

## Duna House Holding

## Ingatlanközvetítő

Hamarosan egy újabb részvényvel leszünk gazdagabbak a tőzsdén, amellyel egy új szektor is leteszi a névjegyét az asztalra. Méretét tekintve ugyan nem egy blue chip-ről beszélünk, hiszen kapitalizációja kezdetben 10-15 milliárd forint között alakulhat, de így is a 10 legnagyobb részvény között lesz a hazai börzén, jó eséllyel és szándékkal is arra, hogy minél előbb a BUX index tagja legyen. Ráadásul ezzel a befektetési sztorival közvetve részt vehetünk a most indult, újabb ingatlanpiaci fellendülésben, sőt egy külföldi terjeszkedésben is annak minden izgalmával. Pont ezen izgalmak miatt, valószínűleg bizonyos diszkonttal lehet a részvényekhez hozzájutni. Konzervatívnak mondható modellünkben diszkontált cash flow számításunk alapján a felkínált részvények fair értéke 3700 forint körül lehet, amely nemcsak emelkedési potenciált hordoz magában, de egy nem elhanyagolható, kezdetben 3%-os, majd az ezt követő években ennél magasabb osztalékhozammal is kecsegtet. Összehasonlítva a cég potenciális teljesítményét az amerikai és egyesült királyságbeli szektortársakkal, az értékelési tartomány egy széles sávba, 3000 és 5000 forint közé adódik.

### Összefoglaló (Befektetési sztori)

- Jelentős mérföldkőhöz érkezett nemcsak Magyarország vezető ingatlanközvetítő cége, a Duna House (DH), hanem a BÉT is, hiszen a mostani kibocsátás a hazai piac azon ritka alkalmainak egyike, amikor egy cég tőzsdén gyűjt pénzt álmai megvalósításához. Mivel a DH az álmok részleteit nem osztotta meg a publikummal, ezért az árazásban bizonyos mértékű diszkonttal számolunk.
- Az ingatlanközvetítő cég valójában egy sok lábon álló holding, amely öt üzleti szegmensen rendelkezik, olyan tevékenységekkel, amelyek az ingatlanpiachoz kötődnek. A legnagyobb bevételt és a legnagyobb üzemi eredményt is a Pénzügyi termékek szegmens adja, miközben az ingatlanközvetítés két részletben, Franchise és Saját irodahálózat, a képzeletbeli dobogó második és harmadik helyét foglalja el. A dobogóról lecsúszva találjuk a legkisebbet, a Kapcsolódó szolgáltatások szegmensét. Új terület az Ingatlanbefektetés, amely éppen most van felfutóban, illetve MNB jóváhagyásra vár az Impact ingatlanalap, amely magas minőségű lakóingatlanokba tervez befektetni.
- Konzervatívnak mondható modellünk alapján, amelyben (i) csökkenő jutalékszinttel, (ii) csökkenő piaci részesedéssel (a jobb piaci feltételeket kihasználva sokan maguk értékesítik ingatlanjukat), (iii) csökkenő hitelezési jutalékszinttel, viszont (iv) tovább emelkedő piaci tranzakció számmal és (v) emelkedő lakásárakkal számolunk, tovább javuló eredményeket várunk a cégtől. Így akár a kedvezőbb alakuló piaci kondíciók is hozhatnak pozitív meglepetést a tulajdonosok számára.
- DCF (diszkontált cash flow) és peer (szektortárs) összehasonlítást is végeztünk a fair érték meghatározására. A részvények fair értéke 3950 forintnak adódott tőkeemelés nélkül, míg a peer összehasonlítás alapján 3000 és 5000 forint közötti értékeket kaptunk. Míg az utóbbi igaz a tőkeemelés utáni állapotra is, addig a DCF értékelés alapján a fair érték 3710 forintnak adódott, ugyanis információ hiányában, a modell szerint ez a pénz a cég mérlegében marad. Ebben az esetben a cseh operáció megvásárlásával sem számoltunk. Ugyanakkor, ha közel hasonló sikertörténetet tud felmutatni a DH egy vagy több, külföldi vagy belföldi cég megvásárlása kapcsán, akkor a részvények fair értéke akár 6000 forintra is emelkedhet a DCF modellünk alapján.

#### Eredménykimutatás

<i>millió forint</i>	2014	2015e	2016e	2017e
Értékesítés nettó árbevétele	2,286.7	2,849.7	3,080.8	3,490.3
Működési eredmény	788.3	917.1	1,200.7	1,437.5
Nettó eredmény	735.4	814.3	1,073.1	1,328.1
Dolgozói részvényesek osztaléka	44.1	48.9	64.4	79.7
Törzsrészvényesek osztaléka	360.9	382.7	504.3	624.2
Tárgyévi eredmény	327.2	382.7	504.3	624.2
EPS	229.4	208.3	274.6	339.8
DPS	120.3	104.2	137.3	169.9
BVPS	90.1	100.0	110.3	120.9

Forrás: DH, Erste

## 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 magyar lakáspiac .....	23
A magyar jelzáloghitel piac .....	28
Pénzügyi kimutatások .....	32
DCF értékelés .....	37
Peer group alapú értékelés .....	40
Mellékletek .....	44

## 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, így a közvetítői jutalék emelkedésében csapódik le. Az ingatlanpiaci felfutást a Duna House csoport Magyarország legnagyobb ingatlanközvetítő hálózataként kimondottan jó pozícióból várja.

#### Piacvezető szerep

A kibocsátási tájékoztató alapján lakóingatlan-közvetítés irodaszám tekintetében piacvezető szereppel rendelkezik a Duna House (DH) csoport. A jól ismert márkanév és a jelentős ingatlan adatbázis jelentős vonzerőt képviselhet az ügyfelek számára. A csoport jelentős lefedettséggel rendelkezik az ország egész területén, a harmadik negyedév végén összesen 127 irodát működtetett.

#### „One-stop shop” működési elv

A DH csoport a vásárlói igények széles skáláját szolgálja ki „One-stop shop” működési elvével. Ennek köszönhetően az árbevétel nem csak az ingatlanközvetítői tevékenység adja, így több lábon álló növekedési stratégiával rendelkezik a társaság. Jelentős bevétele keletkezik a pénzügyi közvetítésből és kapcsolódó szolgáltatások nyújtásából is, 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 management közel két évtizedes tapasztalattal rendelkezik a magyar ingatlanpiacon. A társaság alapítói 1998 óta ingatlanközvetítési tevékenységgel foglalkoznak. A társaság igazgatói és vezérigazgatói már átlagosan 10 éve vannak a cégcsoportnál.

#### Nyitás új szegmensek felé

2015-ben Duna House PRIME néven elindították a kimondottan prémium kategóriájú ingatlanok közvetítésével foglalkozó márkát önálló arculattal, mely egy speciális ügyfélkört szolgál ki. 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 generálni, ami a 2015 első félévi eredményben már egyértelműen látszik is. A Smart ingatlanneven 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, így az adózott eredmény meghatározó része osztalék formájában kifizethető. A társaság célja, hogy az ingatlanértékelések eredményhatása nélkül számított adózás utáni eredmény legalább 47%-át osztalék formájában kifizesse a tőzsrésztvényekre, további 6 százalékot pedig a dolgozói részvényekre.

#### Ingatlanalap, mint egyedülálló termék

A DH csoport által indítani tervezett lakossági ingatlanokba fektető ingatlanalap igazi hiánypótló termék lehet a hazai befektetési palettán. A befektetők körében óriási érdeklődés tapasztalható az ingatlanpiac iránt, ami

főként az idei évben kezdett felélnkülni a növekvő ingatlanárak hatására. Ezt támasztja alá, hogy a Duna House szeptemberi statisztikái alapján a budapesti ingatlanvásárlások 38%-át a befektetési cél motiválta. Ezt az igényt a klasszikus ingatlan befektetési alapok nem képesek kiszolgálni, így a DH által tervezett ingatlanalapon nincs közeli versenytársa a pénzügyi termékek között.

#### Közvetlen ingatlanpiaci kitettség

A DH csoport befektetési célú ingatlanportfólióval is rendelkezik, mely jellemzően lakáscélú ingatlanokból áll. 2017 végéig ennek az ingatlanportfóliónak az értéke 2-2.5 milliárd forintig növekedhet. Ezt a méretet várhatóan jövő év elején el is éri a vállalat. Az ingatlanpiaci felfutásból a csoport ingatlanpiaci szakértelmét kihasználva közvetlenül is részesedhet a saját ingatlanportfólión keresztül. Az ingatlanalap sikeres létrehozása és megfelelő méret elérése esetén az alap lesz a DH Csoport első számú ingatlanbefektetési platformja a jövőben, ezért a DH Csoport azon befektetéseket kívánja csak az ingatlanalapon kívül végezni, amelyek nem felelnek meg az ingatlanalap befektetési politikájának, vagy az alap forráshiánya miatt nem megvalósíthatóak.

### **Gyengeségek és veszélyek**

#### Piaci verseny élénkülése

Az ingatlanközvetítés tevékenységek 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 szintről negatív hatást gyakorolhatna az eredményre.

#### Külföldi terjeszkedés kockázata

A kibocsátási tájékoztató szerint a részvényértékesítésből befolyt összeg 95%-át, de maximum 2508 millió forintot tőkeemelésre fordít a társaság, melyet további terjeszkedésre kívánnak felhasználni. A külföldi terjeszkedés a régióban valósulna meg felvásárlások útján, azonban a lehetséges terjeszkedésről nem sokat tudni.

Arról már döntés született, hogy a részvénykibocsátást követően 200 millió forintért megvásárolja a cseh operáció 80%-át (a Duna House Franchise s.r.o. 80%-át megtestesítő tulajdoni részesedést) Medasev International-tól és Eliezer Dymshitz-től, míg a cseh operáció maradék 20%-a a tranzakciót követően sem kerülne a csoport tulajdonába. Az operáció 2014-ben 90 millió forintos árbevételt realizált és nem ért el érdemi adózott eredményt.

A tőkeemelés további felhasználási módjáról egyelőre nem született döntés, de folyamatosan mérlegelik a régiós akvizíciós lehetőségeket.

#### Jelzáloghitelek szerzési jutalékának kockázata

Az MNB augusztusi statisztikája szerint az új lakáscélú fedezett (jelzálogalapú) ingatlanhitelek átlagos kamatlába 5.11% volt. A hitelkamatok szűkülése, valamint a hitel/betét ráta csökkenése együttesen a nettó kamatmarzsok csökkenését eredményezte a bankrendszer számára. Ez pedig tovább gyűrűzhet a közvetítői díjakba is. Elképzelhetőnek tartjuk, hogy DH csoport számára a jelzáloghitelek után kapott 2-4.5%-os szerzési jutalék a jövőben nem lesz fenntartható.

#### Smart Ingatlan kockázata

Bár a Smart Ingatlan elindítása gyors növekedést tesz lehetővé, azonban a régi partnerek ellenállását válthatja ki. Az új márka alapítását ugyanis a területi kizárólagosság megszegésének is tekinthetik a partnerek, ami lemorzsolódást eredményezhet.

#### Az ügyfelek nemfizetési kockázata

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

### Pénzügyi közvetítés csökkenésének kockázata

A pénzügyi termékek közvetítéséből származó árbevétel csökkenése érzékenyen érintené a vállalat csoportszintű működését és mindenképpen kihívást jelentene a növekvő eredmény fenntartása. A pénzügyi közvetítés esetében két fő kockázati tényező azonosítható. Az egyik a csökkenő kamatmarzsok miatt csökkenhet a közvetítói jutalék is. Másrészt a bankok az ügynöki közvetítés helyett új értékesítési csatornákon keresztül helyezhetnék ki a hiteleket.

### 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 is találja 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. Azonban mivel az eddigi években a vállalat gyakorlatilag nem kapott hatósági bírságokat, így valószínűsítjük, ennél lényegesen kevesebb lesz a bírság tényleges mérete. Ennek hatását nem vettük figyelembe a modellünkben és a fair érték számításánál kétszer 80 millió forint körüli érték esetén a részvények fair értékére a hatás körülbelül 30 forint lenne.

A vizsgálat tárgyai:

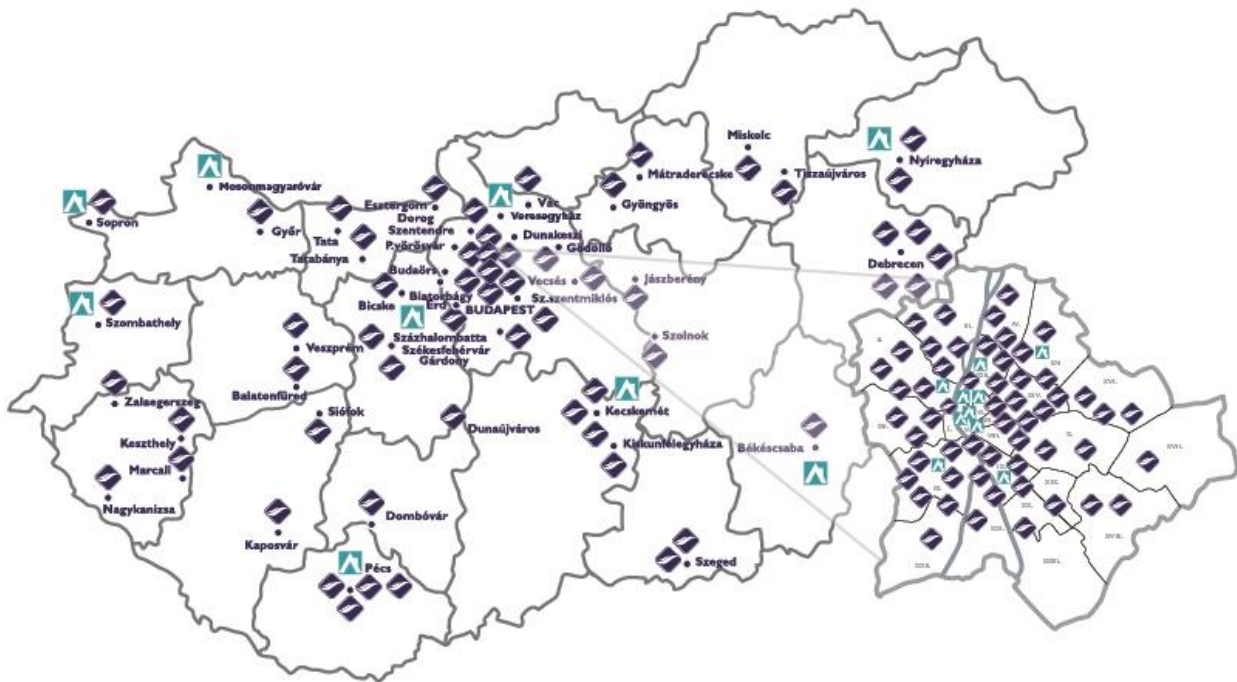
- A GVH álláspontja szerint a Duna House Franchise Kft és az Otthon Centrum Franchising Tanácsadó Kft. 2013-as együttműködésének eredményeként a jutalékok egységessé válhattak, ami a jutalékok emelkedéséhez vezethetett.
- A GVH véleménye szerint a jutalék legkisebb mértéke, illetve az értékesítési tevékenység területi alapon történő korlátozásai tiltott versenykorlátozásnak minősülhetnek. Azóta a központ a franchise partnerek számára már csak ajánlott jutalékmértéket 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 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 összesen 127 irodát üzemeltet, mellyel országos lefedettséggel rendelkezik, ami azonban elsősorban Budapestre és Nyugat-Magyarországra koncentrálódik.

**A Duna House ingatlanközvetítői hálózata**



*Forrás: DH csoport*

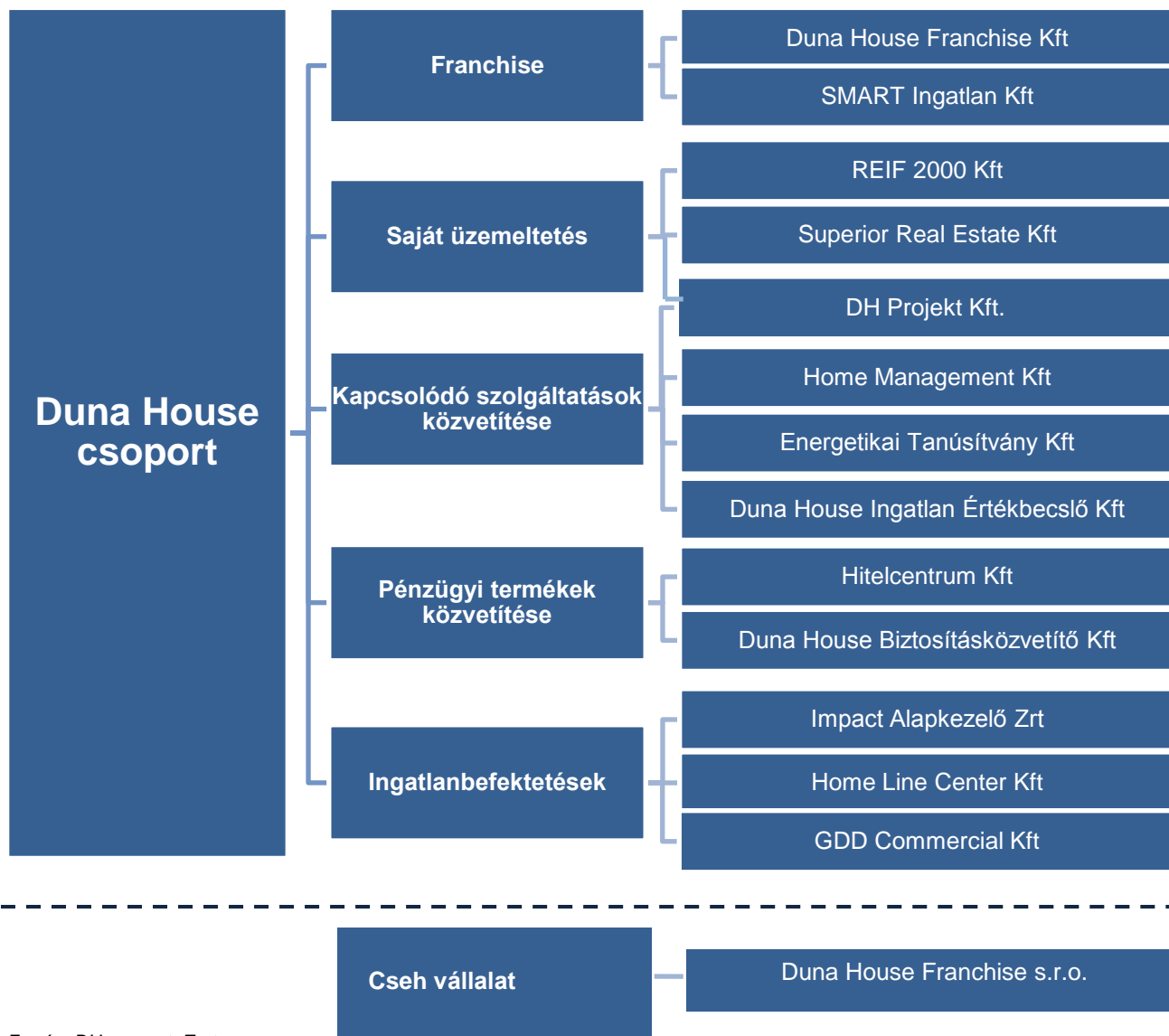
A csoport által alkalmazott márkanevek és védjegyek a Duna House csoport tulajdonát képezik és azok oltalom alatt állnak.

2014-ben a Duna House csoport 2.4 milliárd forintos árbevételt ért el. A tavalyi évet 788 millió forintos működési eredménnyel és 735 millió forintnyi adózott eredménnyel zárta a társaság.

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 13 vállalkozást üzemeltet, melyeknek egyszemélyes tulajdonosa. A leányvállalatok jellemzően jól hozzárendelhetőek 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.

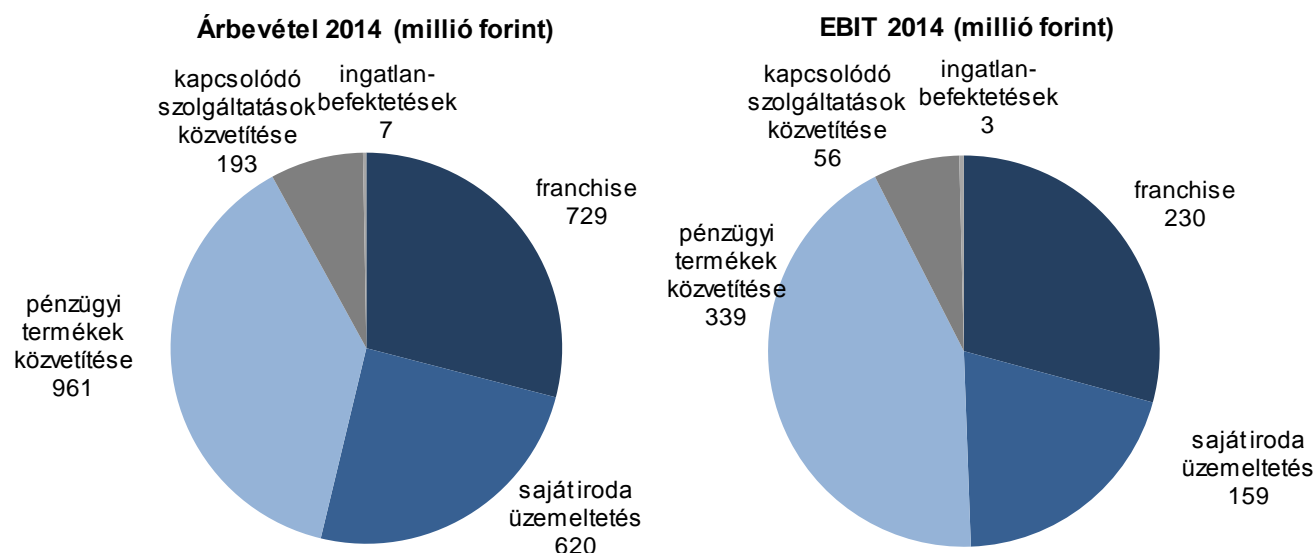
A cseh operáció jelenleg még nem képviseli a DH csoport részét, így annak eredménye nem is kerül konszolidálásra, azt a csoport felépítését bemutató diagramon külön entitásként ábrázoltuk.

**A DH csoport felépítése**



Forrás: DH csoport, Erste

A csoport főtevékenysége az ingatlanközvetítés, melyet a franchise és a saját iroda szegmens testesít meg. Az árbevétel 54%-a és az EBIT eredmény 49%-a származott 2014-ben ebből a két tevékenységből. A többi bevétel és jövedelem a kiegészítő szolgáltatások értékesítéséből származik, azon belül is a pénzügyi termékek közvetítéséből.

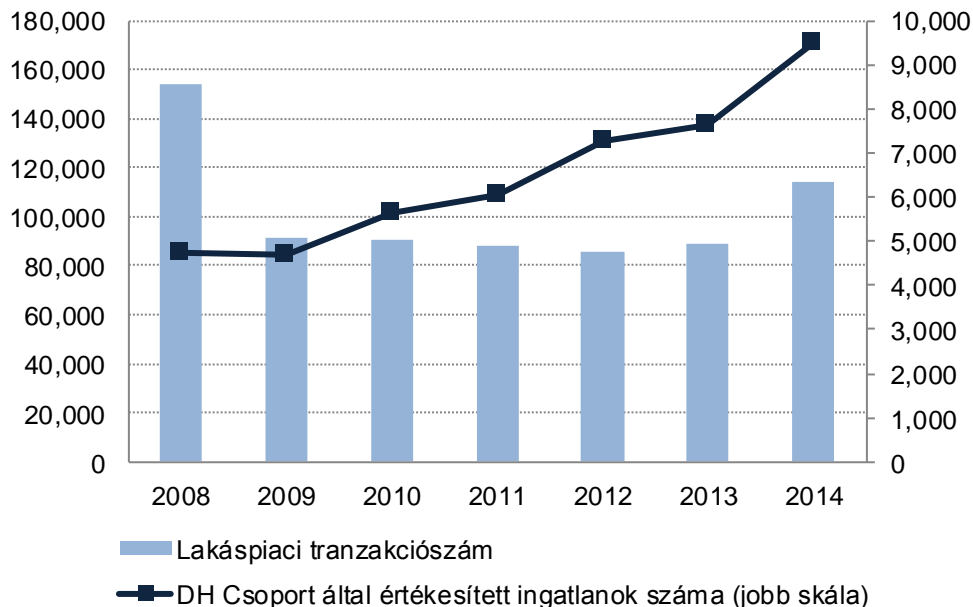


Forrás: DH csoport

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 4722 ingatlant értékesített a csoport, ami 2014-re gyakorlatilag duplázódott, és 9472 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 ingatlanközvetítői szolgáltatást.



Értékesített ingatlanok száma

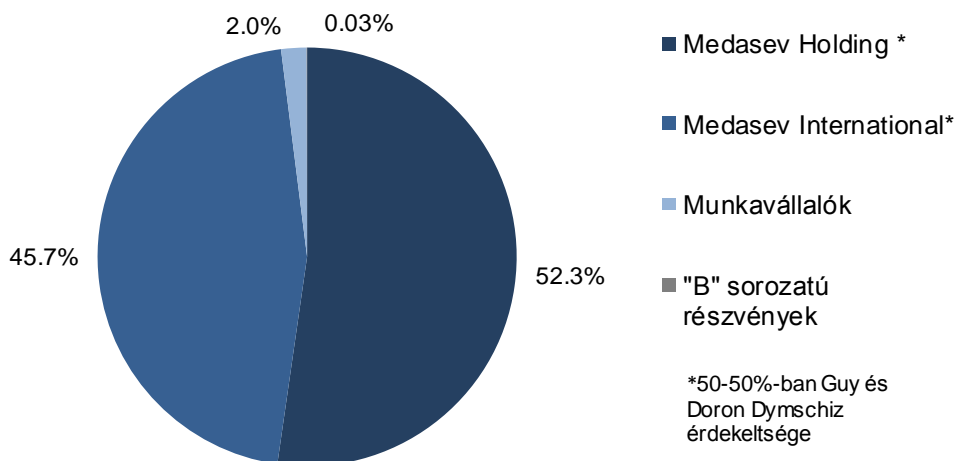


Forrás: KSH, DH csoport

### Tulajdonosi szerkezet

A Duna House csoportot 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 részvények fűződő szavatok száma megegyezik a részvények számával, amelyeknek ugyan az a névértéke, mint a törzs részvényeké, 50 forint.

Tulajdonosi szerkezet a tranzakció előtt



Forrás: DH csoport

A jelenleg értékesítő részvényes a Medasev Holding Kft., mely a greenshoe opciókat is figyelembe véve legfeljebb 1 000 000+100 000 darab részvényt értékesít az 1 600 000 millió darabos részvénytömegéből. Majd az értékesítést követően 727-2508 millió forint értékben tőkeemelését hajtja végre.

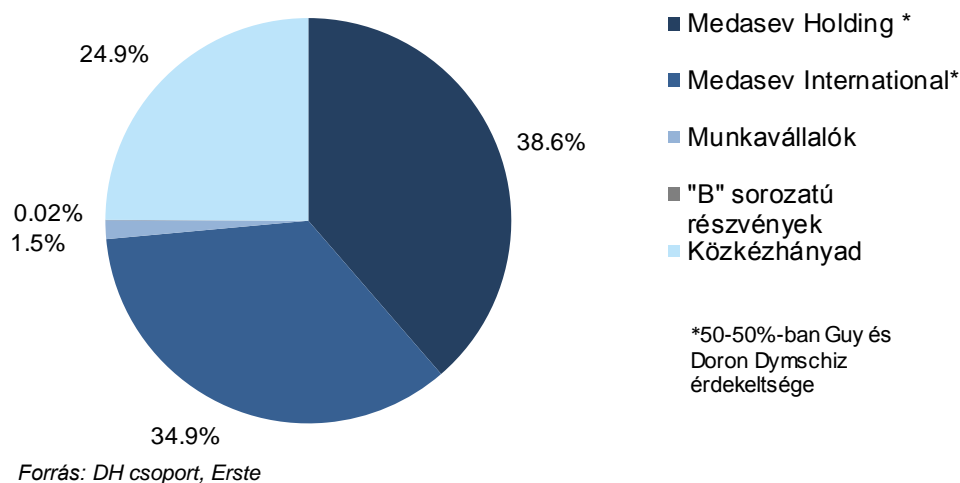
A teljes mennyiségből 180-780 ezer darab részvény kerül értékesítésre a nyilvános kibocsátás során, a többit a nyilvános értékesítéssel párhuzamosan zártkörű értékesítés során intézményi befektetők számára értékesítik. A lakossági befektetők a részvényeket azonos áron kapják meg, mint az intézményi befektetők, de legfeljebb részvényenként 4250 forintos árfolyamon. Az intézményi befektetők zártkörű értékesítés keretében 220 000-820 000 darab részvényt jegyezhetnek az allokációtól függően. (összesen 1 millió részvény a kibocsátás során és 100 000 greenshoe.)

### 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 tulajdona is. Így közvetve és közvetlenül Doron és Guy Dymshiz egyaránt 1 506 000 darab Duna House részvényt rendelkeznek.

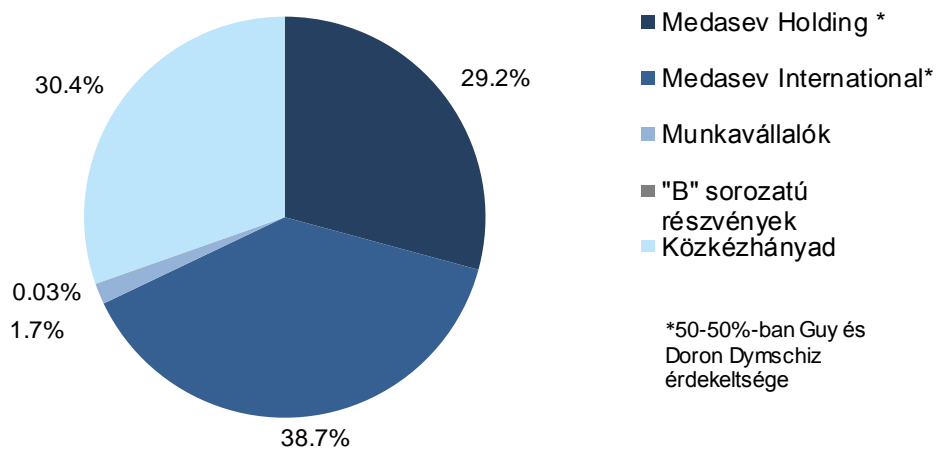
Kedvezőtlen forgatókönyv esetén mindössze 765 millió forint értékben sikerül a részvénykibocsátás és ekkor 727 millió forintot fordítanak tőkeemelésre. Ebben a scenárióban a közkezhányad 25% lenne.

**Tulajdonosi szerkezet a tranzakció után  
(minimális tőkeemeléssel számolva)**



Amennyiben sikerül a maximális 4250 forinton kibocsátani az összesen 1.1 millió darab részvényt, akkor a közkezhányad 30% körül alakulhatna és ebben a scenárióban az értékesítő Medasev Holding tulajdonrésze a relatíve nagyobb arányú exit miatt 29% környékére csökkenne.

**Tulajdonosi szerkezet a tranzakció után  
(4.250 forintos maximális árral számolva)**



Forrás: DH csoport, Erste

**Menedzsment****Guy Dymshiz, társ-vezérigazgató**

- A DH csoport társalapítója
- Áttételesen 1.5 millió darab részvénnyel rendelkezik az eladást megelőzően
- 6000 darab részvényt birtokol közvetlenül
- 72 darab részvényt birtokol
- Jogász végzettségű

**Doron Dymshiz, társ-vezérigazgató**

- A DH csoport társalapítója
- Áttételesen 1.5 millió darab részvénnyel rendelkezik az eladást megelőzően
- 6000 darab részvényt birtokol közvetlenül
- 72 darab részvényt birtokol
- Közgazdász végzettségű

**Máté Ferenc, gazdasági igazgató**

- 7 éve van a cégcsoportnál
- 30 000 darab törzsrészvényt birtokol
- 151 darab dolgozói részvénnyel rendelkezik

**Veisz István, hálózati igazgató**

- 6 éve van a cégcsoportnál
- 3273 darab részvényt birtokol
- 150 darab dolgozói részvénnyel rendelkezik

**Ambrus Tamás, országos értékesítési vezető**

- 12 éve van a cégcsoportnál
- 5454 darab törzsrészvényt birtokol
- 150 darab dolgozói részvénnyel rendelkezik

**Szalay Kinga, franchise igazgató**

- 13 éve van a cégcsoportnál
- 2182 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 értékesítés.
- 2010 Elindítják a nemzetközi stratégiát. Az eredeti tervekben Románia felé terjeszkedtek volna 2008-ban, de ettől végül elállnak. A nemzetközi piacra 2010-ben lépnek ki, Csehországban indítják el ingatlanközvetítési tevékenységüket. Ez a cseh leányvállalt jelenleg nem képezi a kibocsátó tulajdonát, de sikeres tőzsdei kibocsátást követően 80%-a megvásárlásra kerül 200 millió forintért.
- 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, melynek MNB engedélyeztetése jelenleg folyamatban van. Az alap nyíltvégű, határozatlan futamidejű, nyilvános ingatlanalapként működne, mely elsősorban bérbe adható lakóingatlanokat vásárol.
- 2015 Duna House PRIME márkanév alatt új márkát alapítanak, mely a prémiumkategóriás lakóingatlanok közvetítésére specializálódott.

## Üzleti modell, stratégia

### Üzleti modell

A Duna House csoport a jelentősebb méretű ingatlanirodákhoz hasonlóan franchise modellben működik, 2015. szeptember végén összesen 127 irodája volt. A társaság alaptevékenysége lakóingatlanok közvetítése, azonban ezt számos kiegészítő szolgáltatás értékesítése egészíti ki.

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.

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 2015 első féléve között a Duna House csoport megbízásainak 40-50% volt kizárólagos megbízás, melyek futamideje gyakran meghaladta a 6 hónapot is.

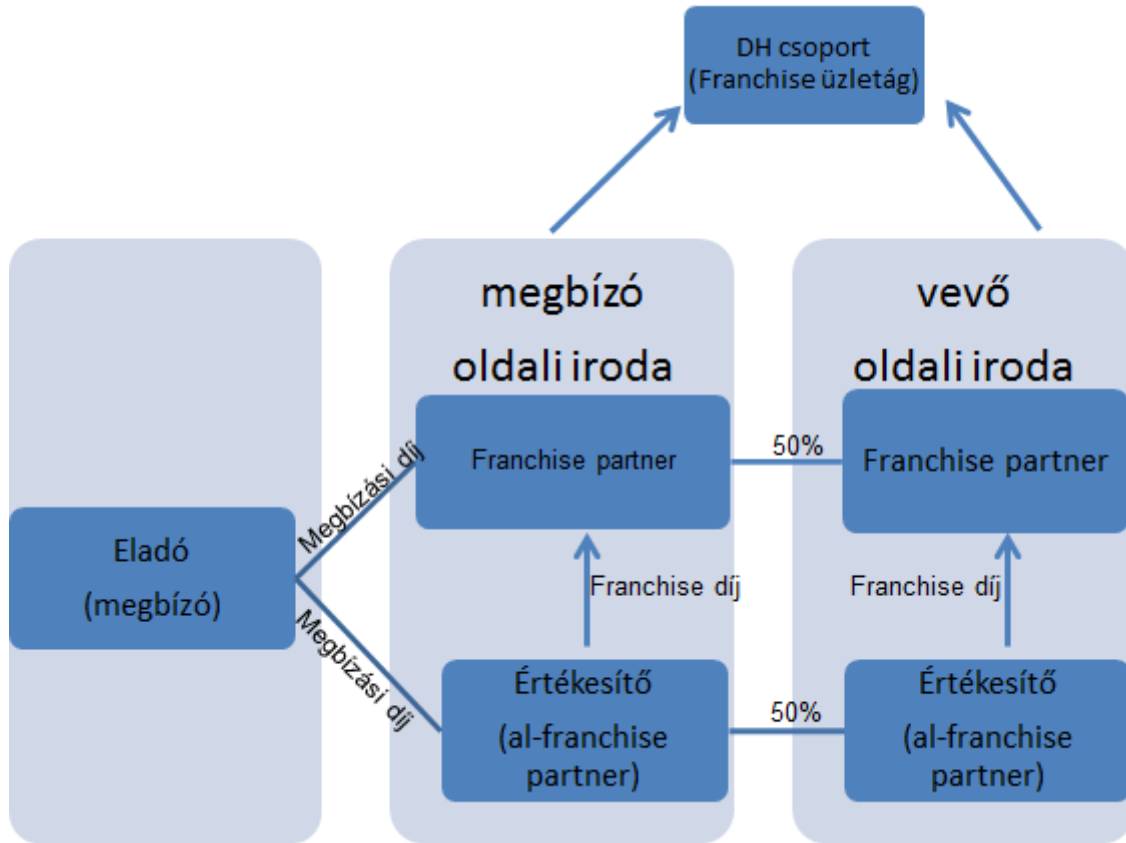
A nagy irodák, köztük a DH csoport is jellemzően inkább 5% körüli jutalékkal dolgoznak, mely alól kivételt képez az agresszív árázással operáló Balla ingatlan, mely 2.5-3% körüli jutalékkal dolgozik.

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**



Forrás: DH csoport, Erste

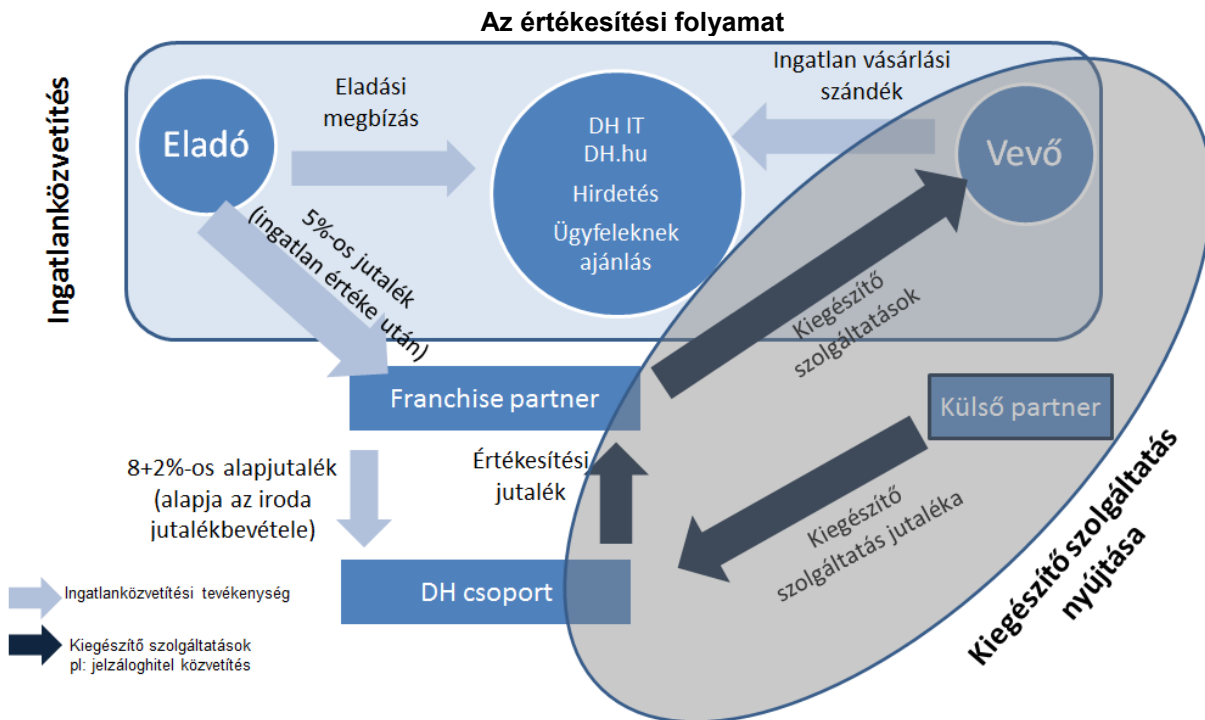
Amennyiben a megbízás vevői oldalról jelentkezik, akkor az ingatlanközvetítő feladata, hogy az igények felmérését követően az adatbázisban meglévő ingatlanok közül megtalálja a vevő számára a megfelelő ingatlant. A keresési idő jellemzően meghaladja az egy hónapot, mely alatt természetesen több ingatlant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



Forrás: Erste

A csoport alkalmazottainak éves lemorzsolódása 30-40%, ez azonban jellemzően a kezdő ügynökök esetében következik be, így a lemorzsolódás a jutalékbevételekben nem okoz jelentős hatást.

A nem elhanyagolható mértékű jutalék miatt a megbízók (eladók) részéről felmerülhet a csalás kockázata, vagyis, hogy az ingatlanközvetítő kijátszásával értékesítik az ingatlant. Ezt megelőzendően a csoport belső ellenőrzése monitoringolja az ingatlanpiaci tranzakciókat. Az elmúlt másfél év alatt meglepően csekély számú, 240 ügyet tártak fel. Az időszak alatt 50 esetben bírósági eljárást indítottak, a többi esetben sikerült eljárás kívül megegyezni. Az eddigi tapasztalatok alapján a bíróság az esetek nagyjából 90%-ban a csoportnak adott igazat.

### Pénzügyi közvetítés működése

A pénzügyi közvetítések szegmens ügyfeleinek 65-70%-val az ingatlanközvetítési tevékenység kapcsán lép először kapcsolatba a csoport. A hitelfelvételek 15-20%-át Money House márkanev alatt, a cégcsoport ingatlanközvetítési üzletágaitól független közvetítő partnerek generálják. További 15%-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 jutaléokra, fenntartási díjra és teljesítménycéloktól függő többlépcsős extra szerzési jutaléokra is jogosult, melyek nagyságát a pénzügyi közvetítések szegmensek részénél mutatunk 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 (2015. szeptember 10-i állapot)

Duna House + Smart Ingatlan	126*
Otthon Centrum	110
GDN Ingatlanhálózat	76
OTP Ingatlan	53
Balla Ingatlan	40

\* szeptember végén már 127 iroda

Forrás: DH csoport

A közvetlen versenyársakon túl meg kell említeni az ingatlanportálok által támasztott konkurenciát is. A magyar piacon jelenleg a legjelentősebb ingatlanportálok az ingatlan.com, az otthonterkep.hu és az ingatlanbazar.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 40-45%-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.

### 1. Terjeszkedés a közép-európai régióban

A részvénykibocsátást követően a csoport megvásárolja a tulajdonosok érdekeltségébe tartozó cseh vállalat 80%-át 200 millió forintért. A cseh vállalat 2014-ben 90 millió forintos árbevételért el. Jelenleg megközelítőleg mintegy 40 értékesítő végez ingatlanközvetítési tevékenységet az operációban. A vállalat célja, hogy a következő egy-két évben az organikus növekedés érdekében Csehországban is elindítsa a franchise hálózat felépítését.

A csehországi terjeszkedésen túl a társaság folyamatosan figyelemmel kíséri a régiós piacokat akvizíciós célpontok után kutatva, azonban konkrét felvásárlási célpontot ez idáig nem neveztek meg. Várhatóan olyan hálózatokat terveznek felvásárolni, melyek üzleti modellje kevesebb lábon áll, így jövedelmezősége is alacsonyabb. Egy ilyen felvásárlást követően az üzleti modell átalakítása eredménynövelő hatással járna, így hozzáadott értéket teremthetne a részvényesek számára. Mivel Csehországban organikus növekedést terveznek a következő években, így valószínűleg más régiós ország lehet a célpont.

**2. Alapkezelési tevékenység indítása**

A társaság 2015-ben létrehozta az Impact Asset Management Alapkezelő Zrt.-t, melynek MNB engedélyeztetése jelenleg folyamatban van. 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.

**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 7%-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 megeremtette a Smart Ingatlan márkanévet 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**

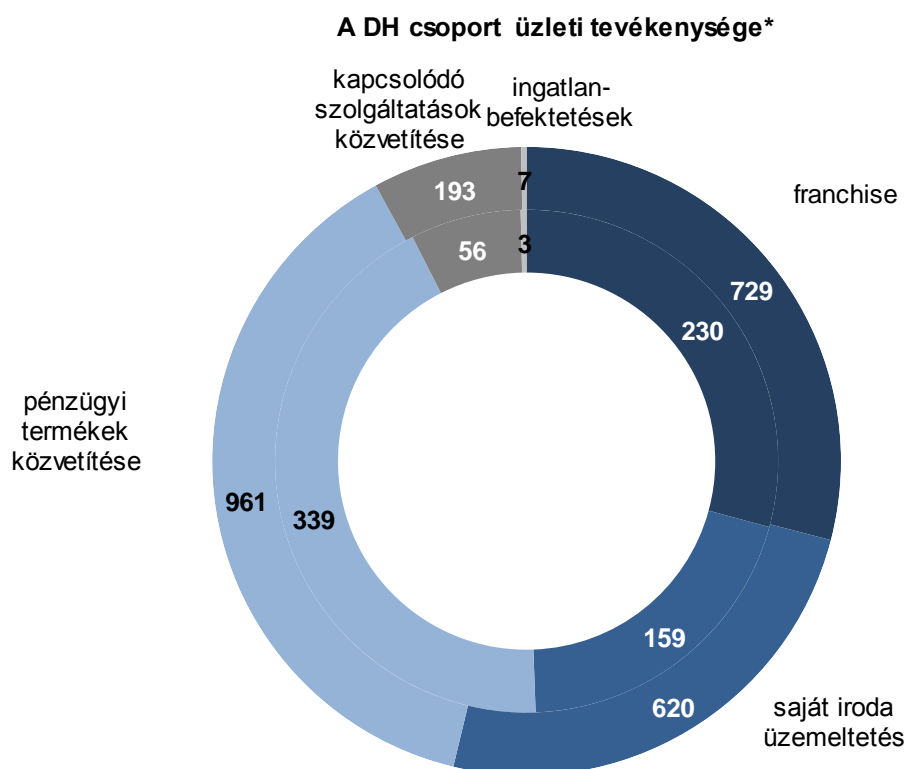
Az első féléves adatok alapján a hazai ingatlanpiacon jelentős fellendülés volt tapasztalható. A Duna House becslése alapján az év első 9 hónapjában csaknem 103 ezer ingatlan tranzakcióra került sor, míg tavaly a KSH adatai alapján a teljes évben történt csaknem ugyanennyi, 114 ezer tranzakció. A többmárkás franchise rendszer kiépítése is az ingatlanpiac felfutásában rejlő lehetőségek kihasználását célozza.

A nagyobb ingatlanpiaci volumen nem kizárólag az értékesítési jutaléokra hat pozitívan, hanem a többi értékesített szolgáltatás bevételeit is növeli, mely hatás a pénzügyi termékek közvetítése szegmensnél, illetve a kapcsolódó szolgáltatások közvetítése szegmensnél kerül kimutatásra.

**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. Például külföldön gyakori, hogy az ingatlanügynökök teljes körű költöztetési szolgáltatásokat is nyújtanak.

## Szegmensek

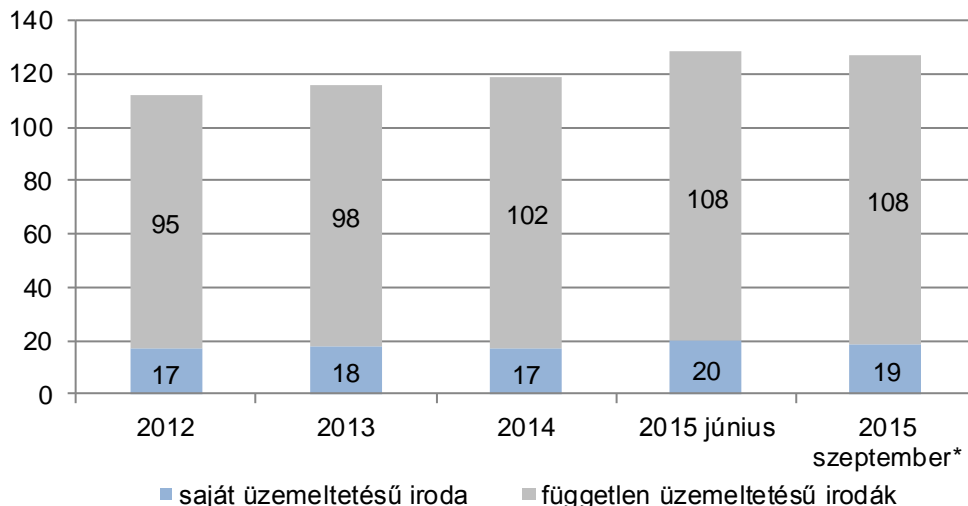


\*Belső kör: EBIT (millió forint), külső kör: Árbevétel (millió forint)  
Forrás: DH csoport

### a, Franchise szegmens

A Duna House csoport Magyarország legnagyobb lakóingatlan-közvetítő franchise hálózata. Összesen 83 franchise partnerrel összesen 127 irodát üzemeltetett a harmadik negyedév végén, melyből 19 saját iroda volt. 2014-ben 729 millió forintos árbevételt és 230 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 irodajutalék 2-4%-a kapcsolódik bérbeadáshoz, a többit az ingatlanok értékesítése teszi ki.

### Irodaszám alakulása



\* További összesen 9 iroda megnyitás alatt  
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 márkánév mellett megjelent a Smart Ingatlan hálózat is. Az új márká bevezetését elsősorban a gyorsabb terjeszkedés lehetősége hívta életre. A Duna House franchise partnerek számára nyitott területi kizárólagosságok ugyanis már nehezen tette lehetővé új partnerek bevonását és új irodák megnyitását a széleskörű lefedettség miatt. 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 itt 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.

A franchise partnerek hozzáférést kapnak a márkánévhez (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 számviteliileg 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 fordítania a csoportnak. 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 márkánév 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. Az idei év első félévében itt került elszámolásra a kibocsátáshoz tartozó 43 millió forint tanácsadói díj is 70%-a is.

### b, Saját iroda üzemeltetés szegmens

Bár a csoport irodáinak nagy részét franchise partnereken keresztül működteti, azonban a szeptember végi adatok alapján összesen 19 saját irodát is üzemeltet, közel 220 értékesítővel. A tavalyi évben 620 millió forint árbevételt és 159 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 szegmensén keresztül a csoport közvetlen rálátással rendelkezik az ingatlanpiaci folyamatokra.

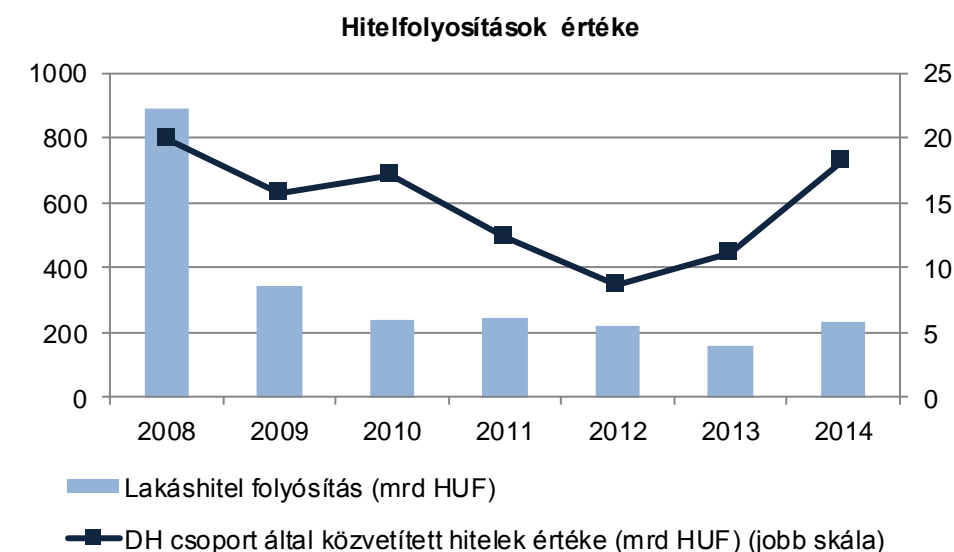
A saját iroda szegmensén belül is megtalálhatóak Duna House márkanév és Smart Ingatlan márkanév alatt üzemeltetett egységek is. A cégcsoport a jövőben további saját Smart Ingatlan irodák nyitását tervezi.

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

### c, Pénzügyi termékek közvetítése szegmens

A DH csoport legnagyobb árbevételű és eredményű szegmense. 2014-ben 961 millió forint árbevételt és 339 millió forintnyi üzemi eredményt ért el. Fő fókusza a lakás célú hitelek, lakás takarékpénztári és biztosítási termékek közvetítése. 2014-ben 18.2 milliárd forint lakáshitelt és 5.3 milliárd forint összegű lakástakarékpénztári megtakarítást közvetített ki a csoport. A hitelfelvevő ügyfelek nagyjából 2/3-át franchise hálózaton keresztül érik el. A csoport becslése alapján a lakáscélú jelzáloghitel piacon 7-8%-os piaci részesedéssel rendelkezik a DH.

Bár 2014-ben az összesen folyósított lakáshitelek állománya még 74%-kal elmaradt a 2008-as értéktől, a Duna House csoport már csaknem ugyanannyit értékesített, mint 2008-ban, a különbség itt mindössze 8% volt, ami egyértelműen arra utal, hogy a DH csoport növelte piaci részesedését a hitelközvetítési piacon belül.



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.

- A jelzáloghitelek után kapott 2-4.5% szerzési alapjutalék és 0.3-1.1% fenntartási jutalék alapja a folyósított hitelösszeg. Utóbbira a folyósítást követő 4-6 évben jogosult. A menedzsment becslése alapján a jelenlegi szerzési jutalékszint 2.5-3.5% között van.
- 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 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.

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. 2014-ben 193 millió forint árbevételt és 56 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 érdekképviselet. 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**

Jelenleg ez a csoport legkisebb szegmense, 2014-ben 7 millió forintos árbevételt és 3 millió forintos működési eredményt realizált. A DH csoport 2015. szeptember 30-án összesen 1.6 milliárd forint értékű ingatlanbefektetéssel rendelkezett, melyek többsége lakóingatlan. Az ingatlanportfolión belül 480 millió forintot tesznek ki a saját hasznosítású, úgynevezett operatív célú ingatlanok.

Az ingatlan-portfolió finanszírozására két, összesen 1.15 milliárd forint értékű hitelkeret áll rendelkezésre. A cél 2-2.5 milliárd értékű ingatlanportfolió létrehozása, melyet 2017-ig nem bővítenek tovább, ez 46-57.5% közötti LTV értéket eredményezne. Ezt követően csak akkor növelik tovább az ingatlanportfolió értékét, ha a cégcsoport olyan mértékben növekszik, hogy továbbra is az ingatlanközvetítési szerep marad a fő tevékenység. A 2-2.5 milliárd forint értékű ingatlanportfolió méretet várhatóan jövő év elején eléri a társaság, ezt követően az Impact Asset Management Alapkezelő lesz a társaság ingatlanbefektetési platformja az érdekütközések elkerülése végett.

Az Impact Asset Management Alapkezelő Zrt. MNB engedélyeztetési eljárása jelenleg folyamatban van. A nyíltvégű, határozatlan futamidejű, nyilvános ingatlanalap tervezett befektetési politikája alapján kizárólag magyarországi, elsősorban budapesti bérbe adható lakóingatlanokat fog vásárolni. Az alap jövedelmét két tényező határozza meg: a bérleti díjából származó folyamatos bevétel és a portfóliót képező ingatlanok értékének változása, ami 3 havonta az ártértékelések alkalmával kerül meghatározásra.

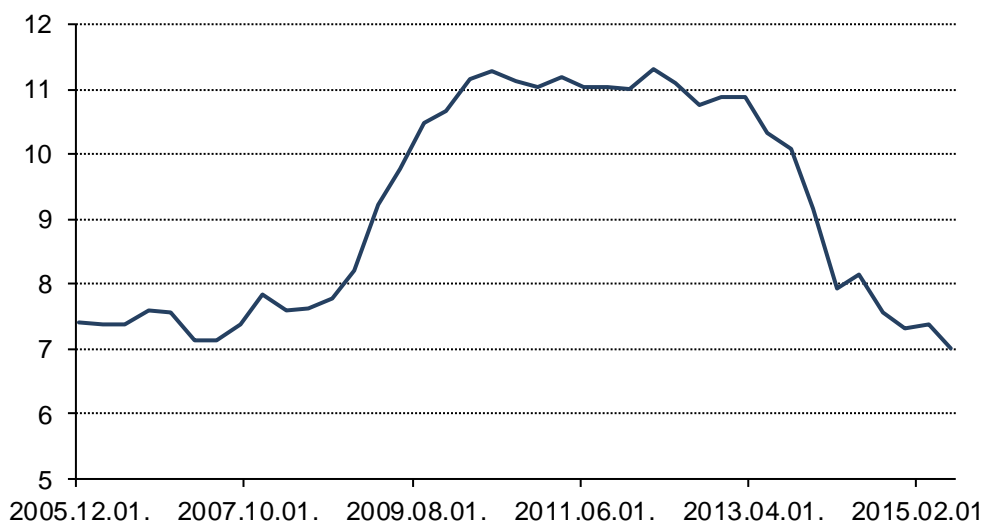
## A magyar lakáspiac

### 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 bérvárákosások és a nagyvonalú támogatási rendszer is segítette. Például a 2001-es kormányrendelet értelmében a szocpol összege 900 ezer és 3.8 millió forint körül alakult, melynek mértékét jól mutatja, hogy jelenleg a támogatás (CSOK) összege nominál értelemben alacsonyabb, mint a 2001-es szabályozás által nyújtott támogatás, mivel jelenleg 0.5-3.25 millió forint közötti támogatást nyújt az új szocpol.

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.

Munanélküliségi ráta (%)



Forrás: Bloomberg

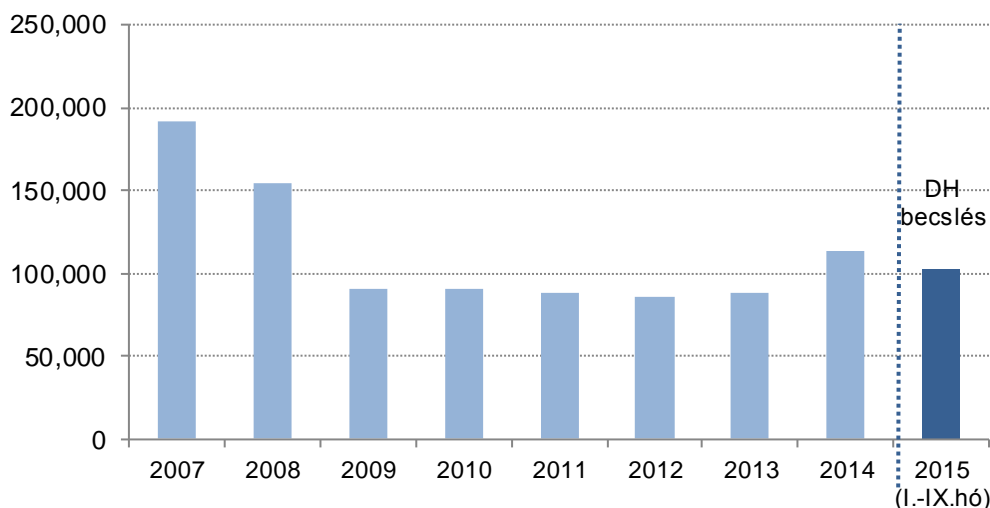
A 2009 és 2013 közötti időszakban évi 90 ezer darabos tranzakciószám környékén stabilizálódott az ingatlanpiac, azonban az ingatlanárak csökkenése tovább folytatódott. Az FHB lakásárindexe alapján 2009 első negyedéve és 2013 utolsó negyedéve között összesen 18%-kal csökkent a magyarországi ingatlanok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

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

Az ingatlanpiac 2014-ben kezdett talpra állni. Ez mind a tranzakciószámban, mind pedig az ingatlanárakban jelentős növekedést okozott. A folyamat 2015-ben tovább gyorsult, melynek eredményeként az év első 9 hónapjában csaknem annyi ingatlant értékesítettek, mint a tavalyi év során, és már most többet, mint a 2009-2013-as időszakban egy teljes év alatt.

Az elmúlt időszak ingatlanpiaci felpattanásában speciálisnak számít, hogy szeptemberben a vásárlásokat Budapesten 38%-ban, vidéken pedig 18%-ban a befektetési cél motiválta a Duna House Barométer című kiadványa szerint. A felpattanás érdekessége még, hogy a hitelfelvételi kedv továbbra is alacsony maradt, így a vásárlásokat változatlanul készpénzes tranzakciók dominálják.

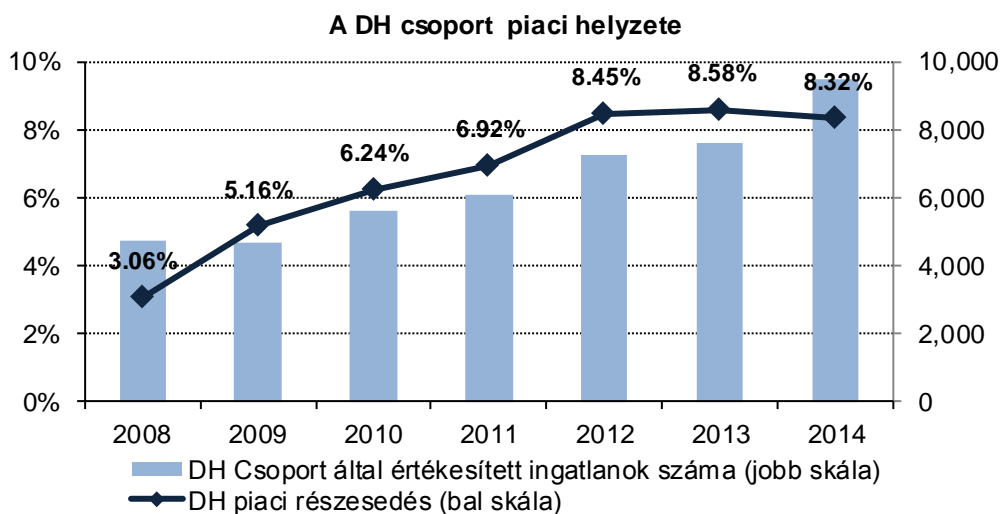
**Lakáspiaci tranzakciószám Magyarországon**



Forrás: KSH, DH csoport

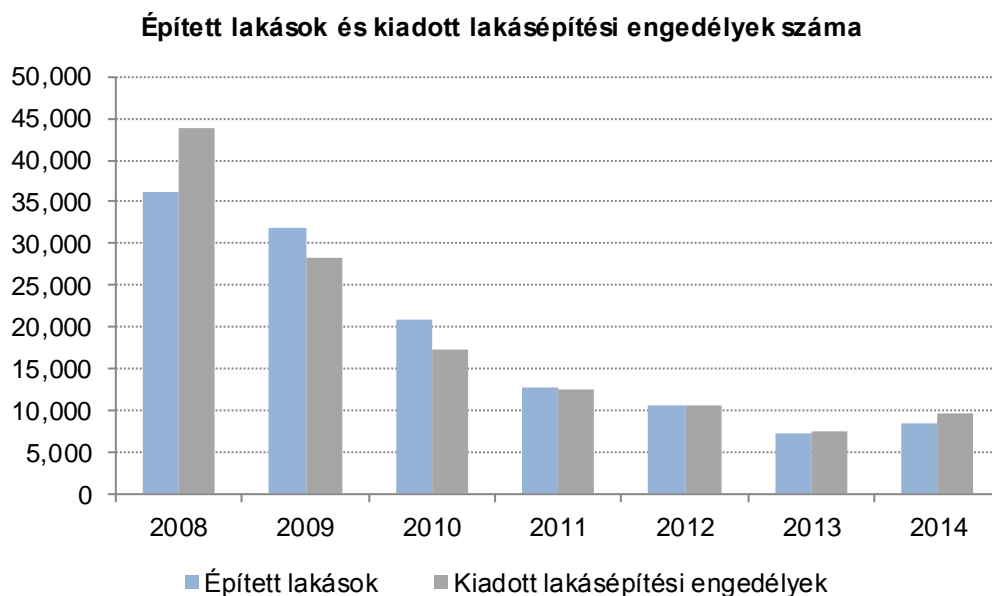
Míg 2009 és 2013 között az összes lakáspiaci tranzakciószám tekintetében stagnálás volt megfigyelhető, a Duna House csoport (saját irodák és franchise szegmens együtt) folyamatosan tudta növelni az értékesített ingatlanok számát, 2008 és 2014 között megduplázta azok számát. Ennek hatására a 2008-as 3.06%-os piaci részesedésük 2014-re 8.32%-ra növekedett.





Forrás: KSH, DH csoport, Erste

2008 és 2013 között a lakáspiaci tranzakciószámhoz hasonlóan az épített lakások száma és a kiadott lakásépítések 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.



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 támogatási rendszer. A vissza nem térítendő támogatás mértéke 0.5 és 3.25 millió forint között változik. A támogatás mértékét 3 tényező határozza meg.

- az eltartott gyermekek száma,

- az ingatlan hasznos alapterülete,
- az ingatlan energetikai besorolása.

A CSOK a gyerekvállalást támogató gazdasági ösztönző, melytől az állami támogatásnak köszönhetően az ingatlanpiac élénkülése is várható, sőt ennek már első jelei mutatkoztak is az elmúlt hónapokban.

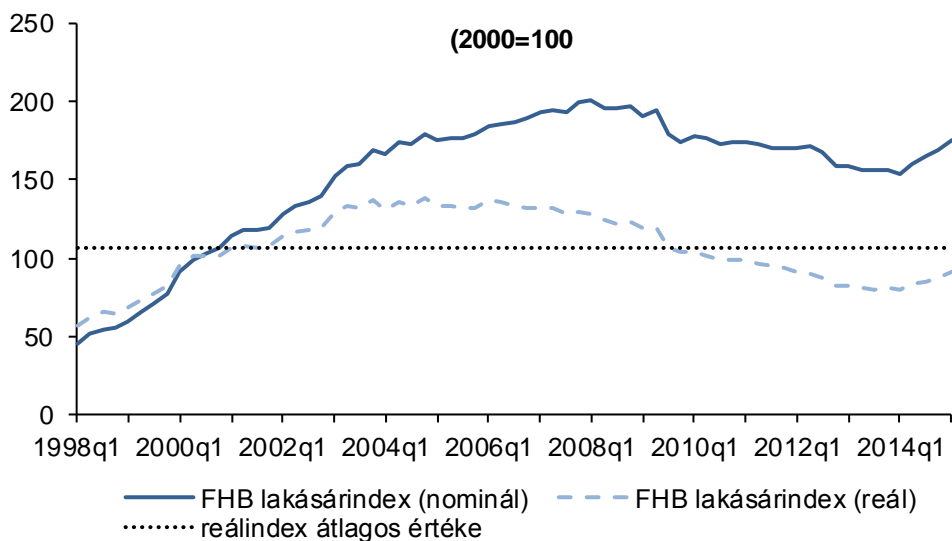
### Ingyatlanárak alakulása

Az FHB lakásárindex alapján 1998 és 2008 között jelentős felfutás volt látható az ingatlanárakban. Ennek oka a tranzakciószám növekedéshez 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 mindkét index esetében már emelkedés tapasztalható, azonban még így is 16%-kal elmaradunk az átlagos reálindex értékétől.

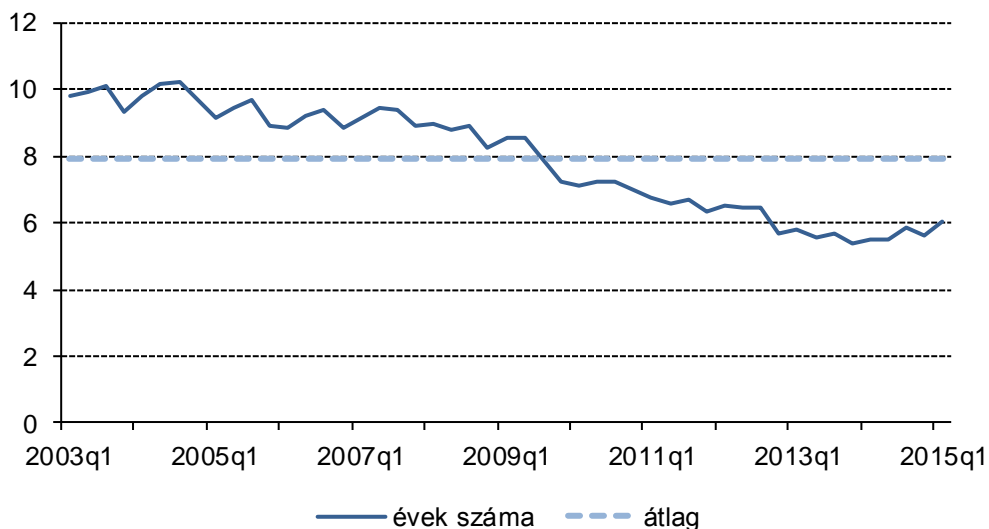
**Az FHB lakásárindex alakulása 2015 első negyedévéig**



Forrás: FHB lakásárindex, [www.fhbindex.hu](http://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 megvásárlása érdekében. A KSH adatai szerint a 2014-es tranzakciók alapján az átlagos ingatlanpiaci tranzakciók értéke 10.5 millió forint volt. Számításaink alapján egy átlagos lakásért a jelenlegi átlagbérek mellett 6 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.

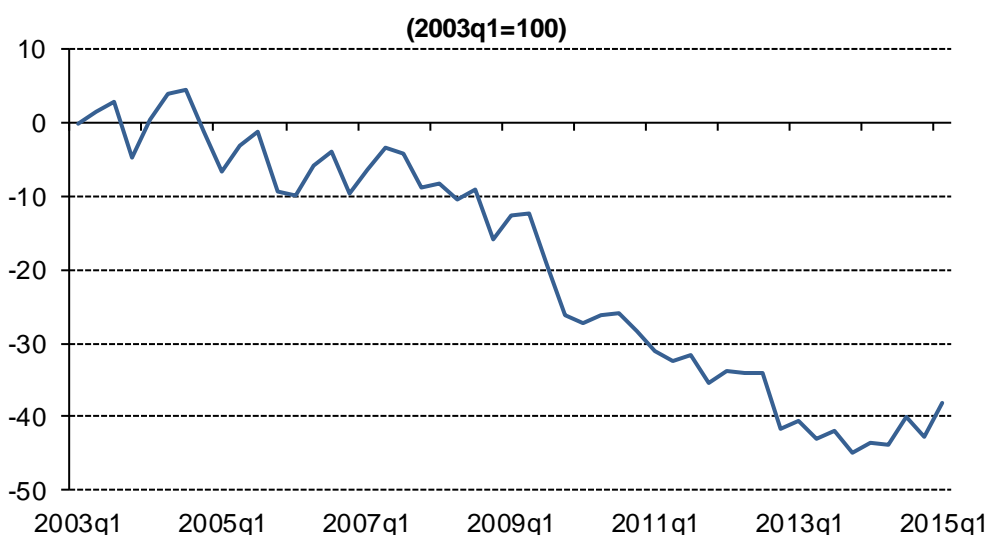
**Hány évet kell dolgozni egy átlagos lakásért?**



Forrás: FHB lakásárindex, KSH, Erste

A fenti állítás egyik másik olvasata, hogy bérerőn nézve ma majdnem 40%-kal alacsonyabbak az ingatlanárak, mint 2003 elején voltak. Ezek alapján összességében továbbra sem beszélhetünk túlhevült ingatlanpiacról.

**Mennyivel lett egyszerűbb lakáshoz jutni?**



Forrás: FHB lakásárindex, KSH, Erste

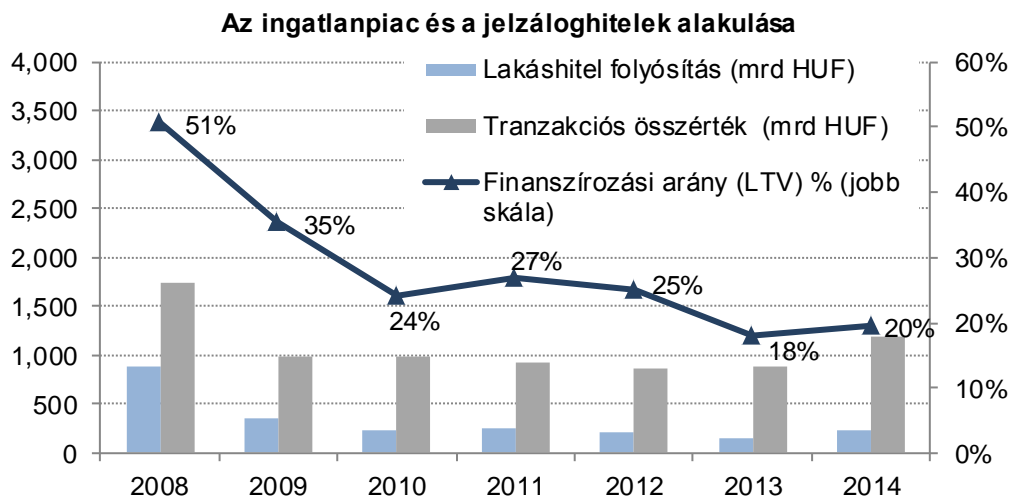
## A magyar jelzáloghitel piac

### Folyósított lakáshitelek

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

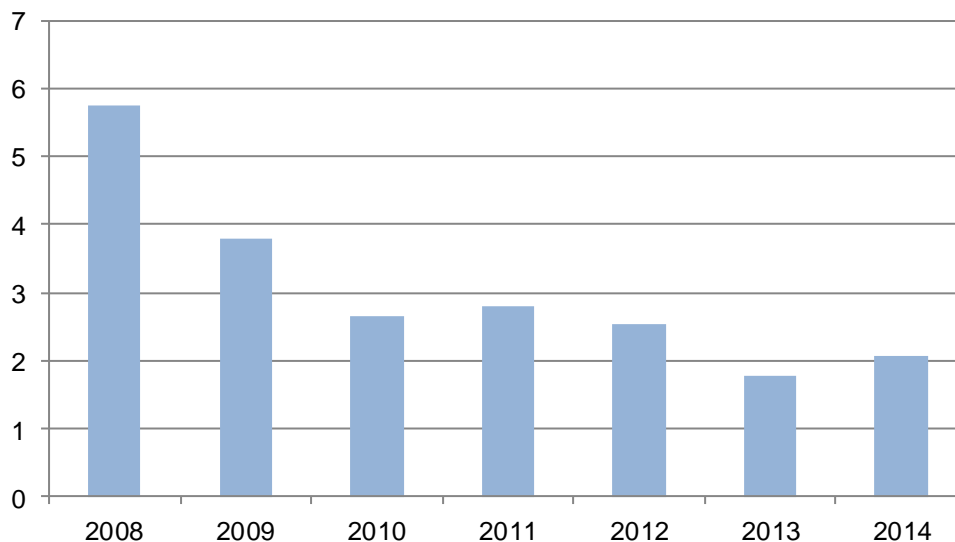
2008-ban a gazdasági világválság kitörésével a hitelbővülés időszaka lezárult. Az addigi olcsó devizahitelek eltűntek a piacról és a romló gazdasági környezetben az új lakáshitek folyósítása drasztikusan visszaesett, melynek eredményeként a lakáshitel állomány is csökkenni kezdett.

A hitelpiac először 2014-ben kezdett el éledezni. 2015 első és második negyedében a megelőző év azonos időszakához viszonyítva 54%-kal, illetve 38%-kal tudott emelkedni a kihelyezett lakáshitelek volumene. A folyósított hitelállomány jelentős növekedését támogatja a banki hitelezési politika lazulása, a lakosság fogyasztási és beruházási aktivitása, valamint a hitelköltségek jelentős csökkenése.



Forrás: MNB, KSH, Erste

Az MNB és a KSH statisztikáiból látható, hogy 2014-ben egy ingatlan tranzakcióra, mindössze 2 millió forint értékű jelzáloghitel kihelyezés jut, míg a válságot megelőzően 2008-ban még 5.8 millió forint volt ez az összeg. Így a jelenlegi alacsony színtről 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 vagy 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**

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

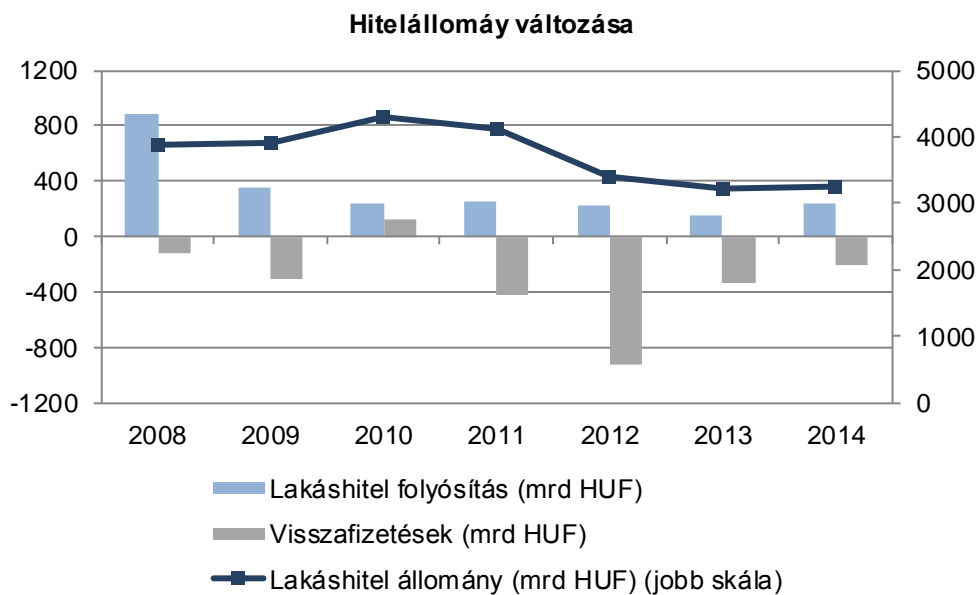
Forrás: MNB

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

Az Erste Bank hitel kalkulátorának számításai alapján havi 500.000 ezer forint bruttó jövedelemmel (gyakorlatilag két magyar átlagbér) teljesen kifizítve az MNB által támasztott kritériumokat a havi törlesztőrészlet legfeljebb 167 000 forint lehet. Ez 10 éves futamidővel számítva 16.25 millió forintnyi maximális hitelösszeget jelent. Azaz 80%-os hitelfedezeti mutató mellett körülbelül 20.3 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, Modellünkben a DH csoport esetében az átlagos tranzakció mérete 14 millió forint volt lakásonként 2014-ben, amely 20 millió forint fölé emelkedhet 2020-ra.

A DH csoport menedzsmentjének becslése szerint a hitelközvetítőkön keresztül bonyolított folyósítások aránya jelenleg 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 lakáshitel állomány csökkenése megállt a növekvő hitelkihelyezések eredményeként.



Forrás: MNB, KSH

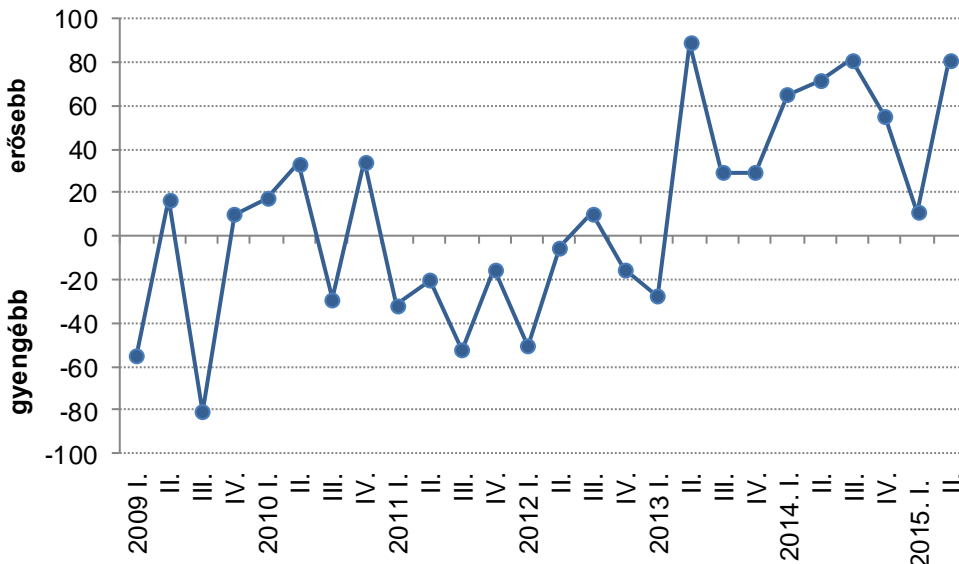
### Lakáshitelek keresleti oldala

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 egy erősödés volt tapasztalható, mely folyamat azonban nagymértékben volatilisnek bizonyult. Az adatok alapján 2015 első felét aktív keresletbővülés jellemezte.

A második negyedévben a bankok nettó értelemben vett 81 százaléka jelezte a lakáshitelek iránti kereslet növekedését. A mutató értéke a bankok válaszában alapul és értéke -100% és +100% között alakulhat.

**Lakáshitel kereslet a háztartási hitelezési szegmensben**



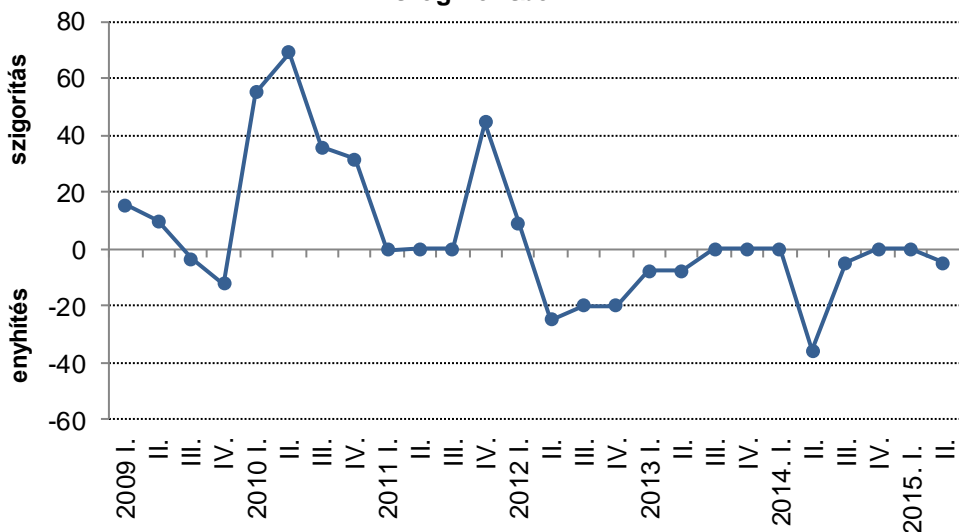
Forrás: MNB

**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 adatsora alapján az elmúlt negyedévekben folyamatos, de visszafogott mértékű enyhülés tapasztalható.

A mutató értéke a nettó arány 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

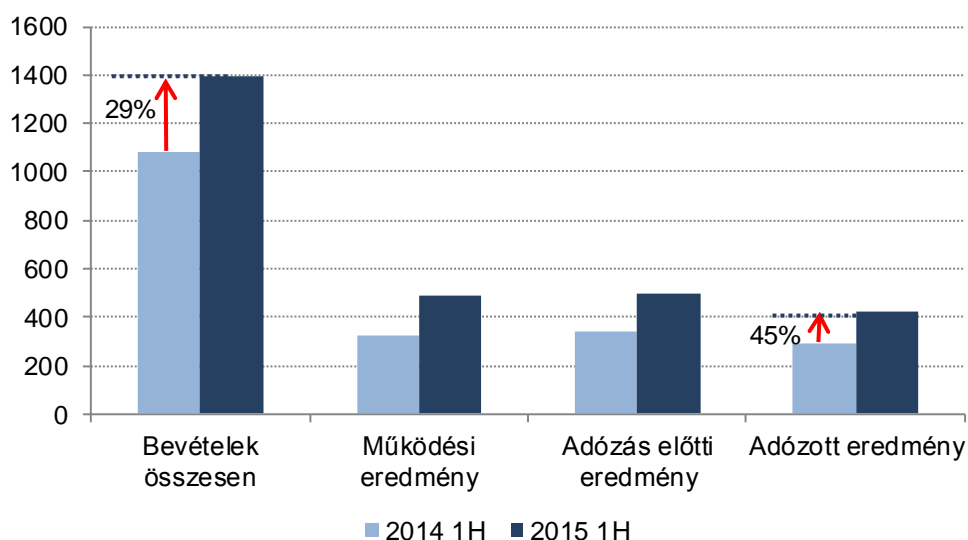
## Pénzügyi kimutatások

### Első féléves eredmény

Az első félévben a megélénkülő ingatlanpiac a DH csoport eredményére is pozitív hatást gyakorolt. A DH csoport becslése alapján az első félév összforgalma meghaladja a 68 300-at. 2014 első félévében 45 700 tranzakció zajlott a piacon, vagyis 50%-kal több mint a tavalyi év azonos időszakában. A Duna House ebből 5229 darabot értékesített.

Az első féléves beszámoló alapján a DH csoport árbevétele 29%-ka növekedett, az adózott eredmény pedig 45%-kal emelkedett a mérethatékonyság miatt. A korábbi időszakoknak megfelelően a működési eredmény gyakorlatilag egy az egyben megegyezett az adózott eredménnyel, mivel az alacsony befektetett eszközállomány miatt az amortizáció szintje is alacsony. A 2015 első félévi eredményben egy egyszeri 43 millió forintos költség is jelentkezett a tőzsdei bevezetéshez kapcsolódóan.

**Első féléves eredmény alakulása**



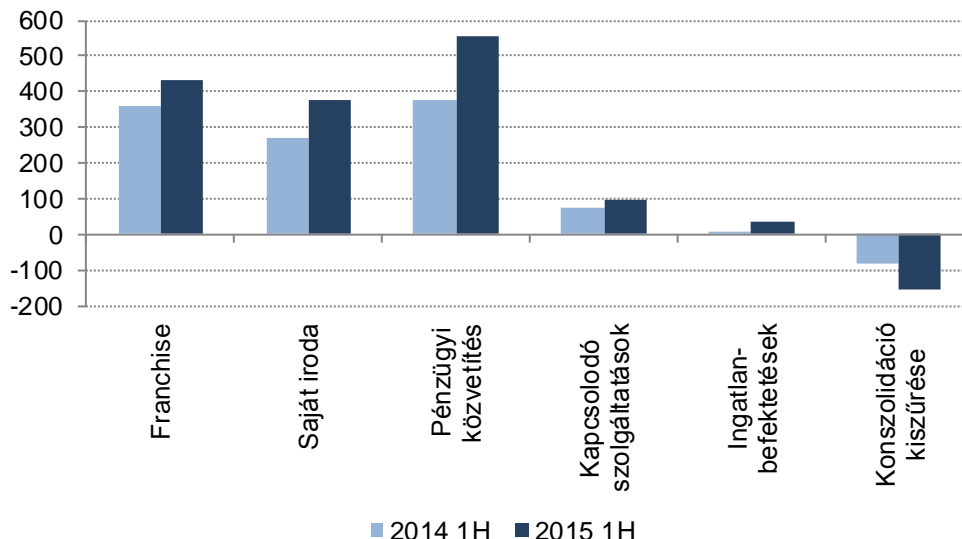
Forrás: DH csoport

Az első félévben mindegyik szegmens magasabb árbevételt ért el, mint a tavalyi év azonos időszakában. A szegmensek közül kiemelkedő a pénzügyi közvetítések szegmensének javulása, ez a szegmens ugyanis 47%-kal magasabb árbevételt ért el, mint a tavalyi év azonos időszakában.

Az idei első félévben az ingatlanbefektetések szegmens már értékelhető mértékben tudott hozzájárulni a csoportszintű számokhoz. A tavalyi 3 millió forintos árbevételt követően idén már 36 millió forintos eredményt ért el. Ehhez nagymértékben hozzájárult, hogy ez a tevékenységi kör tavaly újonnan indult.



**Szegmensek hozzájárulása az árbevételhez**



Forrás: DH csoport

A pénzügyi közvetítés árbevételének emelkedése nagyrészt a közvetített hitelek értékének a növekedésének az eredménye, de pozitívan hatott a közvetített lakás előtakarékosági számlák értékének a növekedése is.

A közvetített hitelek értéke 9.4 milliárd forintra emelkedett, a tavalyi 7.6 milliárd forintról, ez 24%-os év/év növekedésnek fele meg. A közvetített hitelek száma ennél alacsonyabb arányban, mindössze 11%-kal emelkedett, vagyis az átlagos közvetített hitelek mérete is nagyobb lett. Az idei első félévben az átlagos hitelméret 6.5 millió forint volt, ami meghaladta a piaci átlagot. Ennek oka, a magasabb ingatlanérték és az ügyfelek magasabb hitelképessége.

A rendkívül alacsony hozam és betéti kamatkörnyezet pozitívan hatott a lakás előtakarékosági számlák állományának a növeléséhez is. Az első félévben 3.9 milliárd forint értékben közvetítettek ilyen állami támogatott megtakarítási terméket, ami 77%-os növekedés a tavalyi évhez képest. Hasonló mértékű növekedés volt megfigyelhető a közvetített számlák számában is, vagyis a hitelekkel ellentétben itt az átlagos számlaérték nem bővült érdemben.

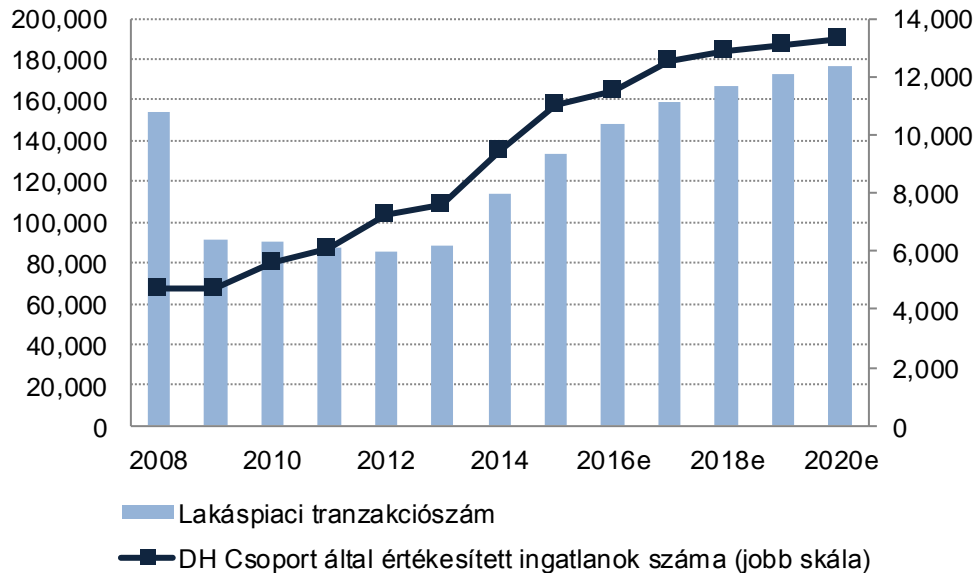
**A modellben alkalmazott előrejelzések**

A DH Holding két legjelentősebb üzletága az ingatlanközvetítés és a hitelezés. Míg az előbbit elsősorban az ingatlanpiaci konjunktúra illetve a piaci szereplők közötti verseny mozgatja, addig az utóbbit az ingatlanpiacon túl egyéb tényezők is befolyásolják. Ilyen lehet például (i) a háztartások hitelfelvételi kedve (munkanélküliség, jövőbe vetett bizalom); vagy (ii) különböző fedezeti mutatók megléte; (iii) kamatkörnyezet alakulása, stb.

Hosszas lejáratot követően (bizonyos számítások szerint) 2014 lehetett a fordulat éve az ingatlanpiacon. Az árak stabilan növekednek, és a tranzakciók száma is növekszik.

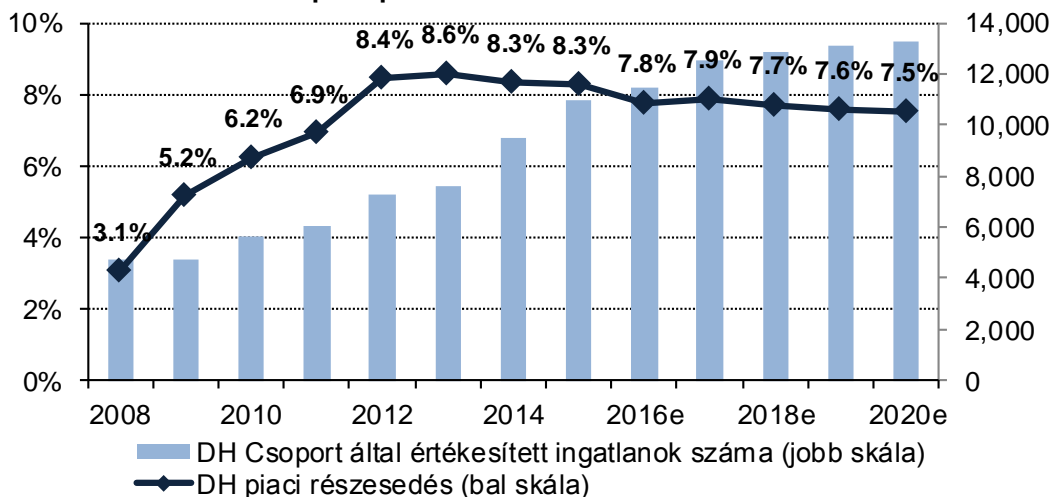
Ugyan az közelmúltbeli fordulat után az elkövetkező években további tranzakciószám növekedést várunk, de annak mértéke lassuló lehet. Valószínűleg 2022-ig sem éri el a piac azt az aktivitást, melyet 2009 előtt láthattunk.

Értékesített ingatlanok száma

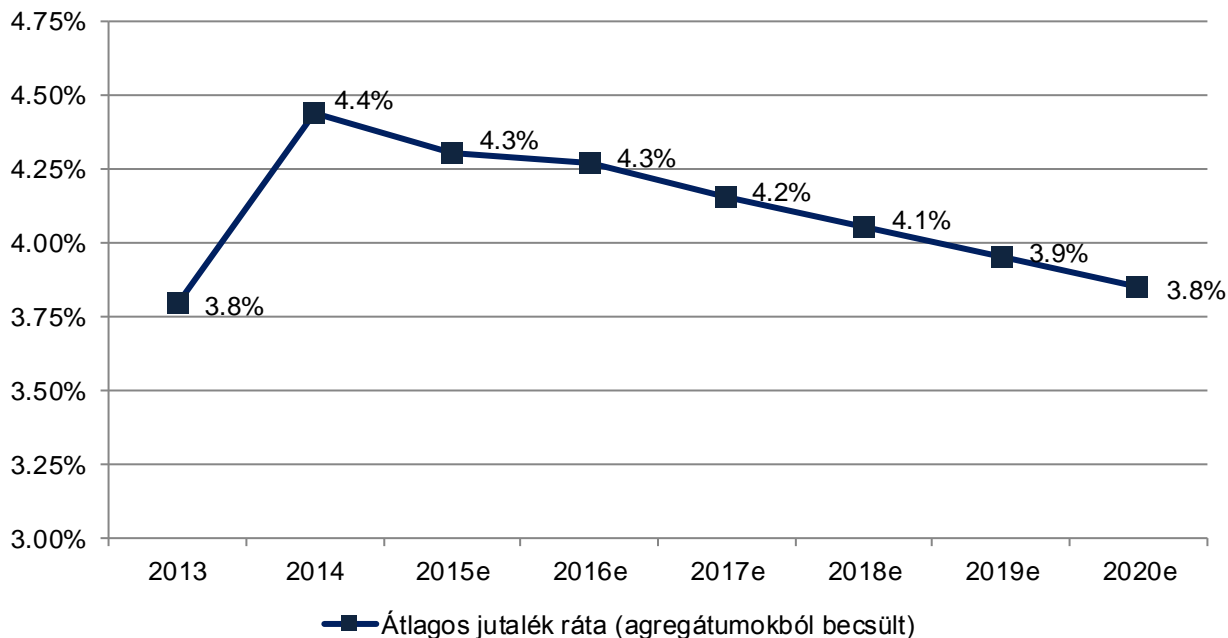


A DH csoport által értékesített ingatlanok száma valószínűleg továbbra is együtt halad majd az ingatlanpiaci aktivitás felfutásával, de piaci részaránya enyhe csökkenést mutathat. Ennek az az oka, hogy ahogy az ingatlanpiac élénkülésével egyre többen választhatják, hogy saját maguk értékesítik az ingatlant, ezzel is csökkentve a tranzakciós költségeket.

A DH csoport piaci részesedése és tranzakció szám



Az értékesítés könnyebbségének köszönhetően, valószínűleg valamiféle eróziót láthatunk majd az értékesítési jutalékokban, amelyek sok esetben az 5%-ot is elérték a válságos időkben. Így a modellben az elkövetkező években az átlagos jutalék ráta a 2014-es becslült 3.5% környékéről 2.5-3% közé csökkenhet.

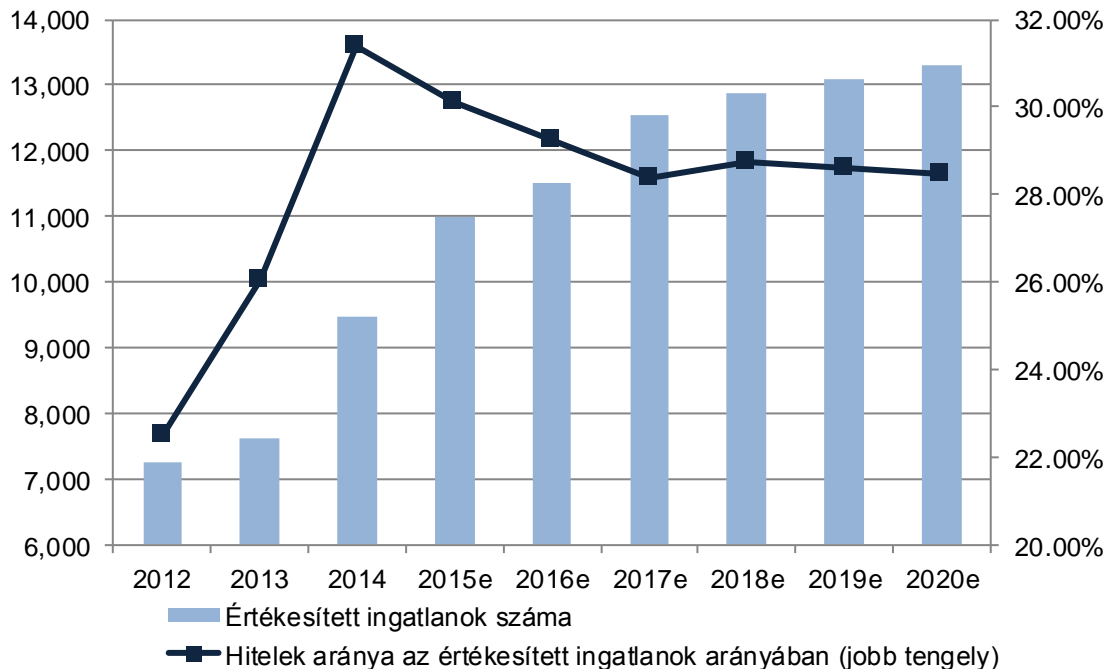
**Átlagos jutalék ráta (agregátumokból becsült)**


Ugyanakkor a franchise rendszerben a DH partnerek esetében az ötéves franchise díj a jelenlegi 5 millió forint környékéről, 2020-ra valamivel 4 millió forint alatti értékre csökkenhet, miközben a Smart irodák esetében a két évre vonatkozó 1 millió forintos díj 1.5 millió fölé emelkedhet, ahogy az új irodahálózat várhatóan egyre népszerűbb lesz.

A Multi-brand stratégiának köszönhetően az irodák száma az elkövetkező 5 évben majdnem megduplázódhat, amely elsősorban a Smart hálózat irodaszám növekedésének köszönhető. Mindeközben a franchise partnerek száma is közel duplázódhat. Mindennek persze ára van. Az irodánkénti tranzakciószám valószínűleg jelentősen csökken, amely a becsült irodánkénti 80-ról 50-60 közé eshet 2020-ra. Persze az eredő, mint fentebb már láthattuk, további árbevétel növekedés.

A DH jól használja ki a szinergiákat. Az ingatlanközvetítés, és persze nem csak annak kapcsán, jelzáloghiteleket és lakástakarékpénztári termékeket is értékesít. Sőt, árbevételét és üzemi eredményét nézve is ez a vezető üzletág. A múltbeli adatok alapján általánosságban elmondható, hogy „minden harmadik lakásvásárló” hitelt is vesz fel, ami messze meghaladja a piaci átlagot. Ugyanis a piaci átlag 1 az 5-höz. Ezen a modellben nem változtattunk, hiszen a hitelezési piac is élenkülönb van, vagyis a piaci arányszám valószínűleg növekedni fog, vagyis a DH-ra vonatkozó becslésünk ilyen értelemben konzervatívnak mondható. A 2013-2015 közötti 30% körüli csúcspontot követően kis visszaeséssel számolunk, amely 2020-ra 28.5% lehet.

**Közvetített hitelek az eladott ingatlanok arányában**



Az átlagos értékesítési ár az elkövetkező években tovább növekedhet, miközben az átlagos ingatlanértékre jutó hitel nagysága 43% körül fluktuálhat kis volatilitással (+/- 10bps). A hitelezési jutalék a bankok kamat marzsának csökkenése miatt (fair bank törvény) valószínűleg 50-100 bázisponttal csökkenhet, amelyet részben ellensúlyozhat a „jó teljesítési” bónusz jutalék, amely az elmúlt negyedévekben egyre jelentősebbé kezd válni a növekvő hitelkihelyezés hatásaként.

A Kapcsolódó szolgáltatások és Ingatlanbefektetés szegmensek a legkisebbek jelen pillanatban, és a vizsgált időhorizonton belül (2020 előtt) nem is számítunk arra, hogy bármelyik is meghatározóvá váljon. Sőt, a DH csoportnak is az a célja, hogy továbbra is az ingatlanközvetítés és a hitelezés maradjon a fő tevékenység. A cég is deklarálta, hogy 2017 vége előtt nem szándékozik 2.5 milliárd forint fölé növelni az ingatlan portfóliót, amely az idén év végére 1-1.5 milliárd forintra növekedhet, a saját ingatlan, irodaházat nem számítva (480 millió forint). A DH menedzsmentje szerint 6-9%-os hozamot lehet realizálni ezeken a befektetéseken. A modellben a 6 százalékot használtuk. (Különbösen a cég méretéhez képest a 3 százalékpont különbség nem számottevő.)

A cég 47 százalék osztalékot tervez kifizetni az éves, ingatlanátértékelés hatásától megtisztított eredmény alapján a törzsrésztvényesek számára, míg az osztalékelsőbbeségi dogozói részvények (1000 darab 50 forintos névértékű) a fent leírt eredmény 6 százalékára jogosultak, amely nem kommutatív (csak az adott évre vonatkozik, ha nincs veszteség, és nem vihető át a következő évre). A modellben nem számoltunk ingatlanátértékeléssel, és a számítások alapján a vizsgált években kifizethető mind az elsőbbségi, mind a törzsrésztvényesekre a 6 illetve a 47 százalék. Így 2015 után 2016 első félévében az osztalékhozam 2.8% körül alulhat számításaink szerint, ha a DCF tőkeemeléses modell alapján számított fair értéket, azaz 3710 forintot vesszük alapul.

## DCF értékelés

Modellünk alapján az alábbi paraméterek mellett végeztük el a DCF (diszkontált cash flow) értékelést:

- Kockázatmentes hozamnak a magyar 10 éves államkötvény hozamát választottuk, mely 3.35%.
- A maradványérték számítására 5%-os kockázatmentes hozamot vettünk alapul, mivel hosszabb távon a 10 éves állampapírhozam e körül alakulhat.
- A részvényektől elvárt többlethozamot 7.2%-ra, míg a maradványérték számítására 6.7% többlethozamot használtunk az Erste metodológia szerint. Ezek az értékek a Standard&Poor's Magyarországra vonatkozó kockázati besorolásán alapulnak. Így egy esetleges felminősítés esetén ezek az értékek csökkennek, amely a cég fair értékének emelkedését hozza magával.
- A beta 0.8-re lett választva, mivel a peer csoportként kiválasztott részvények (USA, Egyesült Királyság) bétája is 0.8 körül szóródik. A maradványérték számításhoz, a béta értéke szokás szerint 1-nek lett választva.
- Az effektív adóráta 13 százalék.
- A részvényesi tőke aránya 75%, ha céget a jelenlegi állapotában vesszük figyelembe, tőkeemelés nélkül. A DH stratégiája szerint maximum 2.5 milliárd forint értékben tervez ingatlanokat vásárolni. Ezeket 2.5%-os NHP hitelből finanszírozza, amely a 6-9 százalékos bérleti hozamával (megfelelő tőkeáttétel mellett) növelheti a cégértéket. Ugyanakkor a tőkeemelés következtében a cég készpénz pozitívvá válik (legalábbis addig, amíg akvizíciót nem hajt végre), és így a saját tőke arány 100 százalékra növekszik, amely növeli a súlyozott tőkeöltséget (pont a tőkeöltségre, 7.7%-ról 9.1 százalékra). Így a tőkeemelés kis mértékben, de rombolja részvényesi értéket (ha az így befolyt, pénz a mérlegben marad huzamosabb ideig, azonban a menedzsment várakozása az, hogy legfeljebb 1 éven belül sikerül akvizíciót lebonyolítani). Ez a scenárió határozza meg jelen pillanatban a legjobban a részvények fair értékét. Ebben az értékelésben még a cseh Duna House Franchise s.r.o. megvásárlásával sem számoltunk, mert jelen pillanatban csak annyit tudunk a cégről, hogy tavaly 90 millió forint árbevételt termelt, és a DH 200 millió forintért kívánja megvásárolni.
- Az ingatlanpiac alapvetően egy növekvő piac, és ennek megfelelően az ingatlan- és hitelközvetítés is egy folyamatosan bővülő üzlet, amely időnként akár mélyebb visszaeséseket is elszenvedhet. Mind a két piacot a GDP és az infláció mozgatja. A magyar potenciális GDP növekedés 1.5-2 százalék körül van az Erste makrogazdasági elemzői szerint, míg az MNB inflációs célja 3% +/-1 százalékpont. Azaz a nominális bővülés akár 5 százalék körül is alakulhat. Mivel a konzervatív oldalon kívántunk maradni, ezért a hosszú távú növekedést 2.5%-ra választottuk.

DCF modellünk alapján a részvények jelenlegi fair értéke (tőkeemelés nélkül, a fentebb felvázolt peremfeltételek mellett) 3950 forint, amely 3710 forintra csökken a tőkeemelést követően, amelynek során a részvényesi tőke 2.5 milliárd forinttal növekszik, s a kibocsátott részvények száma 3.05 millió darabról 3.67 millióra változik. Azaz a modellben – iterációval – 3710 forintos egyensúlyi ár alakul ki a fair értéken való tőkeemelésre.

Mivel a cég a 2.5 milliárd forintos tőkeemlést akvizíciókra kívánja felhasználni, de ezekről releváns számottevő információval nem rendelkezünk, ezért egy becslést végeztünk ezek fair értékre vonatkozó hatásait nézve, bizonyos ésszerűnek tűnő feltételezéseket alkalmazva.

A 2.5 milliárd forint tőkeemelésből származó pénzből 200 milliót a cseh operáció, a Duna House Franchise s.r.o. 80%-os tulajdonrészének megvásárlására fordít a cég. A cseh operáció számai részlegesen elérhetőek a cseh igazságügy minisztérium honlapján. Ebből kiderül, hogy tavaly a cég majdnem 90 millió forintos

árbevétel mellett kismértékű veszteséget ért el. Ugyanakkor az árbevétel dinamikusan növekszik. Tavalyelőtt 180%-kal, tavaly pedig 20%-kal növekedett.

A modellben azzal számoltunk, hogy a cseh cég jövőre még csak kismértékű üzemi profitot fog termelni. Ez az érték folyamatosan, egyenletesen növekedhet és üzemi eredményszinten (amely ebben az iparágban közel áll az adózott eredményhez) a tőkére vetített megtérülés 30% körüli értékre növekszik 2019-re.

A további akvizíciók tekintetében azzal kalkuláltunk, hogy rosszul menedzselt, kevesebb üzletággal rendelkező céget vagy cégeket vásárolnak a jövő év során. Így azzal a hipotézissel éltünk, hogy 1-es könyvszerinti értéken vásárolnak cégeket. A peer group értékelésünk regressziós modellje alapján az ilyen cégek 6.7 százalékos megtérüléssel működnek. A DH szakértelmét és integrációs képességét kihasználva a megtérülést 25%-ra növeli 2019-re, fokozatosan növelve ezt az értéket a 2016-os 10 százalékos körüli értékről. (A DH csoport jelenleg 60-70%-os tőkére vetített megtérüléssel működik!) A menedzsment tájékoztatása szerint az akvizíciót vagy akvizíciókat a DH egy éven belül szeretné nyélbe ütni.

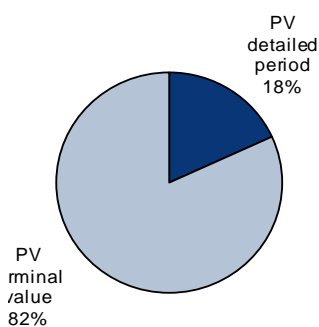
A fent vázolt feltételeket beépítettünk a pénzügyi modellünkbe, és a DCF értékelést is pontosan ugyan úgy készítettük el, mint a többi esetben. Így az egy részvényre jutó fair érték 6109 forintnak adódott.

**WACCSZÁMÍTÁS a tőkeemelés után**

	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	TV
Kockázat mentes hozam	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	5.0%
Részvény kockázati prémium	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	6.7%
Béta	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	1.0
<b>Tőke költsége</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.1%</b>	<b>11.7%</b>
Hitel költsége	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	6.0%
Effektív adórátá	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
<b>Adó utáni effective kamatrátá</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>5.2%</b>
Tőke súlya	100%	100%	100%	100%	100%	80%
<b>WACC</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.1%</b>	<b>9.1%</b>	<b>10.4%</b>

**DCF értékelés a tőkeemelés után**

(millió Ft)	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	TV
Árbevétel növekedése	22.0%	10.0%	13.8%	6.3%	5.3%	5.4%
EBIT	917.1	1,200.7	1,437.5	1,462.0	1,469.1	1,293.9
EBIT-marzs	31.4%	37.4%	39.3%	37.6%	35.9%	30.0%
Adó ráta	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
Üzemi eredmény adója	-119.0	-155.8	-186.5	-189.7	-190.6	-167.9
<b>NOPLAT</b>	<b>798.1</b>	<b>1,044.9</b>	<b>1,250.9</b>	<b>1,272.3</b>	<b>1,278.5</b>	<b>1,126.0</b>
+ Amortizáció	64.1	99.3	121.6	121.5	132.4	132.4
+/- Működő tőke változása	86.4	-15.3	3.6	-7.9	2.7	3.2
- Beruházások	-1,600.1	-1,040.0	-150.0	-150.0	-150.0	-133.1
<b>Cég szabad pénzárama</b>	<b>-651.5</b>	<b>88.9</b>	<b>1,226.2</b>	<b>1,236.0</b>	<b>1,263.6</b>	<b>1,128.6</b>
Terminál érték növekedése						2.5%
Terminál érték						14,709.4
Diszkontált pénzárams - 31.12.2015	-597.3	74.7	945.0	873.3	818.6	9,529.4
<b>Cégérték - 31.12.2015</b>	<b>11,643.8</b>					
Kisebbségi részesedések	0.0					
Operációban részt nem vevő eszközök	0.0					
Nettó adóság	-1,990.5					
Egyéb módosítások	0.0					
<b>Tőke értéke - 31.12.2015</b>	<b>13,634.3</b>					
Részvények száma (millió)	3.7					
Tőke költsége	9.1%					
<b>Fair érték (Ft)</b>	<b>3,710</b>					
Maximális ár (Ft)	4,250					
Eltérés (%)	-12.7%					

**Tőke értékének megoszlása**


Forrás: Erste

**Érzékenység (per részvény)**

		Terminal érték EBIT-marzs				
		20.0%	25.0%	30.0%	35.0%	40.0%
WACC	9.4%	3,100	3,594	4,088	4,582	5,076
	9.9%	2,965	3,426	3,886	4,347	4,807
	10.4%	2,848	3,279	<b>3,710</b>	4,141	4,573
	10.9%	2,744	3,150	3,555	3,961	4,366
	11.4%	2,653	3,035	3,418	3,800	4,183
		Terminal érték növekedés				
		0.5%	1.0%	2.5%	2.0%	1.5%
WACC	9.4%	3,368	3,515	4,088	3,871	3,682
	9.9%	3,247	3,380	3,886	3,696	3,529
	10.4%	3,139	3,259	<b>3,710</b>	3,542	3,393
	10.9%	3,042	3,151	3,555	3,405	3,271
	11.4%	2,953	3,053	3,418	3,283	3,162

## Peer group alapú értékelés

A peer group értékeléshez nem találtunk közvetlen, a régióban működő szektortársakat, így azt az angolszász tőzsdéken jegyzett cégeket használva hajtottuk végre. Azonban a működési környezet nagymértékben eltérő az angolszász piacok (USA, Nagy-Britannia) és Magyarország között, így a peer alapú értékelést érdemes fenntartásokkal kezelni, és megfelelő mértékű diszkontot használni.

### Tőkeemelés nélküli eset:

Előretekintő 2015-ös P/E alapú értékeltség alapján az összehasonlításul szolgáló cégek átlagosan 18.5-es P/E értékeltségen forognak. Ez az általunk várt 255 forintos egy részvényre jutó eredmény mellett 4717 forintos fair részvényértéket eredményezne. A DH csoport várható növekedése az elkövetkező 2-3 évben meghaladja a szektortársak növekedési kilátásait, s leginkább a Realogy Holding-hoz hasonlítható, miközben értékelésünk a csoport átlagán alapul.

### Peer group értékelés P/E alapon

	P/E 2014	P/E 2015	P/E 2016	P/E 2017	EPS növekedés (2015-2017)
Realogy Holdings	33.35	27.26	20.01	17.42	25%
RE/MAX Holdings	29.10	24.72	22.78	20.48	10%
Foxtons Group	13.47	15.65	14.25	13.08	9%
LSL Property Services	12.16	10.35	9.29	8.38	11%
CBRE Group	25.60	18.23	15.87	14.19	13%
Countrywide	14.16	11.59	9.99	8.83	15%
Savills	14.53	15.13	13.76	12.58	10%
Marcus & Millichap	26.18	24.96	21.92	19.35	14%
<b>Átlag</b>	<b>21.07</b>	<b>18.49</b>	<b>15.98</b>	<b>14.29</b>	<b>13%</b>
DH EPS	229	255	329	404	26%
<b>DH részvények értékeltsége</b>	<b>4,833</b>	<b>4,717</b>	<b>5,261</b>	<b>5,775</b>	

Forrás: Bloomberg, Erste értékelés

EV/EBITDA alapon a szektortársak 9.87-es előretekintő értéken forognak, ami a Duna House-ra becsült év végi 981 millió forintos EBITDA várakozással 3056 forintos részvényenkénti fair értéket jelent. Persze nem elhanyagolható tényező, hogy mint a fentebbi P/E 2015, mind pedig az itt számított értéket egyszeri tételként húzza lefelé a tőzsdei megjelenés, amely becslésünk szerint mintegy 10-15%-os hatással jelentkezik ezekben a számokban.



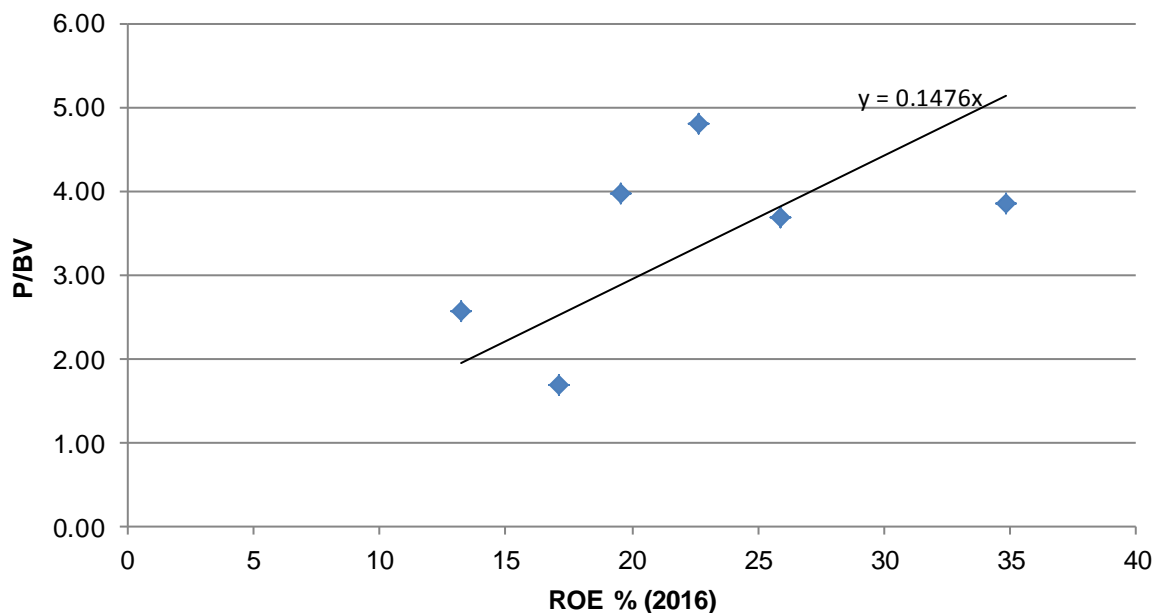
**Peer group értékelés előretékinő EV/EBITDA alapon**

	EV/EBITDA 2015	EV/EBITDA 2016	EV/EBITDA 2017	EBITDA növekedés (2015-2017)
Realogy Holdings	11.76	11.00	10.53	6%
RE/MAX Holdings	4.95	4.63	4.23	8%
Foxtons Group	10.93	9.86	8.97	10%
LSL Property Services	7.85	7.10	6.39	11%
CBRE Group	11.70	10.13	9.90	9%
Countrywide	8.57	7.49	6.73	13%
Savills	10.54	9.48	8.69	10%
Marcus & Millichap	12.62	11.27	10.37	10%
<b>Átlag</b>	<b>9.87</b>	<b>8.87</b>	<b>8.23</b>	<b>10%</b>
<b>DH részvények értékeltsége</b>	<b>3,056</b>	<b>3,587</b>	<b>4,247</b>	<b>26%</b>

*Forrás: Bloomberg, Erste értékelés*

**Regressziós összefüggés szerinti értékelés I.:**

A könyvszerinti érték és a ROE alapján csak felső becslés adható a részvények értékére. Ennek oka, hogy várakozásunk szerint a Duna House 2016-ban 69%-os saját tőke arányos nyereséget érhet el, ami kiemelkedőnek számít a szektorban, és valószínűleg az élénkülő verseny miatt tartósan nem fenntartható, hiszen az új versenytársak megjelenése lefelé nyomja a tőkearányos megtérülést. Amennyiben azonban mégis sikerülne fenntartani a mostani nyereségességet, akkor a szektortársak 2015-ös értékeltsége alapján 5146 forintos fair érték adódna a részvényekre. (DH érték=0.1476\*69\*BV=15.7 milliárd forint)

**P/BV és ROE közti összefüggés**


**Értékelés tőkeemelés mellett:**

Mivel a részvények értékesítését követően tőkeemelésre is sor kerül, ezért megvizsgáltuk azt az esetet is, hogy a tőkeemelés lezajlik 2508 millió forint értékben, azonban ez az összeg effektíve nem kerül felhasználásra, mivel pontosan nem ismert az összeg felhasználási célja. Ebben a számításban a DCF modell alapján becsült, mintegy 675 000 db-os részvényhígulást vettük alapul.

P/E alapon ennél a scenáriónál a hígulási hatás miatt értelemszerűen alacsonyabb fair értéket, 3851 forintot kaptunk a 2015-ös EPS alapján a lecsökkent, 208 forintos részvényenkénti eredmény (EPS) miatt.

**Peer group értékelés P/E alapon**

	P/E 2014	P/E 2015	P/E 2016	P/E 2017	EPS növekedés (2015-2017)
Realogy Holdings	33.35	27.26	20.01	17.42	25%
RE/MAX Holdings	29.10	24.72	22.78	20.48	10%
Foxtons Group	13.47	15.65	14.25	13.08	9%
LSL Property Services	12.16	10.35	9.29	8.38	11%
CBRE Group	25.60	18.23	15.87	14.19	13%
Countrywide	14.16	11.59	9.99	8.83	15%
Savills	14.53	15.13	13.76	12.58	10%
Marcus & Millichap	26.18	24.96	21.92	19.35	14%
<b>Átlag</b>	<b>21.07</b>	<b>18.49</b>	<b>15.98</b>	<b>14.29</b>	<b>13%</b>
DH EPS	229	208	275	340	28%
<b>DH részvények értékeltsége</b>	<b>4,833</b>	<b>3,851</b>	<b>4,388</b>	<b>4,855</b>	

*Forrás: Bloomberg, Erste értékelés*

EV/EBITDA alapon a 2015-ös fair érték kicsit emelkedik, az EV (Enterprise Value), készpénzállomány növekedése miatti emelkedésének és a részvénytársam növekedéséből adódó leértékelő hatás eredőjeként.

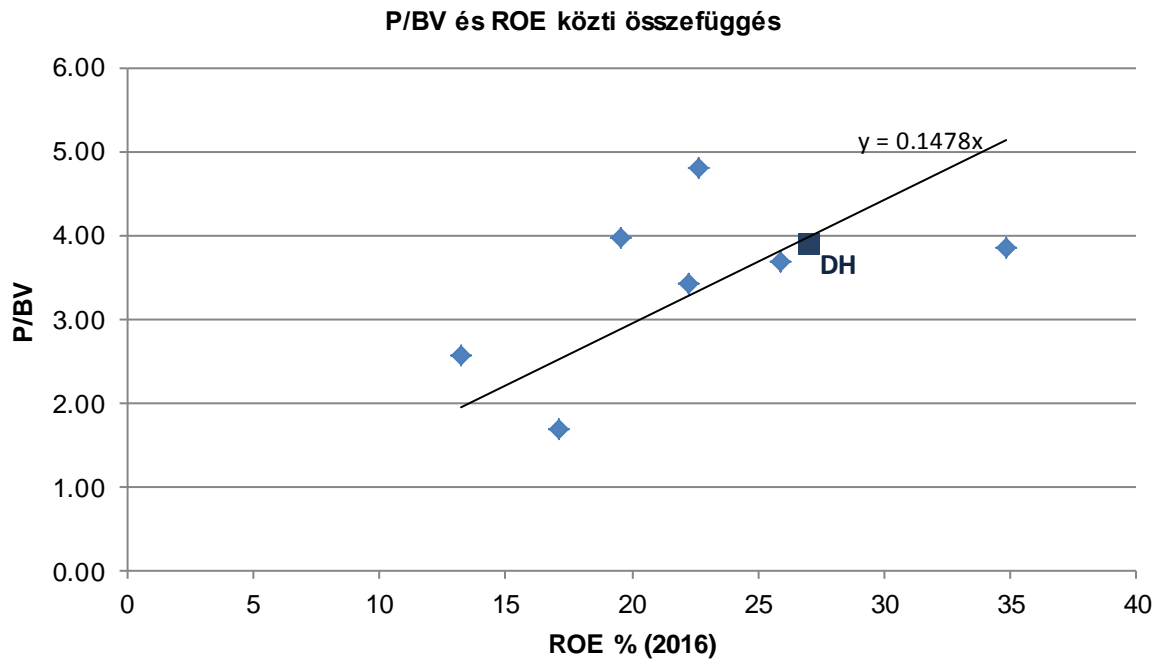
**Peer group értékelés előrettekintő EV/EBITDA alapon**

	EV/EBITDA 2015	EV/EBITDA 2016	EV/EBITDA 2017	EBITDA növekedés (2015-2017)
Realogy Holdings	11.76	11.00	10.53	6%
RE/MAX Holdings	4.95	4.63	4.23	8%
Foxtons Group	10.93	9.86	8.97	10%
LSL Property Services	7.85	7.10	6.39	11%
CBRE Group	11.70	10.13	9.90	9%
Countrywide	8.57	7.49	6.73	13%
Savills	10.54	9.48	8.69	10%
Marcus & Millichap	12.62	11.27	10.37	10%
<b>Átlag</b>	<b>9.87</b>	<b>8.87</b>	<b>8.23</b>	<b>10%</b>
<b>DH részvények értékeltsége</b>	<b>3,176</b>	<b>3,616</b>	<b>4,162</b>	<b>26%</b>

*Forrás: Bloomberg, Erste értékelés*

**Regressziós összefüggés szerinti értékelés I.:**

A tőkeemelés hatására a 2016-os ROE jelentősen, 27%-ra zuhanna (ami közelíti, de még mindig meghaladja az iparági 22%-os átlagot) az alappálya menti 69%-os értékről. Ebből is látszik, hogy kulcsfontosságú lesz a tőkeemelésből befolyt összeg felhasználásának módja Ennél a megközelítési módnál a részvények értéke is jelentősen csökken, a fair érték 4292 forint jön ki. (DH érték= $0.1476 \cdot 27 \cdot BV = 16$  milliárd forint)



Az összehasonlító értékelés eredménye alapján a különböző mutatók és scenáriók mellett 3056 és 5146 forint közötti igen széles sávban változhat a részvények értéke. Azonban megítélésünk szerint legrealisabb képet az előretekintő 2016-os, és 2017-es tőkeemelés melletti EV/EBITDA mutató, valamint a szintén előretekintő P/E mutató adja, ezek felhasználásával a sávot 3600-4800 forint közé szűkíthetjük, melynek alsó élét képviseli DCF alapú értékelésünk is.

## Mellékletek

### A peer group értékeléshez használt szektortárak ismertetése

Realogy Holdings Corporation: A társaság holdingként működik, tevékenységét az USA-ban és USA-n kívül végzi. Leányvállalatain keresztül széleskörű szolgáltatásokat nyújt, például ingatlanközvetítés, pénzügyi közvetítés, költöztetés, elszámolás és franchise szolgáltatások. A Duna House vezetői több alkalommal is követendő példaként említették a Realogy üzleti modelljét. Tevékenységét saját irodákon és franchise hálózaton keresztül is végzi több márkanév alatt is, például: Better Homes and Gardens Real Estate, Sotheby's International Realty, Coldwell Banker, stb.

RE/MAX Holding: A vállalat ingatlanközvetítéssel foglalkozik. Lakossági és kereskedelmi ingatlanokat értékesít világszerte, mintegy 100 országban van jelen és összesen több mint 100 ezer értékesítőt foglalkoztat. A társaság Magyarországon is jelen van, azonban ingatlan kínálat elsősorban Budapest belvárosára korlátozódik. A részvényt az amerikai tőzsdén jegyzik.

Foxtons Group: A londoni tőzsdén jegyzett ingatlanközvetítő társaság. Nagy-Britanniában ingatlanközvetítéssel és bérbeadással foglalkozik. A Foxtons csoport ingatlan kezelési szolgáltatásokat is nyújt, nem csak Nagy-Britanniában, hanem nemzetközileg is.

CBRE Group: Amerikai részvénytőzsdén jegyzett társaság, mely globálisan nyújt ingatlanokhoz kapcsolódó szolgáltatásokat. A társaság a befektetőknek, tulajdonosoknak és bérlőknek is nyújt szolgáltatásokat lakásokhoz és kereskedelmi ingatlanokhoz kapcsolódóan egyaránt. Szolgáltatásai között tanácsadás, ingatlan lízing, értékesítés és étkezelés is szerepel.

Countrywide PLC: A londoni tőzsdére bejegyzett társaság, tevékenységét az Egyesült Királyságon belül végzi. A vállalat ingatlanközvetítési és pénzügyi szolgáltatások mellett nyújt ingatlan kezelési és aukciós szolgáltatásokat is.

Savills PLC: Ingatlanokhoz és mezőgazdasági területekhez kapcsolódóan nyújt tanácsadást a vállalat. Ezen túlmenően a kínálatban szerepel ingatlan kezelés és pénzügyi szolgáltatás, valamint alapkezelési szolgáltatás is.

Marcus & Millichap: A vállalat az USA-ban működő közvetítőcég, ami elsősorban kereskedelmi ingatlanok értékesítésére specializálódott. Ehhez kötődően elemzéseket, tanácsadást és pénzügyi szolgáltatásokat is nyújt.

**Eredménykimutatás**

<i>millió forint</i>	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
<b>Értékesítés nettó árbevétele</b>	<b>1,662.0</b>	<b>2,286.7</b>	<b>2,849.7</b>	<b>3,080.8</b>	<b>3,490.3</b>	<b>3,735.6</b>	<b>3,933.5</b>	<b>4,147.9</b>
Egyéb működési bevétel	404.4	106.6	69.5	130.2	163.1	149.5	158.4	175.5
Bevételek összesen	2,066.4	2,393.3	2,919.2	3,211.0	3,653.4	3,885.0	4,091.9	4,323.4
Anyagköltségek	-26.5	-29.6	-44.7	-41.7	-42.0	-46.7	-50.5	-51.8
Eladott áruk és szolgáltatások	-435.6	-643.0	-778.4	-829.7	-932.7	-1,034.5	-1,124.6	-1,214.6
Igénybe vett szolgáltatások	-439.1	-548.9	-735.0	-646.7	-692.4	-745.0	-799.0	-868.8
Személyi jellegű ráfordítások	-205.4	-228.7	-293.9	-300.2	-328.7	-368.3	-404.6	-437.4
Értékcsökkenés és értékvesztés	-50.8	-41.3	-64.1	-99.3	-121.6	-121.5	-132.4	-135.5
Egyéb működési ráfordítások	-371.4	-113.6	-85.9	-92.7	-98.6	-107.0	-111.7	-116.2
Költségek összesen	-1,528.7	-1,605.0	-2,002.1	-2,010.3	-2,215.9	-2,423.0	-2,622.8	-2,824.2
<b>Működési eredmény</b>	<b>537.8</b>	<b>788.3</b>	<b>917.1</b>	<b>1,200.7</b>	<b>1,437.5</b>	<b>1,462.0</b>	<b>1,469.1</b>	<b>1,499.2</b>
Pénzügyi bevételek	26.7	51.7	31.7	59.1	111.9	129.1	146.8	167.0
Pénzügyi ráfordítások	-5.6	-3.9	-13.1	-31.7	-30.6	-29.5	-28.0	-26.7
Egyéb pénzügyi eredmény	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pénzügyi műveletek eredménye	21.1	47.8	18.6	27.4	81.3	99.6	118.8	140.3
<b>Adózás előtti eredmény</b>	<b>558.9</b>	<b>836.2</b>	<b>935.7</b>	<b>1,228.1</b>	<b>1,518.7</b>	<b>1,561.6</b>	<b>1,588.0</b>	<b>1,639.5</b>
Adó	-71.8	-100.8	-121.4	-155.1	-190.6	-198.6	-200.6	-207.1
<b>Nettó eredmény</b>	<b>487.1</b>	<b>735.4</b>	<b>814.3</b>	<b>1,073.1</b>	<b>1,328.1</b>	<b>1,363.0</b>	<b>1,387.4</b>	<b>1,432.4</b>
Részvényesekre jutó eredmény	486.8	733.8	814.3	1,073.1	1,328.1	1,363.0	1,387.4	1,432.4
Kissebségi részesedések	0.2	1.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dolgozói részvényesek osztaléka	2.4	44.1	48.9	64.4	79.7	81.8	83.2	85.9
<b>Törzsrészvényesekre jutó eredmény</b>	<b>484.2</b>	<b>688.1</b>	<b>765.4</b>	<b>1,008.7</b>	<b>1,248.4</b>	<b>1,281.2</b>	<b>1,304.1</b>	<b>1,346.4</b>
Törzsrészvényesek osztaléka	300.0	360.9	382.7	504.3	624.2	640.6	652.1	673.2
<b>Tárgyévi eredmény</b>	<b>184.2</b>	<b>327.2</b>	<b>382.7</b>	<b>504.3</b>	<b>624.2</b>	<b>640.6</b>	<b>652.1</b>	<b>673.2</b>

Forrás: DH, Erste

**Mérleg**

<i>millió forint</i>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015e</b>	<b>2016e</b>	<b>2017e</b>	<b>2018e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Goodw ill	18.5	18.5	18.5	18.5	18.5	18.5	18.5	18.5
Immateriális javak	19.8	14.4	62.6	35.7	43.6	50.4	54.1	57.7
Gépek és ingatlanok	129.2	690.9	522.6	530.4	537.6	548.0	552.8	556.8
Befektetési célú ingatlanok	0.0	0.0	1,486.7	2,446.5	2,459.9	2,471.1	2,480.1	2,487.1
Pénzügyi eszközök	135.3	97.6	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9	94.9
Halasztott adó követelések	8.6	11.7	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6	12.6
<b>Befektetett eszközök</b>	<b>311.4</b>	<b>833.1</b>	<b>2,197.9</b>	<b>3,138.6</b>	<b>3,167.1</b>	<b>3,195.5</b>	<b>3,213.1</b>	<b>3,227.6</b>
Értékpapírok	0.0	351.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Készletek	15.0	5.0	10.2	11.5	9.9	11.6	12.0	12.1
Vevő követelések	101.2	93.7	136.2	153.7	161.3	179.2	188.9	196.6
Egyéb és kapcsolt váll. szembeni követelések	348.7	155.3	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4	53.4
Aktív időbeli elhatárolások	228.8	299.0	392.5	402.7	436.6	474.5	492.5	511.6
Pénzeszközök és értékpapírok	135.6	266.8	2,982.2	2,709.0	3,321.4	3,891.3	4,504.8	5,178.0
<b>Forgóeszközök</b>	<b>829.2</b>	<b>1,171.4</b>	<b>3,574.5</b>	<b>3,330.2</b>	<b>3,982.6</b>	<b>4,610.0</b>	<b>5,251.5</b>	<b>5,951.8</b>
<b>ESZKÖZÖK ÖSSZESEN</b>	<b>1,140.6</b>	<b>2,004.5</b>	<b>5,772.5</b>	<b>6,468.9</b>	<b>7,149.7</b>	<b>7,805.5</b>	<b>8,464.6</b>	<b>9,179.3</b>
Jegyzett tőke	3.0	150.1	183.7	183.7	183.7	183.7	183.7	183.7
Tőketartalék	0.0	0.0	2,466.3	2,466.3	2,466.3	2,466.3	2,466.3	2,466.3
Eredménytartalék	175.7	234.9	563.7	946.5	1,450.8	2,075.0	2,715.7	3,367.7
Tárgyévi eredmény	486.8	733.8	814.3	1,073.1	1,328.1	1,363.0	1,387.4	1,432.4
<b>Sajáttőke</b>	<b>665.5</b>	<b>1,118.8</b>	<b>4,028.1</b>	<b>4,669.6</b>	<b>5,429.0</b>	<b>6,088.1</b>	<b>6,753.1</b>	<b>7,450.1</b>
Kisebbségi részesedés	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Tőke</b>	<b>666.4</b>	<b>1,118.8</b>	<b>4,028.1</b>	<b>4,669.6</b>	<b>5,429.0</b>	<b>6,088.1</b>	<b>6,753.1</b>	<b>7,450.2</b>
Céltartalékok	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Hosszúlejáratú hitelek	0.0	220.9	926.6	851.6	751.6	651.6	551.6	451.6
Egyéb hosszúlejáratú kötelezettségek	19.3	13.2	8.9	4.5	0.1	0.0	0.0	0.0
Halasztott adó kötelezettségek	13.1	18.0	24.1	24.1	24.1	24.1	24.1	24.1
<b>Hosszúlejáratú kötelezettségek</b>	<b>32.4</b>	<b>252.1</b>	<b>959.6</b>	<b>880.2</b>	<b>775.8</b>	<b>675.7</b>	<b>575.7</b>	<b>475.7</b>
Rövid lejáratú hitelek	0.0	35.6	65.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Jövedelemadó kötelezettségek	9.8	10.3	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0
Kapcsolt kötelezettségek	25.8	170.2	191.2	191.2	191.2	191.2	191.2	191.2
Egyéb kötelezettségek	183.9	214.5	230.0	278.8	305.9	352.8	393.1	442.3
Szállítók	27.2	11.6	43.8	47.2	56.9	68.5	81.3	96.6
Passzív időbeli elhatárolások	195.2	191.4	221.8	268.8	257.9	296.2	337.2	390.4
<b>Rövid lejáratú kötelezettségek</b>	<b>441.9</b>	<b>633.5</b>	<b>784.8</b>	<b>919.1</b>	<b>944.9</b>	<b>1,041.7</b>	<b>1,135.8</b>	<b>1,253.5</b>
<b>FORRÁSOK ÖSSZESEN</b>	<b>1,140.6</b>	<b>2,004.5</b>	<b>5,772.5</b>	<b>6,468.9</b>	<b>7,149.7</b>	<b>7,805.5</b>	<b>8,464.6</b>	<b>9,179.3</b>

Forrás: DH, Erste

**Cash-Flow**

<i>millió forint</i>	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Adózott eredmény	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tárgyévi értékcsökkenés	487.1	735.4	814.3	1,073.1	1,328.1	1,363.0	1,387.4	1,432.4
Tárgyi eszköz értékcsökkenés	50.8	41.3	64.1	99.3	121.6	121.5	132.4	135.5
Halasztott adó	3.0	1.8	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Befektetési célú ingatlan átértékelése	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tárgyi eszköz értékesítésének eredménye	-55.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Bruttó cash flow</b>	<b>485.7</b>	<b>778.5</b>	<b>877.6</b>	<b>1,172.4</b>	<b>1,449.7</b>	<b>1,484.6</b>	<b>1,519.8</b>	<b>1,567.9</b>
Készletek változása	-8.0	10.0	-5.2	-1.2	1.6	-1.7	-0.4	-0.1
Vevő és egyéb követelések változása	-110.2	200.8	59.4	-17.5	-7.6	-17.9	-9.7	-7.7
Aktív és passzív időbeli elhatárolások változása	-68.7	-74.1	-63.1	36.9	-44.8	0.3	23.1	34.0
Szállítók változása	16.0	-15.7	32.2	3.4	9.7	11.6	12.8	15.2
Egyéb kötelezettségek változása	-5.9	194.9	26.8	44.4	22.7	46.8	40.3	49.2
<b>Működési tevékenységből származó nettó cash flow</b>	<b>308.9</b>	<b>1,094.6</b>	<b>927.8</b>	<b>1,238.4</b>	<b>1,431.2</b>	<b>1,523.8</b>	<b>1,585.9</b>	<b>1,658.6</b>
Tárgyi eszközök és immateriális javak beszerzése	-67.4	-565.9	-1,600.1	-1,040.0	-150.0	-150.0	-150.0	-150.0
Tárgyi eszközök értékesítéséből származó bevétel	325.0	0.0	206.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Befektetési tevékenységből származó cash flow</b>	<b>257.6</b>	<b>-565.9</b>	<b>-1,394.0</b>	<b>-1,040.0</b>	<b>-150.0</b>	<b>-150.0</b>	<b>-150.0</b>	<b>-150.0</b>
<b>Szabad cash flow</b>	<b>566.5</b>	<b>528.7</b>	<b>-466.3</b>	<b>198.4</b>	<b>1,281.2</b>	<b>1,373.8</b>	<b>1,435.9</b>	<b>1,508.6</b>
Tőke befizetés	0.0	0.1	2,500.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Hítelfelvétel/visszafizetés	0.0	256.5	735.1	-40.0	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0
Osztalék fizetése	-540.8	-302.4	-405.0	-431.6	-568.7	-703.9	-722.4	-735.3
Értékpapír vásárlás / értékesítés	0.0	-351.6	351.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Finanszírozási Cash flow</b>	<b>-540.8</b>	<b>-397.5</b>	<b>3,181.7</b>	<b>-471.6</b>	<b>-668.7</b>	<b>-803.9</b>	<b>-822.4</b>	<b>-835.3</b>
<b>Készpénz és készpénz jellegű tételek nettó változása</b>	<b>25.7</b>	<b>131.2</b>	<b>2,715.4</b>	<b>-273.2</b>	<b>612.4</b>	<b>569.9</b>	<b>613.4</b>	<b>673.3</b>
Készpénz és készpénz jellegű tételek év eleji egyenlege	109.9	135.6	266.8	2,982.2	2,709.0	3,321.4	3,891.3	4,504.8
Készpénz és készpénz jellegű tételek év végi egyenlege	135.6	266.8	2,982.2	2,709.0	3,321.4	3,891.3	4,504.8	5,178.0

Forrás: DH, Erste

## Fogalmak

P/E = P / EPS = Price / Earning Per Share = A részvényárfolyam osztva az egy részvényre jutó eredménnyel

EPS = A vállalat nettó eredménye osztva a forgalomban levő részvények számával

Megmutatja, hogy a részvényvásárlással eszközölt befektetésünk hány év alatt térül meg nettó eredmény szinten.

Az alacsony PE mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) az eredménye csökkenni fog az adott vagy az elkövetkező években.

A magas PE mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) magas eredménybővülés várható az adott és/vagy az elkövetkező években.

EV/EBITDA = Enterprise Value / Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization

EV = Piaci kapitalizáció+ nettó adósság

Piaci kapitalizáció = Részvény szám szorozva az árfolyammal

Nettó adósság = Rövid és hosszú távú adósság összege mínusz a cég készpénzállománya

EBITDA = Operatív eredmény és az amortizáció összege

Operatív eredmény = A nettó eredmény, a kisebbségi részesedés, az adó és a pénzügyi eredmény összege = Az értékesítés árbevétele csökkentve a cég működési költségeivel.

Megmutatja, hogy a cég működéséből keletkező eredményből hány év alatt lehetne kifizetni a részvényeseket és a hitelezőket.

Az alacsony EV/EBITDA mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) a cég bruttó készpénztermelése az elkövetkező években csökkenni fog.

A magas EV/EBITDA mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) a cég bruttó készpénztermelése az elkövetkező években növekedni fog.

P/BVPS = Price per Book Value Per Share = A részvényárfolyam osztva az egy részvényre jutó könyvszerinti eszközértékkel

BVPS = Book Value Per Share = Könyvszerinti érték osztva a részvénysszámmal

Könyvszerinti érték = A cég sajáttőkéje

Megmutatja, hogy hány-szorosát fizeti a piac a tulajdonolt eszközök piaci értékének (más szavakkal: ha felszámolnánk a céget, akkor a hitelezők kifizetése után rendelkezésre álló pénz hány-szorosát fizetjük ki az adott árfolyamon vásárolt részvény esetén).

Az alacsony P/BVPS mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) a sajáttőkére vetített megtérülés – azaz a nettó eredmény osztva a saját tőkével – alacsony, azaz kisebb, mint az elvárt hozam (esetleg negatív - azaz veszteség), amely általában az adott ország kockázatmentes kamatlábnál 0-5% ponttal nagyobb hozamot jelent.

A magas P/BVPS mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) a sajáttőkére vetített megtérülés – azaz a nettó eredmény osztva a saját tőkével – magas, azaz magasabb, mint az elvárt hozam, amely általában az adott ország kockázatmentes kamatlábnál 0-5% ponttal nagyobb hozamot jelent.

---

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

Címünk: 1054 Budapest, Szabadság tér 14.

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	Mezei Ákos	1-235-5122
Bézsényi Zoltán	1-235-5855	Kerényi Eszter	1-235-5886	Rác Gábor	1-235-5857
Czene Tamás	1-235-5121	Kéri Lajos	1-235-5874	Varjú Péter	1-235-5111
Csillag Zsigmond	1-235-5850	Kincse Áron	1-235-5858	Visnyai Zoltán	1-235-5153

**Honlap:** [www.ersteinvestment.hu](http://www.ersteinvestment.hu), [www.erstemarket.hu](http://www.erstemarket.hu) **e-mail:** [info@ersteinvestment.hu](mailto: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 felelősségét 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](http://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.



**FIGYELMEZTETÉS!**

*A jelen dokumentum a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységeek 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 180.000 darab és legfeljebb 780.000 darab, egyenként 50,- forint névértékű, névre szóló, dematerializált törzsrészvénynek a Medasev Holding Kft. általi nyilvános értékesítésre történő felajánlása, és a Kibocsátó által kibocsátott valamennyi törzsrészvénynek a Budapesti Értéktőzsde Zrt.-re („BÉT”) történő bevezetése kapcsán a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény, a Bizottság 809/2004/EK rendelete (2004. április 29.), továbbá a BÉT „Szabályzat a bevezetési és forgalombantartási szabályokról” című szabályzata alapján készített Összevont Tájékoztató („Tájékoztató”), az erről szóló hirdetemény, 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 hirdetemény közzétételét a Magyar Nemzeti Bank („MNB”) a 2015. október 22. napján kelt, H-KE-III-955/2015. számú határozatában engedélyezte. A Tájékoztató a Kibocsátó honlapján ([www.dunahouse.com](http://www.dunahouse.com)), valamint a Concorde Értékpapír Zrt. (székhely: 1123 Budapest, Alkotás u. 50.) mint Vezető*

Forgalmazó honlapján ([www.con.hu](http://www.con.hu)), továbbá az MNB által működtetett, közzétételre szolgáló honlapon ([www.kozzetetelek.hu](http://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 legteltjesebb 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.