

# Gloster Infokommunikációs Nyrt

## Felhalmozásról Tartásra módosítva

millió forint	2022e	2023e	2024e	2025e
Árbevétel	6.158	7.387	9.669	11.469
EBITDA	907	1.199	1.793	2.412
EBIT	720	1.021	1.599	2.222
Nettó eredmény	389	561	885	1.235
EPS (HUF)	21,8	31,3	49,3	68,8
CEPS (HUF)	33,0	41,2	60,1	79,3
BVPS (HUF)	206,8	241,0	274,7	318,9
Osztalék (HUF)	0,0	15,6	24,7	34,4
EV/EBITDA (x)	20,2	15,0	10,6	7,7
P/E (x)	47,3	32,9	20,9	15,0
P/CE (x)	31,3	25,0	17,1	13,0
Osztalék hozam	0,0%	1,5%	2,4%	3,3%



Részvényárfolyam	1 év	6 hó	3 hó	1 hó
változása forintban	8.4%	-4.6%	-3.7%	-6.4%

Részvényár (forint), 2023/02/21	1.045	Reuters	GLOSTER.BU	Közkézhányad	21,7%
Részvényszám (millió)	17,4	Bloomberg	GLOSTER HB	Részvényesek	Szekeres Viktor (56,3%)
Piaci kapitalizáció (millió forint / millió euró)	17.871 / 47	Osztalék szelv. nélkül	-		NTFA (19,7%)
Cégtérték (millió forint / millió euró)	17.121 / 45	<b>Célfolyam</b>	<b>1.130</b>	Honlap:	www.gloster.hu

### Elemző:

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

## Tovább a növekedési pályán

Felülvizsgáltuk a Gloster célárát, és a korábbi 1.223 forintról 1.130 forintra csökkentettük azt, ajánlásunkat pedig Tartásra módosítottuk.

Az akvizíciók modellbe történő beépítésének és a feltételezett további felvásárlásoknak köszönhetően megemeltük árbevétel és EBITDA várakozásunkat.

Az emelkedő eredményvárakozások ellenére is csökkent a célár. Ennek oka, hogy a maradványérték (TV) időszakra vonatkozóan megemelkedett a tőkeköltés, ami érzékenyen hat az értékelésre. Emellett a részvényszám emelkedése és a magasabb kisebbségi részesedések miatt csökkent az egy részvényre jutó eredményvárakozásunk is.

A tőkeköltés növekedése mögött főleg a kockázatmentes hozamok emelkedése, kisebb részben pedig a magyar részvénypiactól elvárt kockázati prémium emelkedése áll az S&P leminősítését követően.

## **A 2022-es év is bővelkedett akvizíciókban**

Tavaly három felvásárlást is bejelentett a Gloster. Ezeket már a teljes évre vonatkozóan konszolidálják a 2022-es pénzügyi beszámolóikban.

A társaság mostanra jelentős akvizíciós tapasztalatra tett szert, hiszen 2019 óta összesen kilenc felvásárlást hajtott végre.

### **Family Finances Kft.**

#### **Fejlesztői kapacitást akvirált**

Májusban jelentették be, hogy 54,7%-os, többségi tulajdonrészt vásároltak egy nemzetközi piacon jelen lévő szoftverfejlesztő társaságban, a Family Finances Kft.-ben.

A megvásárolt társaság 2021-ben 201 millió forintos árbevételt, 94 millió forint körüli EBITDA eredményt és 79 millió forintos adózott eredményt ért el.

Meglátásunk szerint a Gloster ezúttal elsősorban fejlesztői csapatot, nem pedig piacot vásárolt, amit az is alátámaszt, hogy már a tranzakciót megelőző 8 hónapban is együtt dolgoztak.

A pénzügyi részletek nem nyilvánosak, de a korábbi tranzakciók és az akvizíciós stratégia alapján 5-ös EV/EBITDA szorzót tételeztünk fel a modellben.

### **G-Plus Consulting GmbH**

#### **Német autógyárak kapujában**

2022 decemberében jelentették be, hogy 51%-os részesedést szereztek a német G-Plus Consulting GmbH-ban. Ezzel több közvetlen (ún. Tier-1) autópári beszállítói szerződéssel rendelkező német szoftveripari vállalatot vásároltak fel.

A cég átszámítva kb. 641 millió forint árbevétel mellett mintegy 66 millió forint EBITDA-val zárta a 2021-es üzleti évet.

Független értékbecslés 1,33-1,54 millió euró közé becsülte az 51%-os tulajdonrész értékét. Ez alapján az EBITDA közel 17-szeresén valósult meg a tranzakció, ami kiugróan magas a korábbi akvizíciókhoz képest. A részesedés szerzés apport útján valósult meg, vagyis az 569 millió forintos vételárat 533 ezer darab új kibocsátású Gloster részvennyel egyenlítik ki.

Úgy véljük, hogy a Glosternek elsősorban a G-plus Consulting meglévő kapcsolatrendszerére és referenciáira volt szüksége a külföldről származó bevételek növelése érdekében. A tranzakció eredményeként már a Gloster is közvetlen Tier-1 beszállítóként tud megjelenni a német autógyártóknál. Meglátásunk szerint a jövőben a fejlesztési tevékenységet nagyrészt Magyarországon fogják végezni, amit az is alátámaszt, hogy a céltársaság nem rendelkezik saját alkalmazottakkal, a fejlesztési tevékenységet eddig is alvállalkozók végezték. A fejlesztés Magyarországra történő helyezése javuló profitmarzsot eredményezhet.

## **Lagona Kft.**

### **Az egészségügybe is belép a Gloster**

A tavalyi év végén, december 13-án jelentették be, hogy a Gloster 60%-os többségi tulajdonrészt szerzett a saját fejlesztésű, járóbeteg- és foglalkozásegészségügyi ellátást támogató szoftverrel rendelkező Lagona Kft.-ben. A felvásárolt társaságra alapozva jön majd létre a Gloster pécsi fejlesztőközpontja, ami a külföldi piacokat veszi célba.

A Lagona Kft. 2021-ben 199 millió forintos árbevételt és 30 millió forintos adózott eredményt ért el. Az ezt megelőző évben pedig 124 milliós árbevétel mellett 27 millió forintos adózott profitot termelt. A társaság az eredménykimutatás szerint közel 20 főt foglalkoztat, de jelentős a kiszervezés mértéke is.

Az akvizíció jól illeszkedik a Gloster stratégiájába, azonban a csoport méretéhez képest nem jelentős a hozzájárulása. A tranzakció pénzügyi részleteit nem hozták nyilvánosságra, de becslésünk szerint 150 millió forint körül lehetett a teljes cégre vetítve.

A Lagona Kft. tulajdonosa 63.622 darab új kibocsátású részvényt jegyez a 180 napos, forgalommal súlyozott átlagáron (1.059 forinton). A tőkeemelés teljes összege 67,4 millió forint. Vagyis a tranzakció végső soron részben saját részvényekkel valósult meg.

## **Pénzügyi előrejelzések**

### **Változások a modellben**

1. Előrejelzési időhorizont változása
2. A 2022-ben megvalósult akvizíciók beépítése a modellbe
3. Akvizíciós feltételezések módosulása
4. Eredmény előrejelzés változtatása

### **Előrejelzés két modellben**

Ezúttal is két külön modellt készítettünk, mivel az idei évre tervezett 3 milliárdos tőkeemelés megvalósulása nem vehető biztosra, hiszen az külső körülmények függvénye is. Ennek megfelelően az alap modellben a tőkeemeléssel és az annak hatásaként megvalósuló további akvizíciók növekedést támogató hatásával nem számoltunk.

### **Alap modell**

### **Van még tere a további akvizíciónak**

Az alap modell során az egyes szegmensek növekedésének becsléséhez a vállalat stratégiáját vettük alapul. Ebben a scenárióban nem számolunk tőkeemeléssel sem, ami komolyabb akvizíciók forrása lehetne. Azonban úgy látjuk, hogy az elmúlt időszakban megvalósult akvizíciók érdemben nem csökkentették a társaság pénzügyi mozgásterét. Részben azért, mert az akvizíciókhoz tőkeemelés is társult, részben pedig azért, mert a legnagyobb értékű akvizíció (G-Plus Consulting) apport, vagyis új részvények kibocsátásával valósult meg, így nem járt készpénz felhasználással. Végül pedig azért, mert a Family Finances és a Lagona többségi részesedésének megvásárlása is relatíve kisebb tranzakciónak minősül.

A fenti okok, és a társaság következő évekre várható pénztermelő képességének kihasználásaként az alap modellben is számolunk egy további 1 milliárd forint értékű akvizícióval 2024-re, viszont idénre nem vettünk figyelembe újabb részesedésvásárlást.

**Céltól elmaradó árbevétel és EBITDA az alap modellben**

Az alap modellben 2025-re 11,6 milliárd forintos árbevétellel és 2,4 milliárdos EBITDA-val kalkulálunk. Mindkettő elmarad a társaság előrejelzésétől, ami 12-15 milliárdos árbevétel, illetve 2,9-3,4 milliárd forintos EBITDA. Ennek fő oka, hogy ahogy már jeleztük, az alap modellben nem kalkuláltunk a tőkeemeléssel és az ebből megvalósuló akvizíciókkal, ami nagyobb növekedést tenne lehetővé, míg a cég saját előrejelzése tartalmazza azt.

**Eredménykimutatás**

ezer forint	2023E	2024E	2025E	2026E
Értékesítés nettó árbevétele	7.387.497	9.668.829	11.469.211	13.661.971
Összes bevétel	7.498.319	9.791.883	11.581.485	13.777.354
Anyagjellegű ráfordítások	4.439.915	5.510.184	6.161.635	6.929.527
Személyi jellegű ráfordítások	1.769.423	2.374.319	2.876.857	3.604.609
Egyéb ráfordítások	89.506	113.996	131.454	165.290
EBITDA	1.199.475	1.793.384	2.411.539	3.077.928
Értékcsökkenési leírás	178.934	194.332	189.714	187.718
Üzleti tevékenység eredménye	1.020.541	1.599.052	2.221.825	2.890.211
Pénzügyi műveletek bevételei	2.074	2.240	2.602	3.800
Pénzügyi műveletek ráfordításai	24.250	25.616	26.708	27.583
Pénzügyi műveletek eredménve	-22.176	-23.375	-24.106	-23.783
Adózás előtti eredmény	998.365	1.575.677	2.197.719	2.866.428
Adófizetési kötelezettség	89.853	141.811	197.795	257.978
<b>A társaság részvényeseire jutó eredmény</b>	<b>560.957</b>	<b>885.335</b>	<b>1.234.846</b>	<b>1.610.577</b>
Osztalékelőleg	280.479	442.668	617.423	805.289
EPS	31,3	49,3	68,8	89,8

Forrás: Gloster, Erste

A frissített modellben az árbevételre, EBITDA-ra és az adózás előtti eredményre vonatkozó előrejelzésünk is emelkedett. Ennek oka elsősorban a megnövelt akvizíciós feltételezések.

A kedvezőbb eredmény ellenére a társaság részvényeseire jutó eredmény csökkent, mivel a korábbi becslésünkhöz képest megemeltük a kisebbségi részvényesekre jutó profit előrejelzésünket, hiszen 2022-ben mindhárom akvizíció során többségi, de nem 100%-os részesedést vásárolt a Gloster. Az EPS csökkenésében pedig a megnövekedett részvényszám is szerepet játszik, részben az apportként megvalósuló átruházás, részben pedig a tőkeemelések hatásaként (fizetés új kibocsátású saját részvényekkel).

**Az eredménykimutatás főbb sorainak összehasonlítása**

ezer forint	új modell				régí modell			
	2023E	2024E	2025E	2026E	2023E	2024E	2025E	2026E
Értékesítés nettó árbevétele	7.387.497	9.668.829	11.469.211	13.661.971	7.118.980	8.349.550	10.322.541	12.214.352
Összes bevétel	7.498.319	9.791.883	11.581.485	13.777.354	7.199.008	8.431.545	10.403.165	12.295.235
Anyagjellegű ráfordítások	4.439.915	5.510.184	6.161.635	6.929.527	4.314.633	4.855.732	5.724.766	6.522.743
Személyi jellegű ráfordítások	1.769.423	2.374.319	2.876.857	3.604.609	1.576.415	1.925.389	2.459.337	3.092.827
Egyéb ráfordítások	89.506	113.996	131.454	165.290	93.290	109.416	135.271	160.062
EBITDA	1.199.475	1.793.384	2.411.539	3.077.928	1.214.671	1.541.009	2.083.792	2.519.603
Értékcsökkenési leírás	178.934	194.332	189.714	187.718	220.161	214.823	245.412	257.723
Üzleti tevékenység eredménye	1.020.541	1.599.052	2.221.825	2.890.211	994.510	1.326.186	1.838.380	2.261.880
Pénzügyi műveletek bevételei	24.250	25.616	26.708	27.583	25.318	24.627	23.517	22.630
Pénzügyi műveletek ráfordításai	24.250	25.616	26.708	27.583	25.318	24.627	23.517	22.630
Pénzügyi műveletek eredménve	-22.176	-23.375	-24.106	-23.783	-25.052	-24.255	-22.884	-21.289
Adózás előtti eredmény	998.365	1.575.677	2.197.719	2.866.428	969.458	1.301.931	1.815.495	2.240.591
Adófizetési kötelezettség	89.853	141.811	197.795	257.978	87.251	117.174	163.395	201.653
<b>A társaság részvényeseire jutó eredmény</b>	<b>560.957</b>	<b>885.335</b>	<b>1.234.846</b>	<b>1.610.577</b>	<b>710.707</b>	<b>1.001.007</b>	<b>1.456.101</b>	<b>1.793.938</b>
Osztalékelőleg	280.479	442.668	617.423	805.289	355.354	500.503	728.050	896.969
EPS	31,3	49,3	68,8	89,8	41,9	59,0	85,8	105,7

Forrás: Erste

### Tőkeemeléssel kalkuláló modell

#### 2024-től gyorsítja a növekedést

Az alap és a tőkeemeléssel kalkuláló modellben idén nincs különbség, a tőkeemelésből befolyt készpénz viszont további 3 milliárd forintos akvizíciót tenne lehetővé, melyet 2024-re építettünk be a modellbe.

#### Cél körül 2025-ben

Ebben a modellben 2025-re 15,2 milliárd forint lehet az árbevétel 3,2 milliárd forintos EBITDA mellett. Vagyis az árbevétel akár még a célsávot is felülmúlhatja, míg az EBITDA a sáv közepe körül alakulhat.

### Eredménykimutatás

ezer forint	2023E	2024E	2025E	2026E
Értékesítés nettó árbevétele	7.387.497	12.668.829	15.219.211 <sup>↑</sup>	18.349.471
Összes bevétel	7.498.319	12.791.883	15.331.485	18.464.854
Anyagjellegű ráfordítások	4.439.915	7.211.324	8.166.950	9.296.977
Személyi jellegű ráfordítások	1.769.423	3.100.709	3.817.152	4.841.835
Egyéb ráfordítások	89.506	149.366	174.435	222.003
EBITDA	1.199.475	2.330.484	3.172.948 <sup>↑</sup>	4.104.040
Értékcsökkenési leírás	178.934	269.332	264.714	262.718
Üzleti tevékenység eredménye	1.020.541	2.061.152	2.908.235	3.841.323
Pénzügyi műveletek bevételei	2.074	2.127	2.533	4.073
Pénzügyi műveletek ráfordításai	24.250	25.616	26.708	27.583
Pénzügyi műveletek eredménye	-22.176	-23.488	-24.176	-23.510
Adózás előtti eredmény	998.365	2.037.664	2.884.059	3.817.813
Adófizetési kötelezettség	89.853	183.390	259.565	343.603
<b>A társaság részvényeseire jutó eredmény</b>	<b>560.957</b>	<b>1.144.915</b>	<b>1.620.484</b>	<b>2.145.138</b>
Osztalékfelvétel	280.479	572.457	810.242	1.072.569
EPS	31,3	55,4	78,4	103,7

Forrás: Gloster, Erste

## Értékelés

Ahogy korábban is, DCF értékelést és összehasonlító mutatószám (peer group) értékelést is végeztünk. A gyors, akvizíciós növekedésre épülő üzleti stratégia miatt a DCF modellt vettük alapul a célárfolyam meghatározásánál, így a 12 hónapos egy részvényre vonatkozó célár 1.130 forintnak adódott.

## DCF értékelés

### Értékelés két modellben

Az aktualizált modellek alapján DCF értékelést végeztünk. Mivel a társaság stratégiája számol egy 3 milliárd forintos tőkeemeléssel is, ami gyorsabb növekedést tenne lehetővé, azonban a tőkeemelés megvalósulása bizonytalan, külső tényezőktől függ, ezért két modellt készítettünk. Egyet a tőkeemelés nélkül, mely esetben a célárunk 1.097 forint, s egy másikat, melyben a tőkeemelés megvalósulásával is számoltunk, ebben az esetben pedig 1.165 forint adódik célárnak. A tőkeemelésről eltekintve a két modell paraméterei azonosak.

A végső célárunkat a fenti két modell 50-50%-os keveréke adja, ez alapján a 12 hónapos célárunk 1.130 forint lett.

### Az értékelési modell

A DCF értékelésénél az alábbi paraméterezést használtuk:

- Az explicit periódusra vonatkozó kockázatmentes hozamszint a 10 éves magyar államkötvény hozama alapján 8,1%. A végérték (Terminal Value vagy TV), örökjáradék számításnál a magyar 10 és 20 éves állampapírok ideai átlagos hozamából számított „10 év múlva érvényes 10 éves hozam” értékét vettük figyelembe, ami 7,1%-nak adódott, mint kockázatmentes hozam. Mindkét hozamszint jelentős emelkedést jelent előző értékelésünkhöz képest.
- A részvény kockázati prémiumot az Erste módszertan alapján a Magyarország szuverén államadósságára vonatkozó minősítés alapján határoztuk meg, ami az előrejelzés periódusában 7,45, míg a TV számításánál 7,0%-ra emelkedett az S&P leminősítést és a 2022-es fejlett piaci kockázati prémiumok növekedése miatt.
- A piaci bétát az elmúlt két év hetes adataiból számítottuk, amelynek módosított értéke 0,357, 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. Az explicit periódusban ez jelentős csökkentés a korábbi 1-es értékünkhöz képest, amit az tett lehetővé, hogy most már rendelkezésre áll két éves idősor a béta paraméter számításához, míg korábban ennek hiányában az iparágnak megfelelő paraméter feltételezésével éltünk.
- A fenti tényezők együttesenként az explicit periódusra számított átlagos tőkeelértékelés a korábbi 11,0%-ról 10,4%-ra csökkent az alacsonyabb béta eredményeként. Viszont a TV időszakra 13,2%-ra emelkedett a korábbi 11,1%-ról, a magasabb hozamkörnyezet és a nagyobb kockázati felár hatására.
- A társaságra eddig is jellemző volt a nettó készpénz pozíció, és a jelenlegi finanszírozási környezetben ez várhatóan nem is fog változni, így 100%-os saját tőke arányt tételeztünk fel.
- A TV hosszútávú növekedési rátáját 4%-nak vettük, feltételezve, hogy az iparág tartósan képes lesz átlag feletti növekedést felmutatni.

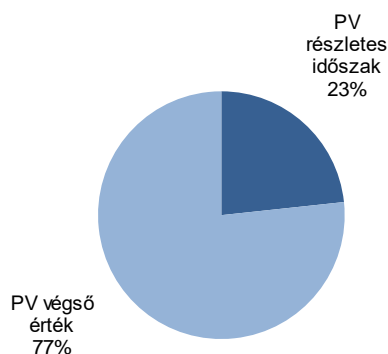
### DCF alap modell

WACC számítás	2023e	2024e	2025e	2026	2027e	TV
Kockázat mentes hozam	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	7,1%
Résztvénykockázati prémium	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,1%
Béta	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	1,00
<b>Tőkeköltség</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>13,2%</b>
Hitelköltség	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	8,6%
Efektív adóráta	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
<b>Adópajzs utáni hitelköltség</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>7,8%</b>
Saját tőke súlya	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>WACC (súlyozott tőkeköltség)</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>13,2%</b>

### DCF értékelés

millió forint	2023e	2024e	2025e	2026	2027e	TV
Árbevétel növekedés	21,2%	19,8%	30,6%	18,3%	19,0%	3,0%
EBIT	720.222	1.020.541	1.599.052	2.221.825	2.890.211	2.128.601
EBIT-marzs	11,5%	13,6%	16,3%	19,2%	21,0%	15,0%
Effektív társasági adóráta	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
EBIT adója	-64.820	-91.849	-143.915	-199.964	-260.119	-191.574
<b>NOPLAT</b>	<b>655.402</b>	<b>928.692</b>	<b>1.455.138</b>	<b>2.021.861</b>	<b>2.630.092</b>	<b>1.937.027</b>
+ Amortizáció	186.752	178.934	194.332	189.714	187.718	187.718
Tőkeberuházások / amortizáció	104,5%	0,0%	514,6%	0,0%	0,0%	100,0%
+/- Forgótőke változása	-254.750	-282.233	-305.140	-289.218	-490.298	-27.555
Forgótőke változása / árbevétel növekedés	23,2%	22,8%	13,3%	16,2%	22,3%	5,0%
- Tőkeberuházások	-195.224	0	-1.000.000	0	0	-187.718
<b>A cég szabad cash flow-ja</b>	<b>392.180</b>	<b>825.393</b>	<b>344.330</b>	<b>1.922.357</b>	<b>2.327.511</b>	<b>1.909.472</b>
Végső érték növekedés						4,0%
Végső érték						21.585.341
Diszkontált CF - 2022.12.31	355.298	677.448	256.034	1.294.984	1.420.463	13.173.377
<b>Cégérték - 2022.12.31</b>	<b>17.177.605</b>					
Kissebségek	809.205					
Nettó adósság	-1.174.903					
Egyéb kiigazítások	0					
<b>Saját tőke értéke - 2022.12.31</b>	<b>17.543.303</b>					
Forgalomban lévő részvények száma (mn)	17880,9					
Tőkeköltség	10,4%					
<b>12 hónapos részvény célár (HUF)</b>	<b>1098</b>					
Részvényár (HUF)	1045					
<b>Emelkedési potenciál</b>	<b>5,1%</b>					

### Cégérték megoszlása



### Érzékenység (per részvény)

WACC	Végső érték EBIT				
	14,0%	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%
12,2%	1.136	1.168	1.199	1.230	1.261
12,7%	1.087	1.116	1.146	1.175	1.205
13,2%	1.043	1.070	<b>1.098</b>	1.126	1.154
13,7%	1.003	1.029	1.056	1.082	1.109
14,2%	967	992	1.017	1.043	1.068

WACC	Végső érték növekedés				
	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%
12,2%	1.093	1.143	1.199	1.262	1.334
12,7%	1.051	1.096	1.146	1.202	1.265
13,2%	1.013	1.053	<b>1.098</b>	1.148	1.204
13,7%	978	1.015	1.056	1.101	1.151
14,2%	947	981	1.017	1.058	1.103

Forrás: Erste

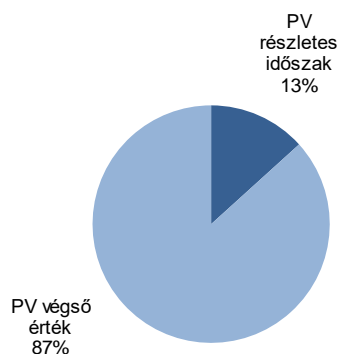
### DCF tőkeemeléssel kalkuláló modell

WACC számítás	2023e	2024e	2025e	2026	2027e	TV
Kockázat mentes hozam	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	7,1%
Részvénykockázati prémium	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,1%
Béta	0,36	0,36	0,36	0,36	0,36	1,00
<b>Tőkeköltség</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>13,2%</b>
Hitelköltség	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	8,6%
Efektív adórátá	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
<b>Adópajzs utáni hitelköltség</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>7,8%</b>
Saját tőke súlya	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>WACC (súlyozott tőkeköltség)</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>10,4%</b>	<b>13,2%</b>

### DCF értékelés

millió forint	2023e	2024e	2025e	2026	2027e	TV
Árbevétel növekedés	21,2%	19,8%	70,6%	19,9%	20,4%	3,0%
EBIT	720.222	1.020.541	2.061.152	2.908.235	3.841.323	2.852.820
EBIT-marzs	11,5%	13,6%	16,1%	19,0%	20,8%	15,0%
Efektív társasági adórátá	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
EBIT adója	-64.820	-91.849	-185.504	-261.741	-345.719	-256.754
<b>NOPLAT</b>	<b>655.402</b>	<b>928.692</b>	<b>1.875.648</b>	<b>2.646.494</b>	<b>3.495.604</b>	<b>2.596.066</b>
+ Amortizáció	186.752	178.934	269.332	264.714	262.718	262.718
Tőkeberuházások / amortizáció	104,5%	0,0%	1485,2%	0,0%	0,0%	100,0%
+/- Forgótőke változása	-254.750	-282.233	-689.121	-404.285	-683.444	-36.930
Forgótőke változása / árbevétel növekedés	23,2%	22,8%	13,0%	15,9%	21,8%	5,0%
- Tőkeberuházások	-195.224	0	-4.000.000	0	0	-262.718
<b>A cég szabad cash flow-ja</b>	<b>392.180</b>	<b>825.393</b>	<b>-2.544.140</b>	<b>2.506.923</b>	<b>3.074.877</b>	<b>2.559.136</b>
Végső érték növekedés						4,0%
Végső érték						28.929.369
Diszkontált CF - 2022.12.31	355.298	677.448	-1.891.751	1.688.774	1.876.575	17.655.384
részvények száma év végén	17.944.554	20.681.780	20.681.780	20.681.780	20.681.780	20.681.780
részvényenkénti Cf	20	33	-91	82	91	854
Cégérték - 2022.12.31	<b>17.713.885</b>					
<b>Cégérték - 2022.12.31</b>	<b>20.361.729</b>					
Kissebségek	809.205					
Nettó adósság	-1.174.903					
Egyéb kiigazítások	0					
<b>Saját tőke értéke - 2022.12.31</b>	<b>18.079.584</b>					
Forgalomban lévő részvények száma (mn)	17347,6					
Tőkeköltség	10,4%					
<b>12 hónapos részvény célár (HUF)</b>	<b>1167</b>					
Részvényár (HUF)	1045					
<b>Emelkedési potenciál</b>	<b>11,6%</b>					

### Cégérték megoszlása



### Érzékenység (per részvény)

WACC	Végső érték EBIT				
	14,0%	14,5%	15,0%	15,5%	16,0%
12,2%	1.212	1.250	1.287	1.325	1.362
12,7%	1.153	1.188	1.223	1.259	1.294
13,2%	1.100	1.133	1.167	1.200	1.234
13,7%	1.052	1.084	1.116	1.147	1.179
14,2%	1.009	1.040	1.070	1.100	1.130

WACC	Végső érték növekedés				
	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%
12,2%	1.161	1.220	1.287	1.363	1.449
12,7%	1.110	1.164	1.223	1.291	1.366
13,2%	1.064	1.113	1.167	1.227	1.294
13,7%	1.023	1.067	1.116	1.170	1.230
14,2%	985	1.026	1.070	1.119	1.173

Forrás: Erste



## Összehasonlító mutatószámok értékelés

	P/E			EV/EBITDA		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
LIVECHAT SOFTWARE SA	22,9	19,3	15,3	19,6	16,8	13,5
ASSECO POLAND SA	12,7	12,2		4,3	4,2	
ASSECO SOUTH EASTERN	13,6	12,4		7,7	7,3	6,3
NETCOMPANY GROUP AS	20,7	16,6	14,3	14,3	12,0	10,6
SOFTCAT PLC	23,0	22,1	20,3	16,9	15,5	14,2
Medián	20,7	16,6	15,3	14,3	12,0	12,0
Átlag	18,6	16,5	16,6	12,6	11,2	11,1
<b>Gloster</b>	<b>32,9</b>	<b>20,9</b>	<b>15,0</b>	<b>13,7</b>	<b>9,4</b>	<b>6,5</b>
<i>Mediántól eltérés</i>	<i>59%</i>	<i>26%</i>	<i>-2%</i>	<i>-4%</i>	<i>-22%</i>	<i>-46%</i>
<i>Átlagtól eltérés</i>	<i>77%</i>	<i>26%</i>	<i>-10%</i>	<i>9%</i>	<i>-16%</i>	<i>-41%</i>
<b>Fair érték medián alapján</b>	<b>647</b>	<b>817</b>	<b>1.053</b>	<b>985</b>	<b>1.179</b>	<b>1.613</b>
<b>Fair érték átlag alapján</b>	<b>581</b>	<b>815</b>	<b>1.145</b>	<b>870</b>	<b>1.091</b>	<b>1.493</b>

2023. február 20-i árak alapján.

Forrás: Bloomberg, Erste

Az összehasonlító mutatószámok értékelést csak az alap (tőkeemeléssel nem kalkuláló) modellre végeztük el, ami vegyes eredményt hozott. Az előre tekintő P/E 2023 és 2024 vonatkozásában is erőteljes, ám csökkenő túlértékeltiséget mutat. Ez a különbség 2025-re szűnik meg, amikor az eredmény várakozásunkkal kalkulált P/E ráta a medián érték környékére süllyed.

EV/EBITDA alapon viszont már a 2023-as előrejelzés alapján is jól árazottnak tűnik a részvény, ám a szektortársaknál gyorsabb növekedés hatására az időben előre haladva egyre inkább alulértékeltnek tűnik a Gloster.

**Erste Group Research – Vállalatelemzés**  
 Gloster Infokommunikációs Nyrt | technológia  
 2023. február 22.

<b>Eredménykimutatás</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
HAS millió forint, 31/12	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023
<b>Árbevétel</b>	<b>2.311</b>	<b>5.009</b>	<b>6.158</b>	<b>7.387</b>	<b>9.669</b>	<b>11.469</b>
Készletváltozás és aktivált teljesítmény	74	155	103	111	123	112
<b>Összes bevétel</b>	<b>2.386</b>	<b>5.165</b>	<b>6.261</b>	<b>7.498</b>	<b>9.792</b>	<b>11.581</b>
Egyéb működési bevételek	0	0	0	0	0	0
Anyagjellegű ráfordítások	-1.667	-3.455	-3.893	-4.440	-5.510	-6.162
Személyi jellegű ráfordítások	-327	-874	-1.380	-1.769	-2.374	-2.877
Egyéb működési költségek	-30	-45	-80	-90	-114	-131
<b>EBITDA</b>	<b>361</b>	<b>791</b>	<b>907</b>	<b>1.199</b>	<b>1.793</b>	<b>2.412</b>
Amortizáció	-181	-275	-187	-179	-194	-190
<b>EBIT</b>	<b>180</b>	<b>516</b>	<b>720</b>	<b>1.021</b>	<b>1.599</b>	<b>2.222</b>
Pénzügyi eredmény	-1	1	-27	-22	-23	-24
Rendkívüli eredmény	0	0	0	0	0	0
<b>Adózás előtti eredmény</b>	<b>179</b>	<b>517</b>	<b>693</b>	<b>998</b>	<b>1.576</b>	<b>2.198</b>
Adó	-16	-96	-62	-90	-142	-198
Megszűnő tevékenység eredménye	0	0	0	0	0	0
Kisebbségi részesedés	0	-189	-241	-348	-549	-765
<b>Részvényesekre jutó nettó eredmény</b>	<b>163</b>	<b>232</b>	<b>389</b>	<b>561</b>	<b>885</b>	<b>1.235</b>

<b>Mérleg</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
HAS millió forint, 31/12						
Immateriális javak	175	188	188	188	188	188
Tárgyi eszközök	530	543	697	675	763	756
Pénzeszközök	236	1.067	1.892	1.892	2.792	2.792
<b>Befektetett eszközök</b>	<b>940</b>	<b>1.798</b>	<b>2.776</b>	<b>2.755</b>	<b>3.743</b>	<b>3.735</b>
Készletek	228	98	365	291	477	509
Követelések és egyéb forgóeszközök	1.008	1.292	2.100	2.513	3.337	3.770
Egyéb eszközök	17	144	59	80	97	119
Pénzeszközök és egyenértékeseik	870	1.831	1.697	2.450	2.030	3.174
<b>Forgóeszközök</b>	<b>2.123</b>	<b>3.366</b>	<b>4.221</b>	<b>5.335</b>	<b>5.940</b>	<b>7.572</b>
<b>ESZKÖZÖK ÖSSZESEN</b>	<b>3.063</b>	<b>5.164</b>	<b>6.997</b>	<b>8.089</b>	<b>9.683</b>	<b>11.308</b>
<b>Részvényesi tőke</b>	<b>1.689</b>	<b>2.383</b>	<b>3.697</b>	<b>4.325</b>	<b>4.930</b>	<b>5.722</b>
<b>Kisebbségi részesedés</b>	<b>0</b>	<b>809</b>	<b>1.142</b>	<b>1.490</b>	<b>2.038</b>	<b>2.803</b>
<b>Hibrid tőke és egyéb tartalékok</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Egyéb elhatárolások</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Céltartalékok</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Hosszú lejáratú hitel	157	353	383	406	425	440
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	22	68	68	68	68	68
<b>Hosszú lejáratú kötelezettségek összesen</b>	<b>179</b>	<b>422</b>	<b>451</b>	<b>474</b>	<b>493</b>	<b>508</b>
Rövid lejáratú hitel	191	305	71	77	81	85
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	1.004	1.234	1.636	1.724	2.140	2.189
<b>Rövid lejáratú kötelezettségek összesen</b>	<b>1.027</b>	<b>1.399</b>	<b>1.673</b>	<b>1.755</b>	<b>2.179</b>	<b>2.229</b>
<b>SAJÁT TŐKE ES KÖTELEZETTSÉGEK</b>	<b>3.063</b>	<b>5.154</b>	<b>6.997</b>	<b>8.089</b>	<b>9.683</b>	<b>11.308</b>

<b>Cash Flow kimutatás</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
HAS millió forint, 31/12						
Működési cash flow	49	133	230	814	1.019	1.750
Befektetési cash flow	-437	-1.135	-362	-157	-1.182	-182
Finanszírozási cash flow	1.102	1.057	150	97	-257	-424
<b>PÉNZESZKÖZÖK ÁLLOMÁNYVÁLTOZÁSA</b>	<b>715</b>	<b>964</b>	<b>18</b>	<b>754</b>	<b>-420</b>	<b>1.144</b>

<b>Marzsok &amp; Arányszámok</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Árbevétel növekedése	8,1%	116,7%	22,9%	20,0%	30,9%	18,6%
EBITDA ráta	15,1%	15,3%	14,5%	16,0%	18,3%	20,8%
EBIT ráta	7,5%	10,0%	11,5%	13,6%	16,3%	19,2%
Nettó profit ráta	6,8%	8,2%	10,1%	12,1%	14,6%	17,3%
ROE	15,0%	11,4%	12,8%	14,0%	19,1%	23,2%
ROCE	16,7%	26,0%	22,8%	24,5%	30,9%	35,3%
Tőke arány	55,1%	61,9%	69,2%	71,9%	72,0%	75,4%
Nettó adósság	-522	-1.172	-1.243	-1.968	-1.524	-2.649
Forgótőke	1.079	1.823	2.488	3.499	3.664	5.224
Felhasznált tőke	1.189	2.088	3.664	3.915	5.513	5.945
Készletek forgási sebessége	10	13	11	9	9	8

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@mnb.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](http://www.ersteinvestment.hu) oldalon. Jelen Dokumentumot a Társaság abból a célból készítette, hogy az elemzésnek alávettett 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, ilyenek 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 használatával, 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 legyen 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 érdekkeltséggel) 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](http://www.ersteinvestment.hu) oldalon, illetve Társaság „Az Erste Befektetési Zrt. által nyújtott szolgáltatásokról az ügylet előtti tájékoztatás keretében” elnevezésű hirdetményében.

### **Erste Group értékelési definíciók**

<b>Vétel</b>	> +20% célárig
<b>Felhalmozás</b>	+10% < célár < +20%
<b>Tartás</b>	0% < célár < +10%
<b>Csökkentés</b>	-10% < célár < 0%
<b>Eladás</b>	< -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](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.