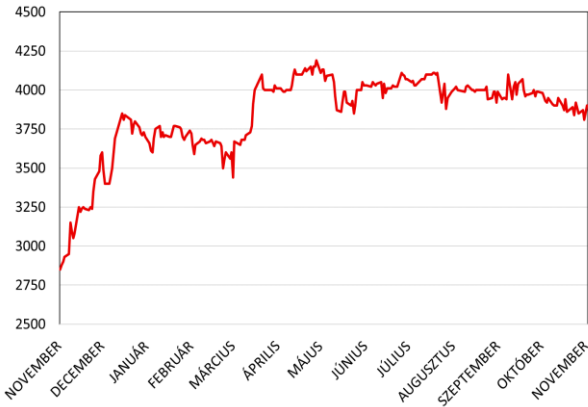


Waberer's International Nyrt.

VÉTEL

Egy éves célár: 5476 forint



| millió euró | 23/Q3 | 24/Q3 | Változás (év/év) |
|--------------|-------|-------|------------------|
| Bevétel | 174,6 | 193 | 11% |
| EBITDA | 21,5 | 24,4 | 13% |
| EBIT | 8 | 10,1 | 26% |
| Nettó profit | 0,5 | 5,4 | 980% |
| EBITDA marzs | 12,3% | 12,6% | 0,3% |
| EBIT marzs | 4,6% | 5,2% | 0,7% |
| Profit marzs | 0,3% | 2,8% | 2,5% |

| | | | |
|---|-------------|------------------------|--------------------|
| Árfolyam 2024.11.14 | 3860 forint | Nettó profit (2024 Q3) | 5,4 |
| Részvények száma (millió db) | 17,7 | Bloomberg ticker | WABERERS HB Equity |
| Közkezhányad | 33% | BÉT ticker | WABERERS |
| Piaci kapitalizáció (milliárd forint/millió euró) | 69/169,1 | 52 hetes min./max. | 2800–4190 forint |

Forrás: BÉT, Bloomberg

Összefoglaló

- A Waberer's International Nyrt. 2024 november 13.-án tette közzé 2024 harmadik negyedévére (Q3) vonatkozó pénzügyi számait.
- Az árbevétel 10,5%-kal** 175 millió euróról 193 millió euróra emelkedett.
- A működési eredmény (EBIT) a biztosítási szegmens magasabb marzsának köszönhetően 26,5%-kal 8 millió euróról 10,1 millió euróra emelkedett.**
- Az árbevétel növekedés motorja a szerződéses logisztika (magasabb hozzáadott értékű, főként belföldi és régiós logisztikai szolgáltatások) és a biztosítási üzletág volt, de ezt némileg visszafogta a saját flottás nemzetközi fuvarozás gyengébb teljesítménye, amely elsősorban a lengyel központú (LINK) operációra vonatkozó kedvezőtlen adózási változásokra vezethető vissza.
- A vállalat által prezentált számok összhangban vannak feltételezéseinkkel, ugyanakkor a modellben aktualizáltuk a kockázatmentes hozam és a részvénypiaci prémium mértékét, valamint a 2024 év végi helyett, már 2025 év végi EUR/HUF árfolyammal számoltunk, így célárunkat 9 forinttal (+0,16%) megemeltük.
- Ajánlásunk vétel, egy éves célárunk: 5476 forint.**

A Waberer's International Nyrt.-ről röviden

- **A Waberer's International Nyrt. Magyarország jelentős, Európa egyik meghatározó, budapesti székhelyű logisztikai társasága.**
- A vállalat szolgáltatási területe kiterjed Európára, fő piacai: Németország, Franciaország és az Egyesült Királyság, valamint Kelet-Európa, úgy, mint Magyarország és Lengyelország.
- A legfrissebb adatok szerint a társaság 265 ezer négyzetméter raktárral, 2800 saját kamionnal és kb. 6000 munkavállalóval rendelkezik.
- **A vállalat három fő szegmensben működik:** Szerződéses Logisztika (korábban: Regionális Kontrakt Logisztika, RCL); Fuvarozás és Szállítmányozás (korábban: Nemzetközi Fuvarozási szegmens, ITS) és Biztosítás.

2024 harmadik negyedévének főbb eredményei

- **A Waberer's International Nyrt. 2024 harmadik negyedéves (Q3) árbevételét év/év alapon 10,5%-kal tudta növelni, 175 millió euróról 193 millió euróra.**
- **A kamatfizetés és adózás előtti eredmény (EBIT) 10,1 millió eurót tett ki,** amely 26,5%-os növekedés az egy évvel korábbi eredményhez viszonyítva (2023 Q3: 8 millió euró).
- **A három szegmens közül a szerződéses logisztika és a biztosítási üzletág járult hozzá nagyobb mértékben az árbevétel növekedéséhez.**
- A szerződéses logisztika árbevétele 20%-kal növekedett, míg a működési eredménye -0,1%-kal maradt el az egy évvel korábbi értéktől. A növekedés motorja az új ügyfelek akvizíciója, az áremelés és a magasabb volumen voltak, valamint átadásra került az Ecséri raktár, mely várhatóan Q4 végétől közel teljes kihasználtsággal fog üzemelni.
- A fuvarozás és szállítmányozás (nemzetközi fuvarozás) árbevétele ugyan 5,3%-kal emelkedett, de működési eredmény szintjén 1,9 millió eurós veszteséget termelt. Ennek fő oka a lengyelországi operációra (LINK) vonatkozó, negatívan ható helyi adózási változások, mely magasabb költség szintet eredményezett. Ennek hatására a LINK működési modelljét átstrukturálták, a saját flotta méretét a felére csökkentették, és a továbbiakban nagyobb mértékben alkalmaznak majd alvállalkozókat a helyi szállítmányozásban, mellyel jelentősen csökkenni fognak a költség és adó vonzatok.
- A biztosítás üzletág árbevétele év/év alapon 9,8%-kal, **EBIT-je 73,5%-kal** emelkedett. A szegmens a Gránit Bankkal való együttműködés révén, jelentős csoporton kívüli szerződés állomány növekedést ért el, valamint a működési eredmény javulása elsősorban az előző év harmadik negyedévéhez képesti alacsonyabb kár költségnek köszönhető. (A menedzsment várakozása szerint a Posta biztosítók vételi tranzakciója Q4-ben lezárul.)

Értékeltség

A Waberer's International Nyrt. általunk készített előző értékelések során a vállalat menedzsmentje által 2023. novemberében közzétett 2027-ig tartó stratégiai prezentációból indultunk ki, amely továbbra is értékelésünk egyik

alapja. Modellünk feltételezései a Waberer's International Nyrt. korábbi elemzéseiben érhetőek el, amelyek az alábbi linken találhatóak:

[MBH Befektési Bank Waberer s elemzes 2024.02.26.pdf \(mbhbefektetesibank.hu\)](#)

[MBH Befektetési Bank Waberer s elemzes marcius v2.pdf \(mbhbefektetesibank.hu\)](#)

[MBH Befektetési Bank Waberers elemzes 20240516.pdf \(mbhbefektetésibank.hu\)](#)

Az alapfeltevéseink többnyire változatlanok maradtak:

- A diszkontált cash-flow (DCF) modell 5 évet ölel fel, 2024. és 2028. között.
- Feltételezéseink szerint a várható növekedés az idő során nem lineáris, azaz a jelenlegi, gyengélkedő európai gazdasági helyzetet figyelembe véve, az organikus növekedés a jelenlegi évben egyszámjegyű, majd utána kétszámjegyű lehet. Az időben később emelkedő bevételt az is alátámasztja, hogy a feltételezett beruházások megvalósulása, termőre fordulása és a hatékonyság javulása is időigényes.
- A modellben foglalt növekedés eléréséhez kb. 105 millió euró tőkebefektetésre van szükség. A finanszírozás lehetséges formái befolyásolhatják a modellt. Míg a prezentáció szerint 46 millió euró a 2022-es kötvénykibocsátásból származik, addig a fennmaradó rész formája (a befektetők számára) még kérdéses. A modell és így a célár szempontjából nem közömbös, hogy az hitel és/vagy kötvény, és/vagy részvénykibocsátás formájában valósul meg (vagy bármilyen hibrid módon). Egy részvénykibocsátás során számolni kell a részvények darabszámának növekedésével (felhígulás), amely csökkenti a célarat (ha minden más feltételezés változatlan marad). Magasabb eladósodottság pedig a tőkeáttételre van hatással, amely szintén hatással van diszkonttényezőre és a likviditásra is.
- A társaság erősen támaszkodik a külső finanszírozási forrásokra (bankhitel, kötvény) és csak kisebb részben a saját tőkére. Az idegen (külső) és saját tőke aránya feltételezésünk szerint 80%-20%.
- Az előrejelzés során azzal a feltételezéssel éltünk, hogy az EBIT marzs kb. 3,5-4,5% a logisztikai üzletágban (Szerződéses Logisztikai és Fuvarozás és Szállítmányozás együttesen), valamint a befektetett tőkén elért hozam 15%.
- A biztosítási üzletágot, részben könyv szerinti értéken, részben pedig P/E, azaz az egy részvényre jutó eredmény alapon értékeltük.
- A végső cégértéket (TV, terminal value) a Waberer's átlagos EV/EBITDA mutatója alapján határozzuk meg.
- A súlyozott átlagos tőkeköltséget az elemzés zárásának napján ismert kockázati prémiummal és kockázatmentes hozammal frissítettük.
- A budapesti tőzsde alacsony likviditása miatt 10%-os likviditási diszkontot alkalmazunk a célár meghatározása során.
- A végső célarat forintban adjuk meg. Az általunk alkalmazott euró/forint árfolyam az MBH Bank Elemzési Centrumának előrejelzése, amely szerint 2025. év végén az euró-forint árfolyam: 407,5.
- A teljes modell érzékenységvizsgálatot is tartalmaz, ahol a várható egy éves célár a tőkeköltség (WACC) és végső cégérték (EV/EBITDA) arányában változik, ezzel biztosítva, hogy az alapszcenáriótól eltérő, lehetséges kimenetekre is rávilágítsunk.

A részvényárfolyam likviditási diszkonttal csökkentett (10%) egy éves célára a különböző
szcenáriók alapján (HUF)

| | WACC | EV/EBITDA | | | | | | |
|-------|------|-----------|------|------|------|------|------|------|
| | | 2,7 | 3,2 | 3,7 | 4,2 | 4,7 | 5,2 | 5,7 |
| 7,1% | | 2460 | 3681 | 4902 | 6124 | 7345 | 8566 | 9787 |
| 7,6% | | 2314 | 3510 | 4706 | 5902 | 7098 | 8294 | 9490 |
| 8,1% | | 2173 | 3344 | 4515 | 5686 | 6858 | 8029 | 9200 |
| 8,6% | | 2035 | 3182 | 4329 | 5476 | 6623 | 7770 | 8917 |
| 9,1% | | 1900 | 3023 | 4147 | 5271 | 6394 | 7518 | 8642 |
| 9,6% | | 1768 | 2869 | 3970 | 5071 | 6171 | 7272 | 8373 |
| 10,1% | | 1640 | 2718 | 3797 | 4875 | 5954 | 7032 | 8111 |

Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg, LSEG, WHB beszámolók, Waberer's International Nyrt. beszámolók

Eur/huf = 407,5

| Adatok millió euróban | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 | 2028 |
|---------------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Árbevétel | 838,6 | 892,2 | 1041,8 | 1165,6 | 1223,9 |
| Logisztika | 744,6 | 787,6 | 923,3 | 1031,4 | 1083,0 |
| Biztosítás | 94,0 | 104,6 | 118,5 | 134,2 | 140,9 |
| EBITDA | | | | | |
| Logisztika | 85,6 | 92,9 | 109,0 | 123,8 | 130,0 |
| EBIT | 40,2 | 45,6 | 52,9 | 61,4 | 64,5 |
| Logisztika | 26,1 | 29,9 | 35,1 | 41,3 | 43,3 |
| Biztosítás | 14,1 | 15,7 | 17,8 | 20,1 | 21,1 |
| Értékcsökkenés | | | | | |
| Logisztika | 59,6 | 63,0 | 73,9 | 82,5 | 86,6 |
| Tőkeberuházás | | | | | |
| Logisztika | -74,5 | -78,8 | -92,3 | -103,1 | -108,3 |
| Nettó forgótőke változás | | | | | |
| Logisztika | -2,0 | -2,0 | -2,0 | -2,0 | -2,0 |
| Szabad pénzáram | | | | | |
| Logisztika | 2,7 | 4,7 | 5,8 | 8,3 | 8,8 |

Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg, LSEG, WHB beszámolók, Waberer's International Nyrt. beszámolók

| Logisztikai üzletág fair értéke | |
|---------------------------------|-------------|
| EV (millió euró) | 401 |
| Nettó adósság (millió euró) | 235 |
| Részvények száma (millió db) | 17,7 |
| Fair érték (HUF) | 4708 |

| Biztosítás üzletág fair értéke | |
|--|-------------|
| A 2023-as várható eredmény és könyv szerinti érték alapján | |
| Fair érték (HUF) | 1377 |

| Egy éves célár 10%-os likviditási diszkonttal | |
|---|-------------|
| Fair érték (HUF) | 5476 |

Forrás: MBH Befektetési Bank, Bloomberg, LSEG, WHB beszámolók, Waberer's International Nyrt. beszámolók

Eur/huf = 407,5

Piaci és általános kockázatok

- **Piaci kockázat:** a közúti fuvarozás piacán túlkínálati helyzet uralkodik, így erős versenyhelyzet alakult ki a piacon az ügyfelekért. A túlkínálat miatt a versenytársak nyomást helyezhetnek a Waberer's árazási politikájára. További kockázatot jelenthet, hogy az Európai Unió tervei között szerepel a közúti szállítmányozás súlyának csökkentése, fenntarthatóbb megoldások preferálása. A vasúti és rövidtávú vízi fuvarozás felé tervezik terelni a szállítmányozást a kisebb károsanyag kibocsátás miatt, így ez is további nyomást helyezhet a vállalatra. Ezt a Waberer's felismerve adásvételi szerződést kötött Magyarország egyik vezető vasúti logisztikai szolgáltatójával a Petrolsped Kft.-vel, így a multimodális szolgáltatások nyújtásával közelebb kerül az EU stratégiájának megfeleléséhez. A Waberer's közép-távú stratégiájában fókuszál az erős, hosszú távú ügyfélkapcsolatok kiépítésére és a diverzifikációra, amivel csökkentheti az iparági és ügyfél kockázatot.
- **Devizaárfolyam kockázat:** a Waberer's csoporton belül a legtöbb bevétel és kiadás euróban jelenik meg, azonban a csoport egyes tagjainál ezek magyar forintban, román lejben és lengyel zlotyban keletkezhetnek. A

devizák árának ingadozását hosszú távon nehéz megbecsülni az euróval szemben, így ezekkel kapcsolatban felmerülhetnek devizaárfolyam kockázatok is a vállalatnál.

- Makrogazdasági kockázatok: a szállítmányozási és logisztikai szektor bevételeire jelentős negatív hatást gyakorolt a pandémia okozta helyzet és az ellátási lánc problémák. Az inflációs helyzet, a gazdasági növekedés csökkenése és a magas alapkamatok is nehéz környezetet teremtettek a vállalatoknak, azonban várhatóan a 2024-es évtől elkezdődhet a lassú kilábalás. Mivel egy közepesen ciklikus iparégról van szó, ezért a gazdasági aktivitás változása akár jelentősen is befolyásolhatja a bevétel és nyereség alakulását.

Egyedi kockázatok

- A fentebb említett piaci kockázatok (makró-gazdasági, pénzügyi, iparági, pénzpiaci stb.) mellett számos másfajta, egyedi kockázatot is azonosítani tudunk, amely befolyásolhatja a jövőbeli folyamatokat és így modellünket is.
- A vállalatnál jelentős kockázatot hordoz a munkabér, üzemanyagköltség és a biztosítási díjak. Ezek együttesen a működési költség tetemes részét jelentik. Az európai munkaerőpiac jelenleg feszes, amely azt jelenti, hogy egyrészt az infláció csökkenésével együtt reálbér emelkedés lesz tapasztalható, amely emelkedő költséget ró a vállalatokra, továbbá nehéz megfelelő alkalmazottakat találni.
- A logisztika tőkeintenzív iparág, (raktárak, géppark), amely hatékony finanszírozást igényel. Az ilyen vállalatok többsége nagyban támaszkodik külső forrásra, azaz nem a nyereség visszaforgatása fedezi a tőkeberuházások döntő részét. A hitelpiacok befagyása, a kamatok drasztikus emelkedése befolyással lehet a beruházásokra.
- A logisztika inkább közepesen ciklikus iparág, mivel a termékmozgatás felöleli a nem ciklikus (például napi fogyasztási cikkek) és a ciklikus fogyasztási cikkek szállítmányozását is.
- A társaság minden olyan ország szabályozási és törvényi előírásainak kitett, ahol jelen van. Az ebben történő változás, az ezeknek való megfelelés is hordozhat kockázatot. Az Európai Unió szabályozásai a fuvarozás és szállítmányozás területen jelentős kihívásokat okozhatnak a Waberer's számára, melyek kedvezőtlenül érinthetik a társaság piaci, működési feltételeit. 2024-től jelentősen megemelkednek az útdíjak, amelyeknél egyes országokban már a CO₂ kibocsátást is számításba veszik a díjak megállapításában. Az úgynevezett „mobilitási csomag” keretein belül szabályozták a sofőrök pihenő idejét és körülményeit, minimálbérét és a kabotázs fuvarokat. Az intézkedésekkel kapcsolatos hosszú távú kockázatok még nem tiszták, azonban rövid távon a működési költségek növekedését okozhatják. A szabályozások azonban hosszabb távon várhatóan tükröződnek majd az árakban és a keleti fuvarozó cégek árazásra gyakorolt nyomása is enyhülhet.
- A vállalat belső rendszerei, IT rendszereinek „biztosítása” is kiemelt figyelmet kíván. A világ digitalizálódása jelentősen növelte az ilyen jellegű kockázatokat.
- A logisztika és szállítmányozás működéséből adódóan napjainkban a környezetet terhelő tevékenység, így az egyre hangsúlyosabbá váló környezetvédelmi előírásoknak való megfelelés magasabb kockázatot, magasabb tőkeberuházást, esetleg magasabb működési költségszintet (legalábbis átmenetileg) eredményezhet.

Az elemzés lezárva 2024.11.15, 12:00

Dina Dániel

Junior Részvénytőzsi Elemző

Befektetéselemzés

MBH Befektetési Bank Zrt.
H-1056 Budapest, Váci utca 38.
dina.daniel@mbhbank.hu
mbhbefektetesibank.hu



JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MBH Befektetési Bank Zrt. (székhely: 1117 Budapest, Magyar Tudósok körútja 9.G.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-041206; tev. eng. sz.: III/41.086/2002., 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 vagy 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, veszteségeikért.

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 az mhbefektetesibank.hu honlapon.

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 a 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 összeférhetetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetetlenségi 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 összeférhetetlenségek megelőzésére és elkerülésére létrehozott hatékony belső szervezeti és igazgatási megoldásoknak, valamint információk 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 biztosítóként nem jár el. 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. Ezt az üzenetet azért kapta, mert korábban feliratkozott hírlevelünkre vagy hozzájárult ahhoz, hogy Önt a Bank marketingcélú üzenetekkel megkeresse. Amennyiben a továbbiakban nem kíván tájékoztatást kapni az MBH Banktól, megadott hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja. A vonatkozó adatkezelésekről, illetve az Önt megillető jogokról, azok gyakorlásának módjáról, valamint a jogorvoslati lehetőségekről további tájékoztatást az mbhbank.hu honlapon található adatvédelmi irányelvekben, illetve az Adatkezelési Tájékoztatóban, valamint a 06 80 333 660-as zöld számon kaphat. Amennyiben nem kíván a továbbiakban híreket, üzleti ajánlatokat kapni, hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja a telebankar@mbhbank.hu e-mail címen, illetőleg a 06 80 333 660-as zöld számon. Hozzájárulását visszavonhatja postai úton is az MBH Bank Nyrt., 1134 Budapest, Kassák Lajos u. 16-18. címére küldött nyilatkozatával, amelyen kérjük, hogy jól olvashatóan tüntesse föl nevét, lakcímét és azt, hogy a közvetlen üzletszerzési célú (direkt marketing) megkeresések tiltását kéri.

Az adatkezelésre vonatkozó tájékoztatás és az adatkezelési irányelvek elérhető a bankfiókokban és az mbhbank.hu honlapon.

14. A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadvány elkészítésének időpontja: 2024. november 15. (12:00)

Az elemzés készítője: Dina Dániel, junior részvénypiaci elemző.

15. Változás az előző elemzésekhez: Első elemzésünket 2024. május 16.-án publikáltuk, melyben egy éves célárunk 5467 forint volt. Jelenlegi célárunk 5467 forint, amely 0,16%-kal magasabb a korábnál. Az előző elemzések az alábbi honlapon érhetők el:

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

16. 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 ingadozást 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 készpénz egyenértékű értéket.

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 árfolyammozgásából 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.

Makromodell

Az MBH BANK Elemzési Centrumban a szakértők felépítettek egy előrejelzésre és szimulációra alkalmas strukturális makromodellt, amely segítségével még pontosabb előrejelzéseket tudnak készíteni a hazai gazdaság jövőbeli dinamikájával kapcsolatban. A modell legfőbb erénye, hogy statisztikai összefüggések felhasználása mellett egyedi információkat is képes felhasználni az előrejelzés során. Ezen egyedi tényezők nagy befolyásoló erővel bírnak a jövő szempontjából, de a múltban még nem számítottak releváns tényezőnek, így a szintista statisztikai modellek nem tudják kezelni őket.

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 tőkekölséggel (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, hacsak 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 adókulcon, az értékcsökkenési leíráson (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 tőkeköltsége (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 változók a kockázatmentes hozam (risk free rate), az iparág-specifikus tőkeáttételes (vagy tőkeáttétel nélküli) béta (industry specific (levered) beta) és a részvénykockázati premium (equity risk premium). A WACC a tőkeszerkezettől függ, ezért a tulajdonosi tőke/adósság arányának előrejelzése döntő fontosságú.

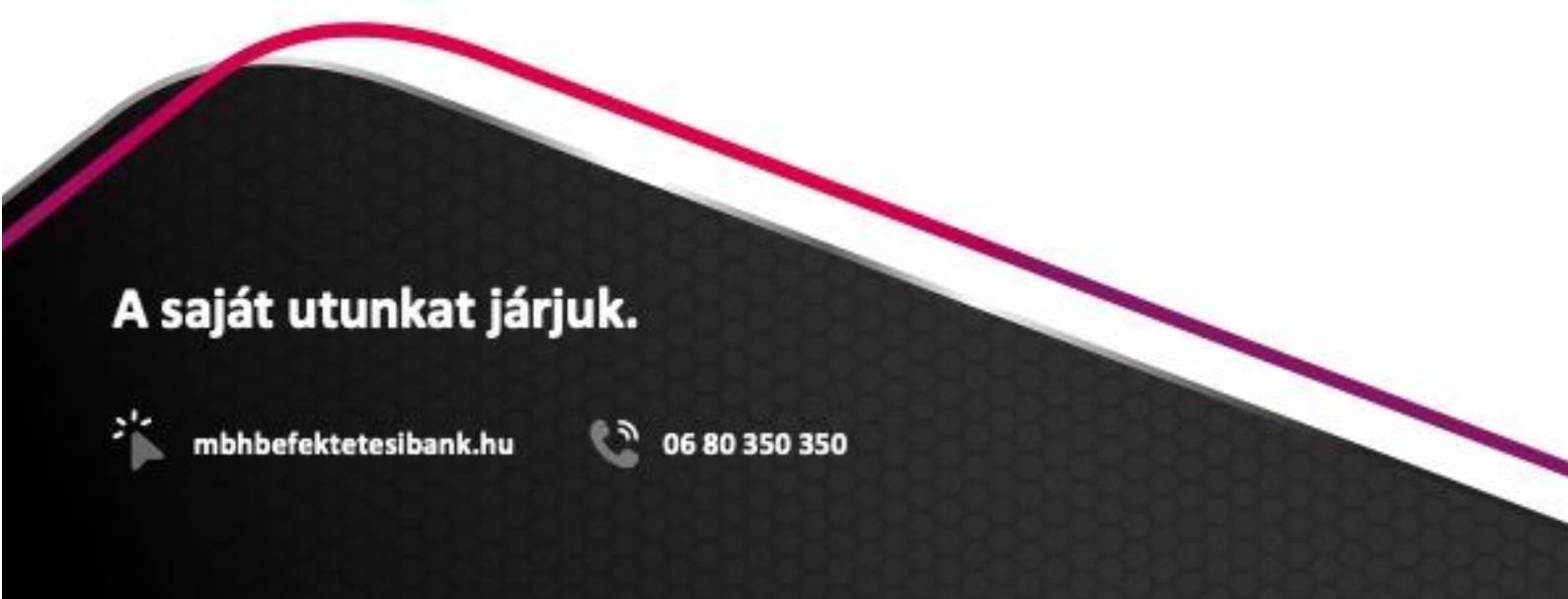
Ezt követően megkapjuk a vállalatértéket (enterprise value - EV). Az utolsó lépésben az EV-t csökkentenünk kell a nettó adóssággal. Ezeket a számokat elosztva a forgalomban lévő részvényekkel megkapjuk a részvények célárát.

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.

Célárufolyamunk 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/EBITDA, 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