

OPUS GLOBAL Nyrt.

VÉTEL

Egy éves célár: 545 forint



milliárd forint	2022	2023	Változás (év/év)
Bevétel	167,05	144,04	-14%
EBITDA	25,66	24,66	-4%
EBIT	15,1	14,39	-5%
Nettó profit	10,84	11,23	4%
EBITDA marzs	15,4%	17,1%	0,018
EBIT marzs	9,0%	10,0%	0,010
Profit marzs	6,5%	7,8%	0,013

Árfolyam 2024.06.17.	428 forint	Nettó profit (2024 Q1)	11,23 mrd forint
Részvények száma (millió db)	701,64	Bloomberg ticker	OPUS HB
Közkezhányad	35,15%	BÉT ticker	OPUS
Piaci kapitalizáció (Milliárd forint/ millió euró)	298/756	52 hetes min./max.	119–437,5 forint

Összefoglaló

- Az OPUS GLOBAL Nyrt. 2024 június 14.-én tette közzé a 2024 első negyedévére vonatkozó beszámolóját.
- A konszolidált beszámoló szerint az árbevétel 13,8%-kal 167 milliárd forintról 144 milliárd forintra csökkent.
- Az EBITDA 3,9%-kal csökkent, 25,7 milliárd forintról 24,7 milliárd forintra, azaz a működési költségek az árbevételnél nagyobb mértékben csökkentek.
- Az adózott eredmény 11,2 milliárd forint lett a tavalyi hasonló időszakra vonatkozó 10,8 milliárd forint után. Ennek oka a tavalyinál lényegesen magasabb pénzügyi bevétel (2023 Q1: -243 millió forint, 2024 Q1: 2,9 milliárd forint).
- A beszámoló által bemutatott időszakban a holding portfóliója érdemben nem változott.
- Az ipari termelés szegmens árbevétele 3,7%-kal 52,1 milliárd forintra emelkedett, ugyanakkor a szegmens működési költsége 14,7%-kal növekedett, így az EBITDA 50,9%-kal csökkent a korábbi 11 milliárd forintról (2023 Q1) 5,4 milliárd forintra (2024 Q1).
- A mezőgazdasági és élelmiszeripari ágazatában a bevétel 30,3%-kal csökkent, azonban az alacsonyabb anyagjellegű költségeknek és a javuló pénzügyi műveletek eredményének köszönhetően az EBITDA csak 7,7%-kal került lejjebb (2023 Q1: 4,3 milliárd forint, 2024 Q1: 4 milliárd forint).
- A turizmus szegmens bevétele 31,6%-kal, míg működési EBITDA mutatója 96,1%-kal nőtt, egyvágóan a turizmus, mint teljes ágazat fellendülésével. A marzsokat javította, hogy a működési költségek emelkedése jelentősen elmaradt az árbevétel növekedésétől, ugyanis az mindösszesen 25,3%-kal emelkedett, szemben az árbevétel közel 32%-os bővülésével.

- Az energetikai ágazatot (gáz és villamosenergia-elosztás) aggregált bevétele 15,4%-kal csökkent, köszönhetően a villamosenergia és a földgáz árában tapasztalható csökkenő trendnek. Az EBITDA azonban 89,2%-kal nőtt, amely oka, hogy egyrészt csökkentek a működési költségek, ahol az egyik legfontosabb tétel a hálózati veszteség miatt beszerzendő villamosenergia és földgáz mennyisége melyek beszerzési ára a folytatódó csökkenő trend miatt alacsonyabb szinten realizálódott.
- Összességében elmondható, hogy az OPUS eredményében egyfajta konszolidációt láthatunk, hiszen az elmúlt évek hatásai (Covid-19, energiakáosz, európai gazdasági visszaesés) folyamatosan „kiárazódnak” és a működési környezet normalizálódik. A földgáz és villamosenergia ára kezd visszatérni az orosz-ukrán háború előtti szintekre; a turizmus mára már ismét önmagára talált; a rekord magas energiaárak és terményárak (búza és kukorica) jelentős hatással van a mezőgazdasági és élelmiszeripari szegmens bevételeire és eredményére is, így azok sokkal kiszámíthatóbbá válhatnak; a gazdasági növekedés visszatérése pedig az ipari szegmensre lehet jótékony hatással.
- A marzsokban (EBITDA, EBIT és nettó profit) enyhe javulást tapasztalható az egy évvel korábbi időszakhoz viszonyítva.
- A vállalat által közzétett eredmények összhangban vannak azokkal a feltételezésekkel, amelyekre a modellünk épül, így jelenleg nem látjuk okát a célár felülvizsgálatának.
- Egy éves célárunk továbbra is 545 forint, amely xxx%-os felértékelődési potenciált jelent, a 2024. június xx- naphoz mérten.

Befektetési sztori

Az OPUS GLOBAL Nyrt. alapvetően négy fő iparágat ölel fel: ipari termelés-építőipar, mezőgazdaság és élelmiszeripar, turizmus és energetika. Szinte mindegyik iparágakban 2-3 fontosabb vállalat adja a szegmens árbevételének és eredményének döntő többségét (+90%).

Mezőgazdaság és élelmiszeripar iparágában a Kall Ingredients és a VIRE SOL jelenti a fő bevétel és eredményforrást. Az iparág harmadik, de eredménytermelő szempontból nem szignifikáns tagja a Csabatáj, amely azonban 2024 nyár végétől kikerül a vállalati portfólióból.

A KALL Ingredients kukorica feldolgozásával különféle cukortermékeket és keményítő származékokat, gyógyászati- és étkezési alkoholt, valamint takarmány alapanyagokat állít elő. A VIRE SOL búza feldolgozásával nagyrészt keményítőt, kisebb részben alkoholt, maltodextrint, vitális glutént és takarmányt állít elő. A vállalatok gyártási folyamata viszonylag rugalmas, azaz a termékmix az adott piaci környezettől függően változtatható. Erre volt jó példa a Covid-19 pandémia, amikor főként alkohol gyártása történt a fertőtlenítőszeres iránti megnövekedett kereslet miatt.

A két vállalat fő piaca Európa. A legutóbbi jelentés szerint innen származik a bevétel 73%-a. Ebben a trendben a jövőben sem várunk jelentős változást, mindösszesen némi alacsonyabb volatilitást. Ennek következtében az euró-forint árfolyamának alakulása akár szignifikáns hatással lehet a forintban kifejezett bevételre és eredményre. A hazai értékesítés 21%-ot jelent az árbevételben belül. Az Európán kívüli értékesítés és így új piacok megszerzésének egyik korlátja, hogy a végtermék szállítása nem gazdaságos ilyen távolságban.

A fenti vállalatok anyagköltségeit döntő részben, kb. 70-80%-ban az alapanyagok teszik ki, úgy, mint a búza, kukorica, gáz és villamosenergia (főként hőenergia). Ezen termékek árában jelentős volatilitást láthatunk az elmúlt években. A költségek ilyen jelentős emelkedése és volatilitása természetesen hatással van a vállalatok eredményességére, bár azok egy részét át tudják hárítani a vevőkre. Amennyiben nem következik be hasonló sokk a fenti költségtételekben és azok jegyzései normalizálódnak (búza, kukorica, gáz és villamosenergia), a cégek költségszerkezete és bevétele is változhat. További nehezítő körülmény az utóbbi években a rossz termésátlag, a régió termelési mennyiségének volatilitása, amely részben például az időjárás viszontagságaira is visszavezethető.

Az élelmiszeripari szegmens árbevétele 3,1%-kal csökkent 2022 és 2023 között. Ennek fő oka a gyenge termés hozam, a cukor árában bekövetkezett csökkenés, az alkohol túlkínálatos piaca, amit az EU-n kívüli export okozott. Ugyanakkor az alacsonyabb értékesített volumen és az árkonsolidáció mellett a költségek 9%-kal csökkentek, amelynek hatására a működési eredmény 125%-kal javult.

A fent említett alapanyag ársokkok elleni védekezést energetikai beruházások (villamosenergia tárolás, megújuló energiatermelés) és hatékony fedezeti politika jelentheti. Előbbire példa, hogy 2024-ben olvadt só alapú hőtároló rendszer kerül kiépítésre a KALL Ingredients telephelyén, amely 56 Mwh hőtárolásra képes. Ezzel egyrészt gázmegtakarítás, valamint kevesebb széndioxid kibocsátás is elérhető. Az elkövetkezendő években biomassza kazán is beüzemelésre kerül, szintén az energiahatékonyságot előtérbe helyezve. A VIRE SOL telephelyén egy siktároló került megépítésre, amely egyik célja az energiahatékonyság. A fentiekből is látható, hogy a tőkeberuházások nem álltak meg egyik vállalatnál sem. A fentiek és a jövőben várható beruházások véget a DCF-modellben az elkövetkezendő három évben magasabb beruházási aránnyal számoltunk.

Bár az európai nem ciklikus fogyasztási cikkek értékesítésének várható átlagos növekedési üteme 2024 és 2028 között kb. 3-4% lehet, mind a Viresol, mind a KALL olyan alapanyagokat állít elő, amelyek például a nyomdaiparban vagy az állattakarmányozásban is meghatározók.

Feltételezésünk szerint az iparág jövedelmezősége folyamatosan javul, így a vizsgált időszak végére **a működési marzs elérheti a 15%-ot,** amely akkor már alacsonyabb beruházási igénnyel fog párosulni. Feltételezésünk szerint napjainkban mindkét gyár közel teljes kapacitáson működik és ebben nem várunk változást a modell által felölelt időszakban.

A szegmens eredményének előrejelzését megnehezíti, hogy mind a KALL Ingredients, mind a VIRE SOL kb. 2020-ban érte el működési kapacitásának 90-100%-át, ez pedig éppen egybeesett a Covid-19 pandémia, majd az orosz-ukrán háború kirobbanásával. Ezt az időszakot mind az energiapiacra, mind a nyersanyagpiacra kiemelkedő volatilitás és meredeken emelkedő árak jellemezték, így mindkét cég induló éveiben különös nehézségekkel nézett szembe. (Ahogy fentebb már említettük a két költségsor a teljes anyagköltség 70-80%-át jelenti). Vagyis a szegmens modellezése során nem csak a fenti cégek működését kell jól látni (növekedés, tőkeszerkezet, hatékonyságjavulás, jövőbeli beruházások), hanem azt is, hogy milyen utat járnak be a nyersanyagpiacok (búza, kukorica) és az energiapiacok az elkövetkezendő 5-10 évben. Természetesen a különböző árváltozások ellen bizonyos mértékig a társaság fedezeti ügyletekkel tud „védekezni”, vagy azok egy részét át tudja hárítani a vevőkre, igaz ez utóbbit csak negyed-féléves késéssel. A nyersanyagok és energiaköltségek előrejelzése során főként a Világbank nyersanyagpiaci elemzéseire támaszkodtunk.

A turizmus szegmensben a HUNGUEST Hotels adja az eredmény döntő hányadát, kisebb részét pedig a balatoni kempingek.

A turizmus iparágának értékének meghatározása során figyelembe vettük a HUNGUEST Hotels elmúlt években történt stratégiaváltását. Ez alapján a korábban három csillagos vagy az alatti hotelek átlagosan 4 csillagossá épülnek (épültek) át. A turizmust jelentősen megtépázta a Covid-19 pandémia, amely során szinte az összes hazai szálloda bezárt vagy jelentősen csökkentett kapacitással működött. Nem kis erőfeszítésbe telt, hogy a hazai szolgáltatók túléljék ezt az időszakot, de ahol volt tartalék, ott gyorsan elkezdődtek a renoválások.

A menedzsmenti további tervei között szerepel, **hogy a HUNGUEST Hotels ne csak saját tulajdonú szállodákat üzemeltessen.** Ez egy magasabb marzsú üzletmenet, mivel nem jelentkezik az ingatlanok folyamatos állagmegóvásával, felújításával és finanszírozásával kapcsolatos költségek. Jelenleg a szállodák kevesebb, mint 10%-a működik ilyen konstrukcióban, de azt valószínűsítjük, hogy látható hatékonyságjavulás is megvalósítható ezzel a működési formával.

2022 és 2023 között a turizmus szegmens jelentős hatékonyságnövelést tudott felmutatni, hiszen a költségek növekedése jelentősen elmaradt az árbevétel növekedési ütemétől. Így a bevétel éves alapon 27,2%-kal, a működési eredmény 120,2%-kal tudott emelkedni. 2023-ban a kereslet stagnáló, időnként enyhén csökkenő volt.

Az egész iparágat tekintve a bevétel növekedésének egyik motorja a külföldi vendégéjszakák növekedése volt, de a HUNGUEST Hotels a belföldi vendégéjszakák számát is növelni tudta.

2024-ben várható a HUNGUEST Hotel Flóra és a HUNGUEST Hotel Béke átadása, így 2025-től már teljes kapacitással üzemel a szálláshely-szolgáltató.

Az energetika üzletág eredményének több, mint 95%-a az OPUS TIGÁZ-hoz és az OPUS TITÁSZ-hoz köthető.

Az iparág elemzése során azzal számolunk, hogy részben az **előttünk álló zöld átállás miatt**, részben a **kelet-magyarországi iparfejlesztési volumenek** (például BMW gyár) miatt jelentős beruházási igények jelentkeznek.

Az elmúlt időszak energiakiáosa az elosztó vállalatokat is érintette. Bár jó eséllyel mondhatjuk, hogy magunk mögött tudhatjuk a turbulens időszakot, kizárni egy jövőbeli, hasonló eseménysorozatot mégsem lehet. Ez jelentős kockázatot hordozhat az értékelés során. Az elosztó szolgáltatókat érintő tarifiaszabályozás utólag követi a piaci eseményeket, amely egy alacsony volatilitású piacon nincs komoly hatása, de turbulens időszakban átmenetileg veszteséget okozhat.

A megemelkedett energiaárak mind a gázelosztóra, mind a villamosenergia-elosztóra hatással vannak. Előbbi esetében a mérési különbséget, utóbbi esetében a hálózati veszteség miatt az energiát a piacról kell beszerezni. Ez mindkét társaság esetében az anyagköltség sort terheli és ez a sor az egyik legjelentősebb költségvetel. Egy gázelosztó esetében a csővezetékben szállított gáz kb. 1-5%-a veszteség, amely a gázturbinák működtetése, a felmelegítés és a tárolás során keletkezik. A villamosenergia esetében a hálózati veszteség oka lehet például műszaki: nem korszerű berendezések vagy pontatlan mérőórák használata, de az áramlopást is az okok közé sorolhatjuk.

Az elmúlt években az elosztóhálózat-üzemeltetők is átalakuláson mentek, mennek keresztül. Korábban a DNO, azaz a „distribution network operator” feladata az volt, hogy a jellemzően néhány nagy erőmű által megtermelt energiát, villamosenergiát a hálózaton eljuttassa a végső fogyasztókhoz (háztartások, munkahelyek, ipari felhasználók stb.). Az energia iparága azonban a szemünk előtt alakul át. A villamosenergia termelést egyre jobban a decentralizáltság jellemzi, részben köszönhetően a zöld átállásnak (egyre több megújuló erőmű kezdi meg működését az ország számos pontján), részben pedig a technológia fejlődésnek, amely lehetővé teszi az egyes, az ország különböző helyén működő erőművek egységes kezelését úgynevezett virtuális erőművekben. Ez a fejlődés megkövetel egy új működési formát. A DSO azaz „distribution system operator” már képes arra, hogy a helyileg előállított energiát is betáplálja a rendszerbe és eljuttassa a felhasználónak. Ennek feltétele például a „smart”, azaz okos eszközök integrálása, amely jelentős beruházási igényt is támaszt a jövőben.

Az elmúlt években a fogyasztói szokások átalakulóban vannak. Egyrészt az orosz-ukrán háború során kialakult energiakiáos spórolásra készítette a felhasználók egy részét, mely a villamosenergiát és a gázfogyasztást is érintette. Az utóbbit erősítette, hogy az elmúlt években rendkívül enyhe telekkel szembesültünk, amely a fűtési szezon lerövidülését jelenti. Ugyanakkor az ipari tevékenységek bővülésével, mind a villamosenergia, mind a gázfogyasztás relatív emelkedhet. Az „egyenletet” tovább bonyolíthatja, hogy a klímacélok elérése végett egyre több feladatot kell a villamosenergiának ellátnia, elég csak a lakóházak árammal történő fűtésére gondolni. Ez azonban nem azt jelenti, hogy a gáz szerepe jelentősen csökken. A gázüzemű erőművek ma a villamosenergia piac kereslet-kínálatának kiegyenlítésében az egyik legfontosabb összetevők.

A szektor értékelése során figyelembe kell venni, hogy a fent megnevezett két vállalat természetes monopólium, azaz működési területén versenytársa nincs. **A társaságoknál a bevételt egyrészt az elosztási tevékenységhez kapcsolódó rendszerhasználati díj jelenti, amely hatóságilag szabályozott és az energiapiaci folyamatokat utólag követi. Másrészt az árbevétel része a versenypiaci energiadíj, amely már a piaci folyamatokat tükrözi.**

Az energetikai szegmens aggregáltan 56,5%-kal tudta növelni árbevételét, a működési eredmény azonban 92,5%-kal csökkent. Ez utóbbi oka szinte teljes egészében az OPUS TITÁSZ vesztesége, ugyanis míg az OPUS TIGÁZ 27,8%-os árbevétel növekedés mellett 55,1%-kal tudta működési eredményét növelni, addig az OPUS TITÁSZ bár 68,8%-kal növelte bevételét, a működési eredménye a 2022-es 4,5 milliárd forintról -7,3 milliárd forint veszteségbe fordult. Ennek oka a megnövekedett anyagköltség, amely egyik legfontosabb összetevője a hálózati veszteség miatt beszerzendő villamosenergia.

Az ipari termelés szegmens két fő részre osztható: az építőipari és a nehézipari ágazatra. **Az árbevétel és a profit jelentős részét az építőipari cégek adják.** A nehézipari ágazat teljesítménye stabilan emelkedő tendenciát mutat a modellünkben, azonban a teljes ipari termelésen belül évek múlva sem valószínű, hogy szignifikáns súlya lesz a nehéziparnak. Az üzletág

organikus növekedése korlátozott, gyorsabb bővülés abban az esetben lenne lehetséges, ha újabb társaságokat vásárol fel az Opus csoport, és akvizíció révén történne a növekedés.

A nehézipari részleg gyakorlatilag egy társaságból áll, a Wamsler SE cégből és leányvállalataiból. **Az utóbbi években jelentős reorganizációt hajtott végre a társaság**, és sikerült a veszteséges működést nyereségbe fordítania, és megteremtette a társaság menedzsmintje a stabil növekedés alapjait. A társaság jelenleg Közép-Európa egyik legnagyobb kályhagyártója, **a németországi piacon a Wamsler részesedése 7-8 %**. A vállalat 2021-től acélszerkezeti felépítmények gyártásával is foglalkozik, amelyen belül többek között vasúti oszlopokat és villamos felsővezeték szerelvényeket is gyárt.

A Wamsler SE-nek a kályhák és kandallók várható jövőbeli keresletcsökkenése miatt kiemelten kell figyelnie arra, hogy újabb, piacképes termékekkel jelenen meg és újabb üzletágakat indítson. A hegesztett acélszerkezetek gyártása 2022. év eleje óta külön divízióként üzemel. 2023. második negyedévében a cég megszerezte a lakossági gázmérők hitelesítéséhez és felújításához szükséges összes engedélyt, így ez a tevékenység is segítheti a cég további növekedését.

Mivel a nehézipar hozzájárulása várhatóan a következő években is csak marginális lesz az ipari termelésen belül, ezért a fő fókusz az építőipari cégeken van. Az építőipari cégekre jellemző, hogy az anyagjellegű ráfordítások teszik ki a szegmens költségeinek a meghatározó részét. Nagyságrendileg a költségek 90 %-át adják az alvállalkozók, alapanyag és energiaköltségek együttese. Az építőipari cégek jellemzően csak projektelőkészítéssel, tervezéssel és anyagbeszerzéssel kapcsolatos munkákat végeznek, a többi munkafázist a projektbe bevont alvállalkozók végzik el. Az építőipari cégek ezért alacsony eszközállománnyal rendelkeznek és a projektek nagyságához képest alacsony létszámmal működnek. Kiemelten fontos, hogy stabil alvállalkozói kapcsolatokkal rendelkezzen az Opus, akik a munkákat magas minőségben és határidőre elvégzik, mert a folyamatos és stabil növekedés csak akkor lehetséges, ha gördülékeny az együttműködés az Opus és az alvállalkozói között.

A legtöbb tevékenységet a Mészáros és Mészáros Zrt. végzi, a társaság a közműépítés, vízepítés, környezetvédelem, atomenergia területén tevékenykedik. A vállalat 2023-ban több projektet lezárt és jelenleg 28 élő projekten dolgozik. Jelenleg a közműépítés területén a legaktívabb a Mészáros és Mészáros, a 2023-ban megkötött új szerződés az Ivánca Ipari Park fejlesztési terület kialakításával összefüggő vízügyi infrastruktúra projekt, amely szerződéses összege 1,5 milliárd forint és várható befejezése 2024 második negyedévének vége. További új szerződés a Duna-parti települések vízellátásának fejlesztése (Ercsi) projekt 12,8 milliárd forint értékben. Ezen projekt várható befejezése 2025. negyedik negyedév. A modellbe beépített növekedési pálya csak akkor lehet fenntartható, ha a következő években több jelentős értékű szerződést sikerül a Mészáros és Mészárosnak megkötnie.

Az építőipar másik meghatározó vállalata az R-Kord, a cég tevékenységén belül az árbevétel 92 %-a a vasútépítéssel összefüggő biztosító és távközlő berendezésekből származott tavaly. A társaság az építőipari ágazaton belül egyedülként nem tudta az árbevételét növelni, és 17,14 milliárd forint árbevétel elmaradást ért el a 2022. évi bázishoz képest. 2023-ban új projekt kivitelezése nem indult el. Itt is projektalapú a munkavégzés, a növekedés függ az elnyert pályázatok számától és nagyságától.

Az RM International Zrt. jelenleg egy projektben vesz részt, a Budapest-Belgrád vasútvonal fejlesztésében. A projekt teljes költségét és az árbevétel várható lefutását a legutóbbi éves jelentésben publikálta a társaság. Az értékelésünkben ezt vettük alapul és az RMI esetében kizárólag ezzel a projekttel számolunk.

Ahogy fentebb is olvasható, **az építőipari ágazat társaságai projekt alapon végzik a tevékenységüket**, és főként nagyberuházásokban vállalnak szerepet. A munkák olyan nagyprojektek, amelyekre nyílt közbeszerzési eljárásokon keresztül tudnak pályázni, ezért az egyik legfőbb kockázat, hogy az Európai Unió által támogatott, illetve az állam által kiírt és a hazai forrásból finanszírozott közbeszerzési beruházások kiírása milyen ütemben történik a következő évek során.

Az ipari szegmens aggregált számainak alakulását az építőipar ágazatban látható folyamatok is meghatározzák. A hazai építőipar jelentősen visszaesett 2023 során, a kilátások továbbra sem stabilak, fordulópontot az uniós források felhasználásának megindulása hozhatja el.

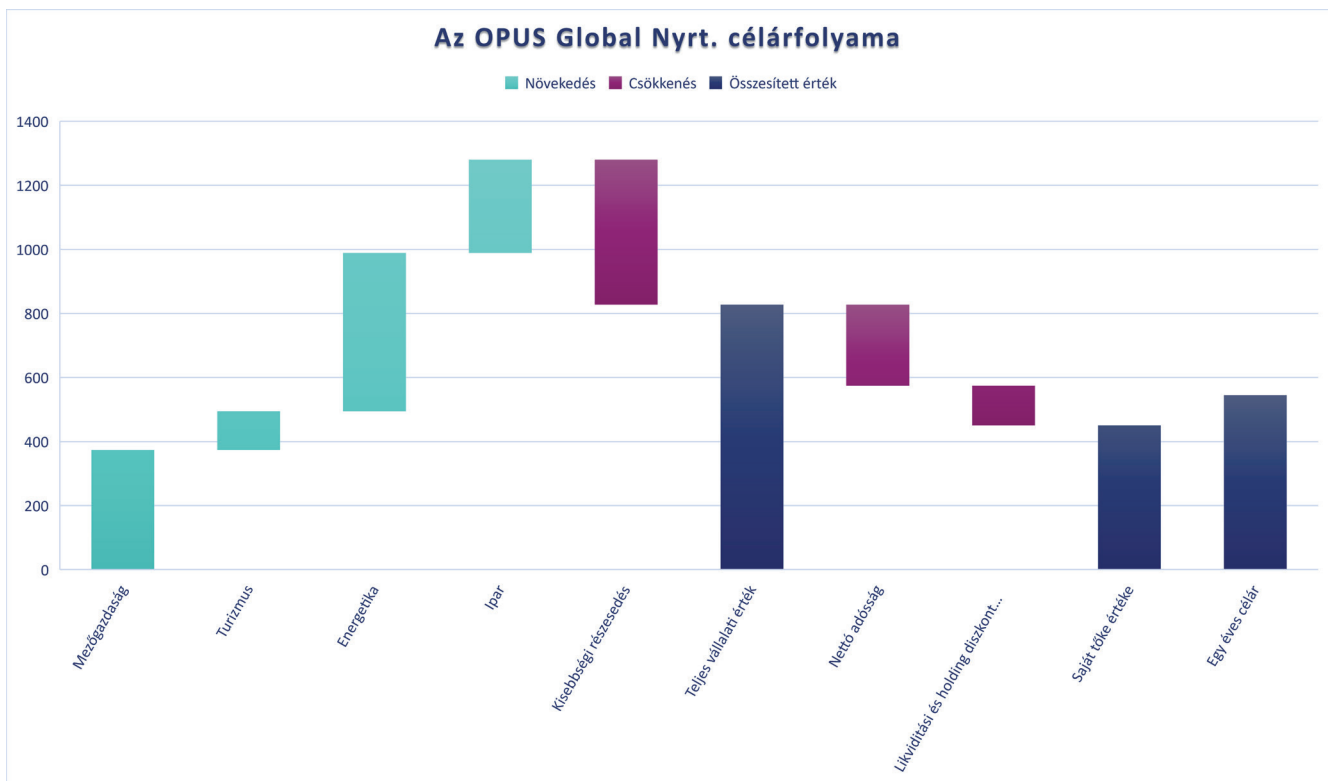
A pénzügyi modellezés kritériumai

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 DCF-modell alapfeltevései a 2024 március 4.-én közzétett elemzésünkben olvashatók, amely teljes egészében az alábbi linken érhető el:

[OpusGlobelemzes_new.pdf \(mbhbefektetesibank.hu\)](#)

- 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 célárát 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 tőke költség (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 gazdaság zöldítését 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 csúcsközei 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 bevételcsökkenést 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 árbevételének 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 világgiacon 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 világgiacon trendeknek, kockázatoknak. A divízió egyik fő termékének számító folyékony cukrok ára nagyban függ a cukor világgiacon 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 üdítős 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 ez 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 jelentkezhetnek ellátási lánc problémák vagy alapanyaghiány is, ahogy erre az utóbbi 2-3 év számos példát mutatott.

Elemzés lezárva: 2024.06.17. 17:00

Debreczeni Csaba

senior tőkepiaci elemző

Befektetéselemzés

MBH Befektetési Bank Zrt.

H-1056 Budapest, Váci utca 38.

debreczeni.csaba@mbhbank.hu

mbhbefektetesibank.hu

MBH
BEFEKTETÉSI BANK

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, szerződés kötésre 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 foglalt 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 valódiságáról, pontosságáról, helyállóságáról 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, hirdeteményeket, 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. **Célfolyam:** Célfarunk 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 összeférhetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabállyal, 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 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 ügyleteire 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 javadalmazásra 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. június 17. (17:00)

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

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

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

15. Az MBH Bank és MBH Befektetési Bank nem rendelkezik a jelen dokumentumban érintett kibocsátó teljes jegyzett tőkéjének 0,5%-át kitevő küszöböt meghaladó nettó hosszú vagy rövid pozícióval.

16. Az MBH Bank és MBH Befektetési Bank a jelen dokumentum tárgyát képező pénzügyi eszköz tekintetében árjegyzőként vagy likviditás biztosítójaként nem jár el.

17. Az MBH Bank és MBH Befektetési Bank a kibocsátó pénzügyi eszközei bármilyen nyilvános kibocsátásának vezető szervezője vagy társ-vezetőszervezője nem volt az elmúlt 12 hónapban.

18. Jelen dokumentumban érintett termék/pénzügyi eszköz kibocsátója nem rendelkezik az MBH Bank és MBH Befektetési Bank teljes tőkéjének 5%-át meghaladó részesedéssel.

19. 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 készpénzegyenértékesek 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 vetve 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 japángyertya- 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 tőkeköltséggel (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 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 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.

Célárfolyamunk 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.

