

OPUS GLOBAL Nyrt.

VÉTEL

Egy éves célár: 519 forint



millió forint	23/Q3	22/Q3	Változás (év/év)
Bevétel	510 720	352 114	45%
EBITDA	65 654	52 025	26%
EBIT	31 817	23 902	33%
Nettó profit	30 666	13 986	119%
EBITDA marzs	13%	15%	
EBIT marzs	48%	46%	
Profit marzs	96%	59%	

Árfolyam 2024.03.04.	416 forint	Bloomberg ticker	OPUS HB
Részvények száma (millió db)	701,64	BÉT ticker	OPUS
Piaci kapitalizáció (Milliárd forint/ millió euró)	293/742	Részvények száma	701,6 millió db
Nettó profit (millió forint, elmúlt 12 hónap)	21 269	52 hetes min./max.	101 – 437,5 forint

Vezetői összefoglaló

- Elemzésünk az OPUS GLOBAL Nyrt. várható egy éves célárát állapítja meg DCF (diszkontál cash flow) modell alapján.
- Értékelésünk az anyavállalat beszámolóit, az anyavállalat tulajdonában álló egyedi vállalati jelentések, iparági elemzések és menedzsmenti interjúk alapján készült.
- A vállalat fair értékét úgynevezett „sum of the parts” elemzéssel határoztuk meg, vagyis az OPUS GLOBAL Nyrt. által birtokolt vállalatok értékéből jutunk el az egyes iparágak fair értékéhez és így az társaság célárához.
- Modellünk alapján, **15%-os likviditási és holding diszkontot alkalmazva, a részvény várható egy éves célára 519 forint.**
- A modell célára a jelenlegi gazdasági, iparági és vállalati helyzetet és a ma ismert kilátásokat tükrözi. Az ezekben történő bármilyen változás a modell frissítését igényli.

OPUS GLOBAL Nyrt.

Az OPUS GLOBAL Nyrt. egy magyar, budapesti székhelyű ipari konglomerátum, amely az ipar, mezőgazdaság és élelmiszeripar, turizmus és az energetika ágazatokban rendelkezik jelentős kitétségekkel.

A vállalat részvényeivel 2017 óta a Budapesti Értéktőzsdén a prémium kategóriában kereskednek, és jelenleg a BUX indexben 2,38%-os súllyal szerepel (2023. szeptember 1.-i adat). Emellett a vállalat részvénye 2018 óta folyamatosan tagja az MSCI Emerging Markets Small Cap és az MSCI ACWI Small Cap indexeknek, valamint a Bécsi Értéktőzsde CECE indexnek is.

A vállalat története messze nyúlik vissza, 1912-ben alapították Phylaxia Szérumtermelő Részvénytársaság néven. A gyár elsőként kezdte gyártani a sertéspestis elleni vakcinát. Mára már azonban ez az ágazati vonal egyáltalán nem fedezhető fel a cég működésében. Részvényeivel 1998 óta lehet kereskedni a hazai értéktőzsdén (BÉT).

1999 és 2002 között jelentős átstrukturálás következett be az akkor már holding struktúrában működő vállalatnál. Autóipari, energetikai és a mezőgazdasági kitettség jellemezte ekkor a társaságot. 2011-ben nagyfokú portfóliótisztítást végzett el az akkori menedzsment.

2016-ban a Status Capital Befektetési Zrt., 2017-ben Mészáros Lőrinc és a Konzum szerzett tulajdont a vállalatban. A folyamatos tőkeemelések során az OPUS GLOBAL Nyrt. a Budapesti Értéktőzsde 5. legnagyobb kapitalizációjú vállalatává vált. Az OPUS és a Konzum 2019-ben egyesült, kialakítva a ma is ismert vállalati portfóliót.

A tulajdonosi struktúra

A vállalat piaci kapitalizációja 2024. február 20.-án kb. 297 milliárd forint. A tőzsdére bevezetett részvényeinek száma 701 millió 646,05 ezer darab. A közkészlet 2023. december 21.-én 35,91% volt.

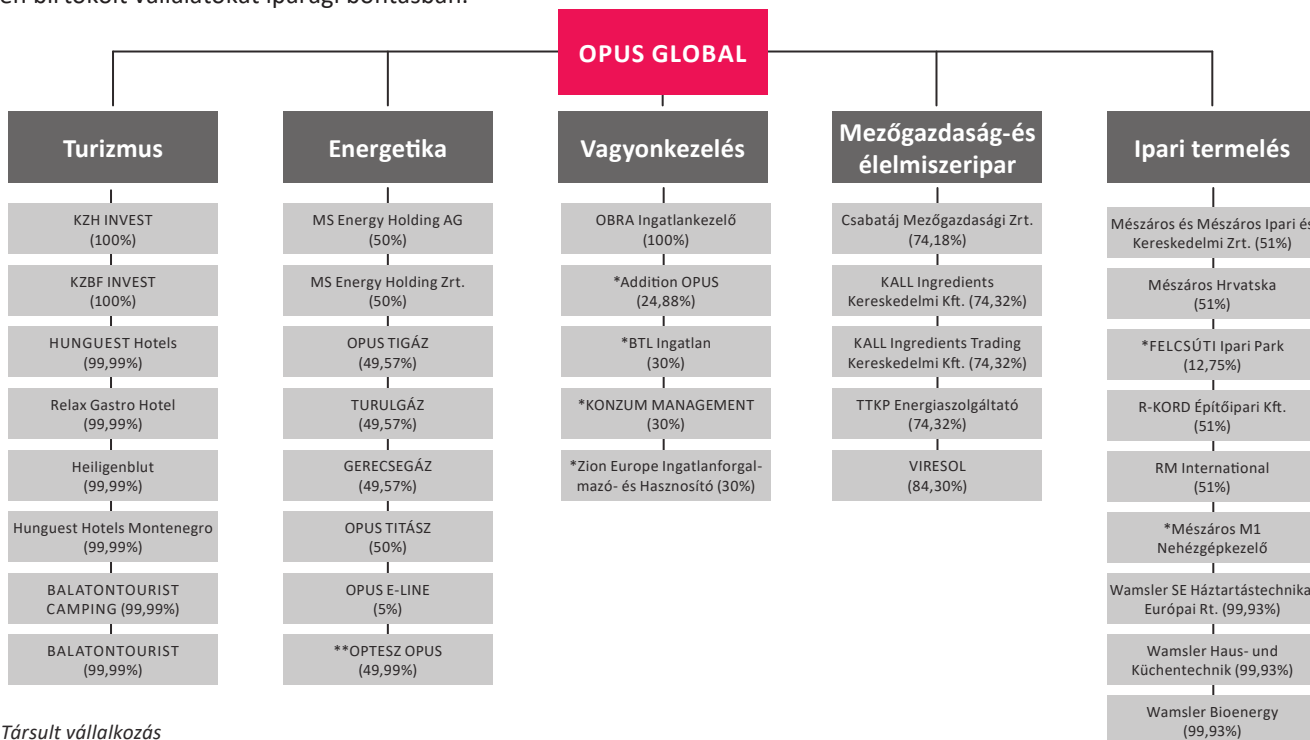
A nagyobb tulajdonosok megoszlása a következő:

Név	Tulajdonosi hányad (%)
Mészáros Lőrinc (közvetett részesedés az Addition OPUS Zrt.-n keresztül 2,46%)	23,31
Konzum PE Magántőkealap (közvetett részesedés a KPE INVEST Kft-n keresztül 1,17%)	21,68
Konzum Management Kft.	7,1
OPUS GLOBAL Nyrt. (Leányvállalatokon keresztül 5,62%)	6,99
Talentis Group Zrt.	5,01

Forrás: OPUS GLOBAL Nyrt., BÉT

Az OPUS GLOBAL Nyrt. portfóliója

Az alábbi ábra a társaság vállalati portfólióját mutatja be ágazati bontásban és a tulajdoni hányadokat feltüntetve, 2023.09.30.-i dátumra vonatkozóan. A fejezetben röviden bemutatjuk az OPUS GLOBAL Nyrt. által teljes egészében vagy részben birtokolt vállalatokat iparági bontásban.



* Társult vállalkozás

** Közös vezetésű vállalkozás

Az egyes vállalatok bemutatója

Mezőgazdaság és Élelmiszeripar

Leányvállalatok 2023.09.30-án:

Név	Üzleti tevékenység	Részesedés (közvetlen/közvetett)	Részesedés 2023.09.30-án
Csabatáj Mezőgazdasági Zrt.	Vegyes gazdálkodás	Közvetlen	74,18%
KALL Ingredients Kereskedelmi Kft.	Keményítő, keményítőtermék gyártása	Közvetlen	74,32%
KALL Ingredients Trading Kereskedelmi Kft.	Gabona, dohány, vetőmag, takarmány nagykereskedelme	Közvetett	74,32%
TTKP Energiaszolgáltató Kft.	Gőzellátás, légkondicionálás	Közvetett	74,32%
VIRESOL Kft.	Keményítő, keményítőtermék gyártása	Közvetlen	84,30%

A Csabatáj Zrt. főtevékenysége a vegyes gazdálkodás, amely kiegészül mezőgazdasági alaptevékenységgel és az ehhez kapcsolódó szolgáltatási, gabona és egyéb termény nagykereskedelmi tevékenységével. A Csabatáj Zrt. 2023 első negyedévében stratégiai döntés következményeként átalakította telephelyét az árutojás termelési tevékenységről a hízópulyka termelésre. Ezáltal a kiskereskedelmi egység is megszűnik, ugyanis ez a tojásértékesítésre épült. A Csabatáj Zrt.-nek a felsoroltakon kívül bevétele származik még ingatlan- és gép bérbeadásból, valamint egyéb tevékenységekből. A menedzsmenti döntés alapján azonban 2024 augusztusától a társaság már nem lesz része az OPUS GLOBAL Nyrt. portfóliójának.

A KALL Ingredients Kft. egy kukorica feldolgozó vállalat, amely magas hozzáadott értékű élelmiszeripari alapanyagokat, különféle cukortermékeket és keményítő származékokat, gyógyászati- és étkezési alkoholt, valamint takarmány alapanyagokat állít elő. Termelő kapacitást tekintve Kelet-Közép-Európa egyik legnagyobb izocukor gyáranak számít, és modern technológiájának köszönhetően hulladék keletkezése nélkül dolgozza fel a kukoricát. A gyár éves szinten kb. 530 ezer tonna kukorica feldolgozására képes. A társaságot 2015-ben alapították, fő telephelye Tiszapüspökin található. A vállalat által előállított alkoholok gyógyászati és élelmiszeripari felhasználásra kerülnek. A folyékony cukor termékekhez a maltóz, glükóz és dextróz szörpök, valamint fruktóz és glükóz-fruktóz szirupok tartoznak. Ezek fő felhasználási területük az élelmiszeripar, de az építőiparban is használnak ilyen kiegészítőket. A gyár bizonyos takarmányokat is elő tud állítani, úgy, mint kukoricaglutén, kukoricacsíra vagy CGF (kukoricaszem rost és áztatóvíz keveréke). A KALL Ingredients fő piaca Európa.

A KALL Ingredients Trading Kft. jelenleg nem aktív vállalat, az élelmiszergyártáshoz szükséges alapanyagok kereskedelmének lebonyolítására alapították.

A TTKP Energiaszolgáltató Kft. szintén nem aktív vállalat, gőzellátás, légkondicionálás szolgáltatás végzésére hozták létre.

A VIRESOL Kft. Kelet-Közép-Európa egyik legmodernebb és innovatívabb búzafeldolgozója. A céget 2015-ben alapították és 2019-ben kezdte meg működését Visontán. A cég fő tevékenysége a keményítőtermékek gyártása, emellett alkoholt, maltodextrint, vitális glutént és takarmányt is előállít. A társaság 2023-as évtől átállt euró alapú könyvvizetésre a jelentős export árbevétel és az euró alapú banki hitelek miatt. A VIRESOL által gyártott búzakeményítő az élelmiszeripar egyik alapanyaga (pék és sütőipar), de magas minőségű papírtermékekhez is használják. A vitális búzaglutén szintén a sütőipar egyik alapanyaga. A maltodextrin állagjavító, vívíanyag és térfogatnövelő készítmény; sok, gyorsan felszívódó szénhidrát jellemzi, így a táplálék-kiegészítő iparban is előszeretettel használják. E fentiek a takarmány és alkohol gyártásával kiegészítve azt eredményezik, hogy a feldolgozóegységbe került búza szinte minden molekulája hasznosul. A VIRESOL fő piaca Európa.

Turizmus

Leányvállalatok 2023.09.30-án:

Név	Üzleti tevékenység	Részesedés (közvetlen/közvetett)	Részesedés 2023.09.30-án
KZH INVEST Kft.	Vagyonkezelés	Közvetlen	100,00%
KZBF INVEST Kft.	Vagyonkezelés	Közvetlen	100,00%
HUNGUEST Hotels Zrt.	Szállodai szolgáltatás	Közvetett	99,99%
Relax Gastro Hotel GmbH	Szállodai szolgáltatás	Közvetett	99,99%
Heiligenblut GmbH	Szállodai szolgáltatás	Közvetett	99,99%
Hunguest Hotels Montenegro d.o.o	Szállodai szolgáltatás	Közvetett	99,99%
BALATONTOURIST CAMPING Kft.	Kempingszolgáltatás	Közvetett	99,99%
BALATONTOURIST Kft.	Kempingszolgáltatás	Közvetett	99,99%

A KZH INVEST Kft. és KZBF INVEST Kft. kizárólag holding tevékenységet látnak el és ezen cégek tulajdonolják a HUNGUEST Hotels Zrt. 99,99%-át.

A HUNGUEST Hotels Magyarországon vezető vidéki szállodaláncnak tekinthető, amelyek kiemelt turisztikai célpontokban található. Fő ismérve, hogy kiemelt vidéki helyszíneken és fürdőkapcsolattal várja a pihenni vágyókat. Itthon 18 szállodát és 2 fürdőt üzemeltetnek, összesen 3427 szobával. Emellett a HUNGUEST Hotels körébe tartozik két ausztriai és egy montenegrói (tengerparti) szálloda is.

A Balatontourist Magyarország piacvezető kempingüzemeltetője. Összesen 1 543 kempinghely 76 üdülőház, 230 mobilház található Balatonakaliban, Balatonberényben, Balatonfüreden és Révfülöpön.

Energetika

Leányvállalatok 2023.09.30-án:

Név	Üzleti tevékenység	Részesedés (közvetlen/közvetett)	Részesedés 2023.09.30-án
MS Energy Holding AG	Vagyonkezelés	Közvetlen	50,00%
MS Energy Holding Zrt.	Vagyonkezelés	Közvetett	50,00%
OPUS TIGÁZ Zrt.	Gázelosztás	Közvetett	49,57%
TURULGÁZ Zrt.	Vezetéktulajdonos – Bérbeadás	Közvetett	49,57%
GERECSEGÁZ Zrt.	Vezetéktulajdonos – Bérbeadás	Közvetett	49,57%
OPUS TITÁSZ Zrt.	Villamosenergia – elosztás	Közvetlen	50,00%
OPTESZ OPUS Zrt.	Szolgáltató központ	Közvetlen és közvetett	49,99%
OPUS E-LINE Kft.	Közmű építés	Közvetett	5%

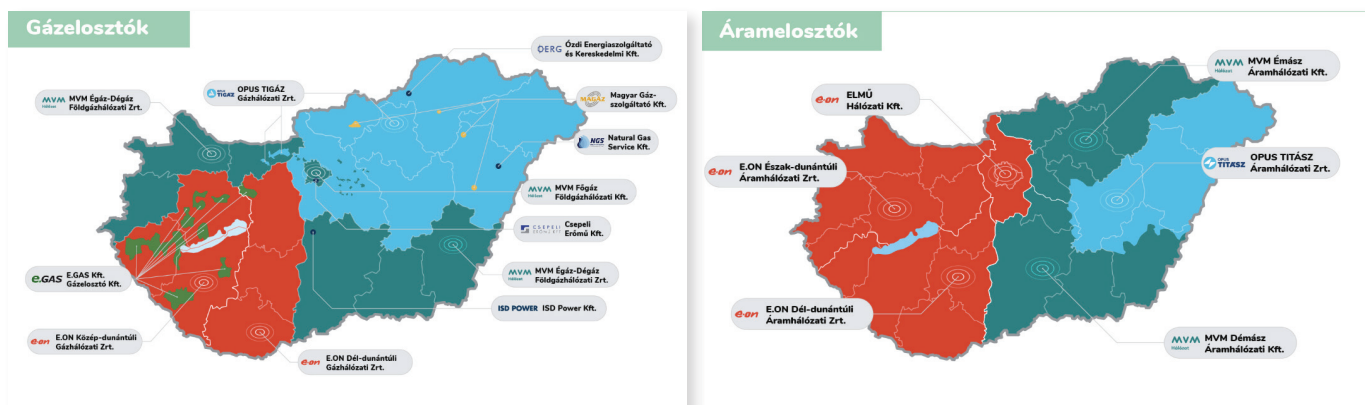
Az MS Energy Holding AG és MS Energy Holding Zrt. kizárólag holding tevékenységet végeznek.

Az energetikai üzletág egyik vezető vállalata az OPUS TIGÁZ Zrt., amely Magyarország észak-keleti régiójában földgáz elosztási tevékenységet végez. Több mint 33.000 kilométernyi vezetékhalózatot üzemeltet, amellyel Magyarország legnagyobb vezetékes földgázelosztójának számít. Tevékenysége hatóság által meghatározott tarifákon alapul, piaca a természetes monopólium jellemzőit viseli, valós versenytársa így működési területén nincs.

Az OPUS TITÁSZ villamosenergia elosztó vállalat. Magyarország keleti vármegyéiben nyújtja szolgáltatásait, közel 400 településen. Legfőbb feladatai közé tartozik a zavartalan áramellátás biztosítása, ezen belül üzemirányítás, hálózat fejlesztés, karbantartás, valamint mérési feladatok, leolvasások és ellenőrzések elvégzése. Tevékenysége (hasonlóan az OPUS TIGÁZ Zrt.-hez) hatóság által meghatározott tarifákon alapul, piaca a természetes monopólium jellemzőit viseli, valós versenytársa a működési területén így nincs. A Titász jelenlegi áramhálózatának hossza több, mint 28 ezer kilométer és kb. 788 ezer háztartást és/vagy munkahelyet lát el villamosenergiával.

A TURULGÁZ Zrt. és GERECEGÁZ Zrt. Észak-Magyarországon összesen 374 km földgázvezetéket tulajdonol, amelyeken az OPUS TIGÁZ Zrt. végez földgázelosztói tevékenységet. Árbevételük az OPUS TIGÁZ Zrt.-től származik, a földgázrendszerükön forgalmazott gázmennyiség után. A teljes energetikai portfóliót tekintve nem fajsúlyos szolgáltatók.

Az alábbi ábrán az OPUS TIGÁZ és az OPUS TITÁSZ szolgáltatási területe látható:



Forrás: MVM

Az OPTESZ OPUS Kft. az energetikai szegmens közös szolgáltató központja, amely többek közt gazdasági funkciók, a HR, az IT, a jogi, beszerzési, raktározási, logisztikai, ingatlangazdálkodási, üzleti támogatási, ügyfélkapcsolati, valamint számlázási feladatokat látja el. Létrejöttének oka, hogy az OPUS TIGÁZ és az OPUS TITÁSZ közel azonos régióban működik, így számos kiegészítő tevékenység egyszerűsíthető. A szolgáltató központ bevezetésével különválnak a főtevékenység (energiaelosztás) és az azt támogató terület, így a vállalatok kizárólag a főtevékenységükre tudnak fókuszálni, amely hatékonyabb működést jelenthet a jövőben.

Az OPUS E-LINE Kft. elsődleges feladata az OPUS TITÁSZ Zrt. megrendeléseinek teljesítése, amelyek a hazai villamoshálózati beruházások lebonyolításában, tervezési, építési, szerelési tevékenységekben jelennek meg. Ezek a feladatok a jövőben szükségesek lesznek az átfogó hazai energetikai megújulásban.

Ipari termelés

Leányvállalatok 2023.09.30-án:

Név	Üzleti tevékenység	Részesedés (közvetlen/közvetett)	Részesedés 2023.09.30-án
Mészáros és Mészáros Ipari- és Kereskedelmi Zrt.	Egyéb m.n.s. építés	Közvetlen	51,00%
Mészáros Hrvatska d.o.o	Project management	Közvetlen	51,00%
R-KORD Építőipari Kft.	Egyéb villamos berendezés gyártása	Közvetlen	51,00%
RM International Zrt.	Vasút építés	Közvetett	51,00%
Wamsler SE Háztartástechnikai Európai Rt.	Nem villamos háztartási készülék gyártása	Közvetlen	99,93%
Wamsler Haus- und Küchentechnik GmbH	Készülék kereskedelem	Közvetett	99,93%
Wamsler Bioenergy GmbH	Készülék kereskedelem	Közvetett	99,93%

Társult vállalkozások 2023.09.30-án:

Név	Üzleti tevékenység	Részesedés (közvetlen/közvetett)	Részesedés 2023.09.30-án
FELCSÚTI Ipari Park Kft.	Saját tulajdonú ingatlan adásvétele	Közvetett	12,75%
Mészáros M1 Nehézipari Kft.	Gépjárműkölcsonzés	Közvetett	

Az építőipari és nehézipari vállalkozásokat magában foglaló ipari termelés szegmens 2023 harmadik negyedév végéig az Opus Csoporton belül a konszolidált árbevétel 43 %-át a mérlegfőösszeg 26,6 %-át adta. Az ipari termelés szegmensben belül található az építőipari ágazat, amelybe a Mészáros és Mészáros Zrt., az R-KORD Kft., az RM International Zrt. és egyéb leányvállalatok tartoznak, valamint a nehézipari ágazat, amelyhez a Wamsler SE és német leányvállalatai sorolhatók.

A Mészáros és Mészáros Ipari és Kereskedelmi Zrt. elsősorban nagytömegű földmunka, híd-, út-, közmű-, vízépítési, épületépítési, és egyéb építőipari kivitelezési, valamint környezetvédelemhez és atomenergiához kapcsolódó létesítmények kivitelezési munkáival foglalkozik. Saját kapacitásán túl alvállalkozók bevonásával végzi tevékenységeit, a Mészáros és Mészáros Zrt. legfőképp anyagbeszerzési, műszaki előkészítési, projektirányítási, műszaki felügyeleti és ellenőrzési, valamint projektmenedzsment feladatokat végez.

Közműépítés

A közműépítés üzletág legfőképp szennyvízberuházásokkal, víztisztítókkal, vízi közmű és gázellátási infrastruktúra építésével foglalkozik. A projektek nagy része Európai Unió támogatással valósul meg a Környezeti és Energiahatékonysági Operatív Program keretén belül.

Vízépítés

A vízépítés üzletág feladatai közé tartozik a klasszikus vízügyi, mélyépítési és árvízvédelmi töltésekkel kapcsolatos kivitelezések, védképesség növeléséhez kapcsolódó fejlesztések, valamint folyóvizek rehabilitációi tartoznak.

Közlekedés

A társaság több mint 15 éves tapasztalattal rendelkezik út-, vasúti híd- építés és rekonstrukciós munkák területén.

Környezetvédelem

A társaság jelentős tapasztalatokkal rendelkezik az EU szabályok által előírt komplex hulladékgazdálkodási rendszerek kiépítésében, így ezen a területen országos szinten korszerűsíti az infrastruktúrát és technológiát az EU célkitűzéseivel összhangban.

Atomenergia

A Paksi Atomerőmű Zrt., ami Magyarország jelentős villamosenergia ellátója, számos feladatot bízott a Mészáros és Mészáros Zrt.-re, mivel a társaság rendelkezik a kivitelezési munkákhoz szükséges atomenergetikai minősítésekkel és tanúsítványokkal.

Az RM International Zrt. fő tevékenysége a Budapest-Belgrád vasútvonal magyar szakaszának újjáépítése, fejlesztése, kivitelezése. A MÁV Zrt. mint megrendelő képviselőjében eljáró Kínai-Magyar Vasúti Nonprofit Zrt., az RM International Zrt., a China Tiejiju Engineering & Construction Kft., valamint a China Railway Electrification Engineering Group, mint vállalkozó között 2020. május 25-én hatályba lépett a vállalkozói szerződés. A kivitelezést a China Tiejiju Engineering & Construction Kft. a China Railway Electrification Engineering Group (Magyarország) Kft., valamint az RMI alkotta konzorcium (CRE konzorcium) végzi. A vállalkozási szerződés hatálybalépését követően elkezdődtek a projekt magyarországi szakaszával kapcsolatos tervezési munkák. A projektköltségek pénzügyi fedezetét az Államközi Szerződés, valamint a Támogatási Szerződés biztosítja. A Projekt keretén belül a CRE Konzorcium vállalja többek között a létesítmények tervezését, építését, kivitelezését, teljesítési, jótállási biztosítékok nyújtását, és az engedélyek beszerzését.

A FELCSÚTI Ipari Park Kft. fő tevékenysége a saját tulajdonú ingatlan adásvétele.

A BH Office Consulting s.r.o-t a komáromi híd megépítéséhez hozták létre Szlovákiában.

A Mészáros Hrvatska d.o.o a Mészáros és Mészáros Zrt. horvátországi leányvállalata. Feladata legfőképp a horvát üzleti lehetőségek feltérképezése és projektek megvalósítása elsősorban az építőipar területén.

A Mészáros M1 Nehézgépjelző Kft.-ben való 23,39%-os kisebbségi részesedését a Mészáros és Mészáros Zrt. 2023.03.29-én értékesítette, így a közvetett tulajdon megszűnt a társaságban.

Az R-KORD Építőipari Kft. fő tevékenysége az egyéb villamos berendezések gyártása, azon belül vasútépítéssel összefüggő biztosító- és távközlési berendezések, valamint vasúti felsővezeték építése, karbantartása, tervezése és engedélyeztetése. A társaság rendszeres beszállítója a MÁV Zrt.-nek, illetve a GYSEV Zrt.-nek.

A Wamsler SE az ipari termelés nehézipar ágazatába tartozik, és a termelő iparág tartós fogyasztási cikkeket gyártó és értékesítő iparágában tevékenykedik. Az iparágon belül főként kályha, tűzhely- és kandallógyártással foglalkozik. Tevékenységét 2021-től acélszerkezeti felépítmények gyártásával egészítette ki, 2023-ban pedig gázmérőórák felújítására és újra hitelesítésére új divíziót indított. A társaság a kelet-közép-európai régió egyik legnagyobb kandalló- és tűzhelygyára, németországi piaci részesedése 7-8% körül alakult. A Wamsler Haus- und Küchentechnik GmbH a Wamsler SE 100%-os németországi leányvállalata, amely a Wamsler SE termékek kizárólagos forgalmazója a nyugat-európai piacon. A Wamsler Bioenergy GmbH a Wamsler Haus- und Küchentechnik GmbH 100%-os németországi leányvállalata, amely környezetbarát tűzhelyek forgalmazását végzi, elsősorban nagykereskedelmi és barkácsáruházak részére.

Vagyonkezelés

Társult vállalkozások 2023.09.30-án:

Név	Üzleti tevékenység	Részesedés (közvetlen/közvetett)	Részesedés 2023.09.30-án
Addition OPUS Zrt.	Vagyonkezelés	Közvetlen	24,88%
KONZUM MANAGEMENT Kft.	Saját tulajdonú ingatlan adásvétele	Közvetett	30,00%
BLT Ingatlan Kft.	Vagyonkezelés (holding)	Közvetett	30,00%
Zion Europe Ingatlanforgalmazó és Hasznosító Kft.	Saját tulajdonú, bérelt ingatlan bérbeadása, üzemeltetése	Közvetett	30,00%

Az OPUS GLOBAL Nyrt. Magyarország egyik legdiverzifikáltabb holdingja, amely a stratégiaileg fontos és nagy növekedési potenciállal rendelkező szektorokban működő vállalatokba fektet Magyarországon és a kelet-közép-európai régióban. A társaság 2017 óta jelentős akvizíciókat hajtott végre, amelyek eredményeként egy aktív holdingvállalat jött létre. Az OPUS GLOBAL Nyrt. jelentős hatással van a magyar gazdaság szektorainak teljesítményére az általa birtokolt leányvállalatok eredménye által.

Az Addition OPUS Zrt. a STATUS Capital Tőkealap-kezelő Zrt. 2020 júliusi szétválásával jött létre. A társaságnak jelentős potenciállal rendelkező cégekben van részesedése, mint például a Takarékinfó Központi Adatfeldolgozó Zrt.-ben, valamint a Diófa Alapkezelő Zrt.-ben és az Anyacég OPUS GLOBAL Nyrt.-ben is 3% feletti tulajdonrészrel rendelkezik.

A KONZUM Management Kft.-t társult vállalkozásként kezeli az Anyacég, az alatta lévő leányvállalataival (BLT Ingatlan Kft. és ZION Európa Kft.) együtt.

Az OPUS GLOBAL Nyrt. leányvállalata volt az OBRA Ingatlankezelő Kft., azonban a legutóbbi portfóliótisztítás során ez a társaság értékesítésre került.

Befektetési sztori

Az OPUS GLOBAL Nyrt. alapvetően négy fő iparágat ölel fel: ipari termelés, mezőgazdaság és élelmiszeripar, turizmus és energetika. Mindegyik iparágban megvan a maga sajátossága és a maga növekedési lehetősége, kilátása, így ezeket az alábbi fejezetben vesszük sorra. A lenti feltételezések adják a DCF-modell alapját. Ahogy a Vezetői Összefoglalóban már megjegyeztük, az ezekben történő szignifikáns változás jelentős hatással van a modellre és így a végső, fair értékre is.

Az egyes iparágakban 2-3 fontosabb vállalat azonosítható, amelyek az adott szegmens árbevételének és eredményének döntő többségét (+90%) adja.

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 fertőtlenítőszer iránti megnövekedett kereslet miatt.

A két vállalat fő piaca Európa. A legutóbbi gyorsjelentés szerint (2023. harmadik negyedév) innen származik a bevétel 79%-a. Ebben a trendben a jövőben sem várunk jelentős változást, mindösszesen némi alacsony volatilitást. Ennek következtében az euró-forint árfolyamának alakulása akár szignifikáns is hatással lehet a forintban kifejezett bevételre és eredményre. Ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy a KALL Ingredients euróban, a VIRE SOL pedig 2023-tól szintén euróban fogja vezetni könyveit, de az OPUS GLOBAL Nyrt. részvényeinek forintban történő jegyzése miatt az devizakereszt alakulásának a jövőben is lesz hatása. A hazai értékesítés 21%-ot jelent az árbevételben, míg a fenti két régió kívüli értékesítés kb. 6%. Az Európán kívüli értékesítés és így új piacok megszerzésének egyik korlátja, hogy a végtermék szállítása nem gazdaságos ilyen távolságban.

Mind a VIRE SOL, mind a KALL Ingredients viszonylag új vállalatnak mondható, ezért is aposztrofálják Kelet-Közép Európa legmodernebb gyárainak. Ez azonban azt is jelenti, hogy **a beruházások jelentős hitellel valósultak meg, amelyek nagy hatással vannak a tőkeszerkezetre.** A külső források aránya jelenleg kb. 90% és így a pénzügyi kiadások, a jövőbeli hitel refinanszírozások alakulása kockázatot is jelenthet. A külső, olcsóbb forrás arányának csökkenése a későbbiekben jelentősen módosíthatja a diszkontfaktort és így az iparág vállalatainak fair értékét is. Ezek alapján a cég jelenleg magas tőkeáttétellel működik.

A 2021-22-es években szembesülhettünk azzal, hogy fenti vállalatok anyagköltségeit döntő részben, kb. 70-80%-ban kitevő alapanyagok, úgy, mint a búza, kukorica, gáz és villamosenergia ára jelentős emelkedésen ment keresztül és emellett kimagasló volatilitás jellemezte. Ez döntő részben olyan okokra vezethető vissza, amelyek nehezen vagy egyáltalán nem voltak előre láthatók, úgy, mint a Covid-19 pandémia vagy az orosz-ukrán háború kitörése. A költségek ilyen jelentős emelkedése és volatilitása természetesen hatással van a vállalatok eredményességére, bár azok egy részét át tudták hárítani a vevőkre és ezt egészen a 2023-as évig el is tudták nyújtani, azaz 2023-ban még tudták érvényesíteni a 2022-es évet jellemző magasabb alapanyagköltségeket. **Amennyiben nem következik be hasonló sok 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 viszonyosságaira is visszavezethető.

A fent említett alapanyag ár-sokkok 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 lesz képes. Ezzel egyrészt gázmegtakarítás, valamint kevesebb széndioxid kibocsátás is elérhető lesz. Az elkövetkezendő években biomassa kazán is beüzemelésre kerül, szintén az energiahatékonyságra figyelve. 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.

A ma ismert iparági elemzések szerint **az európai nem ciklikus fogyasztási cikkek várható átlagos növekedési üteme 2024 és 2028 között kb. 3-4% lehet**, amely trend alapján meghatározza a mezőgazdasági és élelmiszeripari iparág hosszútávú növekedési ütemét és várható lehetőségeit.

Feltételezésünk szerint az iparág jövedelmezősége folyamatosan javul, így az 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 energiapiac, 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 nyersanyagpiac (búza, kukorica) és az energiapiacok az elkövetkezendő 5-10 évben. Természetesen a különböző árváltozások ellen bizonyos mértékig a társaság fedezeti ügyletekkel tud „védekezni”, azonban erre pontos rálátásunk nem lehet. 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 HUNGUEST Hotels jelenleg 18 szállodát és két fürdőt üzemeltet idehaza. A szegmensben ezen kívül találunk még két ausztriai és egy montenegrói szállodát is. A Balatontourist a Balaton vezető kempinghely és mobilház szolgáltatója Balatonakaliban, Balatonberényben, Balatonfüreden és Révfülöpon. Ez utóbbit bár stabil működés jellemzi, az egész szegmens szempontjából nem szignifikáns, a turizmus üzletág teljes értékének mindösszesen pár százalékáért felelős.

A turizmus iparágának értékének meghatározása során figyelembe vettük a HUNGUEST Hotel elmúlt években történt stratégia váltását. 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. Így történt a HUNGUEST Hotels esetében is. A menedzsment várakozása szerint 2025 az első olyan év, amikor már minden szálloda megújultán várja a vendégeket. A magasabb pozícionáltság véleményünk szerint magasabb árazást és így magasabb marzsokat is jelenthet. Az értékelésünk során a várható átlagos szobaárakból és költségekből indultunk ki.

A menedzsmenti további tervei között szerepel, hogy **a HUNGUEST Hotels ne csak saját tulajdonú szállodákat üzemeltessen, hanem olyat is, amely esetében az ingatlanok nem tulajdonosa.** Ez egy magasabb marzsú üzlet lehet, mivel nem kell az ingatlanok folyamatos állagmegóvására, felújítására és finanszírozására figyelmet fordítani. Jelenleg a szállodák kevesebb, mint 10%-a működik ilyen konstrukcióban, de azt valószínűsítjük, hogy látható hatékonyságjavulás is megvalósítható ezzel a működési formával.

A hotel portfólió a jövőben is tartogathat változásokat, így új hotelek portfólióba kerülését, esetleg meglévők értékesítését nem lehet kizárni. Az ilyen menedzsmenti döntéseket azonban nehéz előre jelezni, így ilyen téren nem bocsátkozunk messze menő feltételezésekbe.

Az **energetika** üzletágat lényegében az **OPUS TIGÁZ** és az **OPUS TITÁSZ** jelenti. A két vállalat működése között (például régiós lefedettséget figyelembe véve) van átfedés, így a működtetés bizonyos feladatainak összevonása (például: call center/ ügyfélszolgálat, karbantartás, raktározás stb.) szinergiákat, költséghatékonyságot jelenthet. Ezt az igényt szolgálja ki a nemrégiben alapított OPUS OPTESZ szolgáltató központ.

Az iparág elemzése során azzal számolunk, hogy az **előttünk álló zöld átállás miatt**, amely során nagy valószínűséggel a jövőben még több villamosenergiára lesz szükségünk, mind lakossági, mind vállalati szinten, valamint a **kelet-magyarországi iparfejlesztési volumenek** (például BMW gyár) során jelentős beruházásokat szükséges eszközölni.

Az **elmúlt időszak energiakáosza az elosztó vállalatokat is elérte**. Bár jó eséllyel mondhatjuk, hogy magunk mögött tudhatjuk a turbulens időszakot, kizárni egy jövőbeli, hasonló eseménysorozatot mégsem lehet. Ez jelentős kockázatot hordoz az értékelés során. Az energiakáosz éve ma (2023-ban) még részben éreztetik hatásukat, például a tarifaszabályozás utólag követi (kb. egy év késéssel) a piaci eseményeket, amelynek alapvetően, egy alacsony volatilitású piacon nincs komoly hatása, de turbulens időszakban átmenetileg veszteséget okozhat az elosztó cégek gazdálkodásában.

A megemelkedett energiaárak mind a gázelosztóra, mind a villamosenergia-elosztóra hatással vannak. Előbbi esetben a mérési különbözet, utóbbi esetben a hálózati veszteség miatt az energiát a piacról kell beszerezni. Ez mindkét társaság esetében az anyagköltség sort terheli és ez a sor a legjelentősebb költségtétel a cégek működésében. 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 például egyre jobban a decentralizáltság jellemzi, részben köszönhetően a zöld átállásnak (egyre több megújuló erőmű kezd 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. Itt már nagyban támaszkodni kell az úgynevezett „smart”, azaz okos eszközökre, ez pedig azt is jelenti, hogy több, pontosabb adat fog szinte azonnal rendelkezésre állni. Ez egyrészt pozitívum, de fel kell készülni az ezekben rejlő potenciál kiaknázására is, valamint mindez jelentős beruházási igényt is támaszt.

Az **elmúlt években a fogyasztói szokások átalakulóban vannak**. Egyrészt az orosz-ukrán háború során kialakult energiakáosz spórolásra készítette a felhasználók egy részét, mely a villamosenergiát és a gázfelhasználást is érintette. Az utóbbi években rendkívül enyhe telekkel szembesültünk. Ez a fűtési szezon lerövidülését jelenti, amely egy gázszolgáltató számaiban nyilvánvaló hatást eredményez a kevesebb elosztott gázmennyiség után. 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, sőt. A gázalapú 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 működési formája 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 pedig az árbevétel része a versenypiaci energiadíj, amely már a piaci folyamatokat tükrözi.** Jelentős költségtétel a hálózati veszteség, melyet az elosztóknak fedezniük kell gáz és villamosenergia vásárlással.

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 is stabilan emelkedő tendenciát mutat a modellünkben, a teljes ipari termelés szegmensben 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 menedzsmentje a stabil növekedés alapjait. A Wamsler nagy hagyománnyal rendelkezik a kályha, tűzhely- és

kandallógyártás területén, a vállalat elődjét 1894-ben alapították Salgótarjánban. A társaság jelenleg Közép-Európa egyik legnagyobb kályhagyártója, pl. a németországi piacon a Wamsler részesedése 7-8 % körül van. Ezenkívül van még fontos üzletága a társaságnak 2021-től acélszerkezeti felépítmények gyártásával is foglalkoznak, amelyen belül többek között vasúti oszlopokat és villamos felsővezeték szerelvényeket is gyártanak. Ez azért is fontos az Opus csoportnak, mert az építőipari cégek közül több is foglalkozik vasúti pálya építéssel kapcsolatos projektekkel, így az acélszerkezeti elemek egy részét a csoporton belül is fel tudják használni. Az acélszerkezet gyártása révén új piaci lehetőségek nyíltak a társaság számára, és ezáltal a szabad kapacitásokat is hatékonyabban ki tudják használni.

A Wamsler SE-nek a kályhák és kandallók várható jövőbeli kereslet csökkenése 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 fókus 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, vízépítés, környezetvédelem, atomenergia területén tevékenykedik. A vállalat 35 élő projekten dolgozik, a legutóbbi negyedéves gyorsjelentés alapján 2023-ban újabb projekteket nyert el a társaság. Jelenleg a közműépítés területén a legaktívabb a Mészáros és Mészáros, az árbevétel 83 %-át adta ez a terület 2023 első kilenc hónapjában. A modellbe beépített növekedési pálya csak akkor lehet fenntartható, ha a következő években több jelentős értékű szerződéseket sikerül a Mészáros és Mészárosnak megkötnie. A vállalat 2001 óra vége építőipari tevékenységet, és jelenleg már olyan területeken dolgoznak és rendelkeznek szaktudással, ahol kevés a piaci versenytárs (pl. atomenergia).

Az építőipar másik meghatározó vállalata az R-Kord, a cég tevékenységén belül az árbevétel 72 %-a a vasútépítéssel összefüggő biztosító és távközlő berendezésekből származott a tavalyi év első kilenc hónapjában. 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 költsége és az árbevétel várható lefutását a legutóbbi negyedéves gyorsjelentésben publikálta a társaság. Az értékelésünkben ezt vettük alapul és az RMI esetében kizárólag ezzel a projekttel számolunk, a kivitelezés szintén alvállalkozók bevonásával valósul meg.

Ahogy a 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 menedzsmenti interjúk szolgáltatják. Ezek célja, hogy a diszkontált cash flow modell (DCF) minden összetevője rendelkezésünkre álljon és pontosabb képet kapjunk a vállalat várható fair értékéről.

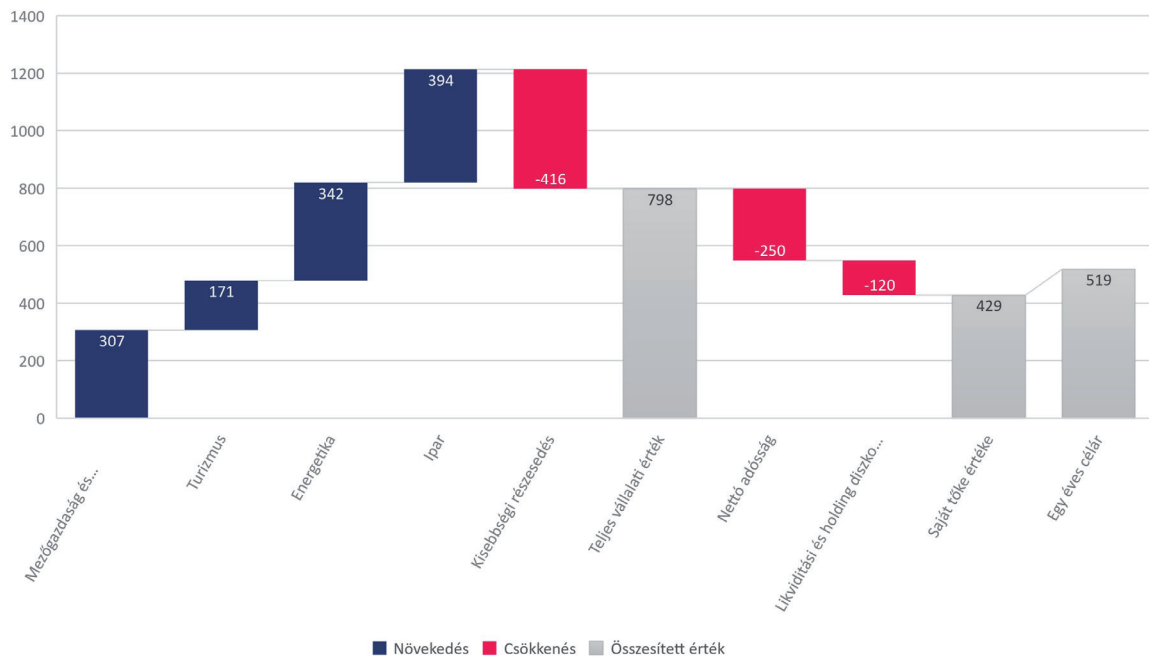
Az alábbiakban felsorolásban a modell feltevései ismerhetők meg:

- 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 egyes iparágakban 2-4 vállalat adja az eredmény döntő hányadát, ezek bemutatása a fenti, „Befektetési Sztori” fejezetben olvasható.
- A mezőgazdaság és élelmiszeripar szegmens modelljének sarokköve a vállalatok által felhasznált alapanyagok, úgy, mint búza, kukorica, földgáz és villamosenergia várható trendje, továbbá a jövőbeli beruházások alakulása. Azzal számolunk, hogy a nyersanyag és energiapiaci káosz elmúltával, valamint a jövőbeli várható hatékonyságjavító beruházások (nagyreszt energiahatékonysági) után a szegmens működési marzsja elérheti a kb. 15%-ot. A fogyasztói piac, amely a vállalatok termékének legnagyobb vásárlói az EU-ban átlagosan kb. 3-4%-kal növekedhet ebben az évtizedben.
- A turizmus szegmens értékelése során az egyik fő fundamentális tényező a HUNGUEST Hotels átpozícionáltsága, amely előre láthatólag 2025-ben zárul le. Ez alapján valószínűsíthetően magasabb működési marzsokkal számolhatunk a jövőben, ugyanakkor a saját ingaltanok miatti tőkeberuházások jelentős tételként vannak jelen. A magasabb életszínvonal magasabb árazást is indokolhat a jövőben.
- Az energetikai szegmensben, ahogy a vállalatok bemutatójában már említettük, két elosztó-hálózat található, amelyek működésére a természetes monopólium a jellemző. Ez azt is jelenti, hogy bevételük egy része hatóságilag rögzített és (többnyire) évente változik. Másrészt az árbevételben megjelenő versenypiaci díj tükrözi a piaci folyamatokat. Jelentős költségtétel a hálózati veszteség. Modellünkben azzal számolunk, hogy a fenti társaságok az elkövetkezendő években jelentős beruházásokat fognak eszközölni, a hálózat fejlesztése ezt megköveteli, és működési marzsuk kb. 15% körül alakulhat, amennyiben ténylegesen hátunk mögött tudjuk az energiakáosz éveit.
- Az ipar szegmensben az építőipari cégek szállítják az eredmény jelentős részét. Modellünkben azzal számoltunk, hogy az építőipari társaságoknak több jelentős értékű szerződést sikerül megkötniük. A társaságok alapvetően alvállalkozók bevonásával végzi a tevékenységét, ezért az energiaárak és az infláció alakulása is kockázatot jelentenek, ugyanis ezeket a költségeket a már zajló projektek esetében nehezen tudja érvényesíteni a fővállalkozó.
- 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.
- A különböző iparágak különböző vállalatainak külső (bankhitel, kötvény) és belső finanszírozási (tőke, visszaforgatott nyereség) forrásának aránya erős szóródást mutat. Ezeket a modellezés során figyelembe vesszük, hiszen az nagyban meghatározza a diszkontfaktort.
- AZ OPUS GLOBAL Nyrt. által birtokolt társaságok adókulcsai változók. Ezeket figyelembe vettük az egyes iparágak értékelésénél. Az adókulcs ugyanis hatással van a nyereségre és a diszkontfaktorra is.
- 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”) alapján kerül számításra. Értéke a legtöbb esetben 8% és 13% között szóródik.
- A budapesti tőzsde alacsony likviditása és a holding „cégforma” miatt 15%-os likviditási diszkontot alkalmazunk a célár meghatározása során. A budapesti értéktőzsde egyrészt illikvidnek számít, így egyfajta diszkont mindenképpen indokolt, ami azt is jelenti, hogy az itt kereskedett cégek nagy része akár alulármozottnak is tekinthető, bizonyos fundamentális feltételek mellett. A holding, konglomerátum formának az alkalmazása érthető, azonban szinte minden piacon az ilyen formában működő társaságok részvényei diszkonttal forognak ahhoz viszonyítva, hogy az általuk birtokolt vállalatok egyesével mennyit érhetnének. Ennek számos okát lehet azonosítani: adózás, extra adminisztratív költségek, szabad közkezhányad alacsonyabb aránya stb.
- A végső célárát forintban adjuk meg. Az elemzett vállalatok között találunk olyanokat, amelyek euróban vezetik könyveiket (pl.: VIRE SOL, KALL Ingredients). Esetükben az alkalmazott euró/forint árfolyam az MBH Bank Elemzési Centrumának előrejelzése, amely szerint 2024 év végén az euró-forint árfolyam: 372,5.
- **Elemzésünk szerint az OPUS GLOBAL Nyrt. egy éves célára 519 forint.**

AZ OPUS GLOBAL NYRT. EGY ÉVES CÉLÁRÁNAK LEBONTÁSA



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 hangsúlyt 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 jogkövetkezményt 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 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 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 kockázatot 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 az élelmiszerboltok például 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 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 jelentkezhettek ellátási lánc problémák vagy alapanyaghiány is, ahogy erre az utóbbi 2-3 év számos példát mutatott.

Elemzés lezárva: 2024.03.04. 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

Rácz Balázs
senior tőkepiaci elemző

Befektetéselemzés

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

MBH
BEFEKTETÉSI BANK

Jogi nyilatkozat

1. Jelen kiadványt az MBH Bank Nyrt. (székhely: 1056 Budapest, Váci u.38.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-040952; tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001.; a Budapesti Értéktőzsde tagja; 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, veszteségekért.

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valódiságáról, 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 Bank fiókjában, valamint az mbhbank.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 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 összeférhetetlenségek 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-vezetőszerzője 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 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. 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. január 25. (16:00)

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 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 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 japángyertya- 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 szintiszta 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 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 adókulcson, 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.

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.

mbhbecftetesibank.hu

06 80 350 350