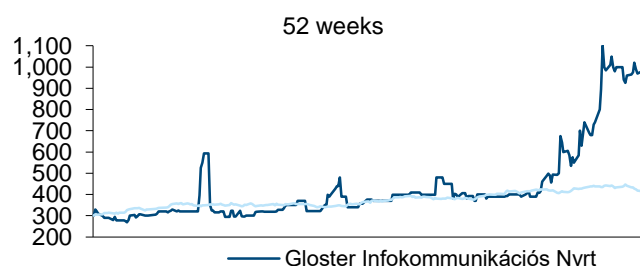


Gloster Infokommunikációs Nyrt

Felülvizsgálatról Eladásra módosítva

millió forint	2020	2021e	2022e	2023e
Árbevétel	2.311,4	4.716,4	5.007,5	6.062,4
EBITDA	361,1	807,7	975,4	1.256,5
EBIT	179,7	570,4	756,8	936,4
Nettó eredmény	162,7	222,1	515,5	659,6
EPS (HUF)	10,49	13,09	30,37	38,86
CEPS (HUF)	22,19	27,07	43,08	57,71
BVPS (HUF)	108,97	158,20	188,57	227,43
Osztalék (HUF)	0,00	0,00	0,00	19,43
EV/EBITDA (x)	12,3	20,4	17,4	13,1
P/E (x)	30,5	70,7	30,5	23,8
P/CE (x)	14,4	34,2	21,5	16,0
Osztalék hozam	0,0%	0,0%	0,0%	2,1%



Részvényárfolyam	1 év	6 hó	3 hó	1 hó
változása forintban	208,3%	146,0%	136,0%	25,0%

Részvényár (forint), 2021/11/17	925	Reuters	GLOSTER.BU	Közközhaszn	18,6%
Részvényszám (millió)	17,0	Bloomberg	GLOSTER HB	Részvényesek	Szekeres Viktor (59%)
Piaci kapitalizáció (millió forint / millió euró)	15.697 / 43	Osztalék szelv. nélkül	-		NTfA (22,5%)
Cégetérték (millió forint / millió euró)	16.449 / 45	Célarfolyam	748,0	Honlap:	www.gloster.hu

Elemző:

Nagy András
 +361-235-5151
 info@ersteinvestment.hu

Jelentős előrelépés az átalakulási folyamatban

Frissítettük a Gloster modellünket, ennek eredményeként a célárunkat a korábbi 413,5 forintról 748 forintra emeltük, míg ajánlásunkat a korábbi vételről eladásra változtattuk. A részvényárfolyam az elmúlt hónapokban óriási emelkedésen ment keresztül, mostanra jelentősen meghaladva friss célárunkat is.

Májusi elemzésünk óta a legjelentősebb változás, hogy a modellbe beépítésre került az októberben bejelentett autóipari beszállító vállalat felvásárlása. Ez a tranzakció új fejezetet nyit a Gloster csoport életében, hiszen a szoftverfejlesztő vállalat megvásárlásával jelentősen nő a magas hozzáadott értékű szolgáltatások aránya a csoporton belül, ráadásul eddig alig volt export tevékenysége a csoportnak, mostantól viszont a német piac is jelentős lesz a társaság értékesítésében.

Előrejelzésünk szerint idén 800 millió, jövőre pedig 1 milliárd forint körül alakulhat a társaság EBITDA termelő képessége. Középtávon, 2025-től pedig már az 1,7 milliárd forintot közelítheti, de ennek eléréséhez további akvizícióra is szükség van.

Középtávú tervek teljesítve

Jelentős tranzakció növeli az eredményt

A Gloster október közepén jelentős felvásárlásról adott hírt, ugyanis többségi, 51%-os tulajdonrészt szerzett a Minero IT Hungary Kft.-ben. A felvásárolt társaság a 2020-as évet 995 millió forintos árbevétellel és 461 millió forintos EBITDA-val zárta, vagyis a Gloster csoport EBITDA termelő képessége lényegében duplázódik ezzel a tranzakcióval. A részvényesekre jutó eredmény is jelentősen emelkedik, azonban a kisebbségi részvényesek miatt ennek növekedése alacsonyabb. A felvásárlással a Gloster csoport kilépett a nemzetközi porondra, hiszen immáron külföldről, Németországból is jelentős árbevétel várható. Másrészt a felvásárlással megalakuló nemzetközi fejlesztési és innovációs üzletág elindításával tovább növekszik a magas hozzáadott értékű szolgáltatások aránya a cégcsoporton belül, ami pozitívan hat a társaság profitabilitására is.

Új stratégia érkezik

A Gloster által áprilisban bemutatott, 2022-ig szóló stratégia tervszámai a tranzakcióval egy csapásra teljesültek, ebből adódóan a stratégiát már nem tekintjük iránymutatónak. Jelenleg várjuk, hogy a társaság új tervekkel tegyen közzé, amiben várhatóan bemutatják az új növekedési irányokat, és amelyből akár az osztalékpolitikát is megtudhatjuk.

Jöhet még akvizíció, de már nem ez a kulcs

Mivel mostanra a tervezett akvizíciós növekedések lezajlottak, így módszertanilag már nem látjuk indokoltnak, hogy a részvényt két modellben (egy alap és egy gyorsított akvizíciós modellben) értékeljük, így visszatérünk a klasszikus egy modelles megközelítéshez.

Modellünkben 2023-ra továbbra is számolunk egy további akvizícióval, amire a társaság pénzügyi helyzete lehetőséget biztosít, és ami segítene tovább növelni a magas hozzáadott értékű szoftverfejlesztés részarányát a vállalat tevékenységén belül.

Minero akvizíció

Többségi részesedés a szoftverfejlesztő cégben

A német autópárba több mint tíz éve sikeresen beszállító Minero a tranzakció zárását követően a Gloster és a müncheni székhelyű multinacionális Sulzer GmbH német-magyar vegyesvállalataként működik tovább, abban a Gloster 51%-os részesedéssel rendelkezik. Becslésünk alapján a tranzakció 2 milliárd forint körüli cégérték mellett történhetett. A cég az új szerzeményt az idei év elejétől konszolidálja a könyveiben.

Német prémium autógyártók az ügyfelek

A 2010-ben alapított Minero IT Kft. három helyszínen (Budapest, Szeged és Kecskemét) összesen több mint 70 fős szakembergárdával fejleszt, és a nap 24 órájában folyamatosan üzemeltet magas rendelkezésre állást igénylő, kritikus gyártás-vezérlési szoftver megoldásokat, elsősorban nemzetközi autópárta ügyfelei számára. Ügyfele a bajor BMW, és az ingolstadti Audi, de ügyfelei között tudja a német Vöröskeresztet is. A társaság a 2020-as évet 995 millió forint árbevétellel és 461 millió forint EBITDA-val zárta, adózott eredménye pedig 381 millió forint volt.

Véleményünk szerint a tranzakció hozadéka a Gloster hozzáférést szerzett a német IT piac egy szeletéhez is, ami a jövőben jelentős növekedési potenciált jelenthet a cégcsoport számára. Ebben a kisebbségi tulajdonos, a német piacot jól ismerő Sulzer GmbH is segítségére lehet a társaságnak. A Minero korábbi pénzügyi beszámolóin is látszik, hogy jelentős marzssal képes működni, hiszen míg költségeit alapvetően a

magyarországi bérek határozzák meg, addig termékeit a német IT piacon tudja értékesíteni.

2019 hozta el a nagy növekedést

A Minero árbevétele 2019-ben tudott kiugró mértékben javulni egy több évre szóló német autóiipari megrendelésnek köszönhetően. Ebben az évben ehhez a nagy értékű megrendeléshez még jelentős mértékben kellett harmadik fél szolgáltatásait igénybe venni, így az igénybe vett szolgáltatások és projekt költségek is megugrottak. 2020-ban viszont már nagyrészt belülről, gyakorlatilag a bérköltségek növekedése nélkül képesek voltak ellátni a megnövekedett feladatokat, ezért az igénybe vett szolgáltatások összértéke 2020-ban visszasetett. Tavaly az alacsonyabb jövedelmezőségű belföldi árbevétel csökkent, és a Minero már 95%-ban a nyerségesebb külföldi piacra termelt.

A 2020-as év kiugróan jó eredményt hozott, 32%-os EBITDA és 27%-os nettó marzs mellett működött a Minero, ami főként a nettó eredményhányad tekintetében meghaladta a nemzetközi szoftvercégek 20%-os átlagos marzsát is. Ezért a következő évekre a modellben óvatosabban terveztünk, és enyhe eredmény visszasetést teteleztünk fel a Minero leányvállalatra.

Minero mérleg

ezer forint	2019	2020
Befektetett eszközök	142.966	100.801
Immateriális javak	122.970	76.066
Tárgyi eszközök	19.996	24.735
Befektetett pénzügyi eszközök	0	0
Forgóeszközök	540.947	829.321
Készletek	0	0
Követelések	194.217	225.059
Ertékpapírok	0	0
Pénzeszközök	346.730	604.262
Aktív időbeli elhatárolások	24.449	34.511
ESZKÖZÖK	708.362	964.633
Saiát tőke	479.496	760.227
Jegyzett tőke	5.000	5.000
Jegyzett, de még be nem fizetett tőke	0	0
Tőketartalék	76.423	76.422
Eredménytartalék	3.163	121.975
Lekötött tartalék	215.833	175.448
Értékelési tartalék	0	0
Adózott eredmény	179.077	381.382
Céltartalékok	0	0
Kötelezettségek	177.329	173.542
Hátrasorolt kötelezettségek	0	0
Hosszú lejáratú kötelezettségek	0	40.595
Rövid lejáratú kötelezettségek	177.329	132.947
Passzív időbeli elhatárolások	51.537	30.864
FORRÁSOK	708.362	964.633

Forrás: Minero

Minero eredménykimutatás

ezer forint	2017	2018	2019	2020
Értékesítés nettó árbevétele	576.910	239.328	#####	995.283
Aktivált saját teljesítmények értéke	65.605	28.800	35.482	0
Egyéb bevételek	26.213	6.130	114.699	112.987
Anyagjellegű ráfordítások	287.202	146.978	606.171	365.071
Személyi jellegű ráfordítások	143.172	55.577	287.235	263.499
ÉCS	3.890	2.166	46.258	58.746
Egyéb ráfordítás	19.803	24.776	32.426	18.017
Üzleti tevékenység eredménye (EBIT)	214.661	44.761	179.295	402.937
Pénzügyi műveletek bevétele	14.871	122	10.871	25.736
Pénzügyi műveletek ráfordítása	13.040	2.002	11.089	7.022
Pénzügyi műveletek eredménye	1.831	-1.880	-218	18.714
Adózás előtti eredmény	216.492	42.881	179.077	421.651
Adófizetési kötelezettség	19.462	1.585	0	40.269
Adózott eredmény	197.030	41.296	179.077	381.382

Forrás: Minero

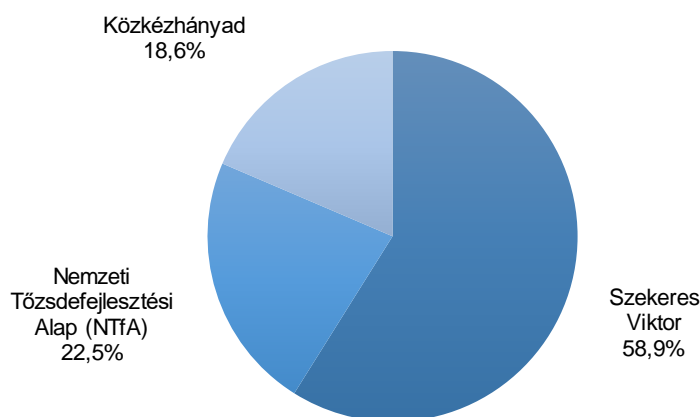
Növekvő közkezhányad

Tőkeemeléssel nőtt a közkezhányad

A Minero tranzakcióhoz kötődően 326 millió forintos zártkörű tőkeemelés is megvalósult, aminek eredményeként a közkezhányad a korábbi 15,49%-ról 18,58%-ra emelkedett. Ezzel összhangban a tulajdonosok részesedése pedig enyhén hígult.

A frissített tulajdonosi szerkezetet mutatja a következő ábra.

Tulajdonosi szerkezet



Forrás: Gloster

Az EBITDA már az idén, az EPS csak jövőre ugrik meg

Már idén ugrik az EBITDA

A társaság EBITDA termelése már idén jelentősen emelkedhet, és előrejelzésünk szerint 800 millió forint körül alakulhat. Azonban a társaság részvényeseire jutó eredmény és az EPS idén még viszonylag nyomott marad, csak jövő évben fog jelentősen emelkedni.

A kisebbségi részesedések jelentősen hatnak a profitra

Ennek magyarázata, hogy idén két jelentősebb felvásárlást is végrehajtott a Gloster a Kingsol Zrt. májusi és a Minero IT Hungary Kft. októberi akvizíciójával. Ezek a cégek az idei évben már teljeskörűen konszolidálásra kerülnek, viszont kisebbségi részesedésként az általuk termelt profit időarányosan még levonásra került, így a társaság részvényeseire jutó adózott eredmény tekintetében a nagy ugrás majd csak jövő évtől fog jelentkezni.

Eredménykimutatás

ezer forint	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Értékesítés nettó árbevétele	1.530.470	2.138.790	2.311.439	4.716.431	5.007.494	6.062.382	6.587.658	7.189.760
Összes bevétel	1.642.493	2.218.102	2.385.566	4.802.540	5.087.343	6.142.410	6.669.653	7.270.384
Anyagjellegű ráfordítások	1.126.850	1.594.222	1.666.783	3.010.734	3.075.213	3.611.750	3.807.739	4.014.972
Személyi jellegű ráfordítások	167.437	238.554	327.358	922.256	971.074	1.194.696	1.328.198	1.486.947
Egyéb ráfordítások	25.515	28.700	30.290	61.806	65.620	79.444	86.327	94.217
EBITDA	322.691	356.626	361.135	807.744	975.437	1.256.521	1.447.389	1.674.247
Értékcsökkenési leírás	135.366	171.145	181.386	237.340	218.650	320.161	314.823	320.412
Üzleti tevékenység eredménye	187.325	185.481	179.749	570.404	756.786	936.360	1.132.566	1.353.835
Pénzügyi műveletek bevételei	16.979	18.535	17.899	485	259	771	1.371	1.912
Pénzügyi műveletek ráfordításai	18.146	19.461	18.798	7.688	15.593	23.787	23.063	21.066
Pénzügyi műveletek eredménye	-1.167	-926	-899	-7.203	-15.334	-23.016	-21.691	-19.154
Adózás előtti eredmény	186.158	184.555	178.850	563.200	741.453	913.344	1.110.875	1.334.681
Adófizetési kötelezettség	0	20.913	16.190	33.792	66.731	82.201	99.979	120.121
A Társaság részvényeseire jutó eredmény	186.158	163.642	162.660	222.148	515.472	659.643	827.146	1.018.560
Osztalékfelőleg	0	0	0	0	0	329.821	413.573	509.280
EPS	19	16,4	10,5	13,1	30,4	38,9	48,7	60,0

Forrás: Gloster, Erste

Az eredménykimutatás főbb sorainak összehasonlítása

ezer forint	frissített modell			korábbi gyorsított akvizíciós modell		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Értékesítés nettó árbevétele	4.716.431	5.007.494	6.062.382	3.721.431	4.143.927	5.601.973
Összes bevétel	4.802.540	5.087.343	6.142.410	3.807.540	4.223.777	5.682.001
Anyagjellegű ráfordítások	3.010.734	3.075.213	3.611.750	2.544.186	2.742.470	3.551.928
Személyi jellegű ráfordítások	922.256	971.074	1.194.696	631.275	759.318	1.039.932
Egyéb ráfordítások	61.806	65.620	79.444	48.767	54.304	73.410
EBITDA	807.744	975.437	1.256.521	583.312	667.684	1.016.731
Értékcsökkenési leírás	237.340	218.650	320.161	146.182	189.992	354.003
Üzleti tevékenység eredménye	570.404	756.786	936.360	437.130	477.693	662.729
Pénzügyi műveletek bevételei	485	259	771	773	443	305
Pénzügyi műveletek ráfordításai	7.688	15.593	23.787	10.141	27.582	42.371
Pénzügyi műveletek eredménye	-7.203	-15.334	-23.016	-9.368	-27.139	-42.066
Adózás előtti eredmény	563.200	741.453	913.344	427.762	450.553	620.662
Adófizetési kötelezettség	33.792	66.731	82.201	25.666	40.550	55.860
A Társaság részvényeseire jutó eredmény	222.148	515.472	659.643	369.336	410.003	564.803
Osztalékfelőleg	0	0	329.821	0	0	282.401
EPS	13,1	30,4	38,9	23,8	26,5	36,4

Forrás: Gloster, Erste

Relatív értékelés

Összhangban van a célár a peer group értékeltségével

A relatív értékelés során meglehetősen széles értékelési tartományt kaptunk. Ahogy már fentebb jeleztük, az ideai akvizíciók teljes konszolidációja miatt az EBITDA-ban már idén megjelenik a teljes hatás. Azonban az EPS és ezen keresztül P/E alapú értékelésnél az ideai számok csak részlegesen tartalmazzák az akvizíciók hatását, így P/E tekintetében a 2022-es előrejelzés alapján készült értékelést tartjuk helytállóknak.

748 forintos célárunk összhangban van a peer group 2022-es P/E értékelésével, míg EV/EBITDA alapon a 2021-es és a 2022-es várakozások alapján pedig enyhe diszkontot jelent.

Összehasonlító mutatószámok értékelés

	P/E			EV/EBITDA		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
4iG	27,3	16,9	13,4	18,7	12,0	10,0
LiveChat Software	31,1	27,9	25,2	27,2	22,8	21,9
Avast	28,5	21,8	20,6	17,8	16,9	15,9
Asseco Poland	16,6	16,9	16,6	5,6	5,5	5,2
Asseco South Eastern Europe	17,6	17,6	16,6	9,3	9,3	8,9
Netcompany Group	88,7	60,6	44,5	44,1	42,8	28,3
Softcat	39,1	39,5	37,5	29,5	29,6	29,2
Medián	28,5	21,8	20,6	18,7	16,9	15,9
Átlag	35,6	28,8	24,9	21,7	19,8	17,1
Gloster	88,1	70,7	30,5	42,0	19,8	16,8
Mediántól eltérés	209%	223%	48%	125%	17%	6%
Átlagtól eltérés	148%	146%	22%	93%	0%	-2%
Fair érték medián alapján	300	286	624	428	761	837
Fair érték átlag alapján	373	377	757	493	900	905

Forrás: Bloomberg, Erste. 2021. november 17-i árak alapján

Értékelés

Megemelt célár ellenére eladásra ajánlva

A DCF modell alapján a korábbi 413,5 forintról 748 forintra emeltük a Gloster célárát. Mivel ez 19%-kal alacsonyabb a tegnapi záróárnál, így a részvényre megfogalmazott ajánlásunk eladás.

Fontosabb változtatások a DCF modell paramétereiben:

- Beépítésre került a Minero 51%-os tulajdoni része.
- A 2025-ig tartó időszakra a korábbi 2,7%-ról 3,8%-ra emeltük meg a kockázatmentes hozamot, összhangban a 10 éves magyar állampapírpiac hozamemelkedésével.
- A magasabb kötvényhozamok miatt a súlyozott tőkekölség is 110 bázisponttal, 10,3%-ra emelkedett.
- A terminal value időszakra a magasabb profitabilitású üzletág bekerülése miatt lényegesen magasabb, 15%-os hosszútávú EBIT marzssal kalkuláltunk, ami azonban még így is elmarad a következő évekre várt üzemi eredményhányadtól.

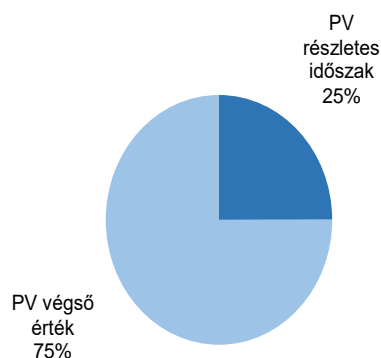
WACC számítás

	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
Kockázat mentes hozam	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	4,3%
Részvénykockázati prémium	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,1%
Béta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Tőkeköltség	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,4%
Hitelköltség	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	6,8%	5,8%
Efektív adórata	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Adópajzs utáni hitelköltség	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	5,3%
Saját tőke súlya	100%	100%	100%	100%	100%	75%
WACC (súlyozott tőkeköltség)	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	9,1%

DCF értékelés

millió forint	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
<i>Árbevétel növekedés</i>	5,9%	20,7%	8,6%	9,0%	8,3%	3,0%
EBIT	691.166	856.916	1.046.239	1.259.618	1.415.886	1.216.454
<i>EBIT-marzs</i>	13,6%	14,0%	15,7%	17,3%	18,0%	15,0%
<i>Efektív társasági adórata</i>	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
EBIT adója	-62.205	-77.122	-94.161	-113.366	-127.430	-109.481
NOPLAT	628.961	779.794	952.077	1.146.252	1.288.456	1.106.973
+ Amortizáció	218.650	320.161	314.823	320.412	332.723	332.723
<i>Tőkeberuházások / amortizáció</i>	95,4%	101,2%	102,9%	101,1%	101,3%	100,0%
+/- Forgótőke változása	-71.776	-157.863	-95.976	-114.560	-61.210	-6.889
<i>Forgótőke változása / árbevétel növekedés</i>	25,2%	15,0%	18,2%	19,1%	10,1%	5,0%
- Tőkeberuházások	-208.488	-323.978	-323.977	-323.976	-336.998	-332.723
A cég szabad cash flow-ja	567.347	618.113	846.946	1.028.127	1.222.971	1.100.084
<i>Végző érték növekedés</i>						1,8%
Végző érték						15.188.751
Diszkontált CF - 2021.12.31	514.367	508.062	631.145	694.616	749.098	9.303.460
Cégérték - 2021.12.31	12.400.749					
Kissebségek	490.050					
Nettó adósság	256.929					
Egyéb kiigazítások	0					
Saját tőke értéke - 2021.12.31	11.653.769					
Forgalomban lévő részvények száma (mn)	16974,7					
Tőkeköltség	10,3%					
12 hónapos részvény célár (HUF)	748					
Részvényár (HUF)	925					
Emelkedési potenciál	-19,1%					

Cégérték megoszlása



Érzékenységi táblázat (per részvény)

WACC	Végző érték EBIT				
	14,0%	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%
8,1%	796	819	842	865	889
8,6%	749	770	792	813	835
9,1%	708	728	748	768	788
9,6%	673	692	710	729	748
10,1%	642	659	677	695	712

WACC	Végző érték növekedés				
	0,75%	1,25%	1,75%	2,25%	2,75%
8,1%	745	790	842	903	976
8,6%	707	746	792	844	906
9,1%	674	709	748	794	846
9,6%	644	675	710	750	796
10,1%	618	646	677	712	752

Forrás: Erste

Eredménykimutatás	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
HAS millió forint, 31/12)	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023
Árbevétel	1.530,5	2.138,8	2.311,4	4.716,4	5.007,5	6.062,4
Készletváltozás és aktivált teljesítmény	112,0	79,3	74,1	86,1	79,8	80,0
Összes bevétel	1.642,5	2.218,1	2.385,6	4.802,5	5.087,3	6.142,4
Egyéb működési bevételek	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Anyagjellegű ráfordítások	-1.126,9	-1.594,2	-1.666,8	-3.010,7	-3.075,2	-3.611,8
Személyi jellegű ráfordítások	-167,4	-238,6	-327,4	-922,3	-971,1	-1.194,7
Egyéb működési költségek	-25,5	-28,7	-30,3	-61,8	-65,6	-79,4
EBITDA	322,7	356,6	361,1	807,7	975,4	1.256,5
Amortizáció	-135,4	-171,1	-181,4	-237,3	-218,7	-320,2
EBIT	187,3	185,5	179,7	570,4	756,8	936,4
Pénzügyi eredmény	-1,2	-0,9	-0,9	-7,2	-15,3	-23,0
Rendkívüli eredmény	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Adózás előtti eredmény	186,2	184,6	178,9	563,2	741,5	913,3
Adó	0,0	-20,9	-16,2	-33,8	-66,7	-82,2
Megszűnő tevékenység eredménye	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kisebbségi részesedés	0,0	0,0	0,0	-307,3	-159,3	-171,5
Részvényesekre jutó nettó eredmény	186,2	163,6	162,7	222,1	515,5	659,6
Mérleg	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
HAS millió forint, 31/12)						
Immateriális javak	50,7	31,8	174,8	1.349,3	1.962,4	1.962,4
Tárgyi eszközök	641,8	600,4	529,9	889,4	1.379,2	1.383,1
Pénzeszközök	0,0	102,5	235,6	235,6	235,6	235,6
Befektetett eszközök	692,6	734,7	940,4	2.474,3	3.577,3	3.581,1
Készletek	0,0	0,0	228,3	419,3	400,7	436,6
Követelések és egyéb forgóeszközök	615,2	859,1	1.007,8	2.030,4	2.129,4	2.547,8
Egyéb eszközök	11,8	38,3	16,8	55,7	48,5	65,5
Pénzeszközök és egyenértékeseik	98,1	82,4	870,1	100,1	417,8	1.124,4
Forgóeszközök	725,1	979,9	2.123,1	2.605,5	2.996,3	4.174,2
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	1.417,7	1.714,5	3.063,5	5.079,8	6.573,5	7.755,3
Részvényesi tőke	449,0	472,6	1.689,0	2.685,4	3.200,9	3.860,5
Kisebbségi részesedés	0,0	0,0	0,0	490,1	612,4	783,9
Hibrid tőke és egyéb tartalékok	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Egyéb elhatárolások	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Céltartalékok	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Hosszú lejáratú hitel	123,4	141,0	157,0	323,5	1.008,8	907,1
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	0,0	1,6	22,2	22,2	22,2	22,2
Hosszú lejáratú kötelezettségek összesen	123,4	142,6	179,3	345,8	1.031,0	929,3
Rövid lejáratú hitel	124,0	238,3	191,3	33,5	64,7	201,8
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	721,3	860,9	1.003,9	1.432,4	1.426,4	1.629,7
Rövid lejáratú kötelezettségek összesen	601,2	889,1	1.026,9	1.422,3	1.454,8	1.784,0
SAJÁT TŐKE ÉS KÖTELEZETTSÉGEK	1.417,7	1.714,5	3.063,5	4.987,1	6.335,5	7.405,2
Cash Flow kimutatás	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
HAS millió forint, 31/12)						
Működési cash flow	167,6	75,7	49,2	97,8	814,3	883,2
Befektetési cash flow	-324,2	-169,5	-437,3	-1.588,5	-1.358,5	-324,0
Finanszírozási cash flow	142,9	174,0	1.102,0	782,9	716,5	35,3
PÉNZESZKÖZÖK ALLOMÁNYVÁLTOZÁSA	-13,6	80,2	715,2	-707,8	172,3	594,6
Marzsok & Arányszámok	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Árbevétel növekedése	0,0%	39,7%	8,1%	104,0%	6,2%	21,1%
EBITDA ráta	19,6%	16,1%	15,1%	16,8%	19,2%	20,5%
EBIT ráta	11,4%	8,4%	7,5%	11,9%	14,9%	15,2%
Nettó profit ráta	11,3%	7,4%	6,8%	11,0%	13,3%	13,5%
ROE	80,9%	35,5%	15,0%	10,2%	17,5%	18,7%
ROCE	58,8%	23,9%	16,7%	23,1%	17,3%	18,6%
Tőke arány	31,7%	27,6%	55,1%	63,7%	60,2%	62,7%
Nettó adósság	149,3	297,0	-521,8	256,9	655,8	-15,6
Forgótőke	112,1	52,4	1.079,4	1.127,5	1.493,0	2.324,7
Felhasznált tőke	598,3	771,2	1.189,4	3.454,6	4.491,3	4.651,1
Készletek forgási sebessége	509,0	nm	10,2	5,9	4,7	5,4

Forrás: Erste

Elemzés disclaimer

A jelen befektetési elemzést (a továbbiakban: Dokumentum) az Erste Befektetési Zrt. (székhely: 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: E-III/324/2008 és III/75.005-19/2002, cégjegyzékszám: 01-10-041373 Fővárosi Törvényszék Cégbírósága; tőzsdetagság: Budapesti Értéktőzsde; a továbbiakban: Társaság) készítette. A Társaság felügyeleti szerve a Magyar Nemzeti Bank (1054 Budapest, Szabadság tér 9., Tel.: +36 (1) 428 2600, E-mail: info@mnbn.hu, Levélcím: Magyar Nemzeti Bank, 1850 Budapest, honlap: www.mnb.hu)

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

Jelen Dokumentum tekintetében a Társaság által az összeférhetlenségek megelőzésére és elkerülésére létrehozott hatékony belső szervezeti és igazgatási megoldásai, valamint információs korlátok leírása a Társaság Összeférhetlenség elkerülésével kapcsolatos összefoglaló rendelkezések című dokumentumában olvashatók, amely az Üzletszabályzat mellékleteként elérhető a www.ersteinvestment.hu oldalon. Jelen Dokumentumot a Társaság abból a célból készítette, hogy az elemzésnek alávetett egy vagy több vállalatról (a továbbiakban: Vállalat) további gazdasági információt szolgáltatson. A Dokumentum a Társaságnak a Dokumentum előállításáért felelős elemzője által a Dokumentum keltének időpontjában birtokolt ésszerű ismeretein alapul, és időről időre külön értesítés nélkül helyesbíthető.

A jelen Dokumentum célja kizárólag nem kötelező jellegű információk nyújtása, és nem minősül befektetési tanácsadásnak. A jelen Dokumentum nem minősül továbbá ajánlattételnek vagy bármely értékpapír jegyzésére vagy vásárlására való biztatásnak, ilyenek nem képezi részét, és nem is értelmezendő ilyenként; sem a jelen Dokumentum, sem annak bármely részlete nem szolgálhat alapjául szerződéskötésnek vagy egy értékpapír vagy pénzügyi eszköz kereskedési stratégiába való belefoglalásának, ilyenrel kapcsolatban nem lehet rá támaszkodni, és ilyenre való ösztönzéseként sem szerepelhet. A Dokumentumban szereplő valamennyi információ, elemzés és következtetés általános természetű. A jelen Dokumentum nem szándékozik átfogó áttekintést adni bármely befektetésről és annak potenciális kockázatairól és eredményeiről, továbbá nem veszi számításba a befektetők egyéni igényeit az értékpapír vagy pénzügyi eszköz hasznáival, adóügyi vonatkozásaival, kockázataival és megfelelő voltával kapcsolatban. Ezért a jelen Dokumentum nem pótolja a befektetőkre és befektetésre vonatkozó értékelést, sem az átfogó kockázatelemzést; ugyanis minden értékpapírnak vagy pénzügyi eszköznek más a kockázati szintje. Felhívjuk szíves figyelmét arra, hogy a múltbeli teljesítmények, illetve jövőbeli becslések nem nyújtanak garanciát a jövőbeli teljesítményre nézve, és az értékpapírokba vagy pénzügyi eszközökbe való befektetés kockázatos és spekulatív természetű lehet. Minél gyengébb egy vállalat hitelképessége, annál magasabb lesz egy befektetés kockázata. Nem minden befektetés alkalmas minden befektető számára. Ezért a befektetőknek minden befektetési döntés előtt ki kell kérniük tanácsadóik (főleg jogi és adótanácsadóik) véleményét annak biztosítása érdekében, hogy – a jelen Dokumentumban nyújtott tájékoztatásra való tekintet nélkül – az értékpapír vagy pénzügyi eszköz tervezett megvásárlása valóban megfeleljen a befektetők igényeinek és szándékának, valamint hogy a befektetők megértsék az összes kockázatot, valamint alapos vizsgálat után döntsenek a befektetés mellett, és legyenek olyan helyzetben, hogy képesek legyenek vállalni a befektetés gazdasági kimenetelét.

Felhívjuk szíves figyelmét arra, hogy a részvényekkel és hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokkal kapcsolatos kutatási jelentésekben szereplő vélemények különbözhetnek. A részvénybe fektető befektetők érdekei különbözhetnek a hiteloldali befektetők érdekeitől, hiába kapcsolódik mindkettő ugyanahhoz a kibocsátóhoz. A Társaság (beleértve annak elemzőit, képviselőit és alkalmazottait) sem kifejezetten, sem hallgatólagosan nem vállal garanciát vagy felelősséget a jelen Dokumentum tartalmának naprakész, teljes és helyes voltáért.

Sem a Társaság bármely vállalata, sem annak bármely ügyvezető igazgatója, felügyelőbizottsági tagja, igazgatótanács-tagja, igazgatója, tisztviselője vagy egyéb alkalmazottja nem tehető semmilyen módon felelőssé semmiféle költségért, veszteségért vagy kárért (beleértve a közvetlen vagy közvetett károkat és a haszon elmaradását), amely bármilyen módon a jelen Dokumentum használatából vagy alapulvételéből adódik. A Társaság, annak vállalatai, képviselői és alkalmazottai a törvények által lehetővé tett mértékben a Vállalat értékpapírjaiban pozícióval (vagy a Vállalattal kapcsolatos opciókkal, warrantokkal vagy jogokkal, vagy a Vállalat pénzügyi eszközeiben vagy más értékpapírjaiban érdekeltséggel) rendelkezhetnek. Továbbá a Társaság, annak társult vállalatai, képviselői és alkalmazottai befektetési banki szolgáltatásokat ajánlhatnak fel a Vállalatnak, vagy vezetői funkciót tölthetnek be a Vállalatban.

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

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

Erste Group értékelési definíciók

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

Célárainkat a részvények fair értékének meghatározásával alakítjuk ki, úgy hogy figyelembe vesszünk egyéb fundamentális faktorokat is és a részvényárat befolyásoló híreket is (pl. M&A tevékenységet, várható jelentősebb részvényügyletet, pozitív / negatív részvényhangulatot, híreket) és a célár 12 hónap távlatában értendő. Minden ajánlást a részvények jelenlegi alapvető értékeléséhez viszonyítva kell érteni. Az ajánlás nem a szektor vagy egyéb referencia "benchmark"-hoz való relatív elmozdulásra vonatkozik.

Az elmúlt 12 hónapra vonatkozó ajánlásokat az alábbi linken lehet megtalálni:

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

További információk

Összeférhetlenségi szabályok:

https://www.ersteinvestment.hu/static/befrt/download/Erste_Befektetesi_Zrt_Uszab_6_Melleklet_osszeferhetlens_eg_20150601.pdf

Összeférhetlenségi esetek:

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

Az elemzés készítése során használt módszertan:

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

Az ajánlások megoszlása:

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

Az ajánlás aktualizálása

A Dokumentumban szereplő célár a Dokumentum közzétételének napjától kezdődő 12 hónapos időtávra értendő. A célárat és az ajánlást általában az időközi beszámolók publikálásakor vagy amikor szükséges, akkor vizsgáljuk felül.

A rendszeres időközönként megjelenő Dokumentumok nevében szerepel, hogy azokat milyen időközönként frissítjük (pl. negyedéves jelentés). Az ezekben szereplő ajánlásokat is ugyanilyen időközönként frissítjük, kivéve, ha azt másként jelöljük. A 12 hónapos célárat nem frissítjük havonta, még akkor sem, ha havi rendszerességgel megjelenő Dokumentumban szerepel.