

ÖSSZEFOGALÁS

Az ALTEO-t 2008-ban alapították Budapesten és a közművek iparágában végzi tevékenységét. A cég úgynevezett „Smart Energy” szolgáltatást nyújt. A társaság fő szegmensei az energiatermelés (elektromos és hő), energetikai szolgáltatások és kereskedelem. Az ALTEO kisebb erőműveket épít, vagy akvirál és így decentralizált energetikai szolgáltatásokat tud nyújtani. Az energiatermelés megújuló és hagyományos, gáz alapú módon is történik.

A társaság eredménytermelő képességének növekedése a megvalósított és a jövőben megvalósuló befektetéseken múlik. Éppen emiatt fontos a tőkebefektetés, amely a következő két évben 10 és 15 milliárd forint között lehet. Véleményünk szerint ezek hatására az EBITDA 2019/2020-tól szignifikánsan emelkedhet.

A versenytárs elemzés szerint a társaság részvényei megfelelően árazottak, a DCF-modellünk alapján az egyéves célárfolyam 823 forint alapesetben. Annak ellenére, hogy az iparági besorolás közmű, véleményünk szerint az ALTEO egy növekedési sztori, így ajánlásunk felülsúlyozás.

Legfontosabb adatok:

Ajánlás: Felülsúlyozás

Célárfolyam: 823 forint

Piaci árfolyam: 685 Ft (2017 December 14.)

52 hetes árfolyamsáv: 531,25-740

Piaci kapitalizáció (milliárd forint): 11,15

Átlagos napi forgalom (darab, a feldarabolás óta): 4800

Bloomberg-kód: ALTEO HB

Reuters-kód: ALTS.BU

Elemző:

Debreczeni Csaba

Tel: +36-1-268-8323

E-mail: debreczeni.csaba@mkb.hu

AZ IPARÁG ÁTTEKINTÉSE

Az ALTEO iparági besorolása szerint közmű, szegmensei magában foglalják az energiatermelést (elektromos energia és hő, megújuló és hagyományos eszközökkel is), az energetikai szolgáltatásokat valamint az energia kereskedelmet.

A közmű iparág olyan társaságokat takar, amelyek olyan létesítményeket birtokolnak, vagy üzemeltetnek, amely elektromos áramot, gázt, hőt, vizet, vagy egyéb közműszolgáltatásokat nyújtanak, vagy állítanak elő. Megrendelőik más iparágak társaságai, kormányzatok, önkormányzatok vagy magánszemélyek is lehetnek. A közmű iparága erősen szabályozott, amely hatással van a működésre és az eredménytermelő képességre is.

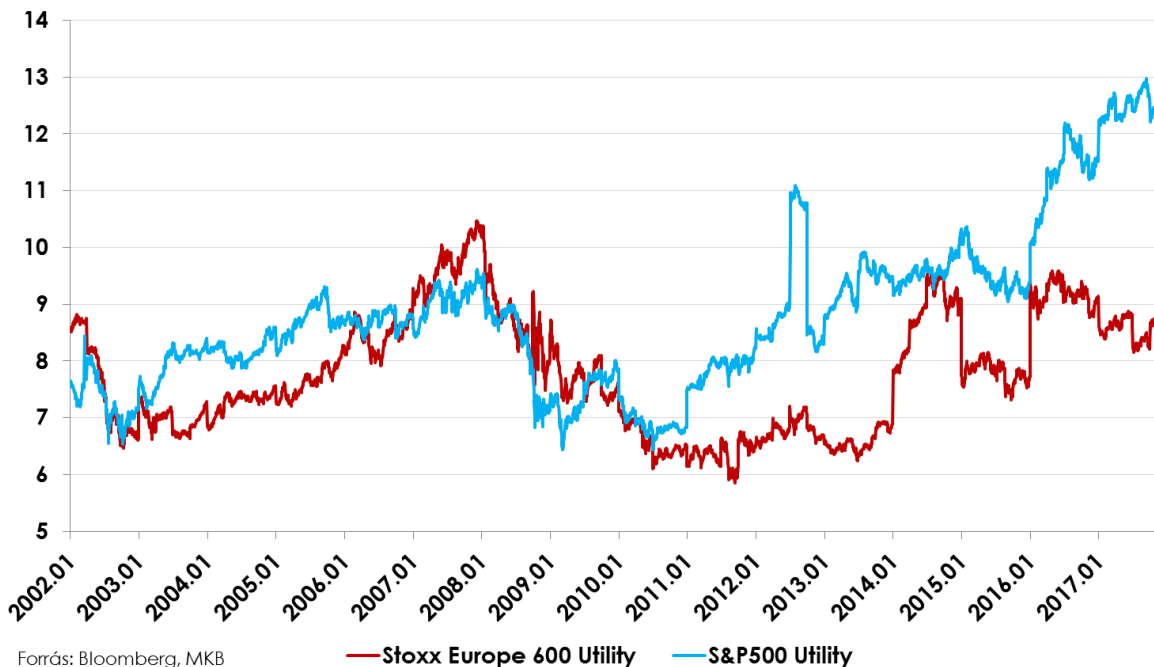
Az utóbbi évek technológiai fejlődése a közmű szektorát is elérte. Míg korábban az iparágat hatalmas, nehezen alkalmazkodó, alacsony hatékonyságú cégek jellemezték, mára lehetővé vált kisebb erőművek építése révén decentralizált energiaszolgáltatások nyújtása. Ennek legjobb példája, hogy manapság egy háztartásnak is lehet energiapolitikája, elég csak a háztetőkre szerelhető napelemekre gondolni. Elmondható, hogy ezt az iparágat is elérte a technológiai fejlődés.

AZ IPARÁG ÉRTÉKELTÉSÉGE

A közművek az infrastruktúra fontossága miatt magas tőkebefektetést igénylő társaságok. A legtöbb társaság magas külső forrással működik, így érzékenyek a kamatok változására. Továbbá a részvényt piacok is fontos szerepet töltenek be, mint forrásbevonási lehetőség. Az iparág adósság/EBITDA aránya 3,2 Európában (a hosszú távú átlag itt 2,8).

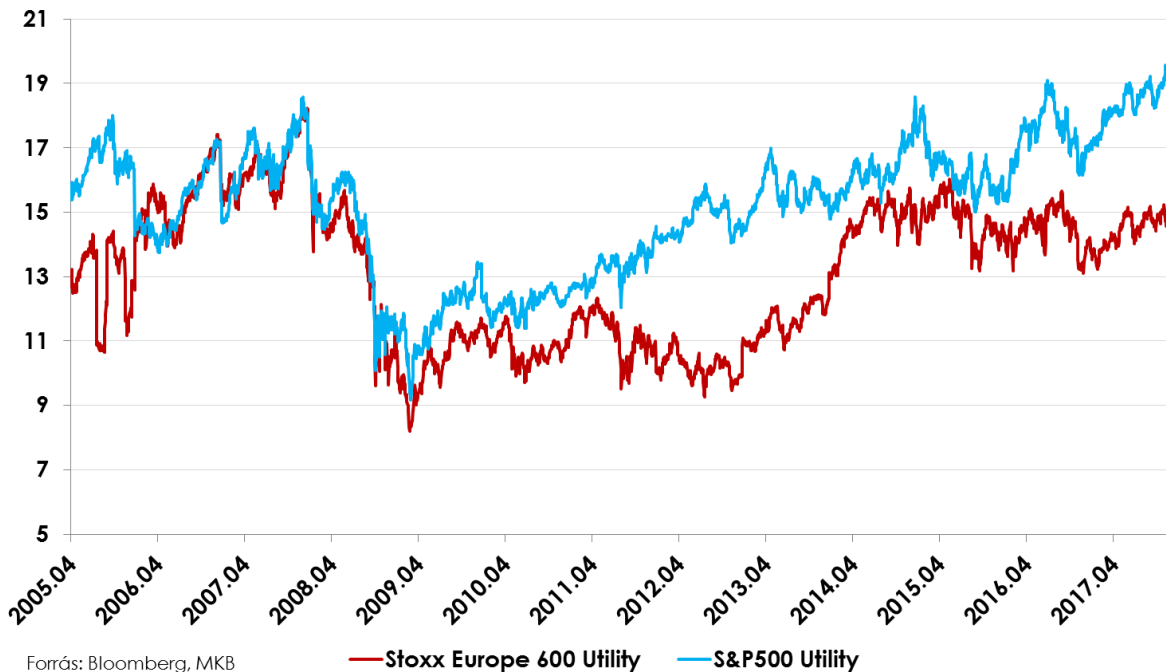
Az EV/EBITDA arány az európai cégek esetében alacsonyabb, míg az USA-ban jelentősen emelkedett 2016 év elejétől. Történt mindez azért, mert az amerikai társaságok eredménye csökkent 2015 és 2016-ban, viszont a részvényt piac emelkedése minden szektorban tovább folytatódott, így a tengeren túli közművek jelentős prémiummal forognak az európai szektortársakhoz képest.

A közmű cégek nettó EV/EBITDA aránya az USA-ban és Európában



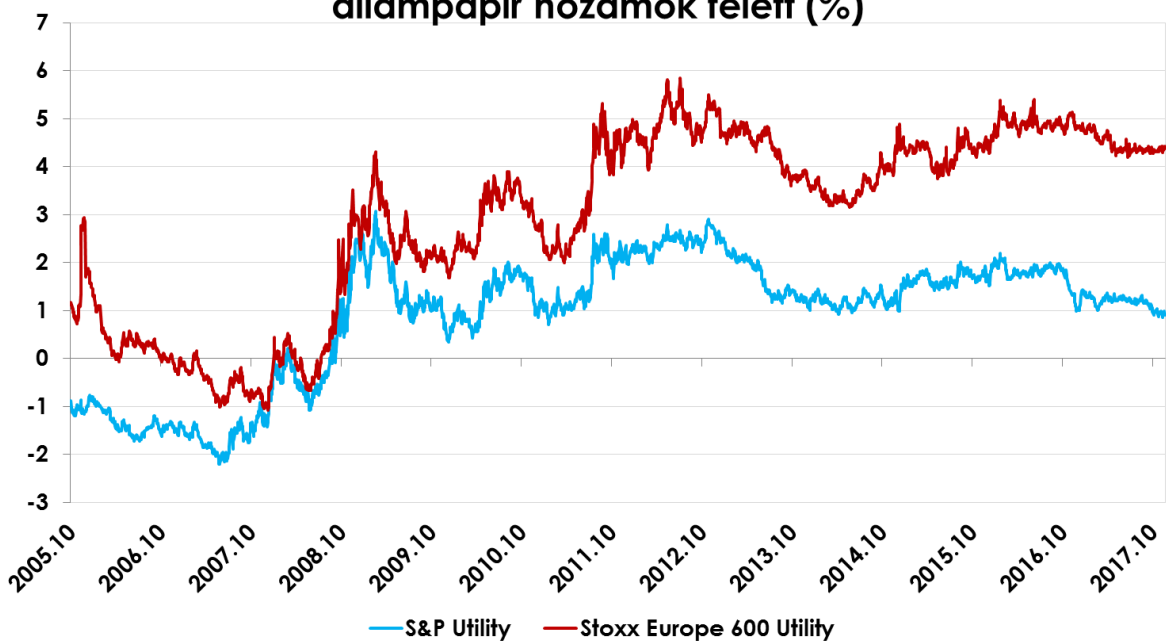
Az USA társaságainak P/E aránya már meghaladja a 2008-as válság előtti szintet, míg Európában ez nem látható, hiszen ott nem is volt számottevő áremelkedés a szektorban az elmúlt 5 évben.

A közmű cégek nettó P/E aránya az USA-ban és Európában



A szektor társaságai általában magas osztalékot fizetnek, amely miatt a befektetők egyfajta jövedelemtermelő befektetésként tekintenek rájuk és sokan ez alapján értékelik a cégeket. Mivel a 2008-as válság óta a kamatok alacsony szinten „stabilizálódtak” ez felértékelte a közművel által fizetett osztalék mértékét.

A közmű szektor osztalékhozam többlete a 10 éves állampapír hozamok felett (%)



Forrás: Bloomberg, MKB

*Az európai 10 éves hozam a 10 éves német állampapír hozama

**Az adatok a közmű cégek osztalékhozama és a 10 éves állampapír hozama közötti különbséget mutatják

AZ ALTEO CSOPORT ÉS TÖRTÉNETE

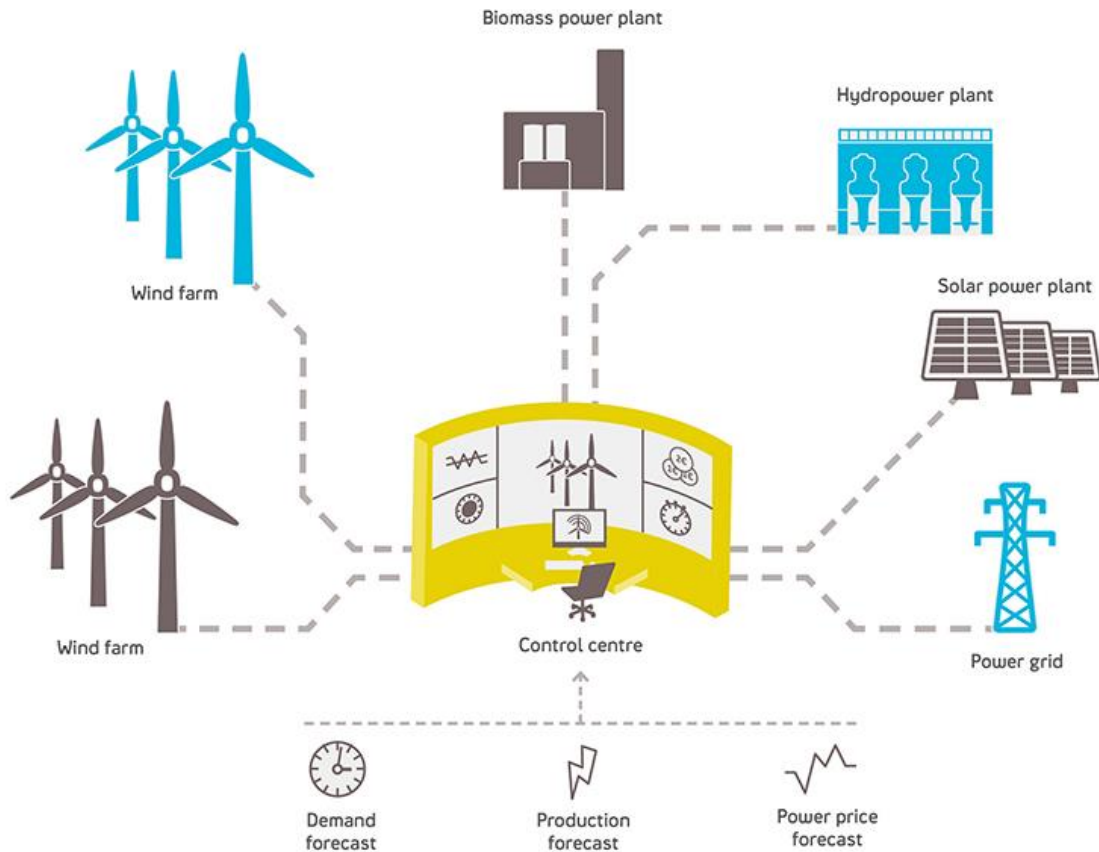
Az ALTEO-t 2008-ban alapították Budapesten. A társaság mára egyik vezető szereplője a közmű szektornak. A társaság magában foglalja az energiatermelést (elektromos energia és hő), az energetikai szolgáltatásokat valamint az energia kereskedelmet. Az energetikai portfólió megújuló (víz, szél, nap, biomassza, depóniagáz) erőművekből áll és mellette hagyományos (gáz) alapú erőműveket is tartalmaz. A társaság célja, hogy az energiatermelést a felhasználó közelében, decentralizáltan valósítsa meg.

Az ALTEO 23 erőművet birtokol és ezek 156 megawatt elektromos energiát és 880 megawatt hőenergiát termeltek a legutóbbi évben. Az alábbi táblázat ezeket sorolja fel:

Megújuló erőművek		Földgáz tüzelésű erőművek	
Szél		Ipari energiaszolgáltatás	
Jánossomorja	1,8 MW	BorsodChem erőmű	125 t/h (hő)
Ács	2,0 MW	Soproni erőmű	56 MWth (hő) / 6 MWe (elektromosság)
Pápakovácsi	2,0 MW	Győri erőművek	51 MWth (hő) / 3 MWe (elektromosság)
Törökszentmiklós	1,5 MW	MOL Petrolkémia vízelőkészítő üzem	450 t/h (vízelőkészítés)
Biogáz		Távhő erőművek	
Debrecen dpóniagáz	0,625 MW	Kazincbarcikai erőmű	58,2 MWth (hő) / 9,6 MWe (elektromosság)
Nyíregyháza depóniagáz	0,525 MW	Tiszaújvárosi erőmű	42,8 MWth (hő) / 6,4 MWe (elektromosság)
Kisújszállás kísérő gáz	0,143 MW	Ózai erőmű	4,8 MWth (hő) / 4,8 MWe (elektromosság)
Nagykőrös	0,7 MW	Zuglói erőmű	17,1 MWth (hő) / 18,2 MWe (elektromosság)
Víz		Energiaszolgáltatás bevásárlóközpontokban	
Felsődobsza	0,9 MW	MOM Park	7 MWth (hő) / 1 MWe (elektromosság) / 6,1 MWc (hűtési energia)
Gibárt	0,49 MW	Agria Park	1,3 MW / 1 MWe (elektromosság)
Biomassza			
Tisza Bioterm	0,5 MW		
Nap			
Domaszék	2 MW		

Forrás: ALTEO, MKB

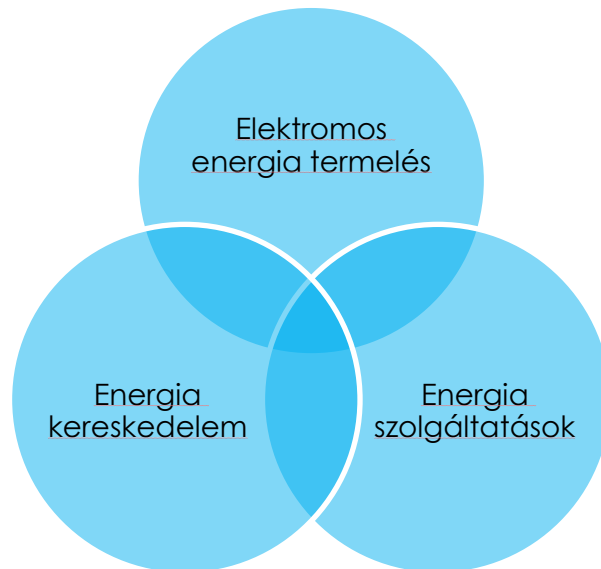
Az ALTEO emellett virtuális erőművet (VPP) is üzemeltet. A VPP egy olyan informatikai rendszer, amely egységbe foglalja a társaság erőműveit, így azok egy egységes, nagy erőműként jelennek meg. Ez a társaság „vezérlő központja”, amely a keresletet és kínálatot kiegyensúlyozza. A VPP hozzájárul az elektromos kereslet és kínálat kiegyensúlyozásához is a rendszerirányító, MAVIR-on keresztül. A VPP és az erőművei által az ALTEO képes, hogy magas hozzáadott értékű energetikai szolgáltatásokat értékesítsen a kiegyensúlyozó piacon, amely így hozzájárul a profittermeléshez.



Egy virtuális erőmű ábrája, Forrás: Statkraft, Yale.edu, MKB

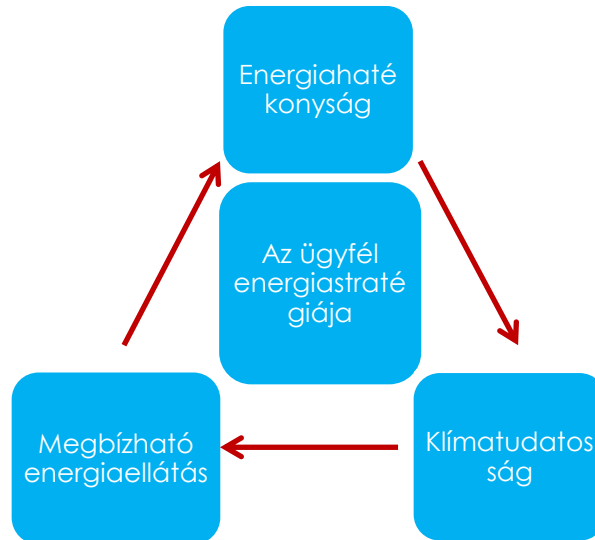
Az ALTEO fő célja, hogy meghatározó szereplője legyen az energetikai szolgáltatások, az energia kereskedelem és a decentralizált energiatermelés valamint a hatékony energia menedzsment terén.

Az ALTEO szegmensei



Az ALTEO egy vezető „Smart Energy” szolgáltató, amely magában foglalja a környezet tudatosságot (modern és megújuló technológia), az energia hatékonyságot (helyi termelés, veszteség minimalizálása, CO2 kibocsátás csökkentése), valamint a megbízható

energiaellátást (magas fokú rendelkezésre állás, megbízható technológiák). A társaság versenyképes áron tud kínálni energetikai szolgáltatásokat a KKV szektornak, mivel gyorsabban tud alkalmazkodni az igényekhez.

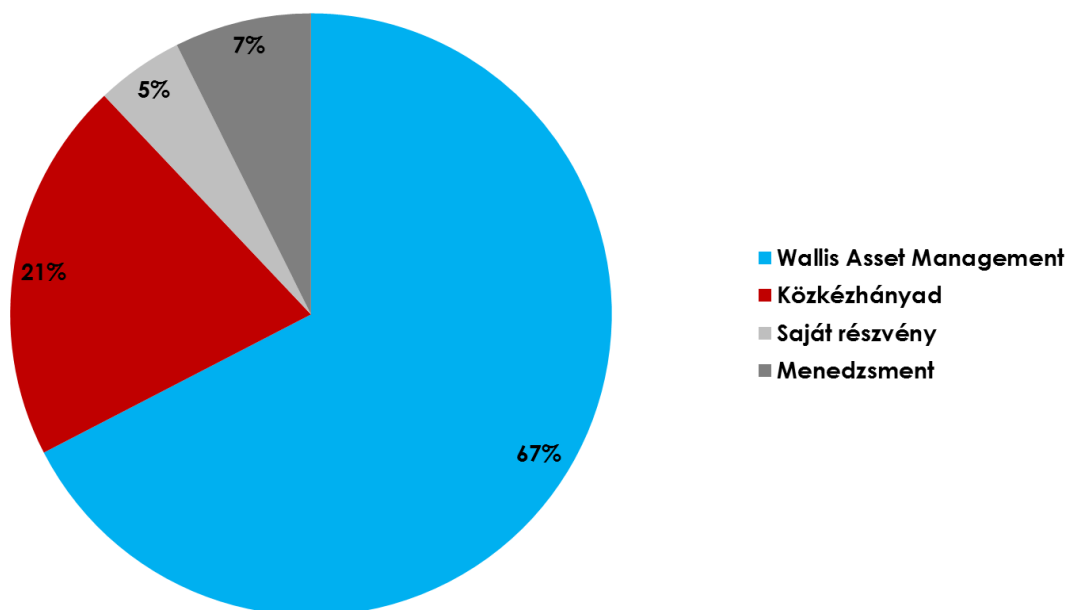


A TULAJDONOSI STRUKTÚRA

A társaság részvénykibocsátása (IPO) 2010-ben történt meg, majd a másodlagos kibocsátás 2016-ban. 2017 év végén részvény felaprózás következett, így a kibocsátott részvénytár szám 2,1 millió darabról 16,4 millió darabra emelkedett. Emellett a társaság a vállalati kötvények piacán is aktív.

A társaság fő tulajdonosa a Wallis Asset Management Zrt., amely a részvények 67,41%-át birtokolja, a magántulajdonban lévő részvények aránya 20,53%.

A tulajdonosi struktúra



Forrás: ALTEO, MKB

A CÉGSTRUKTÚRA

Az ALTEO-nak 25 leányvállalata van, ezek közül a Tisza Bioterm-et 60%-ban birtokolja a társaság, valamint a Zugló-Therm társult vállalkozásnak minősül, mivel itt az ALTEO részesedése 49%.

Megkülönböztethetünk továbbá két lízing ügyletet is: a BC-Therm és a Tisza-WTP. Ezekben az esetekben az ALTEO-nak nincs hatása a várható hozamokra és a működésére, mert a döntéseket egy másik cég hoz meg, így az IFRIC 4 szabályozás értelmében ezen társaságok a lízing jogi formáját képviselik. A BC-Therm ügyfele a BorsodChem (a szerződés 2021-ben fog lejáran), a Tisza-WTP ügyfele a MOL Petrolkémia, amely szerződése 2027-ben jár le.

A társaság több, blue-chip ügyféllel rendelkezik, a teljesség igénye nélkül: Audi, Heineken, WING, Borsodchem, MOL.

2015-ben a társaság felvásárolta a Sinergy Csoportot, amely eddig a legnagyobb akvizíció a cég történetében.

KOCKÁZATI FAKTOROK

Számos kockázati tényezőt azonosíthatunk, amelyek jelentős hatással lehetnek a társaság működésére, valamint így a saját modellünkre, véleményünkre és a célárra is.

Az energetika és így közműszektor jelentős állami, valamint uniós szabályozás alá esik. Mindez hatással lehet a társaságok működésére, eredménytermelő képességére. A szabályozások változása, az adópolitika változása jelentősen hathat a működésre, elég csak a magyarországi közműadót említeni. A társaság néhány leányvállalat fizet közműadót, így a Csoport effektív adóterhe 12 és 13% között mozog.

A társaság hitelezési kockázata alacsony, mivel a nem-fizető ügyfelek aránya elenyésző. Az ALTEO ügyfélállománya diverzifikált, nincs olyan megrendelő, aki a bevétel több mint 10%-át tenné ki egymaga.

Mivel az ügyfelek nagy része ipari vállalat (autóipar, napi fogyasztási cikkek, vegyipar), a társaság eredménye pro-ciklikus, azaz a gazdaság általános helyzetével együtt mozog. Mindezek ellen a társaság hosszú távú szerződések megkötésével fedezi magát.

A távhő szolgáltatás egy alacsony eredményhányadú szegmens. A magyar kormány az utóbbi években több rezsicsökkentést is végrehajtott, így a 2018-as választási években sem lehet ennek esélyét figyelmen kívül hagyni. Azonban a társaság nem kínál közvetlenül távhőszolgáltatást, így a rezsicsökkentés elvileg nem befolyásolja a profit alakulását. A távhőszolgáltatás azonban fontos, hiszen az párhuzamosan működik az elektromos energiatermeléssel, amely így sokkal hatékonyabbá teszi a komplett szegmens teljesítményét.

A társaság kitett az energiahordozók piaci árának változása felé. A földgáz és az elektromos energia ára euróban meghatározott, míg a cég hőtermelési árbevétele forintban, az elektromos energia euróban denominált. Továbbá a társaság rendelkezik forint, euró és más devizában meghatározott hitelekkel is, vagyis jelentős FX kitétséget fedezhetünk fel, melyet a társaság fedezéssel kezel.

A megújuló energia termelése erősen időjárásfüggő, amelyre a társaságnak nincs ráhatása. Így a napsütéses és szeles órák száma, a folyók vízhozama meghatározó. Mindezt a hagyományos gáztüzelésű erőművek egyensúlyozhatják ki.

Magyarországon leindul Paks bővítése (Paks II.), amely a legfrissebb hírek szerint 2025-2027-re készülhet el. Mindez azt jelenti, hogy lesz egy átmeneti időszak, amikor az ország energiaexportőrré válik, ugyanis a termelés kb. 2200 MW-tal növekedhet. Paks I.-et 2030 és 2036 között állítják majd le.

A magasabb energiatermelés azonban pozitív is lehet, hiszen több termelés több kiegyenlítést jelent, amely pozitív eredményt jelent. Továbbá az atomerőművek építése általában csúszik. Az Economist elemzése szerint az 55 épülő projekt 2/3-a késésben van¹ (Franciaországban, Finnországban, Kínában is), így az ALTEO is az vetíti előre, hogy a túlkapacitás mindössze néhány évig fog tartani.

A TÁMOGATÁSI RENDSZER

Magyarországon a KÁT rendszer (Kötelező Átvételi Rendszer) 2002 óta van hatályban, kisebb változások 2008-ban történtek. A szabályozás értelmében a rendszerirányító (MAVIR) köteles átvenni a megújuló erőforrásokból származó nem saját felhasználású energiát, egy a szabadpiacinál magasabb áron.

2016-ban Magyarország adoptálta a METÁR-t (Megújuló és alternatív energiaforrásokból előállított hő- és villamosenergia-átvételi támogatási rendszer), továbbá vállalata, hogy 2020-ra a teljes energiatermelésen belül a megújuló részaránya 14,65% lesz.

¹ <https://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2017/01/daily-chart-22>

Ennek értelmében a KÁT METÁR-ra változik. A METÁR azonban egy prémium típusú differenciált támogatási rendszer, vagyis a termelők szabadpiaci körülmények között értékesítik a megtermelt energiát és azzal arányosan ártámogatásban részesülnek.

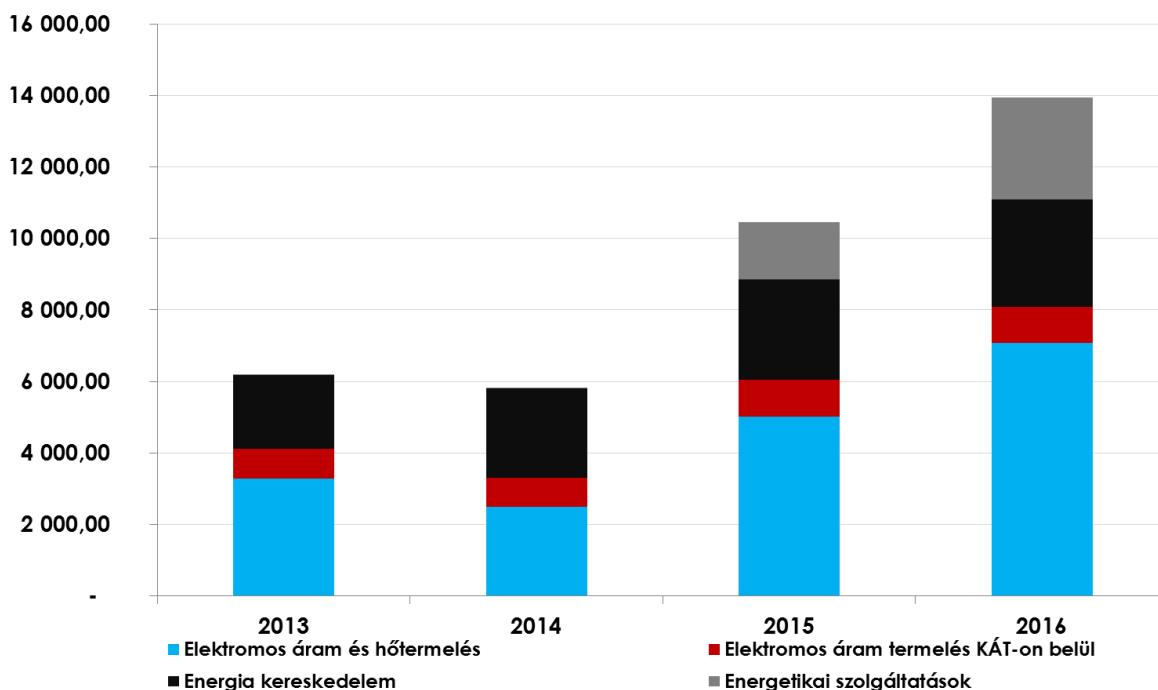
Az olyan termelők, akik 0,5 MW alatt termelnek továbbra is a KÁT-ban maradnak. 0,5 és 1 MW között a termelők értékesítik az előállított energiát, és a prémiumot a következő hónapban kapják meg. Ebben az esetben az értékesítés költsége teljesen a termelőt terheli. 1 MW feletti termelők esetében (az ALTEO legtöbb projektje ide fog kerülni), csak akkor jár prémium, ha a termelő pályázik és nyer.

A KÁT-ra pályázás utolsó évében (2016) körülbelül 2000 MW engedély lett kiadva. Amennyiben ez mind megvalósul, az iparág nem számít METÁR tenderre egészen 2020-ig.

A PÉNZÜGY SZÁMOK ELEMZÉSE

Az ALTEO árbevétele az elmúlt 9 évben 1 milliárd forintról 16 milliárd forintra nőtt, amely 40%-os éves átlagos növekedési ütemnek feleltethető meg. Ugyan ez elmondható az EBITDA-ról is. A növekedés 2014/2015-ben ugrott meg, amikor a társaság felvásárolta a Sinergy Csoportot.

Bevételek szegmensenként (millió forint)



Forrás: ALTEO, MKB

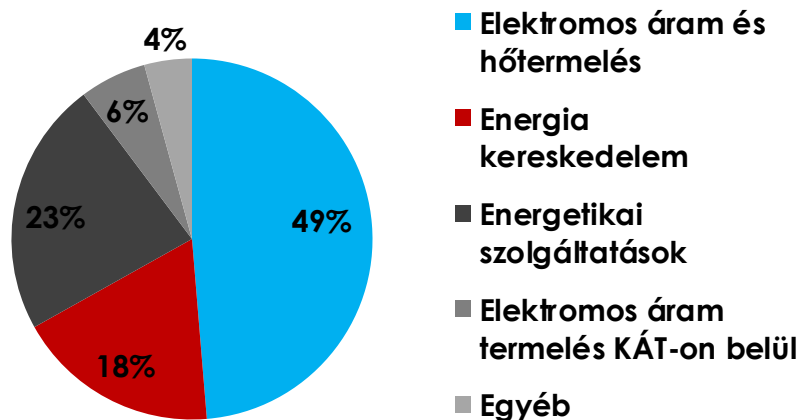
A Csoportnak több szegmense van, így az energiatermelés, amely hőtermelést nyújt egy vagy több ügyfélnek, valamint elektromos áram termelés a piacra, illetve a MAVIR részére. Ez a szegmens tartalmaz megújuló és hagyományos (gáz) erőműveket is. A szegmens tartalmazza a VPP működéséből adódó eredményt is.

A KÁT szegmens (2017-től METÁR) a megújuló energiatermelést tartalmazza. Az elmúlt években a bevétel 60%-a a szélerőművekből származott, azonban a jövőben ez változni fog. Iparági elemzések szerint egyre több napelem-erőmű kerül megvalósításra.

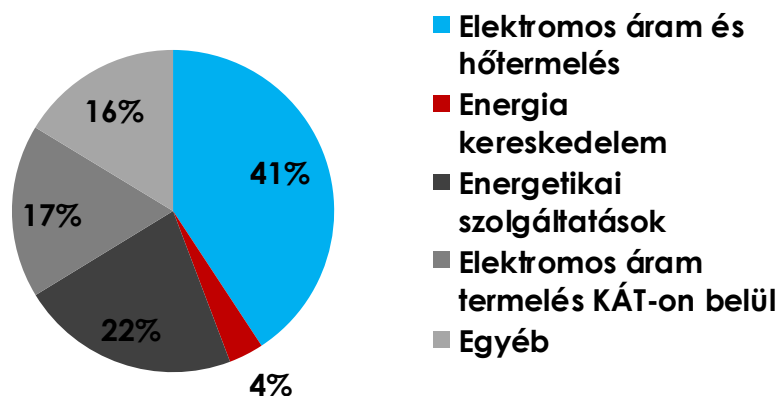
Az energetikai szolgáltatások egy teljes értékláncot tartalmaz az építéstől egészen az üzemeltetésig (valamint társbefektetéseket is, amennyiben szükséges).

Az energiakereskedelmen belül a társaságnak lehetősége van elektromos áramot és gázt venni, vagy eladni. Itt a társaságnak nincs kitétsége a lakosság felé, csak a KKV felé. Az ALTEO egyben HUPX tag is.

Árbevétel szegmensenként, 2016

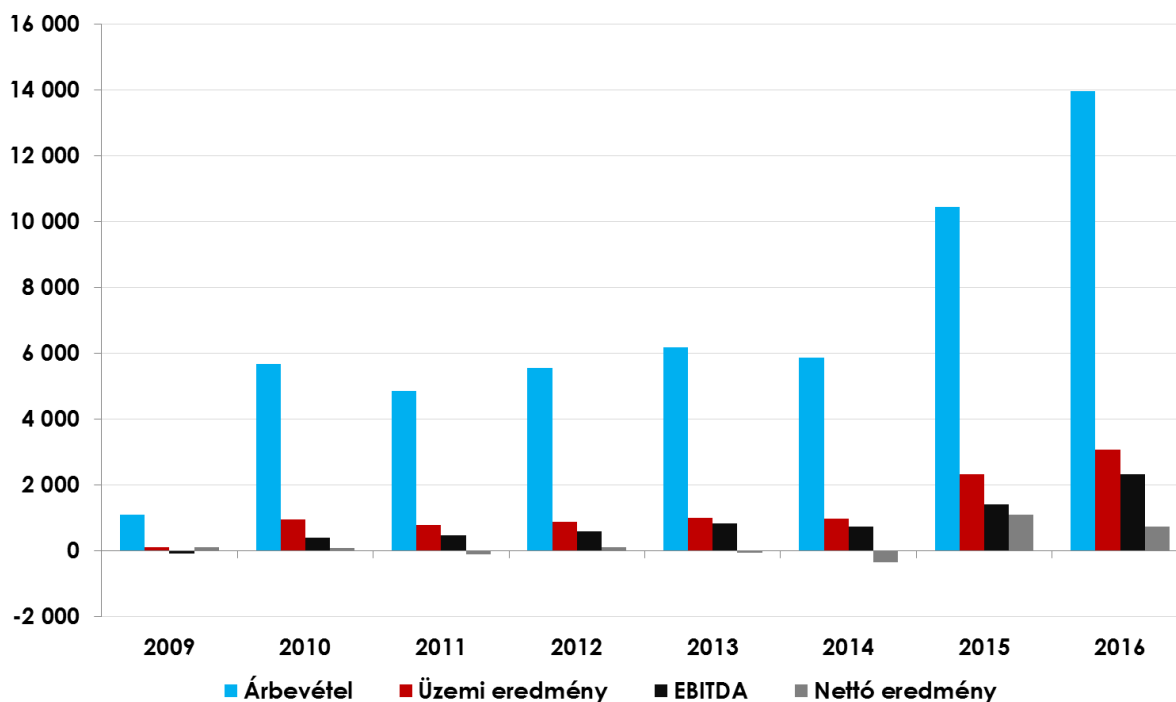


Az üzemi eredmény megoszlása szegmensenként, 2016



Forrás: ALTEO, MKB

2016-ban az árbevétel legnagyobb részét a KÁT-on kívüli energiatermelés, valamint az energetikai szolgáltatások (az árbevétel 49% és 23%-a) tették ki. A KÁT-on belüli energiatermelés rendelkezik a legmagasabb működési eredményhányaddal, azonban ez a jövőben változhat, mivel szél alapú erőművek fognak kiesni a rendszerből és naperőművek kerülhetnek a helyükre. Az energiatermelés működési eredményhányada 74% a KÁT rendszerben és 21% a KÁT rendszeren kívül. Az energetikai szolgáltatások marzsa 24,4%, míg a kereskedelem rendelkezik a legalacsonyabbal (kb. 5%), ugyanakkor ez a szegmens igényli a legkevesebb tőkebefektetést is.

A fő számok millió forintban


Forrás: Bloomberg, ALTEO, MKB

Az iparág EBITDA marzsa 20%, az ALTEO 2016-ban 16%-ot ért el, 2017 első félévében pedig 12%-ot. Az iparág EBITDA-ja körülbelül a GDP és/vagy az inflációval egyenértékben tud nőni, így elengedhetetlen a megfelelő felvásárlási célpont keresése és találása, amely során az EBITDA jelentősen növelhető.

2017 első felében az eredményességet nagyban rontotta a szokatlanul hideg idő, valamint a szektorban megfigyelt nagyszámú karbantartás. A fogyasztók több áramot vettek, így annak ára felszökött. Az ALTEO fedezte magát, de csak annyira amennyire azt a múltbeli átlagértékek indokolták, így áramot és gázt kellett vásárolnia a piacról, melyek ára éppen rekordokat döntött. Ennek következtében az EBITDA 2016 első félévéhez képest 29%-kal csökkent, miközben az árbevétel 27%-kal nőtt.

Az elektromos energia termelésére nagy hatással van a „spark spread”, amely az értékesített elektromos áram ára és az előállításához szükséges költségek (a gáz ára) közötti különbség.

Millió forint	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Árbevétel	1 090,9	5 657,9	4 855,9	5 545,7	6 172,4	5 860,0	10 446,6	13 948,2
Költségek, ráfordítások	991,4	4 817,9	4 089,7	4 666,2	5 187,5	4 890,0	8 126,0	10 881,7
Üzemi eredmény	99,5	939,9	766,2	879,5	984,9	970,1	2 320,6	3 066,6
Értékcsökkenés, amortizáció	9,1	186,5	166,3	271,1	420,2	404,1	627,4	601,3
EBITDA	-88,7	401,8	453,3	591,3	815,6	719,3	1 393,6	2 313,6
EBITDA Margin (T12M)	-8,13	7,10	9,34	10,66	13,21	12,28	13,34	16,07
Nettó eredmény	95,6	69,9	-102,1	95,1	-57,5	-345,9	1 087,4	728,1
Tőkebefektetés	-161,2	-197,2	-685,9	-312,7	-139,7	-181,2	-206,4	-151,9
Vállalatok felvásárlása	-671,3	-1 235,1	0,0	-339,5	-97,2	0,0	696,8	0,0

Forrás: Bloomberg, ALTEO, MKB

NÖVEKEDÉSI LEHETŐSÉGEK

A céget növekedési sztorinak véljük, amely nagyban függ attól, hogy milyen felvásárlási célpontokat sikerül azonosítani és megszerezni. A menedzsment nem rendelkezik piaci

részarány célokkal, de évente 1-3 új szerződést, felvásárlást szeretne lebonyolítani. Az elkövetkező két évben 10-15 milliárd forint lehet az eszközölt befektetések értéke.

Két fontos ügyfél, a MOL és a BorsodChem növeli a kapacitásait, így ezek eredménynövelő hatású lehet. Valószínűsíthető a távhő szegmens bővítése is.

Körülbelül 300 milliárd forintnyi EU forrás használható fel 2020-ig, melyet a menedzsment folyamatosan monitoroz, továbbá figyelemmel követi a geotermikus és biogáz projekteket. A gyors technológiai fejlődésnek köszönhetően a napelem és a biomassza erőművekben is nagy felértékelődési potenciál lehet. A társaság bővítheti a VPP portfólióját olyan erőművekkel, amelyek kilépnek a KÁT-ból, illetve a gáz üzemű erőművek szegmensében is lehetséges bővítés.

A társaság alapvetően Magyarországon működik, nem zárkózna el egy Kelet-európai terjeszkedés elől. A menedzsment szerint a nettó adósság/EBITDA arány 3-4 között lehet és az optimális tőkeszerkezet 30% tőke, 70% hitelből áll.

A 2017-2019-es stratégiának megfelelően az utóbbi időszakban több projekt is megvalósult, illetve elindult, így depóniagáz bővítés Debrecenben (300 millió forint), soproni kazánberuházás (200 millió forint), energiatárolási célú akkumulátoros K+F+I projekt (1,1 milliárd forint), naperőmű és szélenergia projektek megkezdése (kb. 10 milliárd forint).

2017 év végén a társaság tulajdonosa lett a Domaszék 2MW Kft-nek, valamint két monori fotovoltaiikus projektársaság megvásárlásáról írt alá szerződést, melyek megvalósulása esetén a naperőművek kapacitása további 4 MW-tal növekszik.

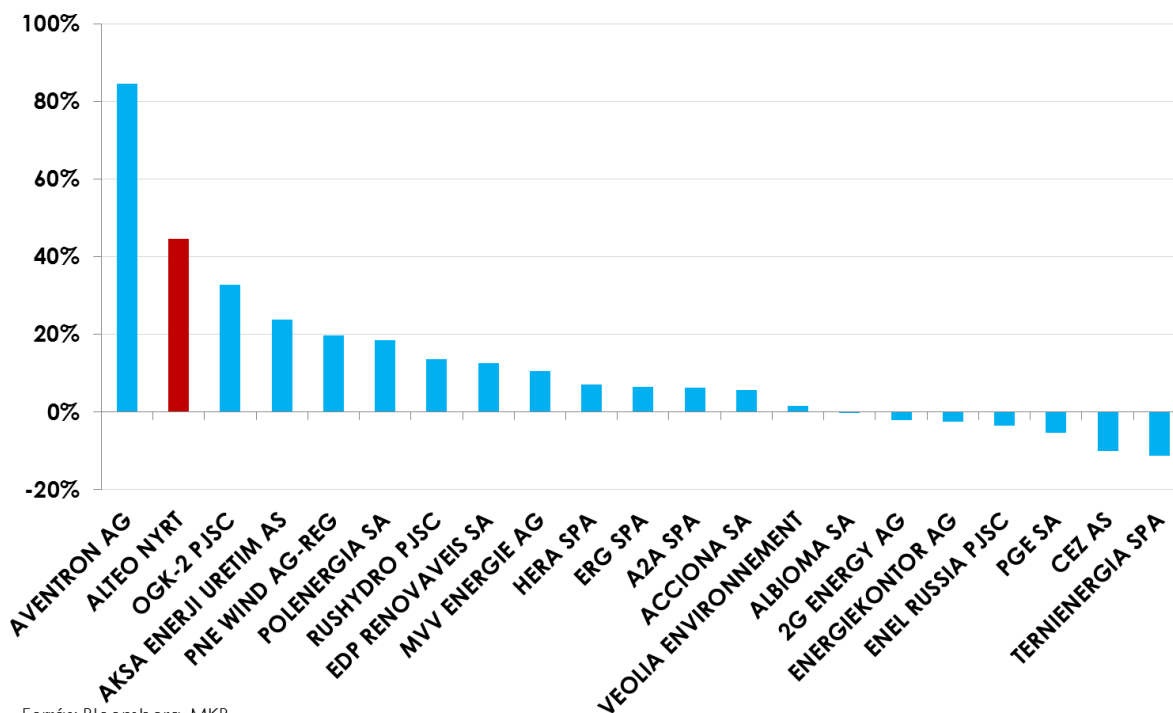
A „távoli” jövőben az elektromos autók is nagy lehetőséget jelenthetnek, hiszen azok töltésének megoldására is decentralizált, hatékony társaságok lesznek képesek. Szükséges lesz a megújuló erőművek gáz alapú erőművekkel való kiegyenlítése, segítése.

Mivel a közművek eredményének növekedése korlátozott, ezért elengedhetetlenül szükséges a megfelelő projektek felkutatása, megvásárlása, megvalósítása.

VERSENYTÁRSELEMZÉS

Az alábbi táblázat az ALTEO legfontosabb versenytársainak főbb számait tartalmazza. A menedzsment 3-4 közötti nettó adósság/EBITDA és 5-8 közötti EV/EBITDA értékkel kalkulál. Az optimális tőkeszerkezet 30% tőke, és 70% hitel lehet. A társaság ROIC mutatója a versenytársakhoz képest magas, azaz bőven van tér a befektetett tőke növeléséhez.

AZ EBITDA 3 ÉVES ÁTLAGOS NÖVEKEDÉSE



Forrás: Bloomberg, MKB

A közmű szolgáltatók általában magas osztalékot fizetnek. A versenytársak átlaga 3,8%, míg az ALTEO 2,5%-os osztalékhozammal rendelkezik. Fontos még figyelembe venni a likviditást is, hiszen az ALTEO napi forgalma alacsony, ez mindenképpen diszkontot generál.

Alapvetően az mondhatjuk el, hogy a versenytársakhoz viszonyítva az ALTEO árazása megfelelő.

Vállalat	Piaci kapitalizáció millió forint	P/E	P/E 2018	P/E 2019	EV/EBITDA	EV/EBITDA 2018	EV/EBITDA 2019
ALTEO NYRT	11 399	12,9	NA	NA	4,3	NA	NA
PGE SA	1 788 690	7,3	7,8	7,9	3,5	4,7	4,5
LIETUVOS ENERGIJOS	124 537	NA	NA	NA	6,4	NA	NA
OGK-2 PJSC	250 506	4,2	3,9	3,5	3,9	3,0	2,5
ENEL RUSSIA PJSC	236 465	7,3	7,5	7,5	3,8	4,4	4,8
CEZ AS	3 211 684	14,3	18,7	20,0	5,8	7,6	7,4
RUSHYDRO PJSC	1 567 579	6,2	5,4	4,8	5,6	4,7	4,3
ELMŰ	151 861	NA	NA	NA	4,1	NA	NA
AKSA ENERJI URETIM	165 456	194,0	12,9	NA	11,7	NA	NA
AYEN ENERJI AS	70 420	NA	NA	NA	21,8	NA	NA
KOGENERACJA	88 795	NA	NA	NA	2,7	NA	NA
ERG SPA	776 137	19,1	21,5	22,1	7,4	7,8	7,3
A2A SPA	1 598 885	14,5	13,9	14,0	9,2	7,5	7,4
HERA SPA	1 438 930	19,1	19,0	18,7	8,1	7,5	7,5
MVV ENERGIE AG	501 014	16,4	16,3	15,7	7,3	8,2	8,1
ALBIOMA SA	191 590	18,7	14,2	13,4	9,2	8,5	8,4
POLENERGIA SA	39 706	NA	10,3	6,5	36,3	4,5	3,3
VEOLIA	3 733 793	20,5	17,3	15,6	7,1	6,2	5,9
ENERGIEKONTOR AG	65 178	18,2	18,1	11,3	4,6	6,9	6,7
EDP RENOVAVEIS SA	1 802 668	29,5	28,0	23,7	8,2	8,2	7,6
ACCIONA SA	1 244 837	15,8	15,2	13,5	5,9	7,3	6,9
PNE WIND AG-REG	67 483	20,0	28,9	4,5	1,4	9,4	3,9
TERNIENERGIA SPA	9 574	NA	7,2	3,1	10,1	5,3	3,6
2G ENERGY AG	27 435	19,8	14,8	11,4	8,9	6,5	5,3
AVENTRON AG	82 681	47,4	41,9	37,5	15,4	13,0	12,5
ÁTLAG		26,6	16,1	13,4	8,5	6,9	6,2

Forrás: Bloomberg, MKB

Vállalat	Piaci kapitalizáció millió forint	ROIC	P/S 2017	EBITDA Margin	Net debt to EBITDA	EBITDA growth (5y CAGR)	Osztalékhozam
ALTEO NYRT	11 399	17,5%	0,7	20,3%	1,20	38,6%	2,3%
PGE SA	1 788 690	8,4%	1,0	34,9%	0,59	-1,3%	NA
LIETUVOS ENERGIJOS	124 537	6,2%	2,7	42,8%	0,06	19,3%	2,7%
OGK-2 PJSC	250 506	6,3%	0,4	19,9%	1,87	26,2%	1,6%
ENEL RUSSIA PJSC	236 465	10,8%	0,7	21,8%	1,32	2,2%	4,6%
CEZ AS	3 211 684	4,0%	1,3	29,8%	1,75	-7,6%	6,8%
RUSHYDRO PJSC	1 567 579	4,0%	0,8	20,3%	1,00	1,2%	5,8%
ELMŰ	151 861	7,7%	0,5	12,9%	0,33	0,4%	6,0%
AKSA ENERJI URETIM	165 456	7,0%	0,7	12,2%	6,61	12,2%	NA
AYEN ENERJI AS	70 420	4,2%	2,4	26,4%	13,72	24,2%	NA
KOGENERACJA	88 795	12,0%	1,1	35,2%	0,58	4,8%	8,2%
ERG SPA	776 137	1,5%	2,4	44,6%	2,97	37,8%	3,0%
A2A SPA	1 598 885	2,0%	0,9	15,3%	3,79	4,7%	3,0%
HERA SPA	1 438 930	5,6%	0,8	15,9%	3,31	7,2%	2,9%
MVV ENERGIE AG	501 014	4,5%	0,4	9,8%	3,00	-1,8%	3,7%
ALBIOMA SA	191 590	3,6%	1,5	34,0%	4,03	0,8%	1,4%
POLENERGIA SA	39 706	-3,7%	0,2	1,3%	18,77	-1,9%	NA
VEOLIA	3 733 793	3,5%	0,5	11,1%	2,98	-6,0%	3,8%
ENERGIEKONTOR AG	65 178	12,7%	1,0	35,0%	1,43	21,7%	5,6%
EDP RENOVAVEIS SA	1 802 668	5,5%	3,2	73,4%	2,32	8,1%	0,8%
ACCIONA SA	1 244 837	3,9%	0,6	23,9%	3,41	3,2%	4,2%
PNE WIND AG-REG	67 483	27,7%	0,8	48,3%	0,11	83,9%	1,4%
TERNIENERGIA SPA	9 574	5,1%	0,4	19,2%	7,29	-0,5%	NA
2G ENERGY AG	27 435	7,4%	0,5	5,4%	1,12	-18,4%	2,0%
AVENTRON AG	82 681	1,2%	4,7	68,6%	7,86	69,0%	2,3%
ÁTLAG		6,7%	1,2	27,3%	3,5	13,1%	3,6%

Forrás: Bloomberg, MKB

A DCF-MODELL

A DCF modellünk alapja a következő feltételezéseken alapul:

- az EBITDA 2019/2020-ban szignifikánsan növekszik a beruházásoknak köszönhetően
- Az EBITDA befektetések nélkül az inflációval, illetve a GDP-vel arányosan tud növekedni
- a tőkebefektetések 10-15 milliárd forintot tesznek ki az elkövetkező két évben, utána a fenntartási költségekkel számolunk
- a súlyozott átlagos tőkeköltés 7,7%, melyből a saját tőke költsége 16,9%, a hitel költsége 3,8%
- az effektív adókulcs kb. 12,5%

- a végső érték (terminal value) az EV/EBITDA 6,5-8-szorosa között stabilizálódik

(millió forint)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017 H1	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBITDA	- 88	401	453	591	816	719	1 428	2 312	1 173	1 900	2 000	2 500	2 875	2 976	3 080
Amortizáció	9	186	166	291	420	404	950	829	284	830	913	1 096	1 260	1 323	1 389
EBIT	- 97	215	287	300	395	315	478	1 483	889	1 070	1 087	1 404	1 615	1 653	1 691
CAPEX	-1 432	-832	-686	-652	-237	-181	- 206	- 152	- 143	-4 500	-4 500	-4 500	- 250	- 250	- 250
Adókulcs	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	0,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Pénzáram										-2 664	-2 566	-2 106	2 493	2 589	2 688

Forrás: ALTEO, Bloomberg, MKB

Piaci kapitalizáció				
EV/EBITDA arány				
		5x	6,5x	8x
WACC	4,0%	12982	16779	20576
	7,7%	10305	13493	16681
	10,0%	8900	11768	14636
Egy részvény értéke				
EV/EBITDA arány				
		5x	6,5x	8x
WACC	4,0%	792	1023	1255
	7,7%	628	823	1017
	10,0%	543	718	892

Forrás: ALTEO, Bloomberg, MKB

JOGI NYILATKOZAT

1. A jelen elemzés/kommentár a Budapesti Értéktőzsde Zártkörűen Működő Részvénytársaság (székhely: 1054 Budapest, Szabadság tér 7. Platina torony I. ép. IV. emelet; cégjegyzékszám: 01-10-044764, továbbiakban: BÉT) megbízásából, a BÉT és az MKB Bank Zrt. (székhely: 1056 Budapest, Váci u. 38.; cégjegyzékszám: 01-10-040952.; továbbiakban: Befektetési Szolgáltató) között létrejött szerződés alapján készült.
2. A jelen elemzés/kommentár tartalmáért, különösen az abban foglalt információk pontosságáért, teljességéért, az előrejelzésekért és következtetésekért a BÉT semmilyen felelősséget nem vállal, azért kizárólag a Befektetési Szolgáltató tartozik felelősséggel. A jelen elemzésre/kommentárra vonatkozó szerzői jogok a Befektetési Szolgáltatót illetik meg, azzal, hogy a BÉT jogosult azt felhasználni, terjeszteni, azonban nem jogosult annak tartalmát módosítani.
3. A jelen elemzés/kommentár nem minősül a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény (továbbiakban: Bszt.) 4. § (2) bek. 9. pontja szerinti befektetési tanácsadásnak. Ezen dokumentum nem minősül továbbá ajánlatnak, vagy ajánlati felhívásnak az elemzéssel érintett pénzügyi eszköz(ök) megvásárlására, eladására, vagy tartására.
4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azok valódiságáért, pontosságáért és teljességéért az MKB Bank Zrt. felelősséget nem vállal. A megjelenő vélemények a kiadványt készítő szakemberek saját megítélését tükrözik, amelyek újabb információk megjelenése esetén külön értesítés nélkül megváltozhatnak.
5. Az árfolyamok múltbeli alakulásából nem lehetséges azok jövőbeni alakulására vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybe vételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők 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! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról!
6. A kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. Az MKB Bank Zrt. kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért.
7. Az MKB Bank Zrt. jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.
8. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag az MKB Bank Zrt. előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. Az MKB Bank Zrt. valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.