

**Kochmeister-pályázat**

# **Az Állami Nyomda Nyrt. fundamentális részvényelemzése**

**Készítette: Szentirmai Péter**

*V. évfolyamos hallgató*

**Budapesti Corvinus Egyetem**

Tőkepiac és vállalat főszakirány

Vállalatértékelés, részvényelemzés mellékszakirány

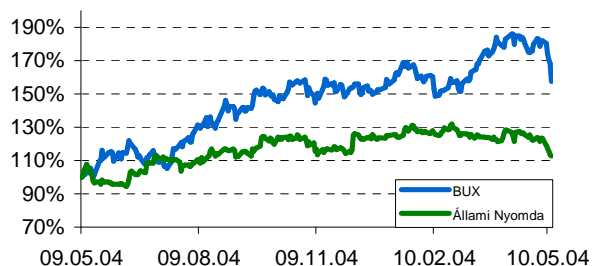
**Budapest, 2010.05.07**

## TARTALOMJEGYZÉK

<b>Vezetői összefoglaló</b> .....	<b>2</b>
<b>A társaság bemutatása</b> .....	<b>3</b>
<b>Az Állami Nyomda stratégiája</b> .....	<b>6</b>
<b>Az Állami Nyomda termékei</b> .....	<b>6</b>
Okmánykártyák .....	6
Biztonsági megoldások .....	6
Azonosító- és PKI kártyák .....	7
EMV bankkártya .....	7
Telefonkártya .....	7
Értékcikkek.....	7
RFID megoldások .....	7
Nyomtatványok és szerencsejáték szelvények.....	8
Nagy tömegű üzleti levelezés.....	8
<b>A biztonsági nyomda iparág: trendek, jellemzők.....</b>	<b>8</b>
<b>Az árbevétel elemzése és előrejelzése.....</b>	<b>11</b>
Árbevétel szegmensek.....	11
Az árbevétel szerkezeti összetétele .....	12
Biztonsági termékek, megoldások.....	13
A biztonsági termékek szegmensre ható tényezők.....	13
Kártyagyártás, megszemélyesítés.....	17
Nyomtatványok gyártása, megszemélyesítése, adatfeldolgozás .....	18
Hagyományos nyomdatermékek és egyéb bevételi szegmens .....	19
<b>Aktualitások</b> .....	<b>20</b>
Profit warning és erőteljes eredmény romlás .....	20
2010. I. negyedéves gyorsjelentés.....	21
<b>A kommunikáció hatása a részvények értékére .....</b>	<b>22</b>
<b>Kockázatok és lehetőségek.....</b>	<b>24</b>
<b>Szorozásos értékelés .....</b>	<b>24</b>
<b>DCF alapú értékelés .....</b>	<b>26</b>
Alap scenárió .....	26
Okmányreform scenárió .....	30
<b>Összegzés .....</b>	<b>32</b>
<b>Felhasznált irodalom, források .....</b>	<b>33</b>

## Vezetői összefoglaló

Az Állami Nyomda és a BUX relatív árfolyam alakulása az elmúlt 1 évben



m Ft	2009	2010e	2011e	2012e
Árbevétel*	13 245	14 226	14 210	15 681
EBITDA	1 942	1 701	2 056	2 193
NOPLAT	776	1 031	1 096	1 205
ROE	20,3%	13,6%	19,1%	19,0%
EPS (Ft)	73	52	81	86

\* konszolidáció hatásától tisztított adatok

Piaci információk					
árfolyam (2010.05.07.)	799	Béta vs BUX	0,56	Fő tulajdonosok	EG Capital SA (24,07%)
Éves max. ár	948	Részvényszám (e db)	17 795		Aegon Csoport (17,18%)
Éves min. ár	665	Piaci kapitalizáció (m Ft)	13 814	Saját részvény állomány	2,84%

Forrás: BET, Állami Nyomda éves jelentés, Reuters

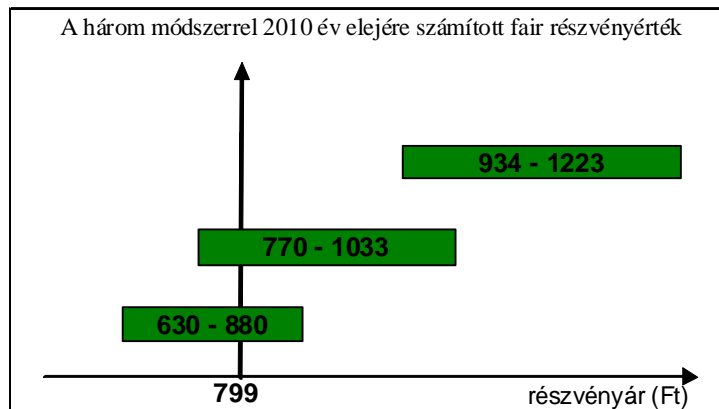
Az Állami Nyomda Magyarország és Közép- Kelet Európa vezető biztonsági nyomdaipari vállalata. Több mint másfél évszázados tapasztalattal rendelkezik értékpapírok, okmányok gyártása területén. Árbevételének meghatározó része kártyák, okmányok megszemélyesítéséből, biztonsági megoldásokból és nagy tömegű üzleti levelezések bonyolításából adódik. Legfőbb megrendelői az állam, pénzügyi intézmények, telekommunikációs és logisztikai cégek. A vállalat stratégiájának középpontjában a folyamatos innováció és a regionális terjeszkedés áll. Az utóbbi években a szinte hitelmentes működésen kívül a stabil osztalékfizetés volt rá jellemző.

Az Állami Nyomda a jövőben is folytatni kívánja regionális terjeszkedését, méghozzá akvizíciók által. A bevételének összetétele várhatóan a magasabb hozzáadott értékű termékek irányába fog eltolódni. 2007 óta tudatos portfólió tisztítás folyik a cégnél, melynek következményeképp a hagyományos nyomdatermékek értékesítéséből származó árbevétel folyamatosan csökken.

Az Állami Nyomdának folyamatos megrendelése mellett az országgyűlési és önkormányzati választások 4 évente jelentkező egyszeri bevételi forrást jelent. A 2010. évben a választási bevételek 1 milliárd Ft plusz bevétele némileg ellensúlyozza a menedzsment által az első negyedéves gyorsjelentés közzétételével párhuzamosan bejelentett profit warningot.

Az átmeneti 20%-os eredmény csökkenés bejelentése elég váratlanul érintette a piaci szereplőket, mert a menedzsment ezelőtt folyamatosan azt kommunikálta, hogy a cég megfelelő tartalékokkal rendelkezik, és megerősödve fog kikerülni a válságból. Ezzel szemben a mostani bejelentés a menedzsment iránti bizalom csökkenésével járhat.

A vállalat értékelését DCF modellel végeztem el, melynek keretében egy alap scenáriót és egy olyan esetet vizsgáltam, amelyben a Bolgár és román okmányreform lehetőségével is számoltam. Az alap modell a **754 – 1012 Ft**-os sávba határoztam meg a részvények **2010 év végi célárát**. Az okmányreformokat számításba vevő modell ennél magasabb sávot jelölt ki **915 – 1197 Ft** között. Összehasonlítóképpen megnéztem a részvények értékét piaci szorzószámok alkalmazásával is, melynek eredményeképpen **630 – 880 Ft** közötti **jelenlegi fair értéket** kaptam. A 2010 év elejére érvényes fair értékeket szemléltetem a következő ábrán. Ezek alapján számítottam a 2010. év végére érvényes célárakat.



Forrás: saját ábra

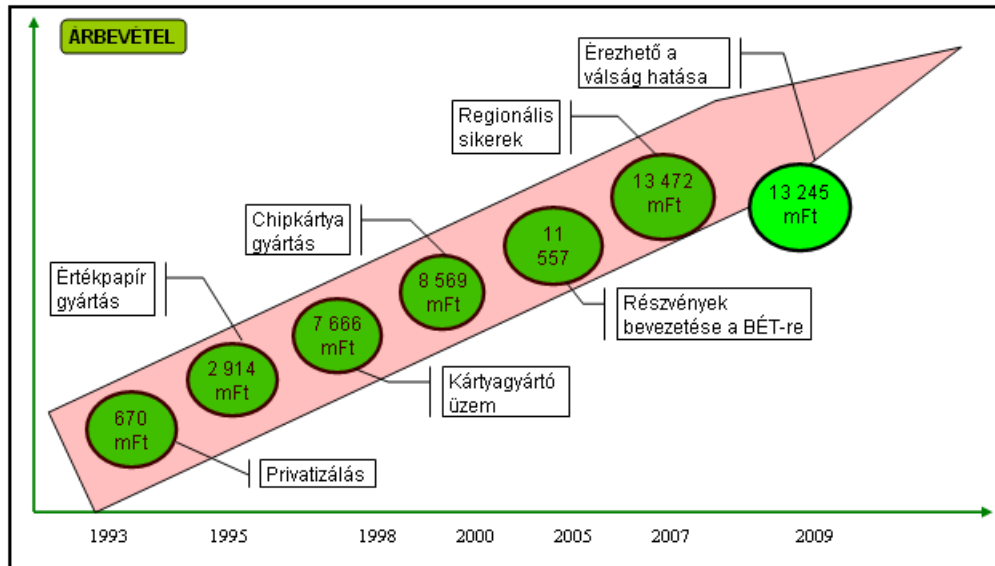
## A társaság bemutatása

Az Állami Nyomda Nyrt. jogelődje 1851-ben alakult Temesváron. 1868-tól az akkori nevén Magyar Királyi Állami Nyomda kincstári tulajdonba került és Budán működött tovább. Pénzügyi, honvédségi és kincstári nyomtatványokat, értékcikkekét állított elő majd 1901-ben vette fel az Állami Nyomda nevet. 1993-ban privatizálták a vállalatot és 2005-ben csatlakozott a Tőzsdeképes Cégek Klubjához. Még ugyanezen év december 8-án vezették be a társaság részvényeit a Budapesti Értéktőzsdére. A társaság részvényeit kétszeresen túljegyezték, ami mutatja a nagy érdeklődést. Jelenleg a vállalat papírjai a BUX kosárban szerepelnek 0,29%-os súllyal.

A vállalat életének fő mérföldköveit és fejlődését az *1. ábra* mutatja. Az árbevétel folyamatos növekedése jelzi a vállalat sikeres stratégiáját, amelynek középpontjában az innováció és a regionális terjeszkedés áll. Gyergyák György egykori vezérigazgató a 2007. évi éves Jelentésben kiemelten hangsúlyozta, hogy a stratégia " középpontjában a K+F tevékenység

eredményeit felhasználó, informatikailag támogatott termékek és a régiós terjeszkedés, akvizíciók állnak.”<sup>1</sup>

**1.ábra** Az Állami Nyomda fejlődésének főbb mérföldkövei



Forrás: Állami Nyomda Éves Jelentések, saját ábra

A társaság 1995-ben kapott engedélyt értékpapírgyártásra, majd 1998-tól kezdett műanyagkártyák gyártásába és azóta rendelkezik Visa és MasterCard kártyagyártói engedéllyel. A könyvnyomtatási piacra a Gyomai Kner Nyomda többségi tulajdonának megszerzésével lépett be a társaság. 1999-ben hozta létre az Állami Nyomda Okmánybiztonsági Laboratóriumát, amelyben megkezdte az okmánybiztonsági termékek és szolgáltatások fejlesztését, valamint olyan kártya alapú okmányokat kezdett gyártani, mint a magyar személyi igazolvány, vezetői engedély, és diákigazolvány.<sup>2</sup> 2000-től foglalkoznak chipkártya gyártással is, ezzel megtették az első lépést egy modernebb termékportfólió kialakítása felé. Ennek a folyamatnak a következő lépése a 2002-ben bevezetett elektronikus iratkezelési szolgáltatás volt, mely lehetővé tette papír alapú termékek digitalizálását.

A vállalat céljai eléréséhez nem csak a magyar piacon törekszik piacvezető szerep elérésére, hanem folyamatosan keresi a régiós terjeszkedés lehetőségeit. A 1.táblázat az Állami Nyomda által konszolidációs körbe bevont vállalatokat mutatja be.

<sup>1</sup> Állami nyomda 2006. évi éves Jelentés, letöltve: <http://www.allaminyomda.hu/file/1000485>, 2010-05-01

<sup>2</sup> Anonymus: Az Állami Nyomda Nyrt., letöltve: [http://www.autocluster.hu/content\\_356-hu.html](http://www.autocluster.hu/content_356-hu.html), 2010-05-06

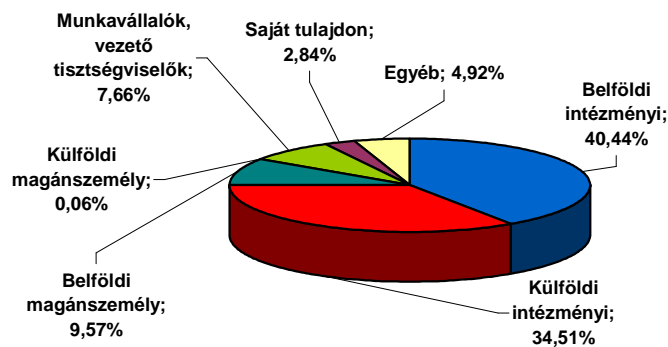
## 1.táblázat Konszolidációs körbe bevont leányvállalatok

Név	Alap / Törzstőke	Tulajdoni hányad (%)	Szavazati jog
Gyomaiu Kner Nyomda Zrt.	200.000 eFt	98,98%	98,98%
Specimen Zrt.	100.000 eFt	90,00%	90,00%
Techno-Progress Kft.	5.000 eFt	100,00%	100,00%
Direct SLR	476.200 RON	50,00%	50,00%
Direct Services OOD	570.000 LEVA	50,00%	50,00%
Slovak Direct SRO	1.927.000 SKK	100,00%	100,00%

Forrás: Állami Nyomda, 2010. I. negyedéves jelentés

A vállalat tulajdonosi szerkezetére jellemző az intézményi befektetők túlsúlya (2.ábra). A közkézhányad 58,75%, amelynél azt a tényezőt vizsgáltam, hogy az adott befektető stratégiai vagy pénzügyi. Az intézményi befektetők közül egyértelműen stratégiai befektető az EG Capital, viszont vannak olyan tulajdonosok, ahol véleményem szerint nem egyértelmű a helyzet. Az Aegon Alapok tulajdoni hányada szigorú értelemben a közkézhányadhoz tartozna, azonban figyelembe véve, hogy Heim Péter az Aegon Befektetési Alapkezelő Zrt. vezérigazgatója és az Állami Nyomda igazgatóságának tagja egy személyben, én nem sorolom a „free float” kategóriába a részesedést.

2.ábra Tulajdonosi struktúra (2010. március 31-ei állapot)



Forrás: Állami Nyomda 2010. I. negyedéves Jelentés, saját diagram

A legnagyobb tulajdonos az EG Capital SA, egy New York-i székhelyű private equity társaság. Rajta kívül jelentős tulajdona van az Aegonnak is különböző befektetési alapjain keresztül (2.táblázat).

## 2.táblázat 5% feletti tulajdonosok

Név	Nemzetiség	Tevékenység	Részesedés (%)	Szavazati jog
EG Capital SA	külföldi	private equity	24,07%	24,78%
Aegon Közép-Európai Részvény Befektetési Alap	belföldi	intézményi	8,87%	9,13%
Aegon Magyarország MPT Aegon Vagyonkezelés	belföldi	intézményi	8,31%	8,55%
Genesis Emerging Markets Opportunities Fund Limited	külföldi	intézményi	6,52%	6,71%

*Forrás: Állami Nyomda, 2010. I. negyedéves jelentés*

Az Állami Nyomdának 2 budapesti telephelyén kívül van egy gyártelepe Pásztón. Rendelkezik ISO 9001 minőségirányítási és ISO 14001 környezetirányítási rendszer tanúsítvánnyal, valamint ISO 27001 információvédelmi szabvánnyal. Az értékpapír gyártási engedélyen kívül a VISA és MasterCard bankkártya gyártói és megszemélyesítői engedélyt is megkapta. A vállalat a NATO hivatalos beszállítója és a Magyar Köztársaság minősített ajánlattevője és értékpapír-előállítója.

### **Az Állami Nyomda stratégiája**

Az Állami Nyomda vezetősége régóta hangsúlyozza, hogy stratégiájában az innovatív működés áll az első helyen. A folyamatos K+F tevékenységre alapozva hosszabb távon a régió meghatározó szereplőjévé szeretnének válni. Jelenleg az Állami Nyomda csoport jelen van Szlovákiában, Csehországban, Oroszországban, valamint közös vezetésű vállalatai révén Romániában és Bulgáriában. A fejlesztések a vállalat Okmánybiztonsági Laborjában folynak.

### **Az Állami Nyomda termékei**

#### ***Okmánykártyák***

A társaság olyan biztonságtechnikai és műanyagkártya gyártási képességekkel rendelkezik, amelyek lehetővé tették a magyarországi okmányreform sikeres lebonyolítását. Ennek keretében Magyarországon a személyi igazolványokat, vezetői engedélyeket, gépjármű törzskönyveket és diákigazolványokat gyártotta le az Állami Nyomda, csakúgy, mint Albániában az új vezetői engedélyeket.

#### ***Biztonsági megoldások***

A kártyák elkészítésén kívül a védelmi koncepciók kialakítása is a cég profiljába tartozik. Külön Okmánybiztonsági Laboratóriumot tart fenn azért, hogy a megrendelő igényeinek

megfelelő módon, a hatóságokkal együttműködve közösen alakítsák ki a megfelelő biztonsági feltételeket. A laborban állítják elő és folyamatosan fejlesztik az ehhez szükséges nyomdatechnikai alapanyagokat<sup>3</sup>. A biztonsági követelményekhez tartozik sok kártya esetében a személyesség, melyet lézergravírozásos megszemélyesítéssel érnek el a nyomdában.

### ***Azonosító- és PKI kártyák***

A cég termékei között szerepelnek olyan chipkártyák, melyek elektronikus aláírásként alkalmazhatók pl. beléptető rendszereknél vagy a legújabb európai sztenderdeknek megfelelő PKI kártyák, melyek hasonló funkciót látnak el.

### ***EMV bankkártya***

Az Állami Nyomda jogosult MasterCard EMV chipes bankkártyák gyártására és megszemélyesítésére, mivel megfelel a nemzetközi szervezetek által előírt technikai és biztonsági követelményeknek. A Smart Card alapú bankkártyák sokkal biztonságosabbak, mint a hagyományos mágnescsíkos változataik, és a Nyomda a gyártás mellett segít az áttérés körüli problémák kezelésében, oktatásokat szervez és konzultációs lehetőséget biztosít ügyfeleinek.

### ***Telefonkártya***

Az Állami Nyomda TU4 minősítéssel rendelkezik a lekapharható módszerrel megszemélyesített feltöltő- és chipes telefonkártyák gyártására.

### ***Értékcikkek***

Az Állami Nyomda másfél százada készít különböző értékpapírokat. Manapság jellemzően bélyegeket, zárjegyeket, különböző utalványokat, csekkfüzeteket és étkezési jegyeket gyárt.

### ***RFID megoldások<sup>4</sup>***

A rádiófrekvenciás azonosítás főleg a logisztikában, az anyagok, áruk folyamatos nyomon követésére nyújt megoldást. 2005. január 15-től hatályos 178/2002 EU rendelet szerint minden, élelmiszeripari termékkel és takarmánnyal foglalkozó cégnek tudnia kell igazolni, hogy honnan szerezte be a terméket, és hogy kinek adta azt tovább. A RFID rendszerek

---

<sup>3</sup> Pl. speciális jelzőanyagot tartalmazó festék, amelynél egyértelműen ellenőrizhető az eredetiség és látszik az, ha belejavítottak utólag az eredeti szövegbe (szerződéseknél, jegyzőkönyveknél előnyösen alkalmazható)

<sup>4</sup> Forrás: RFID megoldások, Állami Nyomda kiadvány, letöltve: <http://www.allaminyomda.hu/file/1000098>, 2010-05-06

használatával az átadás-átvételi folyamat is jelentősen meggyorsítható és hatékonyabban ellenőrizhetővé válik.

A technológia jól alkalmazható élőállat azonosításhoz, söröshordókban, könyvtári könyveknél, raklap azonosításhoz, beléptető rendszereknél, légitáncoknál, valamint jármű nyomon követéséhez és beléptetéséhez.

### ***Nyomtatványok és szerencsejáték szelvények***

Az Állami Nyomda főleg APEH nyomtatványokat gyárt, illetve hozzá tartoznak különböző kaparós szerencsejáték szelvények is.

### ***Nagy tömegű üzleti levelezés***

A nagy tömegű üzleti levelezéshez tartozik a banki egyenlegek, számlalevelek és más pénzügyi nyomtatványok kezelése. Az Állami Nyomda digitális üzeme - szigorú biztonsági követelmények és adatvédelmi szabályok betartásával - teljes körű Direct Mail tevékenységet végez.

## **A biztonsági nyomda iparág: trendek, jellemzők**

Az iparág vállalatait általában két kategóriába sorolják be:

Egyrészt vannak a kormányok által ellenőrzött állami nyomdák, melyek jellemzően az adott kormány összes biztonsági nyomdaipari megbízását elvégzik. Ilyen vállalat a lengyelországi PWPW (Polska Wytwornia Papierow Wartosciowych S.A.), mely a mai napig állami tulajdonban van. Ez alapján fő megrendelői a különböző minisztériumok és egyéb kormányzati szervek, a Lengyel Jegybank és a Lengyel Posta. Ebbe a csoportba tartozik még a bolgár BNB Printing Works Corporation is.

A második csoportba a magántulajdonban lévő biztonsági nyomdák sorolhatók. Ehhez a csoporthoz tartozik a biztonsági nyomdák nagy része, mint például az Állami Nyomda, a német Bundesdruckerei, a francia Gemalto vagy a szlovén Cetus. Ezekre a cégekre jellemző, hogy a biztonsági nyomdaipar mellett legtöbbjük még a hagyományos nyomdaiparban is jelen van.

Az iparági vállalatok első sorban magas biztonsági értékkel rendelkező termékekkel foglalkoznak. A tevékenységi körükbe tartoznak különböző értékpapírok, okmányok, bélyegek, nyomtatványok gyártása és megszemélyesítése. Ezen kívül a nyomdák

kifejlesztnek és értékesítenek különleges tintákat és papírokat, melyekkel az ügyfél biztonságos okmányokat állíthat elő.

Az iparág egyre inkább technológiaalapúvá válik és kezd eltolódni a magasabb hozzáadott értékű termékek gyártása irányába. Ennek a folyamatnak az egyik oka, hogy a mikrochip általánosan elterjedté vált az utóbbi években, illetve egyre több új módszert vezetnek be, mint például a biometria vagy a nanotechnológia. Muszáj a folyamatos fejlesztésekre és a legújabb technológiák használatára fókuszálniuk az iparág szereplőinek, ha nem akarnak lemaradni versenytársaiktól.

A telefonkártyák gyártása a fejlett és a legtöbb fejlődő országban már nem nyújt új lehetőségeket a nyomdák számára, azonban ezek helyét folyamatosan átvették a mobil feltöltő kártyák.



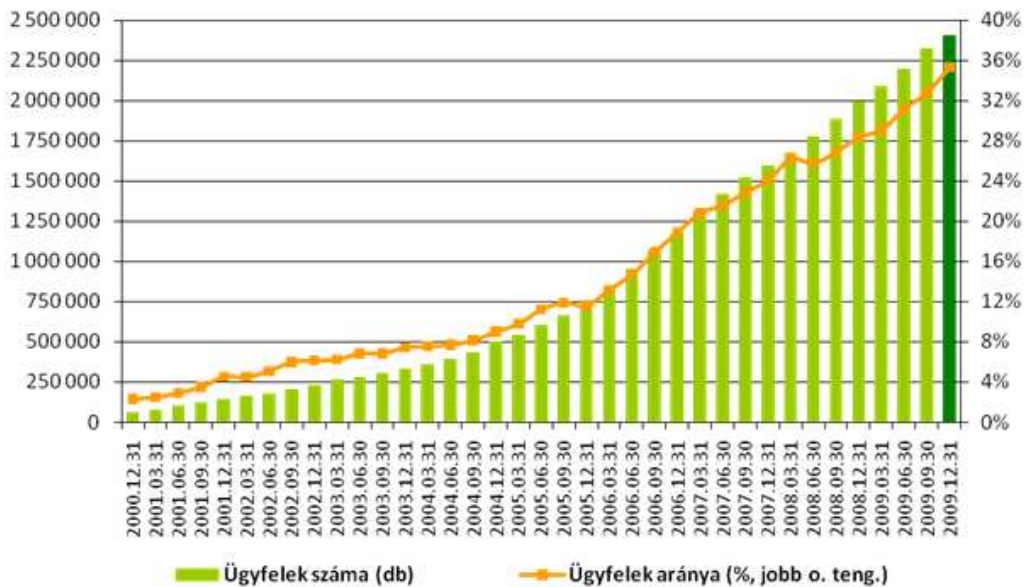
Forrás: [www.allaminyomda.hu](http://www.allaminyomda.hu)

A bankkártyák és egyéb biztonsági technológiát igénylő megoldások terén a folyamatos fejlesztés a jellemző, ugyanis szükséges, hogy a technológia mindig a hamisítók és csalók előtt járjon egy lépéssel. A legújabb trend a bankkártya gyártás területén az EMV (Europay, MasterCard, Visa) bankkártyák Card alapú bankkártyák, melyek biztonságosabbak, mint a hagyományos mágnescsíkos változataik. Az Állami Nyomda legutóbb az FHB Kereskedelmi Bank Zrt-vel kötött határozatlan idejű szerződést EMV chipes bankkártyák szállítására.

Az Internet hozzáférés egyre gyorsabb terjedése a nagy tömegű üzleti levelezés visszaszorulásához vezethet. Ez a folyamat főleg a bankoknál figyelhető meg, mivel egyre több ügyfélnek van internetes hozzáférése saját számlájához. Egy magyarországi felmérés szerint 2009-ben a lakossági internetbanki ügyfelek száma 21%-kal, míg a vállalati ügyfelek száma 13%-kal emelkedett, így év végére 2,4 millió lakossági (3.ábra) és 350 ezer vállalati ügyfélnek volt bankszámlájához internetes hozzáférése<sup>5</sup>. Így könnyű költségcsökkentési lehetőség lesz a bankok számára az üzleti levelezés visszaszorítása, feltéve ha hajlandók feláldozni a direkt marketing nyújtotta lehetőségeket a költségcsökkentés oltárán.

<sup>5</sup> GKIeNET – T-Home – T-mobile felmérés, letöltve: <http://gkienet.hu/hu/hirek/24-millio-a-szerzodott-internetbanki-lakossagi-ugyfelek-szama/>, 2010-05-07

**3.ábra** Internetes hozzáféréssel rendelkező banki ügyfelek (lakossági szektor)



Forrás: GKIeNET – T-Home – T-Mobile

Az iparágat a Porter-i modell alapján elemezve azt tapasztalható, hogy viszonylag védett pozícióban vannak a biztonsági nyomdák, mivel a lehetséges új versenytársak előtt igen magas belépési korlátok vannak. Egyrészt elmondható, hogy szigorú szabályoknak kell megfelelniük, különböző sztenderdeknek és minősítéseknek kell eleget tenni. Mivel az iparág nagyon gyorsan fejlődik, ezért a több évtizedes tapasztalat miatt óriási versenyelőnyben vannak azok a vállalatok, amelyek saját fejlesztéseiken már hosszú ideje dolgoznak. Az új belépők számára hátrányt jelenthet a bizalmi tényező. Mivel a termékek biztonsági értéke igen magas, ezért általában hosszú távú, bizalomra épülő kapcsolatok alakulnak ki a nyomdák és megrendelőik között (hosszú távú szerződéseket kötnek).

Sok esetben üzleti titkok kezeléséről van szó, amit nem feltétlenül bíznak új iparági szereplőkre a vevők. A vevők alkuereje egyrészt tehát magas, másrészt viszont ha bevált egy partner, akkor nem szívesen váltanak. Tehát amennyiben egy biztonsági nyomdát már bizalmába fogadott egy megrendelő, onnantól kezdve a nyomda alkupozíciója tekinthető jobbnak.

A helyettesítő termékek fenyegető ereje magas. Folyamatos fejlesztésekkel egymást is újabb és újabb megoldások kitalálására ösztökélik a vállalatok. Sok esetben a vevőkkel együttműködve alakítanak ki egy adott problémára megfelelő biztonsági megoldást. Aki nem lép be ebbe a fejlesztési versenybe, az komoly megrendelésektől eshet el.

Az előzőekből az következik, hogy az iparági szereplők külső fenyegetettsége viszonylag alacsony, azonban az iparágon belüli verseny annál magasabb.

## Az árbevétel elemzése és előrejelzése

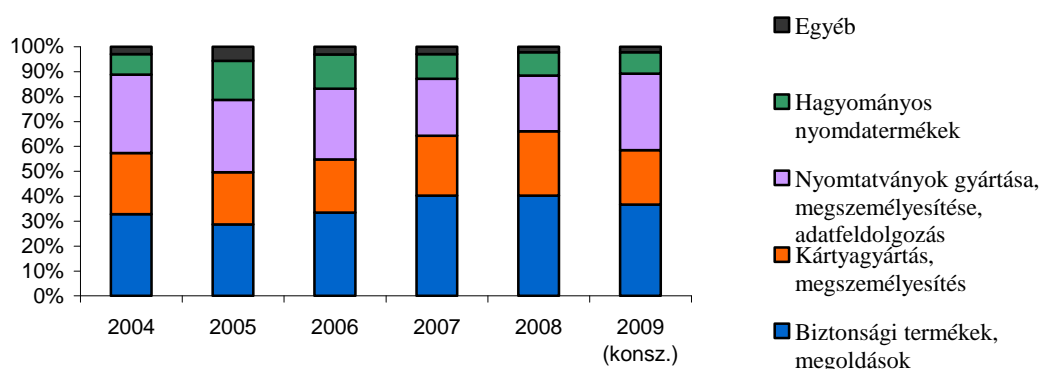
### Árbevétel szegmensek

Az Állami Nyomda árbevételét 5 bevételi szegmensre lehet bontani:

1. Biztonsági termékek, megoldások
2. Kártyagyártás, megszemélyesítés
3. Nyomtatványok gyártása, megszemélyesítése, adatfeldolgozás
4. Hagyományos nyomdatermékek
5. Egyéb termékek

Az egyes csoportokhoz különböző tulajdonságú termékek tartoznak. A hozzáadott érték, a jövedelmezőség és a termékjellemzők vonatkozásában térnek el egymástól a szegmensek. Az 4. ábra az utóbbi évek árbevételét mutatja a szegmensek szerinti bontásban.

**4.ábra** Az árbevétel szegmensenkénti alakulása (2004 – 2009)

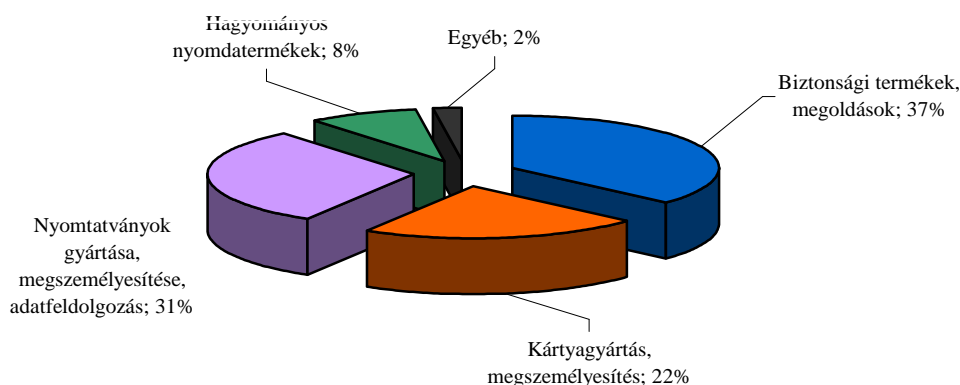


Forrás: Állami Nyomda éves Jelentések, saját diagram

A hagyományos nyomdatermékek (pl. könyvnyomtatás) és az egyéb, többi kategóriához nem sorolható bevételek (nyomdatechnológiához kapcsolódó anyagok és áruk értékesítése) az összes árbevétel elenyésző hányadát adják. A Nyomda fő profiljába inkább az okmánybiztonsági termékek, a különböző nyomtatványok és zárjegyek valamint a kártyagyártás (pl. telefonkártya és bankkártya gyártás) tartozik. Az utóbbi években a vállalat tudatos portfóliótisztítást hajtott végre és a jobban jövedelmező termékcsoportokat helyezte előtérbe. Ennek köszönhetően a magasabb hozzáadott értéket termelő szegmensek bevétele

90%-ra növekedett az összes árbevételen belül. A 5.ábra a 2009. évi konszolidált adatok alapján készült megoszlást mutatja.

**5.ábra** Az árbevétel megoszlása 2009-ben (konszolidált adatok)



Forrás: Állami Nyomda 2009. I-IV. negyedéves jelentés

### ***Az árbevétel szerkezeti összetétele***

A következő táblázatok szemléltetik az Állami Nyomda árbevételét alkotó szegmensek éves változásait. Az 3.táblázat a tényleges értékek alapján számított változást, míg a 4.táblázat az egyszeri tételektől tisztított változást mutatja. A tervezhetőség szempontjából az utóbbinak van nagyobb jelentősége, mivel ezek alapján érdemes az árbevételt előrejelezni a következő évekre. Az egyszeri tételek között is vannak olyan rendszeresen ismétlődő események, amelyeknél előre lehet tervezni a bevétellel (pl. országgyűlési-, önkormányzati- vagy Európai Parlamenti választások).

**3.táblázat** Árbevétel növekedési ütem szegmensenként

Növekedési ütem Év/Év	2005	2006	2007	2008	2009 (k)
Biztonsági termékek, megoldások	-12,1%	43,2%	14,3%	8,6%	-12,8%
Kártyagyártás, megszemélyesítés	-14,2%	25,4%	7,2%	16,5%	-19,3%
Nyomatványok gyártása, megszemélyesítése, adatfeldolgozás	-7,5%	19,6%	-24,0%	6,2%	32,6%
Hagyományos nyomdatermékek	93,8%	8,0%	-32,0%	3,3%	-13,4%
Egyéb	88,9%	-33,7%	-5,6%	-21,3%	-1,9%

Forrás: Állami Nyomda éves jelentések, saját tábla

#### 4.táblázat Egyszeri tételektől tisztított árbevétel növekedési ütem szegmensenként

Egyszeri tételektől mentes növ. ütem Év/Év	2005	2006	2007	2008	2009 (k)
Biztonsági termékek, megoldások	19,6%	22,9%	21,0%	19,6%	-12,8%
Kártyagyártás, megszemélyesítés	-14,2%	25,4%	7,2%	16,5%	-19,3%
Nyomtatványok gyártása, megszemélyesítése, adatfeldolgozás	-0,8%	-5,8%	-3,5%	6,2%	10,7%*
Hagyományos nyomdatermékek	93,8%	8,0%	-32,0%	3,3%	-13,4%
Egyéb	88,9%	-33,7%	-5,6%	-21,3%	-1,9%

\*konszolidációs hatástól tisztított növekedési ütem

Forrás: Állami Nyomda éves jelentések, saját tábla

### **Biztonsági termékek, megoldások**

A szegmenshez tartozó bevételt első sorban a következő termékek iránti kereslet befolyásolja:

- Adó- és zárjegyek
- Okmánybiztonsági termékek
- Orvosi receptek, étkezési jegyek, autópálya matricák, anyakönyvi kivonatok
- Forgalmi engedélyek és rendszám érvényesítő címkék

Ezen termékek árbevétele elég jól tervezhető az utóbbi évek tapasztalatai alapján, azonban voltak olyan egyszeri bevételt jelentő tételek, amelyek miatt évről évre elég hektikusan változott a szegmens árbevétele (3.táblázat). Ilyen egyszeri tételek közé tartoznak az okmánybiztonsági technológiához kapcsolódó festékek és eszközök értékesítéséből származó bevételek.

A szegmens árbevétele pont az ilyen egyszeri bevételek miatt elég változékony, ezért az előrejelzéshez kiszűrtem ezeket a tételeket (4.táblázat). A szegmens bevételének növekedési üteme így 20% körül alakult a 2009-es év I. negyedévéig. A II. negyedévtől vált egyértelművé, hogy a gazdasági válság hatása a biztonsági termékek piacát is elérte. Ebben az időszakban év/év alapon 24%-ot esett a szegmens árbevétele, majd az egész évet tekintve közel 13%-al volt a bevétel az előző éves szint alatt.

Mivel az árbevétel 40%-át adja a biztonsági termékek szegmense, ennek alakulása befolyásolja legnagyobb mértékben a vállalat működését a bevételi oldalon.

### **A biztonsági termékek szegmensre ható tényezők**

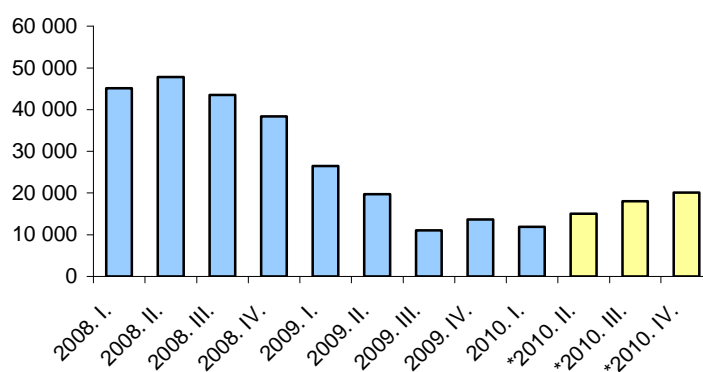
2010. januártól az idáig adómentes béren kívüli juttatásokat három csoportba lehet sorolni: adómentes, kedvezményes adózású és normál adózású juttatások. Mindkét étkezési utalvány

fajta adóköteles lett az év elejétől. A meleg étkezési juttatásokat havi 18 000 forint összegig 25% adó terheli, míg a hideg étkezési jegyek a normál, azaz 54%-os adózású körbe esnek<sup>6</sup>. Várhatóan emiatt az étkezési utalványok forgalma visszaesik az előző évekhez képest. Az Állami Nyomda a Sodexo cég beszállítójaként vélhetően kevesebb megrendelésre számíthat.

A jövedéki adó mértéke is emelkedik 2010. januártól. Az alkoholos italok esetében 10% adóemelésre került sor, míg a dohánytermékeknél a legkeresettebb árkategóriában 8,9%-os az adótartalom növekedés. Ezek mellett a cigaretta és a fogyasztási dohány minimumadója is növekedett 8,3%-kal<sup>7</sup>. A Nyomdát a zárjegy forgalom csökkenése negatívan érinti majd a 2010. évben, főleg az első félévben. A vevők az előző év végén előrendeléseket adhattak le, ezzel kihasználva azt a lehetőséget, hogy a jövedéki adót a zárjegy megvásárlásának pillanatában érvényes szabályok alapján kell megfizetni<sup>8</sup>. Ez a folyamat a 2009. évi bevételre pozitívan hatott, azonban figyeltem arra, hogy ne ebből a magas bázisból induljak ki a következő évek előrejelzésénél.

A forgalmi engedélyek és rendszám érvényesítő címkék keresletét az új gépjármű értékesítések alakulása befolyásolja. Az utóbbi negyedévekben drasztikus visszaesés volt tapasztalható, amit jól mutat az értékesítési statisztikákon kívül a kiadott forgalmi engedélyek és gépjármű törzskönyvek számának alakulása (6.ábra, 7.ábra, 8.ábra).

**6.ábra** Új gépjármű értékesítések alakulása Magyarországon



\*saját becslés

Forrás: Autoszektor gyűjtés, KEKKH adatok, saját diagram

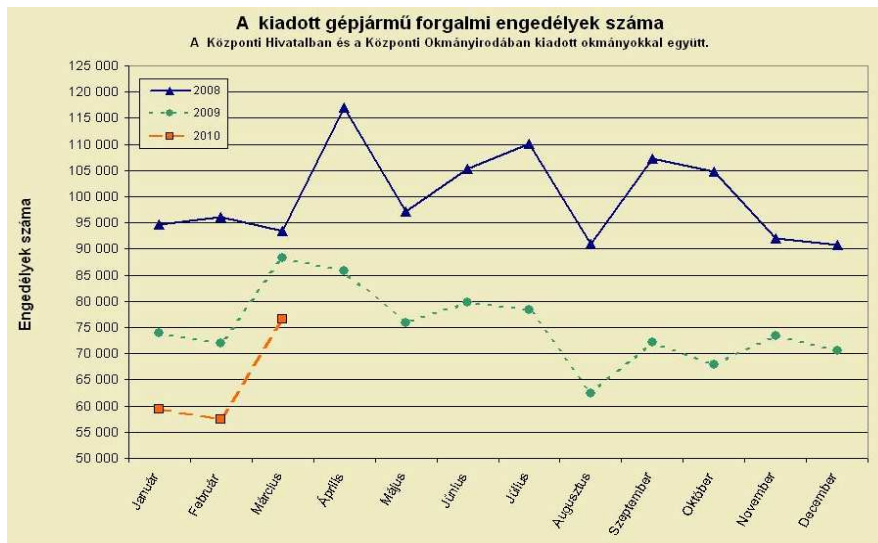
<sup>6</sup> MTI Eco: Jelentősen átalakul a cafeteria adózása, 2010.01.02; letöltve:

<http://www.vg.hu/gazdasag/adozas/jelentosen-atalakult-a-cafeteria-adozasa-301063>, 2010-05-02

<sup>7</sup> Anonymus: Jövedéki adó változások 2010-től; letöltve: <http://jovedekiado.hu/news/view/jovedeki-ado-valtozasok-2010-tol>, 2010-05-02

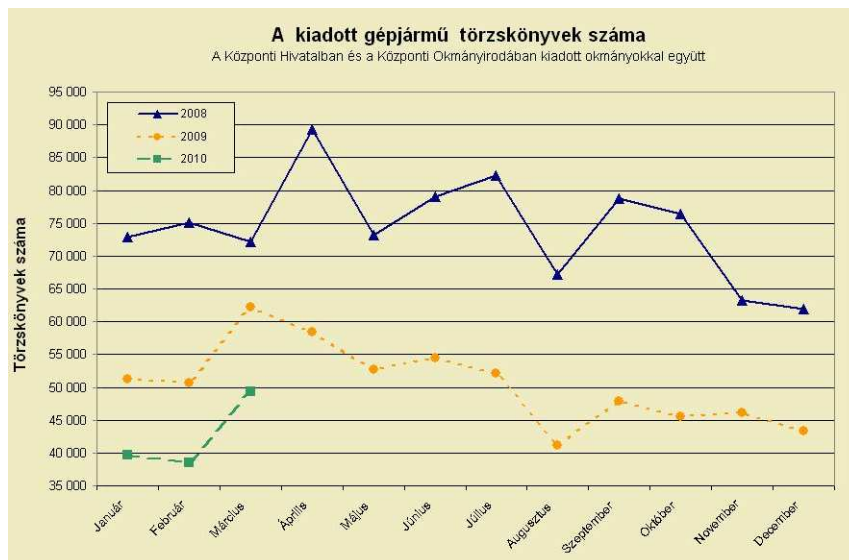
<sup>8</sup> Takács Szabolcs: Állami Nyomda: De miért ilyen alacsony a profit?, 2010.05.06, [portfolio.hu](http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=132721), letöltve: <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=132721>, 2010-05-06

7.ábra



Forrás: KEKKH

8.ábra



forrás: KEKKH<sup>9</sup>

A magyar autópiaconak még 2-3 évre van szüksége ahhoz, hogy a válság előtti szinteket elérje. A szakértők<sup>10</sup> egyetértenek abban, hogy a legnehezebb időszakon már túl van a piac, de az

<sup>9</sup> Az okmánykiadás forgalmi adatai, 2010. március, letöltve:

[http://www.nyilvantarto.hu/kekkh/kozos/index.php?k=statistikai\\_adatok\\_okmanykiadas\\_hu\\_2010\\_03](http://www.nyilvantarto.hu/kekkh/kozos/index.php?k=statistikai_adatok_okmanykiadas_hu_2010_03), 2010-05-01

<sup>10</sup> Erdélyi Péter, a Magyar Gépjárműimportőrök Egyesületének társelnöke; idézi: AutosInsight, Industry Trend Analysis, January 2010; letöltve: [www.autosinsight.com](http://www.autosinsight.com)%2Ffile%2F81230%2Fcar-sales-follow-downward-economic-trends.html&anno=2, 2010-05-01

elkövetkezendő években még nem számíthatunk látványos növekedésre. A szakértői véleményekből és az elmúlt évek tapasztalataiból kiindulva az idei évben még csökkenést várhatunk, de az év második felében már meghaladhatják az értékesítések az egy évvel ezelőtti adatokat (5.táblázat).

**5.táblázat** Új gépjármű értékesítések alakulása (db)

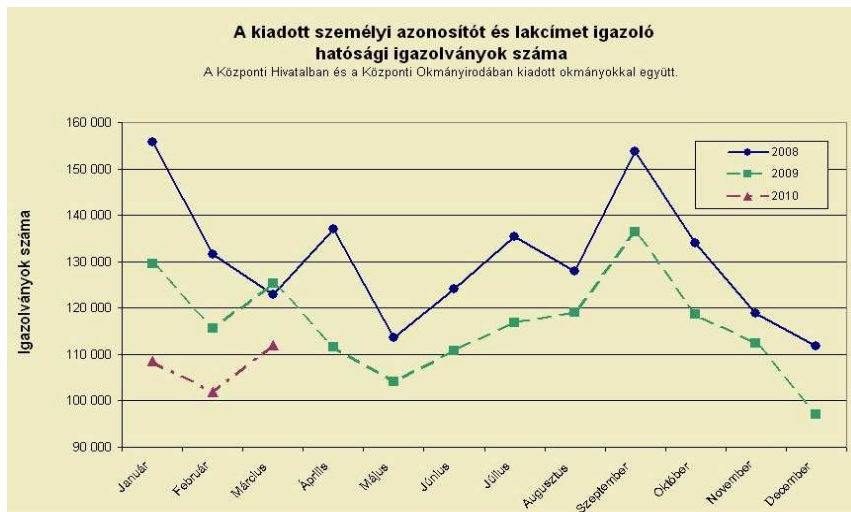
	I.	II.	III.	IV.	éves
<b>2008</b>	45 162	47 821	43 529	38 418	174 930
<b>2009</b>	26 456	19 690	11 013	13 649	70 808
<b>2010</b>	11 899	15 000	18 000	20 101	<b>65 000</b>

Forrás: KEKKH adatok, saját becslés

Reálisan 120 000 – 140 000 gépjármű a magyar piac felvevő képessége válságtól mentes időkben. Erre a szintre tehát 2011 után lehet számítani<sup>11</sup>.

A kiadott személyi igazolványok és lakcím igazoló hatósági igazolványok száma is csökkenő tendenciát mutatott az elmúlt másfél évben. Ez a folyamat folytatódott 2010 I. negyedévében is a KEKKH adatai alapján (9.ábra). Ezek alapján arra lehet következtetni, hogy az okmány értékesítések továbbra is alacsony szinten maradnak.

**9.ábra**



Forrás: KEKKH<sup>12</sup>

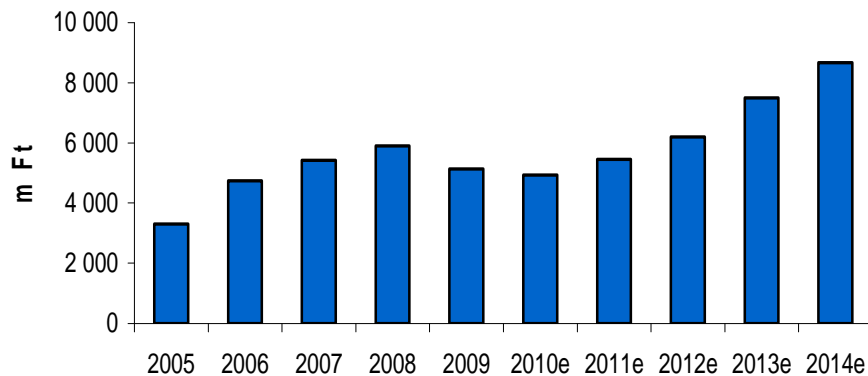
A felsorolt tendenciák folytatódása várhatóan a szegmens további árbevétel csökkenését vonja maga után 2010-ben. 2011-től kezdődően az alacsonyabb bázisról valószínűleg megindulhat a

<sup>11</sup> MTI: MGE: Elindulhat a járműpiac stabilizációja a második félévben, 2010.01.11., letöltve: <http://www.mri-kossuth.hu/hirek/gazdasag/mge-elindulhat-a-jarmupiac-stabilizacioja-a-masodik-felevben.html?print=1>, 2010-05-02

<sup>12</sup> KEKKH, Az okmánykiadás forgalmi adatai, 2010. március, letöltve: 2010-05-01, [http://www.nyilvantarto.hu/kekkh/kozok/index.php?k=statisztikai\\_adatok\\_okmanykiadas\\_hu\\_2010\\_03](http://www.nyilvantarto.hu/kekkh/kozok/index.php?k=statisztikai_adatok_okmanykiadas_hu_2010_03)

növekedés, de a válság előtti szintekre (+20% növekedés évente) csak ezután térhet vissza az Állami Nyomda (10.ábra).

**10.ábra** A biztonsági termékek szegmens árbevétele



Forrás: Állami Nyomda éves Jelentések, saját előrejelzés, saját diagram

### ***Kártyagyártás, megszemélyesítés<sup>13</sup>***

A szegmens árbevétele főleg a bank-, kereskedelmi- és telefonkártyák értékesítéséből, valamint a megszemélyesítésből adódik. Az utóbbi évek tendenciájára az volt a jellemző, hogy a hazai piacon visszaszorult a kártyák iránti kereslet, azonban ezt a hanyatlást eleinte a külföldi piacok, majd később a megszemélyesítések iránti kereslet vette át.

2009-ben ebben a szegmensben következett be a legnagyobb visszaesés, egyrészt a gépjárművekhez tartozó kártya alapú termékek keresletének visszaesése, másrészt a külföldi kereslet visszaesése miatt.

2007-ben a vállalat bővítette gépparkját, így éves szinten a projekt hatásaként további 300 – 400 millió forintos árbevétel érhető el. A 2007-es és 2008-as évben ennek hatása érzékelhető volt az árbevétel megugrásában.

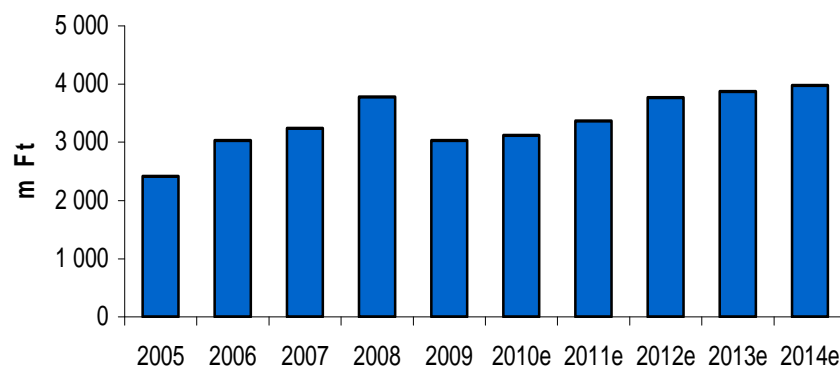
A 2009. év a vállalat számára ebben a szegmensben is visszaesést hozott. 2010-ben még stagnálásra számítok, de hamarosan újra beindulhat a szegmens növekedése a készletszintek lecsökkenése miatt (11.ábra). Ennek fő hajtóereje az EMV chipes bankkártya lehet.

<sup>13</sup> A nyomdaiparban megszemélyesítés alatt azt a folyamatot értik, amikor egy személyi igazolványt, vagy valamilyen egyéb dokumentumot egy konkrét személy azonosításához szükséges információkkal látnak el (Cserepes, 2008)

Magyarországon a bankkártyák száma 2009 nyarán érte el a 8,8<sup>14</sup> millió darabot, de becslések<sup>15</sup> alapján 2011-ben 10,8 millióra növekedhet ez a szám.

Alap esetben a bolgár és román okmányreform lehetőségével nem számolok, mert sok a bizonytalansági tényező (időpont, egyáltalán milyen szerepet kap ebben az Állami nyomda, ha kap egyáltalán).

**11.ábra** A kártyagyártás, megszemélyesítés szegmens árbevétele



*Forrás: Állami Nyomda éves Jelentések, saját előrejelzés, saját diagram*

### ***Nyomatványok gyártása, megszemélyesítése, adatfeldolgozás***

Az APEH nyomtatványok kereslete az utóbbi években nagy mértékben visszaesett. Az elektronikus ügyintézés fejlődésével egyre kevésbé lehet a folyamat megfordulására számítani.

A szerencsejáték nyomtatványok iránt szintén csökkent a kereslet az Állami Nyomda közlései alapján (az Állami nyomda az éves és negyedéves jelentéseiben számol be arról, hogy a különböző szegmensek árbevételét milyen tényezők alakították).

A szegmens legfőbb bevételi forrása az időszakosan jelentkező választásokkal kapcsolatos megrendelések (Európai Parlamenti választások, országgyűlési választások, önkormányzati választások).

A 2009. évben ez volt az egyetlen olyan szegmens, amelyben növekedést ért el az Állami Nyomda köszönhetően a 100%-osan konszolidált külföldi leányvállalatoknak<sup>16</sup>.

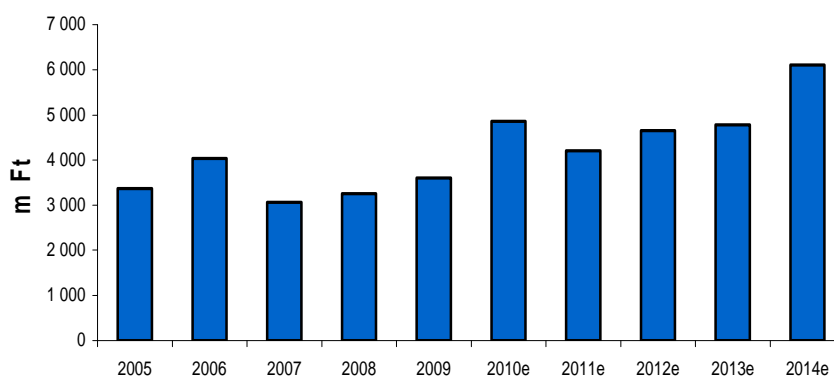
<sup>14</sup> Forrás: MNB

<sup>15</sup> Pira Consulting: A biztonsági nyomdák és a nagy tömegű üzleti levelezéspiaca Közép-Kelet Európában, 2005 - 2011

A konszolidációs hatástól tisztított növekedési ütemet veszem alapul az elkövetkezendő évek árbevételének becsléséhez, 2013-tól pedig a GDP ütemével megegyező növekedést feltételezek (12.ábra).

Az előrejelzésnél a választási években plusz bevételre lehet számítani. A korábbi évek tapasztalataiból kiindulva becsültem ennek hatását 2010-re és 2014-re. 2006-ban az országgyűlési és önkormányzati választásokból közel 900 millió Ft árbevétele származott az Állami Nyomdának, ezért a következő 2 választásnál ennek az értéknek az inflációval felszorozott értékével kalkuláltam.

**12.ábra** A nyomtatványok gyártása szegmens árbevétele



Forrás: Állami Nyomda éves Jelentések, saját előrejelzés, saját diagram

### ***Hagyományos nyomdatermékek és egyéb bevételi szegmens***

A hagyományos nyomdatermékek értékesítése 2007-től kezdődően enyhén csökkenő trendet mutat. A cég 2007-ben jelentette be (*Állami Nyomda 2007. I-II. negyedéves jelentés*), hogy felülvizsgálta a szegmenshez tartozó termékek jövedelmezőségét, és portfóliótisztítást hajtott végre. Ez egyben a magasabb hozzáadott értékű szegmensekre történő koncentrációt vonja maga után. A szegmens árbevételét várakozásom szerint a folytatódó csökkenés fogja jellemezni a következő években is. A 2009. évi 10% feletti csökkenést követően 2010. I.

<sup>16</sup> Az Állami Nyomda Nyrt. 2008. december 21-én együttműködési megállapodást kötött 2009. január 1-i hatállyal a két 50%-ban birtokolt külföldi közös vezetésű vállalkozás (TipoDirect S.R.L. és Direct Services O.O.D.) társtulajdonosaival. Ezen megállapodás fő célja, a Társaságok piaci részesedésének növelése és a hatékony, eredményes működés feltételeinek megteremtése jelen gazdasági helyzetben. Az együttműködési megállapodás értelmében a két külföldi közös vezetésű vállalkozás működését, pénzügyi, működési politikáit és szabályzatait az Állami Nyomda Nyrt. ellenőrzi és kormányozza. (Forrás: *Állami Nyomda 2009. I-IV. negyedéves jelentés*)

negyedévében 20% felett csökkent az árbevétel. Éves szinten 20% körüli csökkenést várok 2010-re, majd a következő években mérséklődhet ennek üteme.

Az egyéb szegmenshez tartoznak a nyomtatással kapcsolatos alapanyagok és áruk értékesítéséből származó bevételek. A következő 5 évre azt prognosztizálom, hogy az utóbbi években jellemző 300 – 400 millió forint közötti sávban marad a szegmens árbevétele.

## **Aktualitások**

### ***Profit warning és erőteljes eredmény romlás***

2010. április 30-án a cég profit warningot jelentett be<sup>17</sup> a közgyűlésén, melynek értelmében átmeneti, 20% körüli nyereség csökkenéssel számolnak az idei évre. Ennek egyik oka az lehet, hogy a magasabb hozzáadott értékű biztonsági termékek és megszemélyesítési megoldások kereslete a 2010. év első felében biztosan nem fogja elérni a válság előtti szinteket. A választási bevételek miatt az árbevétel növekedését várhatjuk, azonban a nyereség az előző évekhez képest csökkenni fog.

A bevétel csökkenés mellett ennek másik oka az, hogy a társaság az előző év végén az egyik vevőjétől jelentős készleteket vásárolt vissza. Ezeket a készleteket várhatóan az év végéig értékesíteni fogja<sup>18</sup>, azonban a megszokottnál alacsonyabb marginnal. Ez abból adódik, hogy a költségszerkezet átmenetileg megváltozik. Alap esetben a megrendelő finanszírozza azokat a kártyákat, amiket megszemélyesítés a Nyomda, így az ezzel kapcsolatos anyagköltség nem a Nyomdánál jelentkezik. Most viszont a Nyomda felvásárolta a kártyákat, így az azonos árbevételhez magasabb költségek kapcsolódnak, ami a margin csökkenéséhez vezet.

Ez egy egyszeri tétel volt a cég életében, ezért a hatásait az előrejelzéseknél korrigálni kell. Egyrészt emiatt szokatlanul alacsony szintre süllyedt a társaság készpénz állománya 2009 végére. Másrészt megnövekedett a készletállomány, ami a készlet forgási idő növekedését eredményezte. A mérleg előrejelzést ezen torzító hatások kiszűrésével készítettem el.

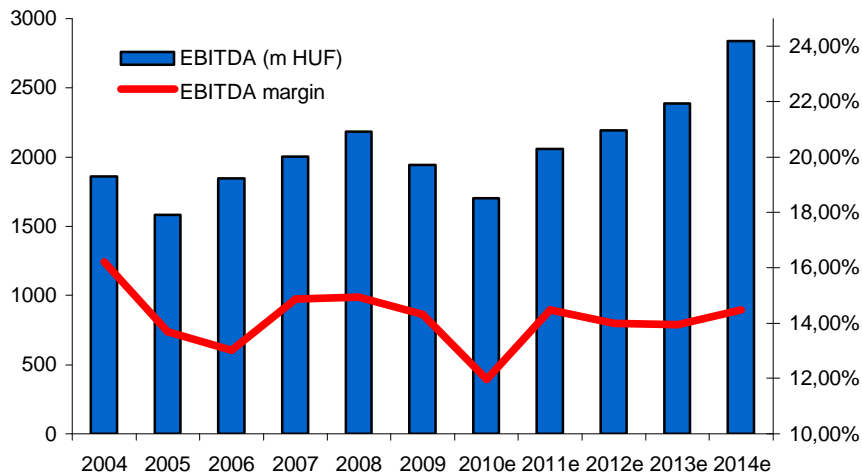
Az EBITDA és EBITDA margin előrejelzést az *13.ábra* szemlélteti.

---

<sup>17</sup> Anonymus: Erőteljes profit warning az Állami Nyomdától, 2010.04.30, Portfolió.hu, letöltve: <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=132477>, 2010-04-30

<sup>18</sup> Takács Szabolcs: Állami Nyomda: De miért ilyen alacsony a profit?, 2010.05.06, portfolió.hu, letöltve: <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=132721>, 2010-05-06

**13.ábra** Az EBITDA és EBITDA margin alakulása



*Forrás: Állami Nyomda éves Jelentések, saját becslés, saját diagram*

### **2010. I. negyedéves gyorsjelentés**

A cég 2010. május 5-én közzétette idei I. negyedéves gyorsjelentését. A számok változását illetően nagy meglepetés nem született. Várakozásaim szerint az árbevétel növekedett az előző év azonos időszakához képest, azonban eredmény soron elég jelentős csökkenés láthatunk. Ennek okai a korábban említett tényezőkben keresendők.

A biztonsági termékek és a kártyagyártás, megszemélyesítés bevétel szegmensekben a növekedés fő oka az előző év végén visszavásárolt biankó készletek felhasználása. A nyomtatványok gyártásából származó bevétel növekedés a digitális nyomtatvány üzletág kapacitásbővítésének köszönhető. A hagyományos nyomdatermékek értékesítésének változása is a várakozásaimmal összhangban alakult. A cég már korábban bejelentette, hogy ezt az üzletágat folyamatosan építi le, és tudatosan a magasabb hozzáadott értékű szegmensekre fog koncentrálni.

A növekvő árbevétel ellenére csökkent a Nyomda eredményessége, amit a korábban említett készlet megvásárlás indokol. Az anyagjellegű ráfordítások növekedtek az előző év végén visszavásárolt biankó készlet felhasználásoknak köszönhetően. Az aktivált saját teljesítmények alakulását a készletállomány változás befolyásolja, így az I. negyedévben növelte ezt a kategóriát a 2010. áprilisi választásokhoz kapcsolódó befejezetlen termelések értéke. Az eredmény alakulását a 6.táblázat mutatja be.

**6.táblázat** Eredmény változás 2010. I. negyedévében (év/év)

	2009 Q1	2010 Q1	változás (%)
<b>Nettó árbevétel</b>	<b>3132</b>	<b>3715</b>	<b>18,6%</b>
Biztonsági termékek, megoldások	1120	1197	6,9%
Kártyagyártás, megszemélyesítés	526	732	39,2%
Nyomatványok gyártása, megszemélyesítése, adatfeldolgozás	1277	1563	22,4%
Hagyományos nyomdatermékek	124	96	-22,6%
Egyéb	85	127	49,4%
Aktivált saját teljesítmények	163	196	20,2%
Anyagjellegű ráfordítások	2035	2804	37,8%
Személyi jellegű ráfordítások	793	829	4,5%
Értékcsökkenés	170	165	-2,9%
Egyéb ráfordítások	20	18	-10,0%
Üzemi eredmény	277	95	-65,7%
Nettó eredmény	242	62	-74,4%
EBITDA	447	260	-41,8%
EBITDA margin (%)	14,27%	7,00%	

Forrás: Állami Nyomda 2010. I. negyedéves gyorsjelentés

## A kommunikáció hatása a részvények értékére

A kommunikáció két csatornán keresztül hat egy vállalat részvényeinek piaci árára:

1. Egy tőzsdei cégnél a transzparencia hiánya aszimmetrikus információkhoz vezet, aminek a következménye az lesz, hogy a részvényt félreárazzák a befektetők, mivel nincsenek a valós információk birtokában.
2. Ezen kívül a tőzsdei cégeknél nagyon fontos a menedzsment iránti bizalom, amit a hiteles kommunikációval lehet elérni. Amint azt látják a befektetők, hogy a menedzsment konzisztensen a reális lehetőségeket kommunikálja, el fogják hinni azokat és beépítik saját várakozásaikba.

Ezek a hatások egy kis tőzsdei cégnél, mint az Állami Nyomda, jelentősen érvényesülnek.

A BÉT-en jegyzett társaságok transzparenciájáról a portfolio.hu már 10 éve készít felmérést, melyben elemzőket és alapkezelőket kérnek fel arra, hogy 1 – 10 skálán osztályozzák a cégeket különböző kategóriákban. A legutóbbi felmérés<sup>19</sup> szerint az Állami Nyomda működik a legtranszparensen, a cég adja a leghitelesebb tájékoztatást és az eseti információk nyújtásában is első helyen állt (7.táblázat).

<sup>19</sup> Anonymus: Hiteleség és transzparencia: győzedelmeskednek a kispapírok, 2009.09.24., letöltve: <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=120871>, 2010-05-08

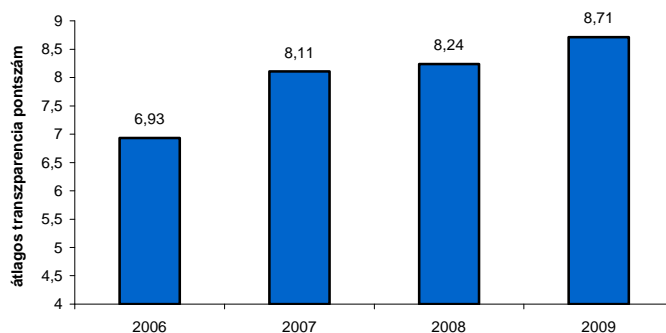
## 7.táblázat Tőzsdei cégek transzparencia rangsora

	2009	2008	2007
Allami Nyomda	1	2	2
Magyar Telekom	2	4	1
Rába	3	1	4
Egis	4	11	5
OTP	5	7	3
Richter	6	12	8
TVK	7	14	12
FHB	8	10	7
Graphisoft Park	9	16	9
PannErgy	10	8	10
Zwack	11	5	6
MOL	12	13	11
Fotex	13	19	18
Émász	14	18	17
Danubiusz	15	17	13

Forrás: Portfolio.hu<sup>19</sup>

A Nyomda előkelő helyezésében közrejátszik az is, hogy az elmúlt években konzisztens kommunikációt folytatott a cég. Ennek középpontjában a stratégia iránti elkötelezettség állt, és az eredmény valamint árbevétel alakulása mindig igazolta a cég várakozásait. A cég transzparencia mutatója a 14.ábrán látható módon folyamatosan javult a megkérdezett szakemberek véleménye szerint.

14.ábra Az Állami Nyomda transzparencia mutatójának alakulása (2006-2009)



Forrás: Portfolio.hu

A 2009. évben folyamatosan azt hangsúlyozta a cég, hogy az alacsony hitelállománynak köszönhetően a válság utáni időszak nagy nyertesei lesznek. Ehhez képest a 2010. I. negyedévet követő profit warning meglepetésként érte a befektetőket és az elemzőket. Egy törés következett be az eddig kiszámítható és megbízható kommunikációban, ami bizonytalanságot szül a befektetőkben. Ez a hitelvesztés a menedzsment iránti bizalmatlanságban fog jelentkezni, ami indokoltá teszi egy transzparencia hiánya miatti diszkontot alkalmazását.

## **Kockázatok és lehetőségek**

Az egyik fontos kockázati tényező a biztonsági nyomda iparág minden cégére egyaránt jellemző, mégpedig a folyamatos ellenőrzéseken való megfelelés. A cég termékeivel szemben elvárás a magas fokú biztonság. Ezt különböző sztenderdeknek való megfeleléssel, minőségi tanúsítványokkal tudja bizonyítani a vállalat. Amelyik cég elbukik egy ilyen minősítési eljárás során, fontos piaci részesedést veszíthet, és ezáltal jelentős versenyhátrányba kerülhet.

Szintén kockázati tényezőt jelent az Állami Nyomda számára, hogy az iparág nagyon innováció vezérelt, ezért folyamatos K+F tevékenységet kell folytatnia. A tevékenység költséges és növeli a cég működési tőkeáttételét, azonban szükséges feltétele a sikeres működésnek. Az Állami Nyomda folyamatos kutatásokat végez Okmánybiztonsági Laborjában, ezért ez a tényező talán mérsékeltebb fenyegetést jelent számukra.

A pénzügyi kockázatok viszonylag alacsonyak, mivel a cégnek nagyon alacsony a hitelállománya. Ennek köszönhetően a forrásköltségek növekedése kevésbé érinti a vállalatot. Árfolyam kockázatról a külföldi leányvállalatok miatt beszélhetünk és az export arány stratégiai célként megjelölt növekedésével ez a jövőben növekedhet.

A vállalat lehetőségeinél mindenképp meg kell említeni, hogy várhatóan még ebben az évben bejelentenek akvizíciókat. A legutóbbi információk<sup>20</sup> szerint jelenleg a tervezett akvizíciós célpontok átvilágítása zajlik és még az első félévben lezárulhat a folyamat.

Ezen kívül potenciális növekedési lehetőséget rejt magában a román és bolgár okmányreform. Egyelőre a reform a válság miatt tolódik, de az uniós előírások miatt a közeljövőben végre kell hajtani. Bizonytalanságot okoz, hogy nem lehet tudni, mikor lesznek olyan helyzetben az adott országok, hogy elindítsák a reformot. Amíg a Görögországgal kapcsolatos helyzet nem tisztázódik, illetve nem derül ki, hogy milyen hatása lesz a beindult folyamatnak az Európai Unióra, addig nem valószínű, hogy lehetőség lesz az okmányreformokra.

## **Szorozászos értékelés**

Az Állami Nyomda részvényeit a DCF módszer kiegészítéseként piac szorozászos számok alapján is értékeltem. A kialakított Peer Group-ba négy európai biztonsági nyomda került be, amelyeknek a részvényei tőzsdén forognak. A *8.táblázat* foglalja össze a cégek piaci szorozászos számait.

---

<sup>20</sup> Állami Nyomda 2010. I. negyedéves gyorsjelentés

## 8.táblázat Peer Group piaci szorzószámok

Cégnév	Ország	Deviza	EV	EV/Net Sales	EV/EBITDA
				2010(e)	2010(e)
De La Rue Plc.	GBR	m EUR	1052	1,58	6,84
Communis Plc.	GBR	m EUR	77	0,26	3,91
Orell Fuessli Holding AG	CHF	m EUR	193	0,86	6,19
Gemalto N.V.	NED	m EUR	2278	1,31	8,58
<b>medián</b>				<b>1,09</b>	<b>6,52</b>
<b>átlag</b>				<b>1,00</b>	<b>6,38</b>

Forrás: Infinancials

A szorzószámok mediánját felhasználva megállapítottam az Állami Nyomda részvényeinek értékét. Mivel a Peer Groupba került vállalatok közül kettő, a holland Gemalto és a brit De La Rue EV (Enterprise Value) értéke sokkal magasabb az Állami Nyomda értékénél, ezért két megoldás jöhet szóba a részvényérték megállapításakor. Egyrészt alkalmazhatunk egy diszkontot a méretbeli különbség miatt, másrészt megnézhetjük, hogy a két kisebb cég szorzószámai alapján milyen részvényértéket kapnánk. Az értékelést a 9.táblázat foglalja össze.

## 9.táblázat Az Állami Nyomda részvényértéke (Ft) a szorzószámos értékelés alapján

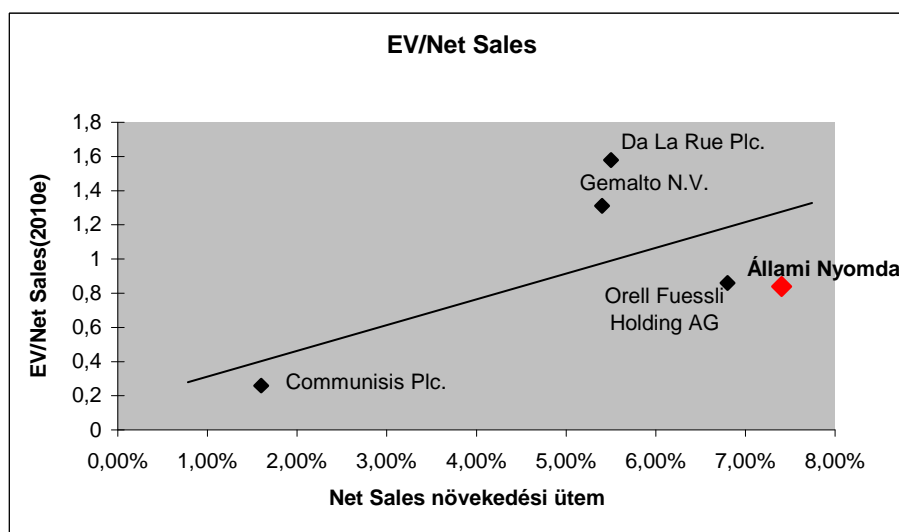
Peer Group	EV/Net sales alapon	EV/EBITDA alapon
mind a 4 cég	1 035	741
15% kisebbségi diszkonttal	880	630
a 2 kisebb cég	531	573

Forrás: saját számítások

A 15.ábra alapján elmondható, hogy a kisebb és nagyobb cégek piaci értékelése eltér egymástól, ezért valóban ajánlott a cégméret miatti diszkont alkalmazása annál az összehasonlításnál, amelynél a nagyobb cégek is bekerültek a Peer Group-ba. Ezt az árazást alkalmazva az Állami Nyomda részvényeire EV/Net Sales alapon 880 Ft-os árat, EV/EBITDA alapon 630 Ft-os árat kapunk, feltételezve egy 15%-os diszkontot.

A két kisebb vállalat piaci szorzószámai alapján ennél alacsonyabb értékeket kapunk. EV/Net Sales alapon 531 Ft, EV/EBITDA alapon 573 Ft lenne az Állami Nyomda részvények értéke. Azonban ennek a módszernek a hátránya, hogy a két cég szorzószámai nagyon eltérnek egymástól, ezért ezek mediánja torz képet mutat. Szükséges lenne még néhány hasonló profilú és hasonló méretű vállalatot bevonni az összehasonlításba, azonban több hasonló tőzsdei céget nem találtam.

**15.ábra** EV/Net Sales vs. Net Sales növekedési ütem



Forrás: Infinansials adatok ,saját becslés, saját ábra

## DCF alapú értékelés

A DCF modellel a céget 2010. év elejére értékeltem, és ez alapján állapítottam meg egy 2010. év végi célrat. Az alap scenárión kívül vizsgáltam még egy olyan esetet, amelyben azt feltételeztem, hogy az Állami Nyomda részt vesz a bolgár és román okmányreform lebonyolításában.

### Alap scenárió

Alapesetben semmi olyan tényezővel nem számoltam, ami eltér a Nyomda megszokott működésétől. Az árbevétel előrejelzésnél bemutattam, hogy milyen trendek alapján készítettem az előrejelzést. Ebben a scenárióban nem számoltam a bolgár és román okmányreform lehetőségével és egyéb, nagy volumenű egyszeri megrendeléssel. Szintén nem vettem számításba a folyamatban lévő akvizíciók lehetséges hatását, mivel semmi konkrét információ nem ismert még ezügyben.

A modellben a 10.táblázatban látható makrogazdasági előrejelzésekkel kalkuláltam.

**10.táblázat** Makrogazdasági tényezők előrejelzése

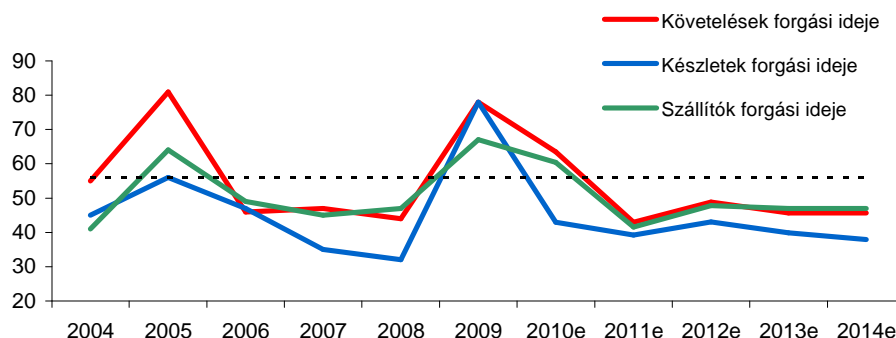
	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	TV
<b>GDP</b>	-0,2%	3,4%	3,0%	2,8%	2,8%	2,8%
<b>éves átlagos infláció</b>	4,4%	2,3%	2,5%	3,0%	3,0%	3,0%

Forrás: MNB, saját becslés

Mind a mérleg, mind az eredménykimutatás előrejelzésénél a konszolidációs hatástól tisztított adatokból indultam ki, így a végső cégértéknél tisztán az Állami Nyomda értékét kaptam meg. A mérleg előrejelzésénél a 2009. év végi készlet vásárlás hatásait úgy vettem figyelembe, mint egyszeri tételek, amelyek a jövőben nem lesznek jellemzőek a vállalatra. Az Állami Nyomda a 2009. évi Éves Jelentésében és a 2010. I. negyedéves gyorsjelentésben is azt kommunikálta, hogy ennek a tételnek pusztán készletlogisztikai okai voltak. Mivel az EBITDA margint csökkenti ez a tényező az év első felében, biztosra vehető, hogy tényleg egyszeri megoldásról van szó. Ennek hatásaként a 2009. év végi mérlegben a készlet szint megemelkedett és a pénzeszköz állomány lecsökkent, azonban 2010-től a megelőző évek tendenciáihoz fog visszatérni a vállalat.

A készletek, követelések és szállítók állományát forgási idők (16.ábra) alapján jeleztem előre. Azt feltételeztem, hogy a kiugró 2009-es adatok után a forgási idő visszatér az átlagos értékhez.

**16.ábra** Készlet, követelés és szállító forgási idők

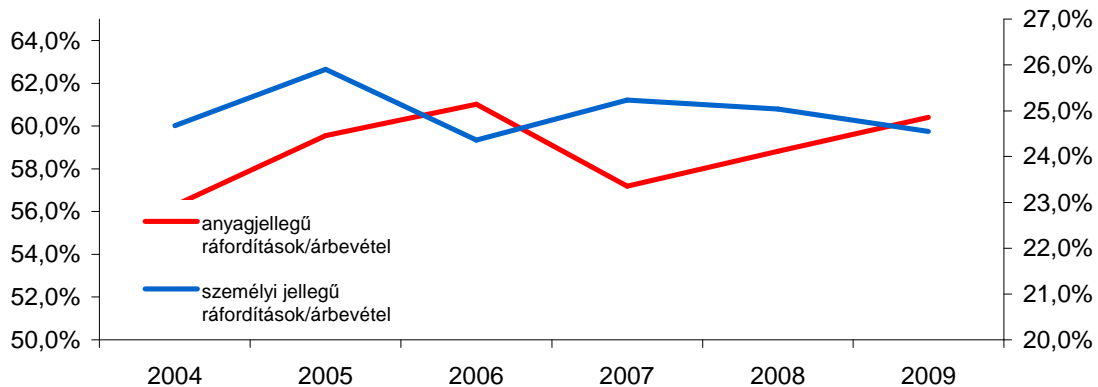


*Forrás: saját becslés*

Az eredménykimutatás előrejelzésnél az árbevételt szegmensenként jeleztem előre. Minden egyes szegmensben megvannak azok a kulcs tényezők, amelyek befolyásolják a bevétel alakulását. Az árbevétel előrejelzését a korábbiakban már bemutattam, így itt már erre külön nem térek ki.

A költségekre az elmúlt években az volt jellemző, hogy az árbevétel százalékában viszonylag stabilnak mutatkoztak (17.ábra). A múltbeli tendenciákból kiindulva a következő néhány évben is 59-60% körüli árbevétel arányos anyagjellegű ráfordításra számítok. Ez alól kivétel a 2010. év, mivel a felvásárolt készletek felhasználása miatt az anyagjellegű ráfordítások növekedni fognak. A személyi jellegű ráfordításoknál a viszonylag stabil 24-25% körüli árbevétel arányos értékkel kalkuláltam a jövőben.

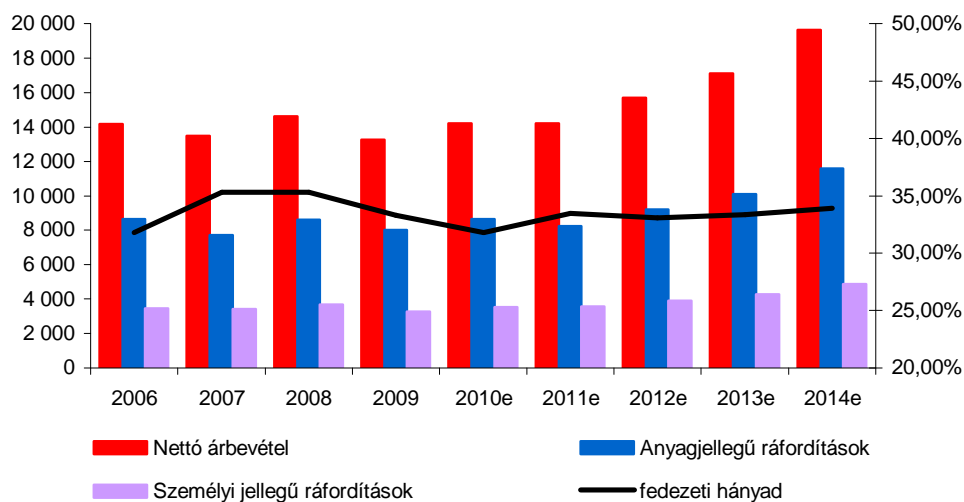
**17.ábra** Anyagjellegű és személyi jellegű ráfordítások (jobb skála) az árbevétel százalékában



*Forrás: Állami Nyomda éves Jelentések, saját számítás, saját ábra*

Az előrejelzések alapján a bevétel, a főbb változó költségek és a fedezeti hányad a 18.ábra szerint fog alakulni.

**18.ábra** Főbb eredmény tényezők alakulása (alap scenárió)



*Forrás: Állami Nyomda Éves Jelentések, saját előrejelzés, saját ábra*

A súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC) becslésénél a következő feltételezéseket használtam:

- az ÁKK által becsült zérókupon hozamgörbéből számított forward hozamokat tekintettem kockázatmentes hozamnak
- a piaci kockázati prémiumot Damodaran becslése alapján 6,9%-nak vettem
- a hitelek hozamát 2-3% közötti felárral kalkuláltam, ami konzervatívabb feltételezésnek tekinthető a 2008. évi éves jelentésben említett 1%-os felárhoz képest,

azonban úgy gondolom, hogy a 2008-as állapothoz képest a forrásköltségek valamelyest megemelkedtek

- a béta  $0,56^{21}$ , az adókulcs pedig 19% végig az előrejelzési időszakban.

### 11.táblázat Becsült WACC értékek

	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	TV
$r_f$	4,96%	5,25%	5,93%	6,57%	7,02%	7,32%
MRP	6,90%	6,90%	6,90%	6,90%	6,90%	6,90%
$\beta$	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56
D kamatfelár	3%	3%	2%	2%	2%	2%
D/V	3,3%	4,1%	4,6%	5,3%	5,8%	4,6%
E/V	96,7%	95,9%	95,4%	94,7%	94,2%	95,4%
T	19%	19%	19%	19%	19%	19%
$r_E$	8,82%	9,12%	9,79%	10,43%	10,88%	11,18%
$r_D$	7,96%	7,75%	7,93%	8,57%	9,02%	9,32%
<b>WACC</b>	<b>8,75%</b>	<b>9,00%</b>	<b>9,63%</b>	<b>10,25%</b>	<b>10,68%</b>	<b>11,01%</b>

Forrás: Damodaran Online, Reuters, ÁKK

Az Állami Nyomda részvényeinek értéke az alap scenárióban 882 Ft, melyhez 4%-os nominális növekedési ütemet feltételeztem a maradvány időszeakra. A 2010. év végi célár megállapításakor a transzparencia hiánya és a menedzsmnt iránti bizalom csökkenése miatt 10%-os diszkonttal számoltam. A **864 Ft**-os célár 8,16%-os felértékelődési potenciált jelent a jelenlegi 799 Ft-os árhoz képest.

DCF modell (m Ft)	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	TV
EBIT	958	1 272	1 353	1 488	1 875	
<b>NOPLAT</b>	<b>776</b>	<b>1 031</b>	<b>1 096</b>	<b>1 205</b>	<b>1 519</b>	<b>1 579</b>
$g_{NOPLAT}$	-27,1%	32,8%	6,3%	10,0%	26,0%	4,0%
IC $\dot{e}$ v eleji	5 537	5 304	4 530	5 072	5 049	5 544
$dIC$	-233	-774	542	-24	496	602
<i>visszaforgatási ráta</i>	-30,1%	-75,1%	49,4%	-2,0%	32,6%	38,1%
<b>FCFF</b>	<b>1 010</b>	<b>1 804</b>	<b>554</b>	<b>1 229</b>	<b>1 023</b>	
<b>TV</b>						<b>13 929</b>
WACC	8,7%	9,0%	9,6%	10,3%	10,7%	11,0%
?PV(FCFF)	4 379	3 753	2 287	1 953	924	
PV(TV)	8 782	9 550	10 410	11 414	12 584	
Cégérték	13 161	13 303	12 697	13 367	13 509	13 929
NOA	0	1 061	2 245	2 212	3 086	3 826
Hitelek	487	427	501	589	685	774
ST értéke	12 674					
részvény darabszám	14 374 150					
<b>részvényárfolyam (Ft)</b>	<b>882</b>					
Transzparencia hiánya miatti diszkont	10%					
saját tőke elvart hozama	8,82%					
<b>Célár (2010.12.31)</b>	<b>864</b>					

Forrás: saját modell

<sup>21</sup> Forrás: Reuters

Megvizsgáltam, hogy az alap modell mennyire érzékeny a maradvány időszak növekedési ütemére, illetve a maradvány időszak eleji visszaforgatási rátára. A 12.táblázatban látható, hogy a részvény értéke a legvalószínűbb esetekben 754 – 1012 Ft közötti sávban alakul.

**12.táblázat** Érzékenység vizsgálat (Alap scenárió)

		NOPLAT g				
		2%	3%	4%	5%	6%
<b>TV időszak eleji visszaforgatási ráta</b>	46%	668	722	790	880	1005
	42%	697	754	827	924	1058
	38%	726	786	<b>864</b>	967	1110
	34%	755	820	903	1012	1164
	30%	784	853	940	1056	1217

*Forrás: saját számítás*

### **Okmányreform scenárió**

Az alap forgatókönyvhöz képest eltérés, hogy ebben az esetben számításba vettem a román és bolgár okmányreform megvalósítási lehetőségeit. Abból indultam ki, hogy a magyar reform idején (a 2000-es évek elején) a GDP növekedése átlagosan 4% körül<sup>22</sup> alakult, az államadósság pedig 50 – 60% között volt ezekben az években.

A vizsgált két ország GDP növekedése a várakozások szerint 2011-re újra beindulhat az IMF előrejelzése<sup>23</sup> alapján (Románia: 5,1%, Bulgária: 2,0%), ennek ellenére nem egyértelmű, hogy mikor lesz lehetőségük az okmányreform végrehajtására. Az ezzel kapcsolatos bizonytalanságokat növeli a görög államháztartási hiány kozmetikázása miatt kirobbant botrány, melynek hatására Bulgária is bejelentette, hogy vannak olyan kiadásai, amelyeket nem mutatott ki az államháztartási hiány megállapításakor. A valós hiány így a korábban bejelentett 1,9%-hoz képest 3,7% volt 2009-ben. Bulgária ennek köszönhetően nem léphetett be idén az ERM2 rendszerbe, ami a közeljövőben szigorúbb költségvetési politikát indokol. Ezek után nem lenne meglepetés, ha a román hiány kapcsán is kiderülne, hogy az állam elhalasztotta a magánszféra felé felhalmozott adósságát<sup>24</sup>. Ezzel párhuzamosan az államadósság az idei 27,4%-ról 2011-re 32,5%-ra, majd 2013-ra 36,6%-ra emelkedhet

<sup>22</sup> Forrás: MNB statisztikák

<sup>23</sup> IMF, World Economic Outlook, 2010. április, letöltve: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/pdf/text.pdf>, 2010-05-09

<sup>24</sup> Anonymus: Mennyire megbízható Románia deficientszintje?, 2010. április 12., letöltve: [http://kitekinto.hu/karpat-medence/2010/04/12/mennyire\\_megbizhato\\_romania\\_deficientszintje](http://kitekinto.hu/karpat-medence/2010/04/12/mennyire_megbizhato_romania_deficientszintje), 2010-05-09

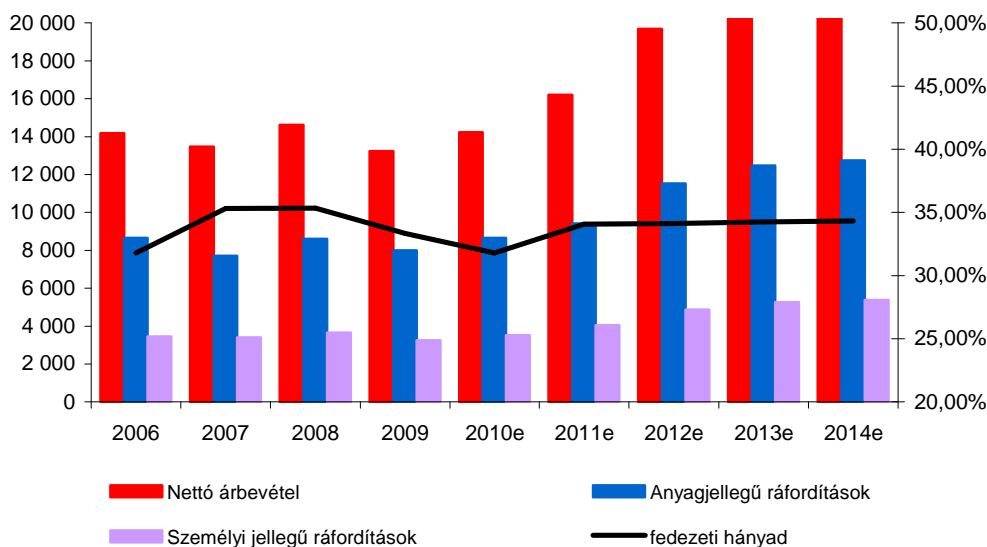
szakértők<sup>25</sup> szerint. Ezek a számok még így is kedvezőbbek a korábbi magyar adósság adatoknál, azonban nem szabad figyelmen kívül hagyni azt a tényt, hogy a válság hatására átrendeződtek a piaci viszonyok. A szereplők sokkal szigorúbban szemlélik mostanra a hiány és adósság alakulását, főleg az IMF hitellel rendelkező országok kapcsán.

A gazdasági folyamatok alakulása alapján azt várom, hogy Romániában 2011 második felében, Bulgáriában pedig 2012 elején indulhat be a reform.

A Nyomda az előző években növelte kapacitásait, ezért az okmányreformok miatt nem kell majd további beruházásokat eszközölnie az alap scenárióban kalkuláltakhoz képest.

A rendelkezésre álló információk szerint a kártyagyártás és megszemélyesítés szegmens átlagos árbevétele a magyar piacon 2 milliárd Ft körül alakult az okmányreform időszakában. Ennek egy része egyéb kártyák gyártásából származott (telefon, kereskedelmi kártya és bankkártyák), tehát durván 1 – 1,2 milliárdos árbevételt generált a reform évente. A román és bolgár népesség együttesen 28 millió főre tehető, ami az akkori magyar népesség közel 2,8 szorosa. Tehát a román és bolgár reformokból származó árbevétel éves szinten 3 milliárd forint körül alakulhat. A főbb eredmény tényezők alakulását a 19.ábra mutatja.

**19.ábra** Főbb eredmény tényezők alakulása (okmányreform scenárió)



Forrás: Állami Nyomda Éves Jelentések, saját előrejelzés, saját ábra

A részvények értéke ebben a scenárióban 1063 Ft-ra növekszik az egyéb tényezők változatlanságát feltételezve. A 2010. év végi célár megállapításakor a transzparencia hiánya

<sup>25</sup> S&P szakértői vélemény, idézi: Anonymus: rohamosan nő Románia államadóssága, 2010. április 17., letöltve: [http://kitekinto.hu/karpat-medence/2010/04/17/rohamosan\\_novekszik\\_romania\\_allamadossaga](http://kitekinto.hu/karpat-medence/2010/04/17/rohamosan_novekszik_romania_allamadossaga), 2010-05-09

és a menedzsment iránti bizalom csökkenése miatt 10%-os diszkonttal számoltam. Az **1041 Ft-os** célár 30,25%-os felértékelődési potenciált jelent a jelenlegi 799 Ft-os árhoz képest.

DCF modell (m Ft)	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	TV
EBIT	958	1 527	1 852	1 967	2 117	
<b>NOPLAT</b>	<b>776</b>	<b>1 237</b>	<b>1 500</b>	<b>1 593</b>	<b>1 715</b>	<b>1 783</b>
<i>g<sub>NOPLAT</sub></i>	-27,1%	59,4%	21,3%	6,2%	7,6%	4,0%
IC <sub>év eleji</sub>	14 326	9 786	10 016	11 486	12 941	14 490
dIC	-4 540	230	1 470	1 455	1 550	-14 490
<i>visszaforgatási ráta</i>	-58,4%	-21,4%	50,9%	-1,4%	14,2%	32,5%
<b>FCFF</b>	<b>5 316</b>	<b>1 007</b>	<b>30</b>	<b>139</b>	<b>165</b>	
<b>TV</b>						<b>17064</b>
WACC	8,8%	9,0%	9,7%	10,3%	10,7%	11,0%
?PV(FCFF)	5 016	4 225	3 105	2 670	1 329	
PV(TV)	10 746	11 687	12 742	13 974	15 412	
Cégetérték	15 761	15 913	15 847	16 644	16 741	17 064
NOA	0	1 287	2 191	2 380	3 693	4 943
Hitelek	487	427	501	589	685	774
ST értéke	15 274					
részvény darabszám	14 374 150					
<b>részvényárfolyam</b>	<b>1 063</b>					
Transzparenca hiánya						
miatti diszkont	10%					
saját tőke elvart hozama	8,82%					
<b>Célár (2010.12.31)</b>	<b>1 041</b>					

Forrás: saját modell

Megvizsgáltam, hogy mennyire érzékeny a modell a reform megindítás időpontjára, illetve a reform által generált éves átlagos bevétel összegére. A 13.táblázatban összefoglalt értékek alapján a részvényérték 915 – 1197 Ft között alakul a paraméterek változásának függvényében.

### 13.táblázat Érzékenységi vizsgálat (okmányreform scenárió)

		Reform átlagos éves bevétele (m Ft)		
		2 000	3 000	4 000
<b>Reform kezdetet</b>	2012 év eleje	915	943	974
	2011 II. félév	980	<b>1 041</b>	1 102
	2011 év eleje	1 036	1 118	1 197

Forrás: saját számítás

## Összegzés

A dolgozat elején található vezetői összefoglalóban olvashatók az értékelés eredményei.

# Mellékletek

## 1.számú melléklet Konzolidációs hatás nélküli mérleg előrejelzés

<b>Eszközök, m HUF</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>
Pénzeszközök	1 840	400	1 772	2 956	2 997	3 940	4 807
Követelések	1 748	2 844	2 702	1 645	2 141	2 131	2 446
Készletek	835	1 882	1 136	1 009	1 228	1 240	1 343
Egyéb forgóeszközök és aktív időbeli elhatárolások	155	454	354	300	316	323	323
Rövid lejáratú befektetések	0	0	0	0	0	0	0
Értékesítési célra tartott befektetések	0	0	0	0	0	0	0
<b>Összes forgóeszköz</b>	<b>4 578</b>	<b>5 580</b>	<b>5 965</b>	<b>5 910</b>	<b>6 681</b>	<b>7 634</b>	<b>8 919</b>
Ingtatlanok, gépek és berendezések	2 865	2 829	2 953	2 841	2 829	2 829	2 952
Befektetések	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill	12	59	56	53	50	48	45
Immateriális javak	9	57	46	37	29	23	19
Halasztott adó követelés	8	0	0	0	0	0	0
Egyéb eszközök	5	11	7	7	8	8	8
<b>Befektetett eszközök összesen</b>	<b>2 899</b>	<b>2 956</b>	<b>3 062</b>	<b>2 938</b>	<b>2 916</b>	<b>2 908</b>	<b>3 024</b>
<b>Eszközök összesen</b>	<b>7 477</b>	<b>8 536</b>	<b>9 027</b>	<b>8 848</b>	<b>9 597</b>	<b>10 542</b>	<b>11 943</b>
<b>Források, m HUF</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>
Szállítók	1 096	1 475	1 431	939	1 203	1 302	1 491
Rövid lejáratú lízingkötelezettségek	140	99	58	17	0	0	0
Egyéb kötelezettségek és passzív elhatárolások	944	500	787	805	799	795	772
Rövid lejáratú hitel	11	925	386	311	311	311	311
<b>Rövid lejáratú kötelezettségek összesen</b>	<b>2 191</b>	<b>2 999</b>	<b>2 662</b>	<b>2 072</b>	<b>2 313</b>	<b>2 408</b>	<b>2 573</b>
Halasztott adó kötelezettség	228	348	418	495	581	677	767
<i>változás</i>	52	172	70	77	86	96	90
Hosszú lejáratú lízingkötelezettségek	229	127	0	0	0	0	0
Hosszú lejáratú hitelek	1	6	3	0	0	0	0
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettség, céltartalék	8	6	6	6	8	7	7
<b>Hosszú lejáratú kötelezettségek összesen</b>	<b>467</b>	<b>487</b>	<b>427</b>	<b>501</b>	<b>589</b>	<b>685</b>	<b>774</b>
Jegyzett tőke	1 450	1 450	1 450	1 450	1 450	1 450	1 450
Tőketartalék	251	251	251	251	251	251	251
Eredménytartalék	3 488	3 758	4 504	4 840	5 261	6 015	7 161
Saját részvények	-437	-437	-437	-437	-437	-437	-437
Kisebbségi részesedés	68	28	171	171	171	171	171
<b>Saját tőke összesen</b>	<b>4 820</b>	<b>5 050</b>	<b>5 938</b>	<b>6 274</b>	<b>6 696</b>	<b>7 450</b>	<b>8 596</b>
<b>Források összesen</b>	<b>7 477</b>	<b>8 536</b>	<b>9 027</b>	<b>8 848</b>	<b>9 597</b>	<b>10 542</b>	<b>11 943</b>

## 2.számú melléklet Konszolidációs hatás nélküli eredménykimutatás

<b>Eredménykimutatás, m HUF</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010e</b>	<b>2011e</b>	<b>2012e</b>	<b>2013e</b>	<b>2014e</b>
Nettó árbevétel összesen	14 620	13 245	14 226	14 210	15 681	17 092	19 619
<i>Biztonsági termékek, megoldások</i>	5 893	5 138	4 941	5 453	6 208	7 496	8 663
<i>Kártyagyártás, megszemélyesítés</i>	3 782	3 031	3 122	3 369	3 768	3 874	3 982
<i>Nyomtatványok gyártása, megszemélyesítése</i>	3 254	3 603	4 857	4 203	4 654	4 785	6 114
<i>Hagyományos nyomdatermékek</i>	1 373	1 189	951	809	687	584	497
<i>Egyéb</i>	318	284	355	376	363	353	362
Értékesítés közvetlen önköltsége	-9 455	-8 831	-9 643	-9 384	-10 395	-11 346	-12 905
<b>Bruttó fedezet</b>	<b>5 165</b>	<b>4 414</b>	<b>4 582</b>	<b>4 826</b>	<b>5 285</b>	<b>5 746</b>	<b>6 714</b>
<i>margin (fedezeti hányad)</i>	35,33%	33,33%	32,21%	33,96%	33,71%	33,62%	34,22%
Általános és fel nem osztott költségek	-3 383	-2 993	3 436	3 367	3 750	4 092	4 689
<i>ebből amortizáció</i>	-609	-649	-743	-784	-840	-896	-965
<i>ebből személyi jellegű költség</i>	-2 774	-2 344	-2 694	-2 583	-2 910	-3 196	-3 725
Tárgyi eszközök eladásának eredménye	11	1	5	3	4	4	4
Tőzsdei költségek	0	0	0	0	0	0	0
Részesedés értékesítésének eredménye	0	0	0	0	0	0	0
Kapott osztalék	0	0	0	0	0	0	0
Árfolyameredmény	1	-40	-8	-19	-17	-16	0
Egyéb ráfordítás	-220	-90	-184	-171	-170	-154	-154
Összes ráfordítás	-13 046	-11 952	-13 268	-12 938	-14 328	-15 604	-17 744
<b>Üzemi (üzleti) eredmény</b>	<b>1 574</b>	<b>1 293</b>	<b>958</b>	<b>1 272</b>	<b>1 353</b>	<b>1 488</b>	<b>1 875</b>
Kamatbevétel	60	47	64	128	143	172	233
Kamatráfordítás	-40	0	-83	31	25	25	27
Adózás és kisebbségi részesedés előtti eredmény	1 594	1 340	939	1 431	1 520	1 684	2 134
Halasztott adó ráfordítás	-44	-128	-70	-77	-86	-96	-90
Társasági adó	-223	-148	-114	-175	-190	-214	-265
Adózott eredmény	1 327	1 064	755	1 178	1 244	1 374	1 779
Kisebbségi részesedés	-9	-9	-9	-9	-9	-9	-9
<b>Nettó eredmény</b>	<b>1 318</b>	<b>1 055</b>	<b>746</b>	<b>1 169</b>	<b>1 235</b>	<b>1 365</b>	<b>1 770</b>
osztalék	596	784	0	833	813	611	624

## Felhasznált irodalom, források

**Anonymus:** Az Állami Nyomda Nyrt., letöltve: [http://www.autocluster.hu/content\\_356-hu.html](http://www.autocluster.hu/content_356-hu.html), 2010-05-06

**Anonymus:** Jövedéki adó változások 2010-től; letöltve: <http://jovedekiado.hu/news/view/jovedeki-ado-valtozasok-2010-toi>, 2010-05-02

**Anonymus:** Erőtéljes profit warning az Állami Nyomdától, 2010.04.30, Portfolió.hu, letöltve: <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=132477>, 2010-04-30

**Anonymus:** rohamosan nő Románia államadóssága, 2010. április 17., letöltve: [http://kitekinto.hu/karpat-medence/2010/04/17/rohamosan\\_novekszik\\_romania\\_allamadossaga](http://kitekinto.hu/karpat-medence/2010/04/17/rohamosan_novekszik_romania_allamadossaga), 2010-05-09

**Anonymus:** Hiteleség és transzparencia: győzedelmeskednek a kispapírok, 2009.09.24., letöltve: <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=120871>, 2010-05-08

**Anonymus:** Mennyire megbízható Románia deficitszintje?, 2010. április 12., letöltve: [http://kitekinto.hu/karpat-medence/2010/04/12/mennyire\\_megbizhato\\_romania\\_deficitszintje](http://kitekinto.hu/karpat-medence/2010/04/12/mennyire_megbizhato_romania_deficitszintje), 2010-05-09

**Állami Nyomda kiadványok:** RFID megoldások, letöltve: <http://www.allaminyomda.hu/file/1000098>, 2010-05-06

**AutosInsight:** Industry Trend Analysis, January 2010; letöltve: [www.autosinsight.com/file%2F81230%2Fcar-sales-follow-downward-economic-trends.html&anno=2](http://www.autosinsight.com/file%2F81230%2Fcar-sales-follow-downward-economic-trends.html&anno=2), 2010-05-01

**Cserepes Tamás (2008):** Jól áraz-e a részvénytőke? – Esettanulmány az Állami Nyomda példáján, szakdolgozat

**GKINET – T-Home – T-mobile felmérés,** letöltve: <http://gkietet.hu/hu/hirek/24-millio-a-szerzodott-internetbanki-lakossagi-ugyfelek-szama/>, 2010-05-07

**IMF:** World Economic Outlook, 2010. április, letöltve: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2010/01/pdf/text.pdf>, 2010-05-09

**KEKKH:** Az okmánykiadás forgalmi adatai, 2010. március, letöltve: 2010-05-01, [http://www.nyilvantarto.hu/kekkh/kozos/index.php?k=statisztikai\\_adatok\\_okmanykiadas\\_hu\\_2010\\_03](http://www.nyilvantarto.hu/kekkh/kozos/index.php?k=statisztikai_adatok_okmanykiadas_hu_2010_03)

**MTI Eco:** Jelentősen átalakul a cafeteria adózása, 2010.01.02; letöltve: <http://www.vg.hu/gazdasag/adozas/jelentosen-atalakult-a-cafeteria-adozasa-301063>, 2010-05-02

**MTI:** MGE: Elindulhat a járműpiac stabilizációja a második félévben, 2010.01.11., letöltve: <http://www.mri-kossuth.hu/hirek/gazdasag/mge-elindulhat-a-jarmupiac-stabilizacioja-a-masodik-felevben.html?print=1>, 2010-05-02

**Pira Consulting:** A biztonsági nyomdák és a nagy tömegű üzleti levelezéspiaca Közép-Kelet Európában, 2005 - 2011

**Takács Szabolcs:** Állami Nyomda: De miért ilyen alacsony a profit?, 2010.05.06, portfolió.hu, letöltve: <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=132721>, 2010-05-06

**Adatforrások:**

Állami Nyomda éves, negyedéves jelentések, letöltve: [www.allaminyomda.hu](http://www.allaminyomda.hu)

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

[www.infinancials.com](http://www.infinancials.com)

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

[www.akk.hu](http://www.akk.hu)