

VÁLLALATELEMZÉS

Gloster Infokommunikációs Nyrt.

Ajánlás: Vétel

Célár: 1183 forint

Részvényár (2024. április 22.): 920 forint

Elemző:

Nagy András

+361-235-5151

info@ersteinvestment.hu

A magasabb marzsú üzletágak gyengébb teljesítménye húzta vissza az eredményt

A Gloster 10,3 milliárd forintos korrigált árbevételről és 976 millió forintos korrigált EBITDA-ról számolt be 2023-as pénzügyi eredménykimutatásában. Ez kedvezőbb ugyan, mint az [előzetesen közölt](#) 10,2 milliárdos árbevétel és a 885-940 millió közötti becsült EBITDA, de utóbbi tekintetében még így is elmaradt az 1,2 milliárdos várakozásunktól.

Az eltérés fő oka, hogy a magasabb profitmarzsú cloud, valamint a nemzetközi szoftverfejlesztés is a vártnál kisebb mértékben bővült csak, viszont az alacsonyabb profittartalmú rendszerintegrációs üzletág közel 40%-kal a várakozások felett növekedett. Így a csoportszintű árbevétel felülmúlta a várakozásunkat, de az alacsonyabb marzs miatt az EBITDA elmaradt a várakozásunktól, mivel az eladott áruk és szolgáltatások, valamint az igénybe vett szolgáltatások aránya is magasabb volt az általunk vártnál.

Gloster

Konzolidált millió Ft	2023 P92-vel	2022	év/év várakozás	Erste	Publikált vs Erste
Rendszerintegráció	4,070	2,601	56.5%	2,915	39.6%
Cloud	1,596	1,342	18.9%	1,634	-2.3%
Nemzetközi szoftverfejlesztés	4,653	1,965	136.8%	4,976	-6.5%
Árbevétel	10,319	5,908	74.7%	9,526	8.3%
EBITDA	976	759	28.6%	1,238	-21.2%
Adózott eredmény	305	376	-18.9%	782	-61.0%
Anyavállalatra jutó eredmény	123	140	-11.7%	279	-55.7%
EBITDA marzs	9.5%	12.8%		13.0%	
Nettó marzs	3.0%	6.4%		8.2%	

Az alacsonyabb EBITDA hatással volt az adózott eredményre és az anyavállalatra jutó eredményre is, melyek jelentősen elmaradtak a várakozásunktól. Sőt, az egyszeri költségek (akvizíciók, IFRS átállás, BÉT kategóriaváltás) miatt még vissza is estek 2022-höz képest.

Az adózott eredmény kapcsán két érdekességet érdemes megemlíteni. Egyrészt az adózott eredmény 60%-a jutott a külső (kisebbségi) tulajdonosokra és 40% maradt az anyavállalatnál. Másrészt az effektív adókulcs rendkívül magas, csoportszinten 22% volt. Az ok mindkét esetben azonos, a központi költségek felosztásának részleges hiánya. Ugyanis ezek a központot, az Nyrt-t terhelik, és csak részben kerülnek felosztásra a leányvállalatok között. Így aránytalanul nagy költség jut az Nyrt-re, ráadásul ez a cég veszteséges, ami nem állítható szembe a leányvállalatok nyereségével, így adófizetési szempontból is hátrányos ez a felállítás.

A közeljövőben részben a hatékonyságnövelő Gloster Level UP program, a nagyobb centralizáció, részben pedig a leányvállalatokban tervezett tulajdonrész növelés enyhíteni fogja ezeket a problémákat.

Az első negyedév végi 3,5 milliárd forintos [nyitott rendelésállomány alapján](#) a társaság jó úton halad a felé, hogy elérje a 2024-re általunk várt 11,2 milliárdos árbevételt. Ahogy azonban a 2023-as eredmény is rávilágított, az árbevétel szerkezete nagyon nem mindegy a nyereségesség szempontjából, erre való indikációt pedig a nyitott rendelésállomány jelentés sem tartalmaz.

A 2023-as eredményt csalódásként értékeljük, bár az előzetes eredmény közzétételét követően erre már számítottunk. 2024-ben a Gloster fő célkitűzése a marzsok emelése lehet. Ehhez nem csak a hatékonyságnövelő programok sikeres végrehajtása kell, de a magasabb hozzáadott értékű (felhő, szoftverfejlesztés) üzletágakban is szükséges az erős növekedés, hogy idei 1,7 milliárdos EBITDA várakozásunk teljesíthető legyen.

Fenntartjuk 1.183 forintos célárunkat és vételi ajánlásunkat a részvényre.

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

A jelen Dokumentum célja kizárólag nem kötelező jellegű információk nyújtása, és nem minősül befektetési tanácsadásnak. A jelen Dokumentum nem minősül továbbá ajánlattételnek vagy bármely értékpapír jegyzésére vagy vásárlására való biztatásnak, ilyennek nem képezi részét, és nem is értelmezendő ilyenként; sem a jelen Dokumentum, sem annak bármely részlete nem szolgálhat alapjául szerződés kötésnek 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 használat, adóügyi vonatkozásaival, kockázataival és megfelelő voltával kapcsolatban. Ezért a jelen Dokumentum nem pótolja a befektetőkre és befektetésre vonatkozó értékelést, sem az átfogó kockázatfeltárást; ugyanis minden értékpapírnak vagy pénzügyi eszköznek más a kockázati szintje. Felhívjuk szíves figyelmét arra, hogy a múltbeli teljesítmények, illetve jövőbeli becslések nem nyújtanak garanciát a jövőbeli teljesítményre nézve, és az értékpapírokba vagy pénzügyi eszközökbe való befektetés kockázatos és spekulatív természetű lehet. Minél gyengébb egy vállalat hitelképessége, annál magasabb lesz egy befektetés kockázata. Nem minden befektetés alkalmas minden befektető számára. Ezért a befektetőknek minden befektetési döntés előtt ki kell kérniük tanácsadóik (főleg jogi és adótanácsadóik) véleményét annak biztosítása érdekében, hogy – a jelen Dokumentumban nyújtott tájékoztatásra való tekintet nélkül – az értékpapír vagy pénzügyi eszköz tervezett megvásárlása valóban megfeleljen a befektetők igényeinek és szándékának, valamint hogy a befektetők megértsék az összes kockázatot, valamint alapos vizsgálat után döntsenek a befektetés mellett, és legyenek olyan helyzetben, hogy képesek 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 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://www.erstemarket.hu/files/vallalatelemzesek_kovetese.pdf?1710322769

További információk

Összeférhetlenségi szabályok:

https://www.ersteinvestment.hu/static/befrt/download/Erste_Befektetesi_Zrt_Uszab_6_Melleklet_osszeferhetlenseg_20150601.pdf

Összeférhetlenségi esetek:

<https://www.erstegroup.com/de/disclosure>

Az elemzés készítése során használt módszertan:

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

Az ajánlások megoszlása:

https://www.erstegroup.com/content/dam/at/eh/www_erstegroup_com/en/research/documents/legal/Recommendations_Distribution.pdf

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.