

OPUS GLOBAL Nyrt.

SEMLEGES

Egy éves célár: 545 forint



	milliárd forint 2023 H1	2024 H1	Változás (év/év)
Bevétel	324,87	300,84	-7,4%
EBITDA	42	47,57	13,3%
EBIT	20,63	23,65	14,6%
Nettó profit	16,13	20,65	28,0%
EBITDA marzs	12,9%	15,8%	0,029
EBIT marzs	6,4%	7,9%	0,015
Profit marzs	5,0%	6,9%	0,019

Árfolyam 2024.09.30.	508 forint	Nettó profit (2024 H1)	20,65 milliárd forint
Részvények száma (millió db)	701,64	Bloomberg ticker	OPUS HB
Közkezhányad (2024.09.04.)	39,64%	BÉT ticker	OPUS
Piaci kapitalizáció (Milliárd forint/ millió euró)	361/904	52 hetes min./max.	323–531 forint

Összefoglaló

- Az OPUS GLOBAL Nyrt. 2024 szeptember 30.-án tette közzé a 2024 második negyedévére vonatkozó beszámolóját.
- A konszolidált beszámoló szerint az első féléves árbevétel 7,4%-kal 324,9 milliárd forintról 300,8 milliárd forintra csökkent.**
- Az EBITDA 13,3%-kal emelkedett, 42 milliárd forintról 47,6 milliárd forintra,** azaz a működési költségek az árbevételnél nagyobb mértékben csökkentek.
- Az adózott eredmény 20,65 milliárd forintot tett ki, amely 28%-os bővülésnek feleltethető meg.
- A beszámoló által bemutatott időszakban a holding portfóliója érdemben nem változott.
- A jelentésben nem ismertünk meg olyan adatot, információt, amely a DCF-modellünk frissítését indokolná.
- Egy éves célárunk változatlan, 545 forint. Ajánlásunk semleges.**

A pénzügyi modellezés kritériumai

- Az OPUS Global öt iparágban működik: ipari termelés, mezőgazdaság és élelmiszeripar, energetika, turizmus és vagyongazdálkodás.**
- 2024 első félévében az emelkedő EBITDA és nettó eredmény katalizátora a turizmus és az energetikai szegmensek voltak.**

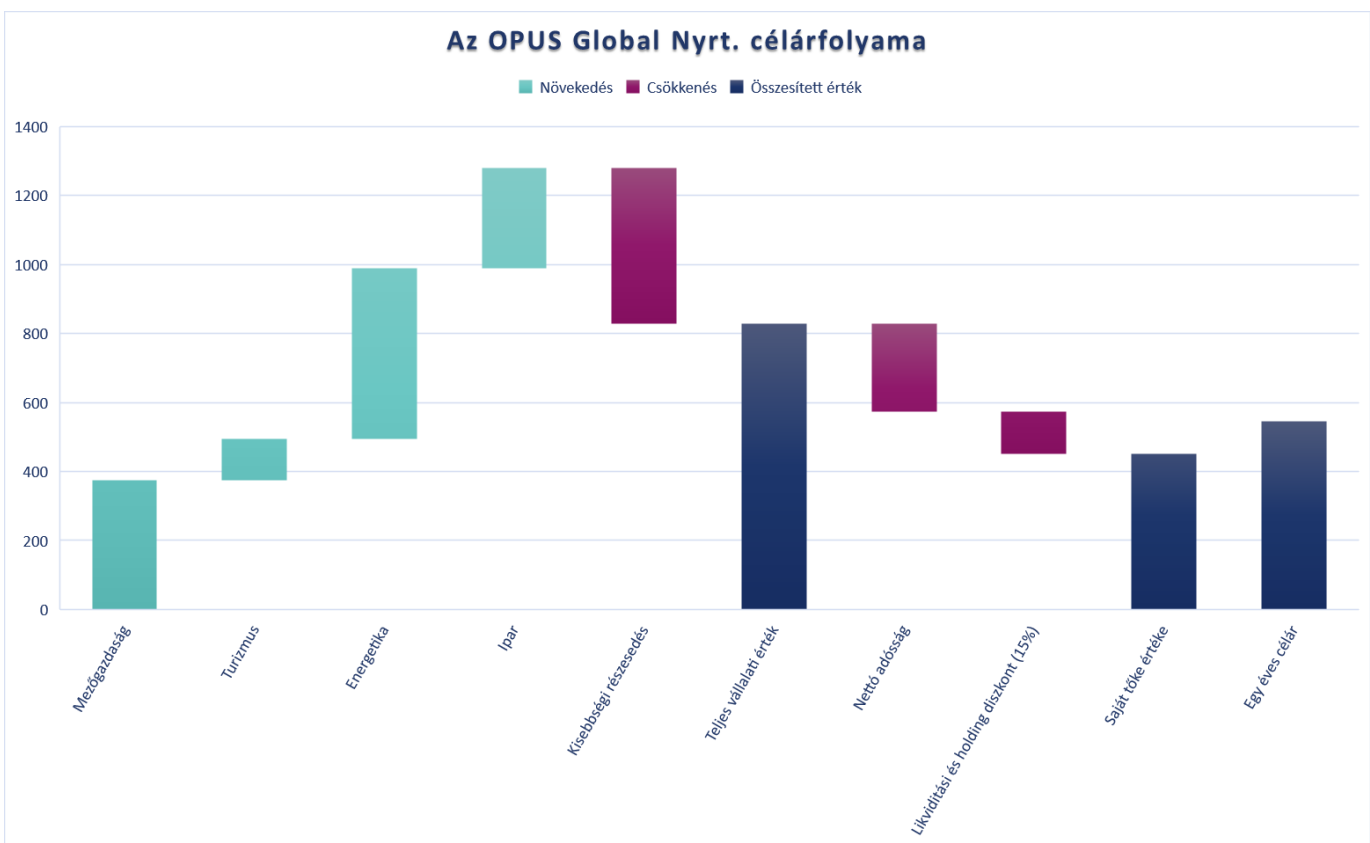
- **Az ipari termelés szegmens árbevétele 122.2 milliárd forintról 127 milliárd forintra emelkedett, amely 3,9%-os növekedés. Igaz eközben a költségek is jelentősen emelkedtek** (melyek 90%-a anyagjellegű tétel), így az EBITDA 16,9%-kal 19,75 milliárd forintról 16,42 milliárd forintra csökkent. Az árbevétel növekedését az építőipari ágazat jobb teljesítménye segítette. Az építőipari szegmens előrejelezhetősége továbbra is kihívásokkal teli, hiszen egyrészt rendkívül ciklikus iparágról van szó, másrészt a szerződéses és állami, valamint Uniós támogatásokban tapasztalható volatilitás jelentős hatással lehet az eredményre.
- **Az ipari szegmens kisebb része a nehézipar, amely a Wamsler SE** kandalló- és tűzhelygyártót foglalja magában. Bár ennek az alszegmensnek az eredménye elenyésző az építőipari vállalatokhoz mérten, azonban meg kell említeni, hogy a bevétel 31,8%-kal csökkent, az EBITDA pedig negatívba fordult (-108,9 millió, szemben a 423,8 millió egy évvel korábbi eredménnyel), melynek oka a berendezések iránti kereslet jelentős visszaesése volt. **Fontos, hogy a vállalat által elindított új, acélszerkezet gyártása a jövőben fontos növekedési pont lehet.**
- **A mezőgazdasági és élelmiszeripari ágazat két jelentős meghatározó vállalata a KALL Ingredients és a Viresol, amelyek a szegmens eredményének döntő részét adják. Az árbevétel 16,8%-kal csökkent**, amely oka három részből tevődik össze, egyrészt a termékek árkonzolidációja (az alapanyagköltség jelentős, amely nagy része beépül az eladási árba és a vevők ilyen tekintetben árelfogadók), másrészt tudatos menedzsmenti termelésoptimalizálás, harmadrészt pedig az euró árfolyamváltozása (lévén, hogy a termékek döntő részre export).
- **A turizmus szegmens** árbevétele leginkább a Hunguest Hotels-nél jelentkezik. A hotellánc szegmensben belüli súlya meghaladja a 97%-ot. **A szegmens árbevétele 29,3%-kal emelkedett (15,6 milliárd forintról 20,2 milliárd forintra), míg az EBITDA 110%-kal 1,47 milliárd forintról 3,08 milliárd forintra.** A jobb eredmény annak köszönhető, hogy a bizonyos működési költségek (főként az anyagjellegű ráfordítások) emelkedése elmaradt az árbevétel növekedésétől, másrészt kezd kifizetődni az hotelek modernizálása, azaz egyrészt magasabb marzs érhető el, másrészt több férőhellyel lehet számolni. A Hunguest Hotels szállodáiban a vendégéjszakák 21,9%-kal nőttek, **kiemelkedő volt a külföldi vendégéjszakák száma**, amely 32,6%-os bővülést mutat.
- **Az energetikai szegmensben** az OPUS TIGÁZ, mint gázelosztó és OPUS TITÁSZ, mint villamosenergia elosztó jelentik az eredmény forrását. Az elmúlt években, főként az energiakáosz végett, ezen vállalatok eredménye jelentős volatilitáson ment keresztül. Talán azt mondhatjuk, hogy ez az időszak már mögöttünk van. Az itt működő vállalatok egyrészt szigorú szabályozások alá esnek, másrészt működési helyükön a monopóliumok jellemzőivel bírnak.
- **A szegmensben az árbevétel 11,4%-kal csökkent 120,3 milliárd forintról 106,6 milliárd forintra. A visszaesést főként a villamosenergia elosztás árbevételében látható 15,9%-os csökkenés okozta.** Ennek oka az alacsonyabb értékesített mennyiségben és az alacsonyabb árazásban keresendő. Ugyanakkor **az OPUS TITÁSZ esetében a 2023-ban látott -2,1 milliárd forintos EBITDA 9,15 milliárd forintra emelkedett**, melynek oka a működési költségek masszív csökkenése, részben a hálózati veszteség miatt beszerzendő villamosenergia árának csökkenésére vezethető vissza. Így a teljes szegmens EBITDA-ja 106,5%-kal 10 milliárd forintról 20,6 milliárd forintra emelkedett.
- Az egyes szegmensekről bővebb befektetési kitekintés és összefoglaló a korábbi elemzésekben olvasható. A dokumentum az alábbi linken érhető el: [Opus Global elemzes 20240621.pdf \(mbhbecfetesibank.hu\)](https://www.mbhbefektetesibank.hu/opus-global-elemzes-20240621.pdf)

A pénzügyi modellezés kritériumai

Az OPUS GLOBAL Nyrt. értékelésének alapját a vállalat jelentései, az egyedi jelentések, iparági beszámolók, elemzések és a menedzsment interjúk szolgáltatják. Ezek célja, hogy a diszkontált cash flow modell (DCF) minden összetevője rendelkezésünkre álljon és pontosabb képet kapjunk a vállalat várható fair értékéről.

- **A diszkontált cash-flow (DCF) modell 5 évet ölel fel, 2024 és 2028 között.**
- A vállalat fair értékét úgynevezett „sum of the parts” elemzéssel határoztuk meg. Azaz az OPUS GLOBAL Nyrt. által birtokolt vállalatok értékét iparáganként határoztuk meg. A lenti diagramon az egyes iparágak részvényenkénti teljes értékét (enterprise value); az egy részvényre jutó kisebbségi részesedések értékét; a nettó adósság és a likviditási/holding diszkont után a saját tőke értékét; majd az egy éves célárat ábrázoljuk.

- Az elkövetkezendő öt év trendjeinél erősen támaszkodtunk a menedzsmenti, valamint független, iparági beszámolókra (Európai Bizottság, Világbank, jegybankok elemzései). A végső cégérték meghatározásánál a hosszú távú növekedést az iparági várakozások és/vagy a befektetett tőke hozama és az újrabefektetési ráta alapján kalkuláltuk. Különös figyelmet fordítottunk a menedzsment legújabb, 2029-ig vázolt stratégiai tervére.
- Az átlagos súlyozott tőkeköltség (WACC, diszkontfaktor) az egyes vállalatok esetében a külső és belső források (hitel és tőke) aránya, az iparágak bétája, a hazai kockázatmentes hozam és a hazai részvénykockázati prémium („equity risk premium”) és az adott vállalatot érintő adó alapján kerül számításra.
- A Budapesti Értéktőzsde **alacsony likviditása és a holding „cégforma” miatt 15%-os likviditási diszkontot** alkalmazunk a fair érték meghatározása során.
- Elemzésünk szerint az **OPUS Global Nyrt. egy éves célára 545 forint.**



Kockázatok

- Az **OPUS GLOBAL Nyrt. - mivel számos iparágat ölel fel portfóliója - bizonyos feltételek mellett másfajta kockázati megközelítést igényel.** Bár alapvetően a diverzifikáció lényege, hogy az egyedi kockázatokat „kiszűrje”, hogy azok kiegyenlítsék egymást, a piaci kockázatra ez sem válasz. Ezt láthattuk az elmúlt években, ahol a Covid-19 és az orosz-ukrán háború jelentősen érintette szinte az összes iparágat, ahol az OPUS Global Nyrt. kitettséggel rendelkezik.
- **A társaság nagy hangsúly fektet a kockázatok és veszélyek elemzésére, felismerésére és kezelésére.** Az orosz-ukrán konfliktus és háborús helyzet kiemelt kockázatot jelentett és jelent a csoport érintett szegmenseinek. A háborús konfliktus okozta energia- és alapanyagárak (nyersanyagok) drasztikus emelkedése, az ellátási láncokban való akadozások és kapacitáscsökkenés jelentős hatással volt a Csoport teljesítményére. Így mind az energetika, mind a mezőgazdasági és élelmiszeripari szegmens érintett volt. Korábban a Covid-19 pandémia a turizmus szektorát tépázta meg rég nem látott módon.

- Az utóbbi évek megnövekedett inflációjával és ezen keresztül a kamatkörnyezet megváltozásával még számolnia kell a Csoportnak a likviditáskezelés és finanszírozás tervezéskor. Ahogy láthattuk az elmúlt egy évben, mind az infláció, mind a hozamkörnyezetre vonatkozó előrejelzések képlékenyek és gyorsan változnak.
- **A Cégcsoport komplex szabályozói környezetben működik, így tevékenységét és pénzügyi eredményességét nagyban befolyásolhatja a szabályozói környezet.** A Cégcsoport mindent megtesz a jogszabályoknak való megfelelés érdekében, azonban fennáll a kockázata a jogszabályoknak való meg nem felelésnek, amely bírságot vagy egyéb jogkövetkezményeket vonhat maga után. A jövőbeni szabályozási változások jelentős negatív hatással lehetnek a Cégcsoport eredményességére. Ez természetesen magában foglalhatja nem csak a működési szabályokat érintő előírásokat, hanem különadókat és nemzetközi előírásokat is, ahogy az olyan felételek változását is, amely a zéró károsanyag kibocsátást, a gazdaságzöldítését érinti. Az OPUS GLOBAL Nyrt. számos olyan vállalatot birtokol, ahol ez utóbbi különös hangsúlyt kap napjainkban.
- A feszes munkaerőpiac komoly bérversenyt eredményez, ami hatással van az eredményességre. A magyar gazdaság csúcsközeli foglalkoztatottsági szinteken áll, így a munkaerő jelentős alkupozícióval rendelkezik, és a magasabb bért és jobb munkakörnyezetet kínáló vállalatok felé áramlik. A Cégcsoport eredményességére jelentős hatással lehet a szakképzett munkaerő megtartásának, és a munkakörnyezet javításának költsége a normális működés érdekében.
- **A devizakockázat is kiemelt kockázatot jelenthet a Cégcsoport érintett szegmenseinél,** legfőképp az EUR/HUF devizapár árfolyam ingadozása. Ez különösen érvényes az élelmiszeriparra, ahol a két fő vállalat fő értékesítése piaca Európa.
- A fenti, általános kockázati faktorok mellett számos egyéb, az adott iparágra vonatkozó bizonytalanság is azonosítható.
- **A turizmus szegmensben** kockázati tényezőként szolgálhat az időjárás alakulása, amely befolyásolhatja a szállodák eredményességét. Különös hatással lehet a szezonális szállodaként üzemelő egységekre, mint például a síszállók, de a Balatontourist kempingjeinek a bevétele is függhet az adott időszak időjárásától.
- Kiemelt kockázatot jelenthetnek a turizmus szegmensre a különböző korlátozások, mint például a Covid-19 járvány idején bevezetett kijárási korlátozás, ami a turizmus szegmensre volt a legnagyobb negatív hatással.
- Az orosz-ukrán háború elhúzódása az ország biztonsági megítélésére is negatív hatással lehet, ezáltal csökkenhet a külföldi vendégéjszakák száma, ami bevételecsökkenést okozhat.
- A magas infláció és a reáljövedelmek csökkenése gyengítheti az utazási kedvet, ami negatív hatással lehet a szállodák eredményességére.
- A SZÉP kártyával kapcsolatos szabályozások módosítása is kockázatot jelenthet az eredményességre, a SZÉP kártya tulajdonosok költségeinek 84%-a ugyanis a turisztikai szektorban jelenik meg.
- **Az energetika iparágban** kulcsfontosságú a szakképzett alkalmazottak megtartása és a hálózatok működtetéséhez szükséges szakszemélyzet megőrzése, illetve pótlása nehézséget okozhat, ami lényegesen hátrányos hatással lehet a vállalatok eredményességére és pénzügyi helyzetére.
- További kockázatot jelenthetnek a változó jogszabályi előírások a jövőben alkalmazandó technológiai újításokról, ilyen lehet például az okos mérés kialakítása és alkalmazása. A szabályozói kockázatok közül a hatóságilag megállapított rendszerhasználati díjak alakulása a legmeghatározóbb, hisz az energiaszolgáltatók árbevételeinek jelentős része ebből származik. További kockázat lehet az elosztó infrastruktúra üzemképességének fenntartása, bizonyos helyeken a hálózat fejlesztésének elmaradása.
- Az orosz-ukrán háború okozta volatilitás és a jelentős áremelkedés enyhülhet (talán már magunk mögött tudhatjuk?), azonban a helyzet eskalálódása további kockázatokat jelenthet, különösen az energetika szektorában, amely természetesen tovább gyűrűzhet más iparágakba is.
- **A mezőgazdaság és élelmiszeripar szegmensben jelentős kockázatot jelenthet** az időjárás alakulása, a termésátlagok változása, a mezőgazdaság szabályozása és támogatottsága. 2022-ben az időjárási viszonyok miatt mind az európai és világpiacra is csökkent a búza és kukorica termésátlaga, ezzel együtt megemelkedtek az árupiaci jegyzések is. Ezt erősítette a korábbi években az orosz-ukrán konfliktus is, majd az árak csökkenésében szerepe volt az ukrán termés újbóli felfutásának (kukorica és búza).
- A vállalat ezen része ki van téve a nemzetközi és világpiaci trendeknek, kockázatoknak. A divízió egyik fő termékének számító folyékony cukrok ára nagyban függ a cukor világpiaci áráról, és egyik a másikkal akár helyettesíthető is. Ugyanakkor a cukor és édesítőszer felhasználásának alakulását napjainkban egyre jobban a fogyasztói szokások

uralják, elég csak körbe nézni és visszagondolni, hogyan változtak például az élelmiszerboltok üdítő polcai az elmúlt 10 évben.

- Az élelmiszeripari szegmens költségének 70-80%-át teszi ki az alapanyagköltség, úgy, mint az energia és a nyersanyagok beszerzése. Az ezekben történő volatilitás ellen részben lehet védekezni fedezéssel, de teljesen kiiktatni nem lehet.
- **Az ipari termelés iparágának egyik legnagyobb kockázata** az Európai Unió által támogatott, állam által kiírt hazai forrásból finanszírozott közbeszerzési beruházások megvalósulása. A vállalatok nyereségessége függ az elnyert pályázatok nagyságától, volumenétől és azok megvalósulásának időbeli lefolyásától.
- A cégek tevékenységére jelentős hatással lehet a szomszédban folyó háború és annak elhúzódása. Tovább nőhetnek az építési alapanyagok árai, illetve jelentkehetnek ellátási lánc problémák vagy alapanyaghiány is, ahogy erre az utóbbi 2-3 év számos példát mutatott.

Elemzés lezárva: 2024.09.30. 17:00

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MBH Befektetési Bank Zrt. (székhely: 1117 Budapest, Magyar Tudósok körútja 9.G.sz.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-041206; tev. eng. sz.: III/41.086/2022., EN-III/M-608/2009.; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina körút. 55. sz.; továbbiakban a Bank) készítette.

2. Jelen dokumentumban közölt megállapítások, mint befektetési elemzés a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alapján objektív és független magyarázatnak, azaz befektetéssel kapcsolatos kutatásnak minősül, továbbá az Európai Parlament és a Tanács 596/2014/EU rendelete szerint befektetési ajánlásnak minősül. A jelen dokumentumot a Bank az ügyfelei vagy a nyilvánosság körében kívánja terjeszteni, vagy más személyek számára oly módon biztosít hozzáférést, amely alapján jelen dokumentum nyilvánosságra kerülhet.

3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak. A Bank kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségekért.

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valóságáról, pontosságáról, helytállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított szakmai megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat, ajánlásokat.

5. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körültekintően mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról, valamint a befektetésre vonatkozó döntésének meghozatalát megelőzően forduljon munkatársainkhoz, vagy keresse fel banki tanácsadóját! További tájékoztatás elérhető a www.mbhbefektetesibank.hu honlapon, továbbá az MBH Bank Nyrt. fiókjában, valamint az www.mbhbank.hu honlapon. Az MBH Bank Nyrt. az MBH Befektetési Bank Zrt. közvetítőjeként jár el.

6. Ajánlások:

- **Overweight: (felülsúly):** Az „Overweight (felülsúly)” besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan meghaladja az iparág átlagos hozamát vagy az index referenciaértékét a következő 12 hónapban.
- **Underweight (alulsúly):** Az „Underweight” (alulsúly) besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan az egész iparág átlagos hozama vagy az index referenciaértéke alatt marad a következő 12 hónapban.
- **Equal weight:** Az equal weight besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan megegyezik a teljes iparág átlagos hozamával vagy az index referenciaértékével a következő 12 hónapban.
- **Vétel (Buy):** a teljes megtérülés várhatóan meghaladja a 10% -ot a következő 12 hónapban.
- **Semleges (Neutral):** A teljes megtérülés várhatóan -10 - + 10% között lesz a következő 12 hónapban.
- **Eladás (Sell):** A teljes megtérülés várhatóan -10% alatt lesz a következő 12 hónapban.
- **Felülvizsgálat alatt (Under revision):** Ha új információk látnak napvilágot, ez várhatóan jelentősen megváltoztatja az értékelést.

7. **Célárfolyam:** Célárunk meghatározása 12 havi alapon történik, osztalék nélkül, hacsak másként nem jelezzük.

8. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani. A Bank továbbra is jogosult jóhiszeműen és piacképzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.

9. A Bank rendelkezik a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabályzattal, mely intézkedések az Európai Bizottság 2016/958 felhatalmazáson alapuló rendeletében írt, az összeférhetlenségek megelőzésére és elkerülésére létrehozott hatékony belső szervezeti és igazgatási megoldásoknak, valamint információs korlátoknak minősülnek. Az elemzés elkészítésében részt vevő személyek javadalmazása nem kapcsolódik közvetlenül a 2014/65 EU irányelv 1. számú melléklet A és B szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatási tevékenységek nyújtásához vagy a Bank vagy más, vele azonos pénzügyi csoporthoz tartozó jogi személy által végzett tranzakciókhoz, illetve a Bank vagy a vele azonos pénzügyi csoporthoz tartozó vállalkozás által kapott jutalékhoz.

10. A jelen dokumentumban érintett termék/pénzügyi eszköz kibocsátója nem rendelkezik a Bank teljes jegyzett tőkéjének 5%-át meghaladó részesedéssel. A Bank a jelen dokumentum tárgyát képező pénzügyi eszköz tekintetében árjegyzőként vagy likviditás biztosítójaként jár el az OPUS2029 és OPUS2031 NKP kötvényekben. A Bank a kibocsátó pénzügyi eszközei bármilyen nyilvános kibocsátásának vezető szervezője vagy társ-vezetőszervezője nem volt az előző 12 hónapban. A Bank a

2014/65/EU irányelv I. mellékletének A. és B. szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatások nyújtására vonatkozóan a kibocsátóval kötött megállapodásnak nem részes fele. A Bank nem rendelkezik a jelen dokumentumban érintett kibocsátó teljes jegyzett tőkéjének 0,5%-át kitevő küszöböt meghaladó nettó hosszú vagy rövid pozícióval.

11. A Bank megfelelő belső eljárásrendet alakított ki a (i) befektetéssel kapcsolatos kutatás elkészítésében részt vevő pénzügyi elemzők és egyéb érdekelt személyek személyes ügyeire vonatkozóan; (ii) a befektetési elemzések elkészítésében részt vevő pénzügyi elemzők és egyéb érdekelt személyek fizikai elkülönítésének biztosítására; ezen felül a megfelelő információs korlátok is felállításra kerültek (iii) az ösztönzők elfogadására és a java dalmazásra vonatkozóan.

12. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bank előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bank valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.

13. A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadvány elkészítésének időpontja: 2024. szeptember 30. (17:00)

A kiadvány készítője: Debreczeni Csaba, vezető részvényelemző, MBH Befektetési Bank Zrt., 1056, Budapest, Váci utca 38.

14. Változás az előző elemzésekhez: első elemzésünk publikációjának időpontja 2024. március 04., melyben az egy éves célár 519 forint. Második elemzésünk 2024 május 4.-én lett publikálva, melyben az egy éves célár 545 forintra emelkedett. A jelenlegi egy éves célár szintén 545 forint, amely 0%-kal magasabb a korábnál. Az előző elemzések az alábbi honlapon, linken érhetők el:

[Részvények \(mbhbefektetesibank.hu\)](https://mbhbefektetesibank.hu)

15. Az alkalmazott értékelési eljárások:

EV/EBITDA

Az EV/EBITDA mint értékelési mutató annak az eldöntésében segít, hogy egy adott részvény (vagy a részvényekből összeállított index) drága-e vagy sem. Hasonló a P/E rátához, csak ebben az esetben a nevező az EBITDA, azaz a kamat, adófizetés és amortizáció előtti eredmény. Mivel ezek az időben és értékben is ingadozó mutató tételek kiszűrésre kerülnek, nem annyira volatilis, mint a P/E, hiszen az egy részvényre jutó nettó eredményt egyedi tételek jelentősen befolyásolhatnak.

A számlálóban lévő EV, azaz „enterprise value” a cég tartós finanszírozásának piaci értéke, amely nem más, mint a teljes részvénykapitalizáció és a teljes pénzügyi adósság összege, amelyből le kell vonni a mérlegben lévő készpénz- és készpénzegyenértékek értékét.

A mutató alakulása független a tőkeszerkezettől, hiszen, ha egy vállalat bankhitelt vesz fel vagy kötvényt bocsát ki, akkor a P/E mutatója alacsony lesz és így olcsónak tűnik. Ellenben, ha a cég részvényt bocsát ki és abból kifizeti az adósságát, akkor a P/E mutatója magasabb értéket mutat, miközben a társaság „enterprise value”-ja nem változik. Az EV tartalmazza a részvények és az adósság értékét is, így független a tőkeszerkezettől.

P/E MUTATÓ

Az árfolyam/nyereség (P/E) mutató a részvény árfolyama és az egy részvényre jutó adózott nyeresége hányadosaként értelmezhető. Jelentése leegyszerűsítve az, hogy hány év alatt termeli meg az adott cég az árának megfelelő nyereséget a társaság.

ROE (SAJÁTTŐKE-ARÁNYOS NYERESÉG)

A részvényesek számára egy kiemelten fontos jövedelmezőségi mutató. Azt mutatja meg, hogy egységnyi saját tőkére vetítve mekkora profitot termel a társaság. A ROE gyakorlatilag a befektetés megtérülését fejezi ki.

Technikai elemzés

A technikai elemzés egy pénzügyi instrumentum múltbeli árfolyammozgásaiból készített grafikon alapján vonhatók le következtetések az árfolyam jövőbeli irányát illetően. A technikai elemzés az instrumentum várható mozgásával kapcsolatos előrejelzéseket fogalmaz meg. Ehhez számos eszköztár áll rendelkezésre, de alapvetően négy fő csoportot lehet megkülönböztetni. A japányertya- és trendelemzést, a grafikonokon vizsgált alakzatokat és a matematikai formulából álló indikátorokat.

Diszkontált cash flow értékelés

A diszkontált cash flow alapú értékelési (discounted cash flow valuation) módszer egy vállalat (vagy projekt, eszköz, üzlet stb.) értékelésére szolgál a szabad pénzáramlások időértéke alapján. A modell előrejelzi a vállalat által megtermelt szabad cash flow-kat, és azt a súlyozott átlagos tőkeköltéssel (weighted average cost of capital - WACC) diszkontálja. A szabad cash flow a vállalkozás által megtermelt és a befektetők között felosztható pénzmennyiség. A WACC a befektetők által elvárt megtérülési rátát jelenti. Ha egy vállalkozás kockázatosabb, a számított megtérülési ráta, a WACC magasabb lesz.

Diszkontált cash flow modell (DCF)

A vállalatokat jellemzően ötéves előrejelzési időszakot értékelve elemezzük. Bizonyos esetekben az előrejelzési időszak eltérhet az öt évtől. Ebben az esetben jelezzük az eltérést. A cash flow-kat a vállalat WACC-jával diszkontáljuk, ha csak ezt másképp nem jelezzük.

Az első lépésben a vállalat pénzáramlását kell előrejeleznünk. A vállalat szabad pénzáramlása (free cash flow to firm - FCFF) a kamat- és adófizetés előtti eredményen (EBIT), az adókulcs, az értékcsökkenési leírás (D&A), a működőtőke nettó változásán és a tőkebefektetéseken (CAPEX) alapul. A modell maradványértékkel is kalkulál (terminal value), amely alapulhat a hosszú távú növekedésen vagy olyan mutatószámokon, mint az EV/EBITDA, vagy az EV/EBIT. A maradványérték előrejelzése kulcsfontosságú, mivel jellemzően a nettó jelenérték több mint 50%-át teszi ki.

Diszkontráta (WACC)

A vállalat súlyozott átlagos tőkeköltése (weighted average cost of capital) függ az iparágtól, a kockázatmentes rátától (risk free rate), az adótól, a hitelköltségtől (cost of debt). A saját tőke költségét (cost of equity) a CAPM-modell segítségével számítják ki, ahol a független változó a kockázatmentes hozam (risk free rate), az iparág-specifikus tőkeáttétel (vagy tőkeáttétel nélküli) béta (industry specific (levered) beta) és a részvénykockázati prémium (equity risk premium). A WACC a tőkeszerkezettől függ, ezért a tulajdonosi tőke/adósság arányának előrejelzése döntő fontosságú.

Ezt követően megkapjuk a vállalatértéket (enterprise value - EV). Az utolsó lépésben az EV-t csökkentenünk kell a nettó adóssággal. Ezeket a számokat elosztva a forgalomban lévő részvényekkel megkapjuk a részvények célárát.

A diszkontált cash flow modell érzékenységi elemzést (sensitivity analysis) tartalmaz, amely a WACC, a hosszú távú növekedés, vagy az alkalmazott mutatószámok változásának hatásait veszi figyelembe, amelyen a maradványérték alapul.

Célfolyamunk 12 hónapos alapon, osztalék nélkül értendő, hacsak nem kerül másként meghatározásra.

Peer group (összehasonlító csoport) értékelés

Összehasonlításként peer group értékelést használunk. Az elemzés olyan fontos mutatókon és szorzókon alapul, mint a P/E, EV/E BITDA, EV/EBIT, piaci kapitalizáció, P/S, EBITDA árrés, nettó adósság EBITDA-hoz viszonyítva, EBITDA növekedés, osztalékhozam és ROIC. Ha az érintett iparág indokolja, más szorzókat is használhatunk. Az összehasonlító csoportot a vállalatok fő tevékenységének iparága szerint állítjuk össze, tekintettel a régióra (DM vagy EM piac).

A saját utunkat járjuk.



mbhbefektetesibank.hu



06 80 350 350

