

Gloster Infokommunikációs Nyrt

Tartásról Vételre módosítva

millió forint	2023e	2024e	2025e	2026e		
Árbevétel	9.526	11.218	13.227	15.613		
EBITDA	1.238	1.730	2.420	3.075		
EBIT	995	1.497	2.191	2.849		
Nettó eredmény	279	782	1.165	1.785		
EPS (HUF)	15,3	43,0	64,1	98,2		
CEPS (HUF)	29,1	54,9	76,5	110,3		
BVPS (HUF)	209,9	252,9	317,0	383,2		
Osztalék (HUF)	0,0	0,0	32,1	49,1		
EV/EBITDA (x)	15,8	11,1	8,1	6,3		
P/E (x)	62,0	22,1	14,8	9,7		
P/CE (x)	32,7	17,3	12,4	8,6		
Osztalék hozam	0,0%	0,0%	3,4%	5,2%		
Részvényár (forint), 2023/12/18		948	Reuters	GLOSTER.BU	Közkezhányad	25,5%
Részvényszám (millió)		18,2	Bloomberg	GLOSTER HB	Részvényesek Szekeres Viktor Vagyonkezelő Alapítvány (55,1%)	
Piaci kapitalizáció (millió forint / millió euró)	17.231 / 45		Osztalék szelv. nélkül	-	Széchenyi Alapok Kockázati Tőkealap (19,45%)	
Cégmenték (millió forint / millió euró)	19.564 / 51		Célárfolyam	1.183	Honlap:	www.gloster.hu



Részvényárfolyam	1 év	6 hó	3 hó	1 hó
változása forintban	-8.2%	-9.5%	-2.1%	1.1%

Elemző:

Andras Nagy

+36 1 235 5151

info@ersteinvestment.hu

A hatékonyságnövelés kerülhet a fókuszba

Felülvizsgáltuk a Gloster célárát, és a korábbi 1.130 forintról 1.183 forintra emeltük azt, ajánlásunkat pedig vételre módosítottuk a korábbi tartásról.

A 2023-ban bejelentett tranzakció pozitív hatásaként az árbevételi várakozásunkat megemeltük, azonban a korábbinál kisebb marzsokkal kalkulálunk, mivel úgy látjuk, hogy a költségnövekedés erodálja azt. A következő évekre hasonló EBITDA-val számolunk mint korábban, ennek oka, hogy a P92 akvizíciója nagyobb, mint amivel előző modellünkben számoltunk, és ennek a nagyobb akvizíciónak az árbevételre gyakorolt pozitív hatása ellensúlyozza a marzs csökkenését.

A súlyozott tőkeköltés jelentősen csökkent, köszönhetően a kockázatmentes hozamok csökkenésének, és az explicit periódusban a sajáttőke arány csökkenése miatt is.

A Gloster új vállalati életszakaszba lépett. Eddig az akvizíciók álltak a stratégia fókuszában. A jövőben viszont a belső folyamatok racionalizálására, a hatékonyságnövelésre helyeződhet a hangsúly.

Egy akvizíció, egy értékesítés

2023-ban a Gloster végrehajtotta eddigi legnagyobb, mégpedig a 10. akvizícióját. Viszont a struktúra racionalizálása érdekében csökkentette részesedését egy kisebb érdekeltiségében, így míg a korábbi éveket egyértelműen a felvásárlások határozták meg, ez idén némileg változott.

P92 IT Solutions Kft.

Rekord akvizíció

Júniusban az eddigi legnagyobb akvizícióját jelentette be a Gloster csoport. A P92 IT Solutions Kft. megvásárlásával egy 30 éves múltra visszatekintő, Kaliforniában és az Egyesült Királyságban is saját leányvállalatokkal rendelkező szoftverfejlesztő céggel erősített a Gloster. A P92 többek között a Sony Music beszállítója. A társaság árbevétele 2022-ben 2,1 milliárd forint (ennek 81%-a export), EBITDA-ja 500 millió forint, adózott eredménye pedig 342 millió volt, és a cég összesen 120 főt foglalkoztatott. Ezzel az akvizícióval is a leggyorsabban növekvő, szoftverfejlesztési területen erősíti tovább pozícióját a társaság.

A tranzakcióra két lépésben kerül sor. Első lépésként idén 51%-os tulajdonrészt szerzett a Gloster csoport a társaságban, ami 2025-ben 94%-ra fog növekedni.

A tranzakció pénzügyi részleteit nem hozták nyilvánosságra, de a Gloster jellemzően kedvező értékeltség mellett (4-5 körüli EV/EBITDA szorzószám) szokott akvizíálni.

Ez a tranzakció meghaladja azt a méretet, mellyel korábbi modellünkben számoltunk, ugyanis abban 2024-re kalkuláltunk egy 1 milliárdos árbevételű és 200 milliós EBITDA-jú cég felvásárlásával. Vagyis a korábban vártnál gyorsabban és nagyobb akvizíciót valósított meg a társaság.

Lagona Kft.

Nemcsak vesz, de el is ad

A számos akvizíciót követően idén értékesítésre is sor került. A Gloster a Lagona Kft.-ben lévő tulajdonrészéből 45%-ot kitevő üzletrészt értékesített a korábbi tulajdonosnak. A tranzakciót követően a Gloster már csak 15 %-os üzletrésszel rendelkezik, ezért azt a továbbiakban nem konszolidálja. A tranzakció csekély mértékű, hiszen csoporton belül 1% volt a leányvállalat súlya, így a konszolidált számokra a változtatás hatása marginális.

A részesedés csökkentését pont a társaság kis mérete indokolta, az integráció költségei meghaladták volna annak hasznát. Ez egyúttal azt is jelzi, hogy a jövőben csak nagyobb társaságok akvizíciója várható a Gloster csoporttól, a túl kicsi, pár tíz fős cégek felvásárlása már nem éri meg számukra.

A 15%-os piaci részesedés megtartása véleményünk szerint arra utal, hogy továbbra is stratégiai együttműködésre törekuszenek.

**Hatékonyagsnövelés és
szinergiák kerülnek a fókuszba****Indul a Level UP program**

A társaság Gloster Level UP néven kétéves, komplex vállalatfejlesztési programot indít januártól, melynek célja, hogy kiaknázzák a megvásárolt társaságok közti szinergiákat és egy hatékonyabban működő, integrált szervezetet hozzanak létre. A programtól évi 200 millió forintos eredményjavulásra számít a menedzsment. Ez azonban nem extraként jelentkezik az eddigi Erste előrejelzéshez képest, hanem a várt (elsősorban költségoldali) szinergiák kiaknázására szolgáló akciótervről van szó.

A program főbb elemei a következők:

- Központi treasury létrehozása, melytől a pénzügyi eredmény javulását várják
- A külföldi leányvállalatok kapcsán jelentkező adóoptimalizálási lehetőségek kiaknázása
- Közös beszerzés a költségek csökkentése érdekében
- Egységes IT és belső rendszerek alkalmazása a működési költségek csökkentése érdekében
- A Rendszerintegrációs és a Felhő üzletág értékesítési csapatának összevonása a bevételi szinergiák kiaknázása érdekében
- A szervezet és az igazgatóság átalakítása a vállalati változásoknak megfelelően

A másik hangsúlyos elem a stratégia megvalósításában a külföldi értékesítés fejlesztése lesz, melyről majd önálló stratégiát tesznek közzé a közeljövőben, várhatóan 2024 elején.

Szinergiák kiaknázása

A fenti lépések szükségesek annak érdekében, hogy hatékonyabb, a szinergiákat jobban kihasználó vállalatcsoport jöjjön létre, és hogy a profitmarzsok javulhassanak. Egyúttal úgy látjuk, hogy a további új cégek akvizíciója háttérbe szorulhat a stratégiában.

Bár nem zárható ki, hogy lesz még további felvásárlás is, de további akvizíciókkal nem számolunk a modellben, mindössze a P92 Kft kapcsán már bejelentett, 2025-ben esedékes részesedés növelést szerepeltetjük a modellünkben.

Pénzügyi előrejelzések**Változások a modellben**

1. előrejelzési időhorizont változása
2. 2023-ban bejelentett akvizíció beépítése
3. eredményelőrejelzés felülvizsgálata

Eredménykimutatás

Az egyes szegmensek növekedésének becsléséhez a vállalat stratégiáját vettük alapul és azt feltételeztük, hogy ezt a növekedési ütemet 2025-öt követően is képes lesz tartani a társaság.

**Nem számolunk további
akvizícióval**

A modellben új cégek felvásárlásával nem számolunk, de a már bejelentett részesedés növelést a P92-ben 2025-re beépítettük a modellbe. A teljes konszolidáció miatt ez csak a nem irányító részvényesekre jutó eredményt és az adózott eredményt érinti az eredménykimutatásban.

A modellben 2025-re 13,2 milliárd forintos árbevétellel és 2,4 milliárd forint EBITDA eredménnyel számolunk. Ezzel árbevétel tekintetében elérhetőnek tartjuk a társaság stratégiájában szereplő 12-15 milliárd forint közti árbevételt

2025-re, de EBITDA tekintetében továbbra is elmarad a 2,9-3,4 milliárd forintos EBITDA céltől. A jelenlegi környezet közepette ezt a célt túlságosan optimistának tartjuk, alacsonyabb EBITDA marzsot tartunk elérhetőnek. Modellünk alapján 20%-os EBITDA marzs 2027-től realizálódhat.

Eredménykimutatás

ezer forint	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Értékesítés nettó árbevétele	9.525.900	11.218.240	13.227.017	15.613.202	18.449.713
Összes bevétel	9.656.327	11.367.434	13.374.144	15.755.451	18.595.903
Anyagjellegű ráfordítások	5.316.811	5.941.931	6.604.465	7.368.159	8.194.785
Személyi jellegű ráfordítások	2.992.725	3.573.478	4.212.830	5.144.506	6.143.759
Egyéb ráfordítások	108.787	122.509	137.224	167.681	200.432
EBITDA	1.238.004	1.729.516	2.419.624	3.075.105	4.056.927
Értékcsökkenési leírás	242.559	232.957	228.338	226.342	224.308
Üzleti tevékenység eredménye	995.445	1.496.559	2.191.286	2.848.763	3.832.619
Pénzügyi műveletek bevételei	3.601	4.161	5.851	7.978	12.535
Pénzügyi műveletek ráfordításai	57.999	68.695	62.884	54.632	48.030
Pénzügyi műveletek eredménye	-54.398	-64.534	-57.033	-46.654	-35.495
Adózás előtti eredmény	941.047	1.432.025	2.134.253	2.802.109	3.797.124
Adófizetési kötelezettség	84.694	128.882	192.083	252.190	341.741
A társaság részvényeseire jutó eredmény	278.551	781.886	1.165.302	1.784.944	2.418.768
Osztalékkelőleg	0	0	582.651	892.472	1.209.384
EPS	15,3	43,0	64,1	98,2	133,2

Forrás: Gloster, Erste

A korábbi elemzésünkkel összevetve magasabb árbevétel előrejelzéssel számolunk a nagyobb akvizíció miatt, viszont az EBITDA marzs várhatóan alacsonyabb szinten alakul, így az EBITDA előrejelzésében nem történt jelentős változás a modellben.

Az adózott eredmény ugyanakkor némileg csökkent, és főként az idei évre erőteljesen csökkentettük a társaság részvényeseire jutó eredményt. Ennek az oka, hogy 2023-ban a központi költségek felosztása a kisebbségi részesedésekre még nem valósult meg. Ez negatív az Nyrt. és a részvényesek számára, mivel bizonyos költségeket teljes egészében ők viselnek, akkor is, ha olyan cégben merültek fel, melyekben nem kizárólagos tulajdonos az Nyrt. Ezzel párhuzamosan kedvez a kisebbségi tulajdonosoknak, akikre aránytalanul nagy profit jut. Ezt a torzítást sz IFRS bevezetése — várhatóan 2024-től — megoldja majd.

A társaság megváltoztatott osztalékpolitikájával összhangba hoztuk a modellünket, így az első osztalékfizetést 2026-ra várjuk a 2025-ös eredmény terhére.

Az eredménykimutatás főbb sorainak összehasonlítása

ezer forint	új modell				régí modell			
	2023E	2024E	2025E	2026E	2023E	2024E	2025E	2026E
Értékesítés nettó árbevétele	9.525.900	11.218.240	13.227.017	15.613.202	7.387.497	9.668.829	11.469.211	13.661.971
Összes bevétel	9.656.327	11.367.434	13.374.144	15.755.451	7.498.319	9.791.883	11.581.485	13.777.354
Anyagjellegű ráfordítások	5.316.811	5.941.931	6.604.465	7.368.159	4.439.915	5.510.184	6.161.635	6.929.527
Személyi jellegű ráfordítások	2.992.725	3.573.478	4.212.830	5.144.506	1.769.423	2.374.319	2.876.857	3.604.609
Egyéb ráfordítások	108.787	122.509	137.224	167.681	89.506	113.996	131.454	165.290
EBITDA	1.238.004	1.729.516	2.419.624	3.075.105	1.199.475	1.793.384	2.411.539	3.077.928
Értékcsökkenési leírás	242.559	232.957	228.338	226.342	178.934	194.332	189.714	187.718
Üzleti tevékenység eredménye	995.445	1.496.559	2.191.286	2.848.763	1.020.541	1.599.052	2.221.825	2.890.211
Pénzügyi műveletek bevételei	57.999	68.695	62.884	54.632	24.250	25.616	26.708	27.583
Pénzügyi műveletek ráfordításai	57.999	68.695	62.884	54.632	24.250	25.616	26.708	27.583
Pénzügyi műveletek eredménye	-54.398	-64.534	-57.033	-46.654	-22.176	-23.375	-24.106	-23.783
Adózás előtti eredmény	941.047	1.432.025	2.134.253	2.802.109	998.365	1.575.677	2.197.719	2.866.428
Adófizetési kötelezettség	84.694	128.882	192.083	252.190	89.853	141.811	197.795	257.978
A társaság részvényeseire jutó eredmény	278.551	781.886	1.165.302	1.784.944	560.957	885.335	1.234.846	1.610.577
Osztalékkelőleg	0	0	582.651	892.472	280.479	442.668	617.423	805.289
EPS	15,3	43,0	64,1	98,2	31,3	49,3	68,8	89,8

Forrás: Erste

Értékelés

Ahogy korábban is, DCF értékelést és összehasonlító mutatószám (peer group) értékelést is végeztünk. A várt gyors növekedés miatt a DCF modellt vettük alapul a célárfolyam meghatározásánál, így a 12 hónapos egy részvényre vonatkozó célár 1.183 forint lett.

DCF értékelés

Az értékelési modell

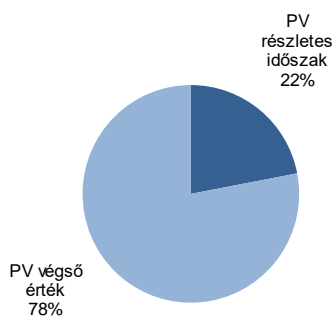
A DCF értékelésénél az alábbi paraméterezést használtuk:

Csökkenő kockázatmentes hozamok

- Az explicit periódusra vonatkozó kockázatmentes hozamszint a 10 éves magyar államkötvény hozama alapján 6,1%. A végérték (Terminal Value vagy TV), örökjáradék számításnál a magyar 10 és 15 éves állampapírok idei átlagos hozamából számított „10 év múlva érvényes 5 éves hozam” értékét vettük figyelembe, ami szintén 6,1%-nak adódott, mint kockázatmentes hozam. Mindkét hozamszint jelentős csökkenést jelent előző értékelésünkhöz képest, amikor az explicit periódusra 8,1%, az örökjáradék számításnál pedig 7,1%-os hozamot alkalmaztunk.
- A részvény kockázati prémiumot az Erste módszertan alapján a Magyarország szuverén államadóságára vonatkozó minősítés alapján határoztuk meg, ami az előrejelzés periódusában 7,45%, míg a TV számításánál 7,0%. Ez korábban 6,5%, illetve 6,1% volt.
- A piaci bétát az elmúlt két év hetes adataiból számítottuk, amelynek módosított értéke 0,43, mivel a részvény alacsony együtt mozgást mutat a BUX indexszel. A TV számításánál a szokásos módon 1-es értéket használtunk, ami a piaccal való együtt mozgást jelenti.
- A fenti tényezők együttesenként az explicit periódusra számított átlagos tőkeköltség a korábbi 10,4%-ról 9,2%-ra csökkent az alacsonyabb kockázatmentes hozam eredményeként. Ugyanakkor a TV időszakban 13,1%-ra csökkent a korábbi 13,2%-ról. A kisebb csökkenés oka az Erste módszertan szerint emelkedő kockázati felár.
- Az explicit periódusra 90%-os saját tőke aránnyal kalkuláltunk, ami szintén csökkentette az átlagos tőkeköltséget. A TV periódusra konzervatív módon 100%-ot tételeztünk fel, ami összhangban van azzal, hogy az elmúlt években a társaság nettó készpénz pozícióval rendelkezett.
- A TV hosszútávú növekedési rátáját 3%-nak vettük.

WACC számítás	2024e	2025e	2026	2027e	2028e	TV
Kockázat mentes hozam	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%
Részvénykockázati prémium	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,0%
Béta	0,43	0,43	0,43	0,43	0,43	1,00
Tőke költség	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	9,3%	13,1%
Hitelköltség	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	7,6%
Efektív adóráta	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Adópajzs utáni hitelköltség	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	6,9%
Saját tőke súlya	90%	90%	90%	90%	90%	100%
WACC (súlyozott tőke költség)	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	13,1%

DCF értékelés	2024e	2025e	2026	2027e	2028e	TV
millió forint						
Árbevétel növekedés	47,1%	17,7%	17,7%	17,8%	18,0%	3,0%
EBIT	995.445	1.496.559	2.191.286	2.848.763	3.832.619	2.873.067
EBIT-marzs	10,3%	13,2%	16,4%	18,1%	20,6%	15,0%
Effektív társasági adóráta	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
EBIT adója	-89.590	-134.690	-197.216	-256.389	-344.936	-258.576
NOPLAT	905.855	1.361.869	1.994.070	2.592.375	3.487.683	2.614.491
+ Amortizáció	242.559	232.957	228.338	226.342	224.308	224.308
Tőkeberuházások / amortizáció	525,6%	0,0%	470,8%	0,0%	0,0%	100,0%
+/- Forgótőke változása	-659.049	-210.660	-252.921	-450.095	-621.053	-27.894
Forgótőke változása / árbevétel növekedés	21,3%	12,3%	12,6%	18,9%	21,9%	5,0%
- Tőkeberuházások	-1.275.000	0	-1.075.000	0	0	-224.308
A cég szabad cash flow-ja	-785.634	1.384.165	894.488	2.368.621	3.090.938	2.586.597
Végző érték növekedés						3,0%
Végző érték						26.378.169
Diszkontált CF - 2023.01.01	-719.437	1.160.734	686.897	1.665.656	1.990.454	16.986.606
Cégtérték - 2023.01.01	21.770.909					
Kissebségek	1.048.741					
Nettó adósság	1.247.312					
Egyéb kiigazítások	0					
Saját tőke értéke - 2023.01.01	19.474.857					
Forgalomban lévő részvények száma (mn)	17944,6					
Tőkeköltség	9,3%					
12 hónapos részvény célár (HUF)	1183					
Részvényár (HUF)	948					
Emelkedési potenciál	24,8%					
Cégtérték megoszlása						



Érzékenységi (per részvény)

WACC	Végző érték EBIT				
	14,0%	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%
12,1%	1.219	1.258	1.296	1.335	1.373
12,6%	1.163	1.200	1.237	1.273	1.310
13,1%	1.113	1.148	1.183	1.218	1.252
13,6%	1.068	1.101	1.134	1.167	1.200
14,1%	1.027	1.058	1.090	1.121	1.153

WACC	Végző érték növekedés				
	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%
12,1%	1.176	1.233	1.296	1.366	1.445
12,6%	1.128	1.180	1.237	1.300	1.370
13,1%	1.084	1.131	1.183	1.240	1.303
13,6%	1.044	1.087	1.134	1.186	1.243
14,1%	1.007	1.047	1.090	1.137	1.189

Összehasonlító mutatószámos értékelés

	P/E			EV/EBITDA		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
ASSECO POLAND SA	12,50	12,82	11,25	4,8	4,5	4,3
TEXT SA	17,02	16,01	15,65	14,0	12,2	11,3
ASSECO SOUTH EASTERN E	11,87	12,05	11,14	7,9	7,2	6,7
NETCOMPANY GROUP AS	25,89	18,61	14,40	15,2	12,8	10,7
SOFTCAT PLC	23,40	22,67	20,51	17,1	15,6	14,1
Medián	17,0	16,0	14,4	14,0	12,2	10,7
Átlag	18,1	16,4	14,6	11,8	10,5	9,4
Gloster	61,9	22,0	14,8	14,9	10,2	7,1
<i>Mediántól eltérés</i>	<i>263%</i>	<i>38%</i>	<i>3%</i>	<i>7%</i>	<i>-16%</i>	<i>-33%</i>
<i>Átlagtól eltérés</i>	<i>241%</i>	<i>34%</i>	<i>1%</i>	<i>27%</i>	<i>-2%</i>	<i>-24%</i>
Fair érték medián alapján	261	689	923	826	1.047	1.293
Fair érték átlag alapján	278	707	935	677	884	1.123

Forrás: Bloomberg, Erste; 2023. december 14-i árak alapján

Az előretekintő P/E 2023 és 2025 vonatkozásában is erőteljes, ám csökkenő túlértékeltséget mutat, köszönhetően a szektortársaknál gyorsabb eredménynövekedésnek.

EV/EBITDA alapon a 2024-es előrejelzés alapján már besimul a peer csoportba az értékeltség, a 2025-ös várakozásokkal kalkulálva pedig már egyenesen olcsónak tekinthető.

Eredménykimutatás	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
HAS millió forint, 31/12						
Árbevétel	5.009	6.349	9.526	11.218	13.227	15.613
Készletváltozás és aktivált teljesítmény	155	216	130	149	147	142
Összes bevétel	5.165	6.565	9.656	11.367	13.374	15.755
Egyéb működési bevételek	0	0	0	0	0	0
Anyagjellegű ráfordítások	-3.455	-3.873	-5.317	-5.942	-6.604	-7.368
Személyi jellegű ráfordítások	-874	-1.687	-2.993	-3.573	-4.213	-5.145
Egyéb működési költségek	-45	-65	-109	-123	-137	-168
EBITDA	791	940	1.238	1.730	2.420	3.075
Amortizáció	-275	-387	-243	-233	-228	-226
EBIT	516	554	995	1.497	2.191	2.849
Pénzügyi eredmény	1	-3	-54	-65	-57	-47
Rendkívüli eredmény	0	0	0	0	0	0
Adózás előtti eredmény	517	551	941	1.432	2.134	2.802
Adó	-96	-137	-85	-129	-192	-252
Megszűnő tevékenység eredménye	0	0	0	0	0	0
Kisebbségi részesedés	-189	-279	-578	-521	-777	-765
Részvényesekre jutó nettó eredmény	232	135	279	782	1.165	1.785

Mérleg	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
HAS millió forint, 31/12						
Immateriális javak	188	369	369	369	369	369
Tárgyi eszközök	543	775	981	969	961	957
Pénzeszközök	1.067	2.253	3.401	3.401	4.476	4.476
Befektetett eszközök	1.798	3.397	4.750	4.738	5.806	5.801
Készletek	98	362	365	534	568	707
Követelések és egyéb forgóeszközök	1.292	1.514	3.084	3.620	3.952	4.803
Egyéb eszközök	144	93	189	189	243	270
Pénzeszközök és egyenértékeseik	1.831	1.146	693	1.432	1.556	2.517
Forgóeszközök	3.366	3.114	4.331	5.775	6.320	8.298
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	5.164	6.511	9.081	10.514	12.126	14.099
Részvényesi tőke	2.383	3.291	3.815	4.597	5.762	6.964
Kisebbségi részesedés	809	343	1.049	1.570	2.347	3.112
Hibrid tőke és egyéb tartalékok	0	0	0	0	0	0
Egyéb elhatárolások	0	0	0	0	0	0
Céltartalékok	0	0	0	0	0	0
Hosszú lejáratú hitel	353	840	1.772	1.518	1.314	1.151
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	68	186	186	186	186	186
Hosszú lejáratú kötelezettségek összesen	422	1.027	1.959	1.704	1.501	1.338
Rövid lejáratú hitel	305	438	168	354	304	263
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	1.234	1.383	2.072	2.270	2.195	2.404
Rövid lejáratú kötelezettségek összesen	1.399	1.709	2.190	2.583	2.456	2.613
SAJÁT TŐKE ÉS KÖTELEZETTSÉGEK	5.154	6.482	9.063	10.495	12.108	14.081

Cash Flow kimutatás	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
HAS millió forint, 31/12						
Működési cash flow	133	-283	119	1.028	1.675	1.969
Befektetési cash flow	-1.135	-1.546	-1.496	-221	-1.296	-222
Finanszírozási cash flow	1.057	1.596	907	-68	-254	-786
PÉNZESZKÖZÖK ÁLLOMÁNYVÁLTOZÁSA	964	-516	-470	739	124	962

Marzsok & Arányszámok	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Árbevétel növekedése	116,7%	26,7%	50,0%	17,8%	17,9%	18,0%
EBITDA ráta	15,3%	14,3%	12,8%	15,2%	18,1%	19,5%
EBIT ráta	10,0%	8,4%	10,3%	13,2%	16,4%	18,1%
Nettó profit ráta	8,2%	6,3%	8,9%	11,5%	14,5%	16,2%
ROE	11,4%	4,7%	7,8%	18,6%	22,5%	28,1%
ROCE	26,0%	14,4%	17,7%	20,8%	26,3%	29,6%
Tőke arány	61,9%	56,1%	53,7%	58,8%	67,0%	71,6%
Nettó adósság	-1.172	133	1.247	441	62	-1.103
Forgótőke	1.823	1.313	1.952	3.003	3.621	5.415
Felhasznált tőke	2.088	3.953	6.297	6.794	8.357	9.159
Készletek forgási sebessége	12,6	5,5	5,1	4,7	4,3	4,2

Forrás: Gloster, 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@mnbb.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, ilyennek nem képezi részét, és nem is értelmezendő ilyenként; sem a jelen Dokumentum, sem annak bármely részlete nem szolgálhat alapjául szerződéskötésnek vagy egy értékpapír vagy pénzügyi eszköz kereskedési stratégiába való belefoglalásának, ilyenrel kapcsolatban nem lehet rá támaszkodni, és ilyenre való ösztönzésként sem szerepelhet. A Dokumentumban szereplő valamennyi információ, elemzés és következtetés általános természetű. A jelen Dokumentum nem szándékozik átfogó áttekintést adni bármely befektetésről és annak potenciális kockázatairól és eredményeiről, továbbá nem veszi számításba a befektetők egyéni igényeit az értékpapír vagy pénzügyi eszköz 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 voltaért.

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 alapulvételeből 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 jogrendszerben 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%
Csökkenés	-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

Összeférhetetlenségi szabályok:

[https://www.ersteinvestment.hu/static/befrt/download/Erste Befertesi Zrt Uszab 6 Melleklet osszeferhetetlenseg 20150601.pdf](https://www.ersteinvestment.hu/static/befrt/download/Erste_Befertesi_Zrt_Uszab_6_Melleklet_osszeferhetetlenseg_20150601.pdf)

Összeférhetetlenségi esetek:

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

Az elemzés készítése során használt módszertan:

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

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.