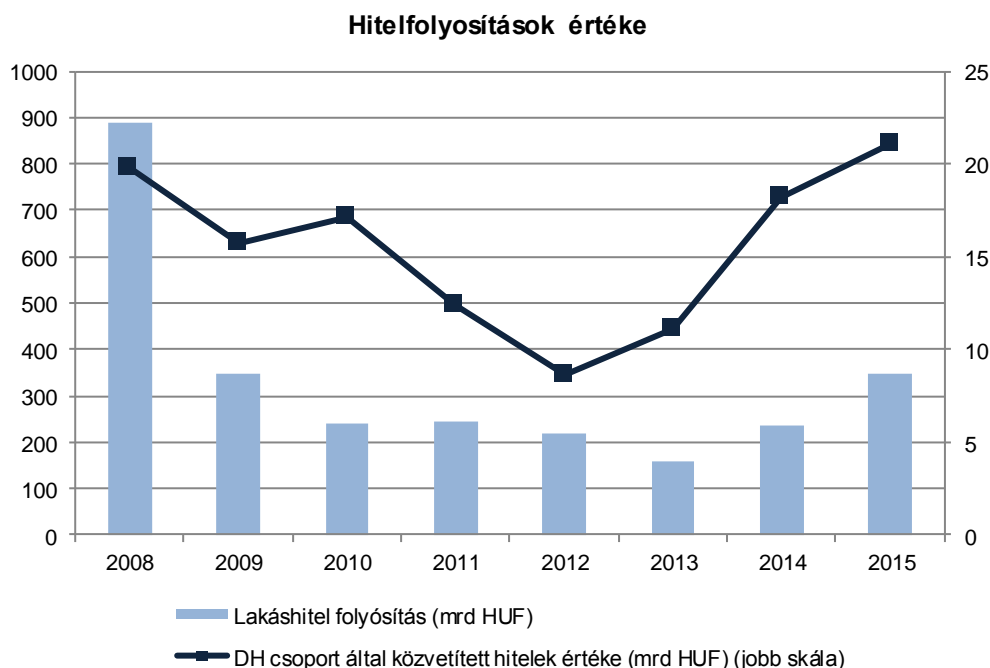
Forrás: MNB

Az új hitelezési szabályok bevezetése elsősorban a forinton kívüli hitelek esetében állít fel szigorú korlátokat. A forinthitelek esetében sokkal megengedőbb.

Az Erste Bank hitel kalkulátorának számításai alapján havi 500.000 forint bruttó jövedelemmel (gyakorlatilag két magyar átlagbér) teljesen kifizetve az MNB által támogatott kritériumokat a havi törlesztőrészlet legfeljebb 167.000 forint lehet. Ez 10 éves futamidővel számítva 16,8 millió forintnyi maximális hitelösszeget jelent. Azaz 80%-os hitelfedezeti mutató mellett körülbelül 21 millió forint értékű lakás vásárlását tenné lehetővé. Mivel a gyakorlatban a banki szabályok ennél szigorúbbak, így ez felső becslésnek tekinthető. A piacon jellemzően legalább 30%-os önrészt követelnek meg a bankok. (A számolás során teljes futamidő alatt 6 havi referencia kamatperiódussal és 5 éves kamatfelár periódussal kalkuláltunk, 3,64%-os THM mutatóval)

A DH csoport menedzsmentjének becslése szerint a hitelközvetítőkön keresztül bonyolított folyósítások aránya 40% és 60% között lehet, beleértve a függő ügynöki hálózatokat is.

A lakáshitel folyósítások 2009 óta tartó visszaesésének hatására 2010 óta már a hitelállomány is csökkenésnek indult. Igazán nagy esés 2012-ben következett be, amikor jelentős értékű visszafizetések történtek, elsősorban a végtörlesztés eredményeként. 2014-ben a növekvő hitelkihelyezések eredményeként megállt a lakáshitel állomány csökkenése.



Forrás: MNB, KSH

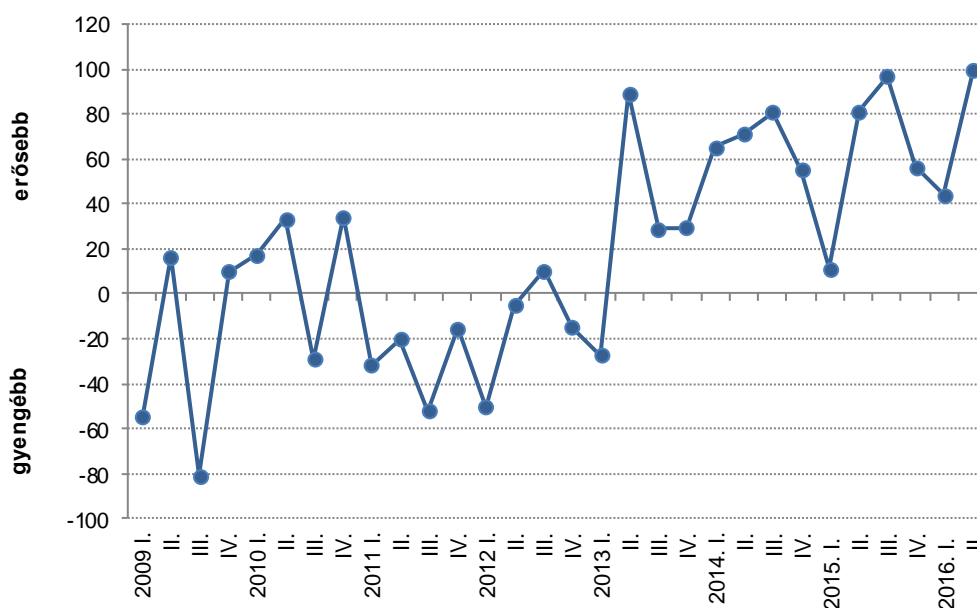
Lakáshitelek keresleti oldala

Az MNB hitelezési folyamatokról szóló statisztája szerint a lakáshitel folyósítások 2008 utáni visszaesése egyszerre vezethető vissza a bankok szigorodó hitelezési politikájára és a csökkenő keresletre.

A statisztikák szerint a háztartási szegmens lakáshitelek iránti kereslete 2009-ben drasztikusan visszaesett, és összességében 2013-ig nyomott szinten is maradt. Ezt követően viszont már erősödés volt tapasztalható, mely folyamat azonban nagymértékben volatilisnek bizonyult. Az adatok alapján 2015 első felét aktív keresletbővülés jellemezte, majd egy enyhe visszaesés következett, de idén ismét tovább erősödött a háztartások lakáshitel kereslete, sőt a második negyedévben a mutató értéke el is érte a maximumot. A

megkérdezett bankok 100%-a tapasztalta a kereslet élénkülését, bár ez a javulás továbbra is alacsony bázisról következett be. A mutató értéke a bankok válaszában alapul, értéke -100% és +100% között alakulhat.

Lakáshitel kereslet a háztartási hitelezési szegmensben



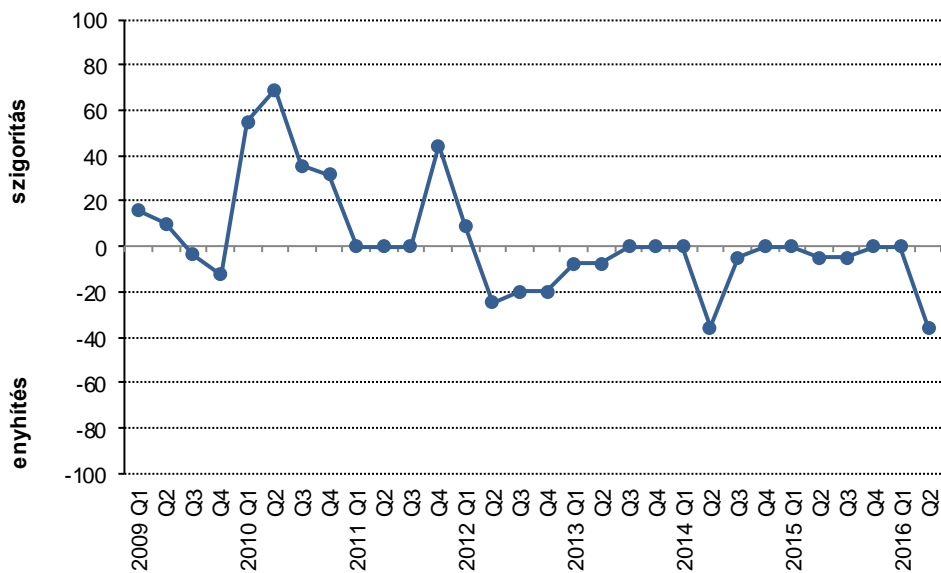
Forrás: MNB

Lakáshitelek kínálati oldala

A pénzügyi válság beköszöntekor a bankok szigorították a hitelezési feltételeket, és egészen 2012 második feléig kellett arra várni, hogy a lakáshitelezés terén enyhülés legyen tapasztalható. Az MNB adatai alapján az elmúlt negyedévekben folyamatos, az idei évben pedig jelentős lazítás volt látható.

A mutató értéke: a szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Lehetséges értéke -100% és +100 között változhat.

A lakáshitelezési feltételek változása a háztartási szegmensben



Forrás: MNB

Pénzügyi kimutatások

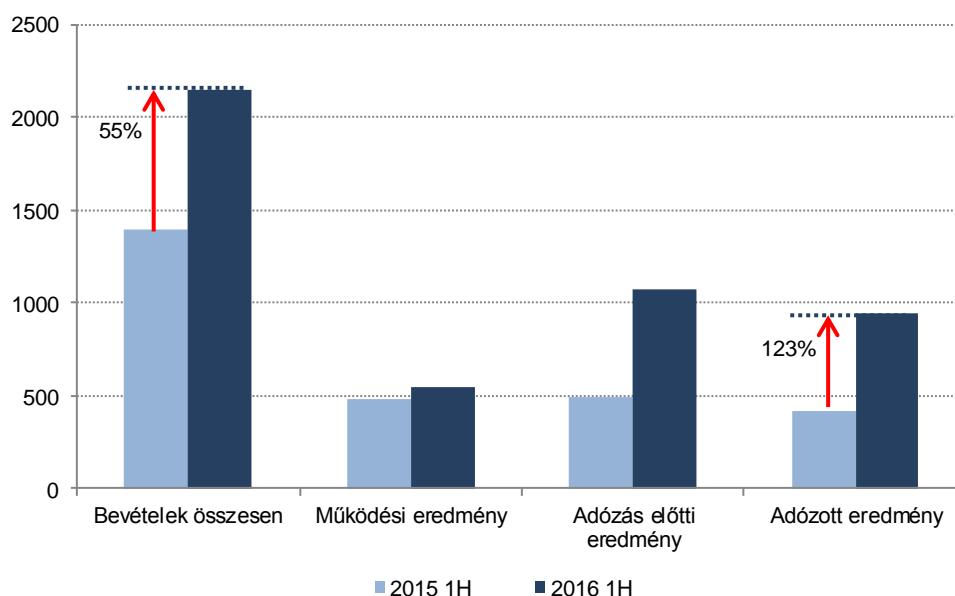
Első féléves eredmény

A DH csoport az idei évben is tovább folytatta dinamikus növekedését, melynek kedvező hatásai minden eredménysonon és minden szegmensben látszódnak. Az első féléves eredmény bővülésében már jelentős szerepet játszott a lengyel Metrohouse áprilisi akvizíciója is, mely a tranzakciót követően bekerült a konszolidációs körbe. Az első féléves beszámoló alapján a DH csoport árbevétele 55%-kal növekedett, az adózott eredmény pedig 123%-kal emelkedett a mérhetőkonyság és az ingatlanbefektetések szegmens eredménye miatt.

Az idei első félévben az adózás előtti eredmény jelentősen meghaladta a működési eredményt, ennek oka, hogy 481 millió forint értékben került sor tőke módszerrel konszolidációba bevont részesedések ártértékelésének eredményének elszámolására.

Az első féléves eredményt több egyszeri tétel (összesen 84 millió forint) is befolyásolta. 30 millió forintot fordítottak a Smart franchise hálózat beindításával kapcsolatos marketing és tanácsadói költségekre. A lengyel akvizíció és a jelenlegi IPO kapcsán is merültek fel egyszeri költségek.

Első féléves eredmény alakulása a közzétett eredmény alapján

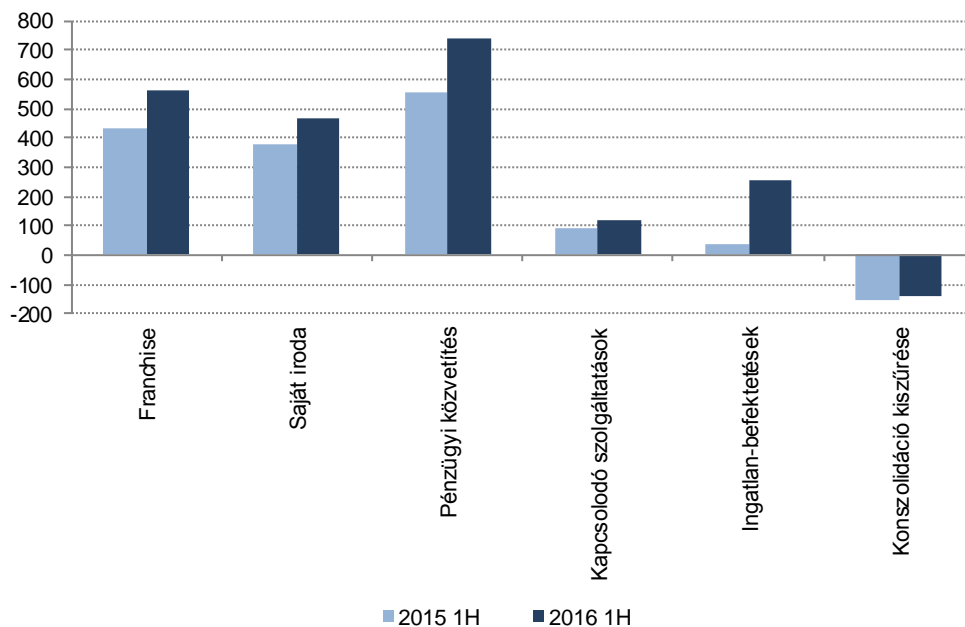


Forrás: DH csoport

Az első félévben mindegyik szegmens magasabb árbevételt ért el, mint a tavalyi év azonos időszakában. A szegmensek közül kiemelkedő az ingatlanbefektetések szegmens eredménye, melyben ártértékelési hatások játszottak szerepet.

A pénzügyi közvetítések szegmens annak ellenére is tudott növekedni, hogy bevezetésre került az új szabályozás, ami márciustól kezdődően 2%-ban maximalizálta a hitelközvetítési jutalékot. A szegmens növekedése részben a folyósított hitelek értékének növekedésével, részben pedig az LTP értékesítések felfutásával magyarázható.

Szegmensek hozzájárulása az árbevételhez



Forrás: DH csoport

A közvetített hitelek értéke a tavalyi 9,4 milliárd forintról 13,7 milliárd forintra emelkedett, ez 46%-os évi/növekedésnek felel meg. A közvetített hitelek száma ennél alacsonyabb mértékben, mindössze 11%-kal emelkedett, vagyis az átlagos közvetített hitelek mérete is nagyobb lett. Az idei első félévben az átlagos hitelméret 7,6 millió forint volt, ami meghaladta a piaci átlagot. Ennek oka a magasabb ingatlanérték és az ügyfelek magasabb hitelképessége. A közvetített LTP-k értéke 121%-kal 8,7 milliárd forintra emelkedett. A lengyel akvizíció hatásaként átszámítva 5,2 milliárd forint értékben értékesítettek hiteleket Lengyelországban.

Az Erste Brókerek munkanapokon 8:30 és 22:00 óra között várják tőzsdei megbízásait telefonon és személyesen

Angyal Krisztián	1-235-5852	Farkas László	1-235-5895	Kis Dániel	1-235-5873
Balog Enikő	1-235-5114	Háhn Gábor	1-235-7564	Kovács Zsolt	1-235-5175
Baráth Tibor	1-235-5854	Izbéki Ottó	1-235-5123	Lojis László	1-235-5849
Bereczk Zoltán	1-235-5860	Kababik József	1-235-5124	Rácz Gábor	1-235-5857
Bézsényi Zoltán	1-235-5855	Kerényi Eszter	1-235-5886	Varjú Péter	1-235-5111
Czene Tamás	1-235-5121	Kéri Lajos	1-235-5874		
Csillag Zsigmond	1-235-5850	Kincse Áron	1-235-5858		

USA piaci üzletkötőink

Szelőcei Sándor	1-235-5848	Wiesner Alex	1-235-5856	Zakár Tivadar	1-235-5153
-----------------	------------	--------------	------------	---------------	------------

Címünk: 1054 Budapest, Szabadság tér 14.

Honlap: www.ersteinvestment.hu, www.erstemarket.hu **e-mail:** info@ersteinvestment.hu

A kiadványban foglalt információk az Erste Befektetési Zrt. - 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: E-III/324/2008 és III/75.005-19/2002, tőzsdetagság: Budapesti Értéktőzsde és Deutsche Börse (Társaság) által hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azokért a Társaság szavatosságát vagy felelősséget nem vállal. A kiadványban foglaltak nem minősíthetők befektetésre való ösztönzésnek, befektetési tanácsadásnak, értékpapír jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó felhívásnak vagy ajánlatnak. A tőkepiaci és makrogazdasági helyzetet, a befektetések és azok hozamai alakulását olyan tényezők alakítják, melyre a Társaságnak nincs befolyása, a befektető által hozott döntés következményei a Társaságra nem háríthatók át. A kiadványban foglaltak – teljes vagy részleges – felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a Társaság előzetes írásos engedélyével lehetséges. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.ersteinvestment.hu, ügyletek előtti tájékoztatásról szóló Hirdetményben.

A kiadvány nem a befektetési elemzések függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, nem vonatkozik rá a befektetési elemzések terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.

A fenti információk nem teljeskörűek, a részvényjegyzés részletes feltételei és a befektetési döntés meghozatalához szükséges további információk a Duna House Holding Nyrt. („Kibocsátó”) részvények nyilvános értékesítésével kapcsolatos tájékoztatóban részletesen megismerhetők. A tájékoztató megtekinthető a dunahouse.com/reszvenyjegyzes oldalon és a forgalmazók honlapján, így a <http://www.ersteinvestment.hu/hu/DHjegyzes> weboldalon is.

Az Erste Befektetési Zrt. forgalmazóként jár el a Duna House Holding Nyrt. részvények nyilvános értékesítése során. A Tájékoztatóban szereplő információkért a forgalmazók, a Kibocsátó, az Értékesítő Részvényes és a Medasev International felelőssége nem egyetemleges, ezért a részvények nyilvános értékesítése a befektetők szempontjából kiemelten kockázatosnak minősül. A jelen tájékoztatás a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény szerint kereskedelmi kommunikációnak minősül. Kérjük, hogy befektetési döntése meghozatala előtt óvatosan mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatát, díjait, továbbá a számlavezetéshez kapcsolódó díjakat és költségeket.

FIGYELMEZTETÉS!

A jelen dokumentum a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény („Bsz”) szempontjából marketing kommunikációnak (reklámnak) minősül, azaz nem tekinthető a Bsz. 76.§ (1) bekezdése szerinti független és objektív befektetési elemzésnek, tekintettel arra, hogy a jelen dokumentumot készítő Erste Befektetési Zrt. (székhelye: 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26.; nyilvántartja a Fővárosi Törvényszék Cégbírósága; cégjegyzékszám: Cg. 01-10-041373) a Duna House Holding Nyilvánosan Működő Részvénytársaság (székhely: 1016 Budapest, Gellérthegy utca 17., cégjegyzékszám: Cg.01-10-048384; a továbbiakban: „Kibocsátó”) által kibocsátott részvények Medasev Holding Kft. általi nyilvános értékesítésre történő felajánlása kapcsán forgalmazóként jár el. Az előzőekre tekintettel a Bsz. 76.§ (3) bekezdésével összhangban ezennel kifejezetten felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen dokumentum

a) nem a befektetési elemzés függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, és

b) nem vonatkozik rá a befektetési elemzés terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.

A fentiekén túlmenően a jelen dokumentum a tőkepiacról szóló CXX. törvény 35.§-a szerinti kereskedelmi kommunikációnak (reklámnak) minősül.

A jelen dokumentum nem tekinthető arra vonatkozó ajánlatnak vagy ajánlattételre való felhívásnak, hogy bármely személy, bármely országban (különösen ideértve, de nem kizárólagosan az Amerikai Egyesült Államokban, Ausztráliában, az Egyesült Királyságban, Japánban, Kanadában, Magyarországon, Malajziában, Szingapúrban és Új-Zélandon) bármilyen értékpapírt vagy pénzügyi eszközt vásároljon, jegyezzen, vagy arra nézve bármilyen más ügyletet kössön, a jelen dokumentum továbbá nem képezi és nem is képezheti az alapját annak, hogy bármely személy, bármilyen értékpapírra vagy egyéb pénzügyi eszközre vonatkozóan bármilyen jogügyletet kössön.

Bármely személy, aki a Duna House Holding Nyilvánosan Működő Részvénytársaság (székhely: 1016 Budapest, Gellérthegy utca 17., cégjegyzékszám: Cg.01-10-048384; a továbbiakban: „Kibocsátó”) által kibocsátott részvényeket kíván megszerezni e részvényeknek a Medasev Holding Kft. által történő nyilvános értékesítésre történő felajánlása keretében, a befektetési döntését a Kibocsátó által korábban kibocsátott, legalább 150.000 darab és legfeljebb 600.000 darab, egyenként 50,- forint névértékű, névre szóló, dematerializált törzsrészvénynek a Medasev Holding Kft. általi nyilvános értékesítésre történő felajánlása kapcsán a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény, valamint a Bizottság 809/2004/EK rendelete (2004. április 29.) alapján készített Összevont Tájékoztató („Tájékoztató”), az erről szóló hirdetés, továbbá a Tájékoztató esetleges kiegészítései teljes tartalmának ismeretében -szükség szerint gazdasági és jogi szakemberekkel történt konzultációt követően- hozza meg! A Tájékoztató és az erről szóló hirdetés közzétételét a Magyar Nemzeti Bank („MNB”) a 2016. október 12. napján kelt, H-KE-III-716/2016. számú határozatában engedélyezte. A Tájékoztató a Kibocsátó honlapján (www.dunahouse.com), valamint a Concorde Értékpapír Zrt. (székhely: 1123 Budapest, Alkotás u. 50.) mint Vezető Forgalmazó honlapján (www.con.hu), továbbá az MNB által működtetett, közzétételre szolgáló honlapon (www.kozzetetelek.hu) került közzétételre. A Tájékoztató nyomtatott formában a Kibocsátó székhelyén (1016 Budapest, Gellérthegy utca 17.), illetve a Vezető Forgalmazó székhelyén (1123 Budapest, Alkotás u. 50.), továbbá a Tájékoztatóban megjelölt minden további Értékesítési Helyen igényelhető a Nyilvános Jegyzési Időszak lezárásáig.

A jelen dokumentumot sem a Kibocsátó, sem a Medasev Holding Kft., sem a Tájékoztatóért felelősséget vállaló más személy nem ellenőrizte, illetve hagyta jóvá, így a jelen dokumentum kizárólag az Erste Befektetési Zrt. által készített dokumentumnak tekintendő.

A jelen dokumentumban szereplő bármely vélemény, értékelés, előrejelzés, várakozás kizárólag az Erste Befektetési Zrt. szubjektív, saját nevében megfogalmazott véleménye, értékelése, előrejelzése, várakozása, azaz ezen vélemények, értékelések, előrejelzések, várakozások semmilyen körülmények között nem tekinthetők a Társaság, a Medasev Holding Kft., vagy a Tájékoztatóért felelősséget vállaló más személy véleményének, értékelésének, előrejelzésének, várakozásának. A vonatkozó jogszabályi rendelkezések betartása érdekében a jelen dokumentum elkészítése során a jelen dokumentumban

foglalt vélemények, értékelések, előrejelzések, várakozások megfogalmazásában, ellenőrzésében, jóváhagyásában sem a Társaság, sem a Medasev Holding Kft., sem a Tájékoztatóért felelősséget vállaló más személy sem vett részt semmilyen formában.

A jelen dokumentumban szereplő előrejelzések, várakozások a jelen dokumentum készítőjének feltételezésein alapuló lehetséges jövőbeli helyzeteket tükröznek. Ezen lehetséges jövőbeli helyzetek csupán a sok lehetséges jövőbeli helyzet közül csupán néhányat testesítenek meg és szükségszerűen bizonytalanságot hordoznak magukban. Erre tekintettel a ténylegesen bekövetkező jövőbeli helyzet akár alapvetően is különbözhet a jelen dokumentumban foglalt előrejelzésektől, várakozásoktól.

Jóllehet, hogy az Erste Befektetési Zrt. megítélése szerint a jelen dokumentum elkészítése során az Erste Befektetési Zrt. az elvárható gondossággal járt el -és ennek megfelelően a jelen dokumentumban foglalt tények lényegi elemükben pontosak, a vélemények, értékelések, előrejelzések, várakozások pedig ésszerűek-, az Erste Befektetési Zrt. a jogszabályok által lehetővé tett legteljesebb mértékben kizárja a saját, a munkavállalói, megbízottjai, illetve a javára vagy nevében eljáró bármely más személy felelősségét a jelen dokumentum tartalmáért, továbbá kifejezetten felhívja a jelen dokumentumot megismerő valamennyi személyt, hogy semmilyen befektetési döntést ne alapozzon a jelen dokumentumban foglalt információk pontosságának, kimerítő voltának, továbbá a jelen dokumentumban foglalt vélemények, értékelések, előrejelzések, várakozások megbízhatóságának, biztosságának feltételezésére alapítva. A jelen dokumentum vonatkozásában sem az Erste Befektetési Zrt., sem a munkavállalói, megbízottjai, sem a javára vagy nevében eljáró bármely más személy nem tartozik semmilyen felelősséggel az előzőek figyelmen kívül hagyásával meghozott döntésekből származó károkért.

Amennyiben Ön a jelen dokumentumot átvette, azzal ráutaló magatartása révén kifejezetten megerősíti és szavatolja, hogy Ön (illetve az a személy, akit Ön képvisel) elolvasta, megértette és maradéktalanul elfogadta a jelen figyelmeztetésben foglaltakat, továbbá befektetési döntése meghozatala során kizárólag a saját véleményére, értékelésére, előrejelzésére, várakozásaira, továbbá a Tájékoztatóban, illetve esetleges kiegészítéseiben foglalt tényekre fog támaszkodni, így ezen döntéseiért is saját maga fogja viselni a felelősséget.