



Nap Nyrt.

Vállalati adatok	
Ajánlás	Vétel
Célfolyam	HUF 1 650
Záróár	HUF 1 300
Bevezetés óta kereskedési sáv	HUF 910 – 9 470
Piaci kapitalizáció (millió forint)	7 730
Átlagos napi forgalom (darabszám)	9 206
Bloomberg-kód	NAP HB



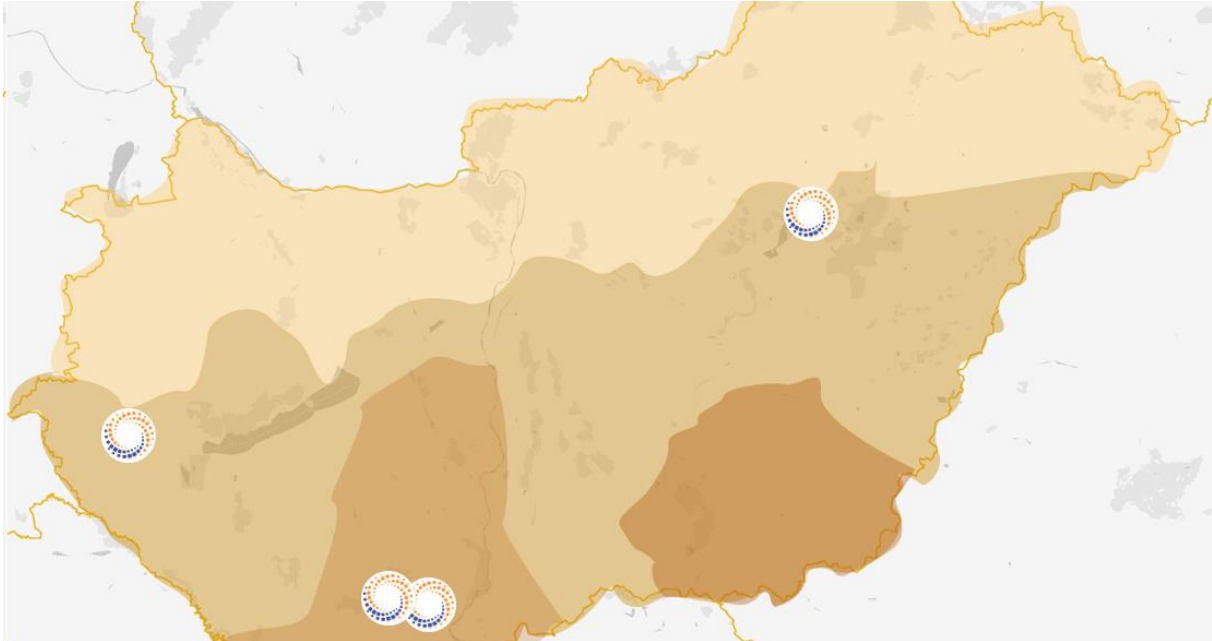
Befektési sztori

A NAP Nyrt. egy naperőművek felvásárlásával és üzemeltetésével foglalkozó cég. A részvényeinek megvásárlásával a befektetők kitettséget építhetnek a magyar árampiac irányába, valamint egy innovatív és zöld céget támogathatnak. A cégen keresztül a pénzügyi és kisebb szereplők számára is elérhetővé válik a napelemerőmű piac, melyet közepesen magas belépési küszöb jellemez. A NAP versenyelőnyei között van a relatív olcsó üzemeltetés, valamint erőműparkja jelenleg 0,5 MW-os teljesítményű kiserőművekből áll, melyekre nem terjed ki sem az extraprofit adó, sem a korábbi Robin Hood adó, valamint az erőművek külön vannak NHP-s projekthitelekkel finanszírozva, mely nagyon olcsó 2,5 százalékos fix kamatozású forint projekthitelt jelent. A cég erőművei METÁR-KÁT engedéllyel rendelkeznek, ami a jogszabály által rögzített időtartamra, évente indexált garantált átvételi árat biztosít a megtermelt és eladott villamosáramra. A NAP a 10 éves hitelek visszafizetése után jelentős osztalékfizetési potenciállal rendelkezik. A vállalat céljai között szerepel a mostani kapacitás közel négyeszeresére növelése, így potenciálisan jelentős növekedés előtt állhat a cég, azonban az új erőművek már nem az államilag szabályozott és biztosított piacon vennének részt, hanem PPA konstrukcióban, mely nagyobb kockázatokkal is járna. Az árazási modellünk alapján a cég alulértékelt, ezért a cég részvényeit vételre javasoljuk.

NAP Nyrt. bemutatása és ESG megfontolások

A NAP Nyrt. 2020-ban alakult és azóta 55 darab 0,5 MW teljesítményű kiserőművel rendelkezik. Az anyacég holdingként működik és telephelyeik szerint, külön-külön leányvállalatokon keresztül birtokolják a parkjaikat, melyek önálló finanszírozással rendelkeznek, így az anyacég teljesen adósságmentes, azonban garantálja a leányok hiteleit. Jelenleg az összes erőmű METÁR-KÁT engedéllyel rendelkezik, tehát szabályozott, évente indexált áron történik meg az erőművekből az átvétel a központi rendszerbe, azonban a mostani, a METÁR-KÁT-nál jóval magasabb árak miatt, 46 erőmű piaci alapon értékesíti a megtermelt áramot, mely becsléseim alapján 2024 végéig maradhat így. A cég középtávú célja, hogy elérje a 100 MW összkapacitást, ehhez természetesen újabb tőkeemelésekre lesz szükség, valamint lehetséges, hogy a hitelfinanszírozást is át kell gondolnia a vezetésnek. A cég számára fontos a zöld

elköteleződés, ezért tervezik a „Zöld finanszírozási keretrendszer (Green Finance Framework), illetve annak független minősítő általi minősítése (Second Party Opinion, SPO) akkreditáció megszerzését, mely segítségével zöld finanszírozás is elérhetővé válik a NAP számára, valamint a jövőben egy teljes ESG riportot is készíthet a cég, azonban a mostani méret mellett ez még túl költséges lenne. A portfolio.hu 2022-ben Az Év Zöld Befektetésének választotta a NAP Nyrt.-t, ezzel is elismerve a cég eddigi sikereit és indoklásukban kiemelték, hogy az erőművei által megtermelt energiamennyiség és az iparági statisztikák alapján a társaság 2021-ben 7000 – 8500 tonna CO2 megtakarítással járult hozzá a környezeti terhelés csökkentéséhez. A cég vezetésében mérnökök, közgazdászok és jogászok vannak, legtöbbször rendelkezik korábbi tapasztalattal napelemparkok üzemeltetésével, illetve energetikai projektekkel kapcsolatban. A cég tőzsdére lépése óta több sikeres tőkeemelési hajtást végre és várakozásaim szerint a mostani nyilvános tőkeemelés is sikeres lesz.

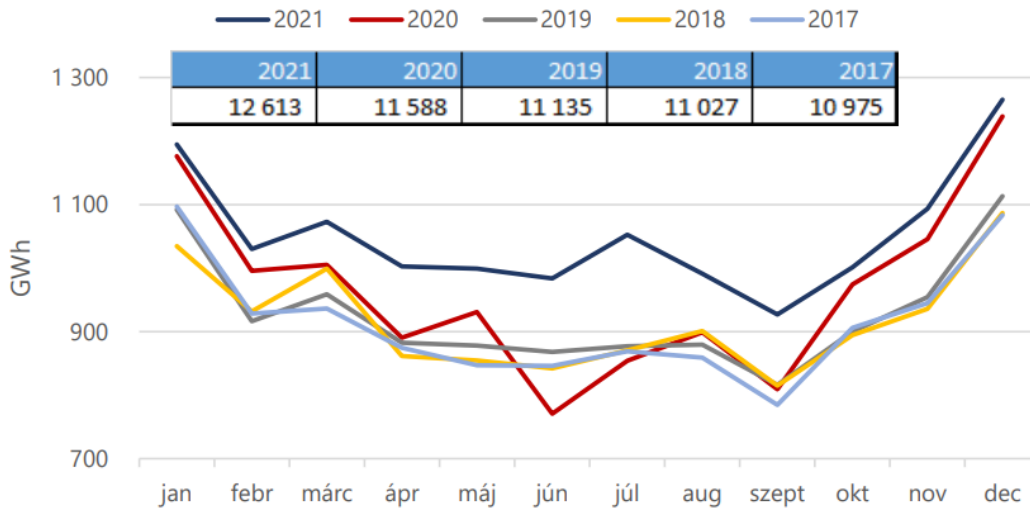


A cég naperőműveinek lokációi *Forrás: NAP Nyrt.*

Iparág, piaci trendek

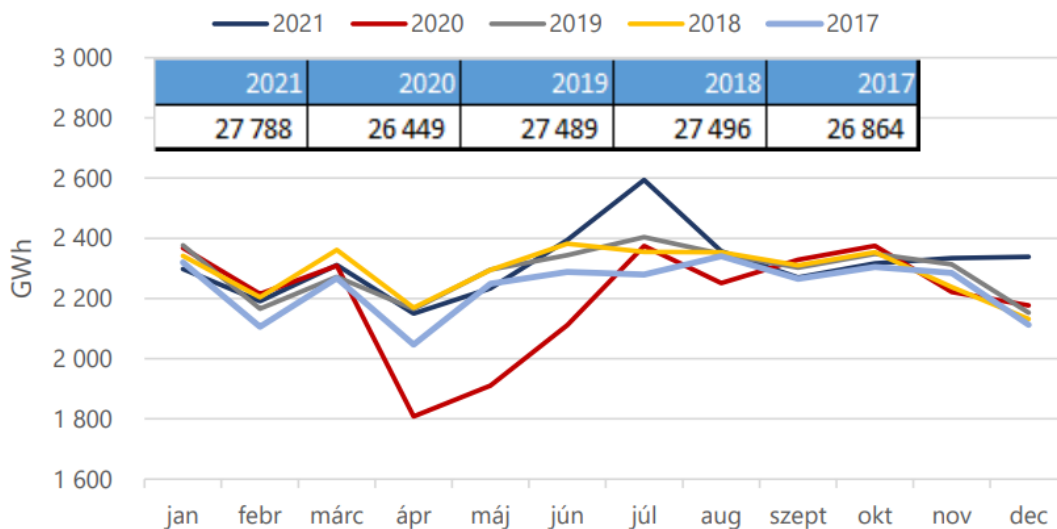
Magyarország áramfogyasztása folyamatosan emelkedett. A 2016–2019 közötti évi 1 százalékos némileg meghaladó villamosenergiakeresletnövekedés 2020-ban a pandémia miatt hozott korlátozó intézkedések miatt megtört. Ezt követően 2021-ben 4,9 százalékkal emelkedett a villamosenergia-fogyasztás, ami 2019-hez képest is 4,3 százalékos bővülés. Ez a növekedés főleg a lakosságtól érkezett, a háztartási naperőmű-állomány jelentős növekedése ellenére, 2021-ben 8,2 százalékos volt a bővülés, azonban az idei nyáron, a rezsicsökkentés csökkentésének bejelentésének hatására megfordult ez a tendencia. Magyar Villamosenergia-ipari Átviteli Rendszerirányító Zrt. adatai alapján a teljes villamosenergia-felhasználásban a csökkenés mértéke júliusban és augusztusban is 5 százalékos nagyságrendű volt az előző év azonos időszakához képest, hasonló időjárási viszonyok mellett. Ez már újabb tényezőkre is utalhat, például a fogyasztók takarékoskodására, esetleg fogyasztási helyek megszűnésére. Ez a fogyasztáscsökkenés azonban csak ideiglenes lehet, így nem számolunk azzal, hogy ez kockázatot jelentene a NAP számára, különösen annak fényében, hogy a cégnek lehetősége van államilag szabályozott módon vásárolni az áramot.

A lakossági villamosenergia-fogyasztás alakulása (HMKE nélkül) 2017–2010 között



Forrás: MEKH

A nem lakossági villamosenergia-fogyasztás alakulása (saját célú termelés nélkül) 2017-2021 között

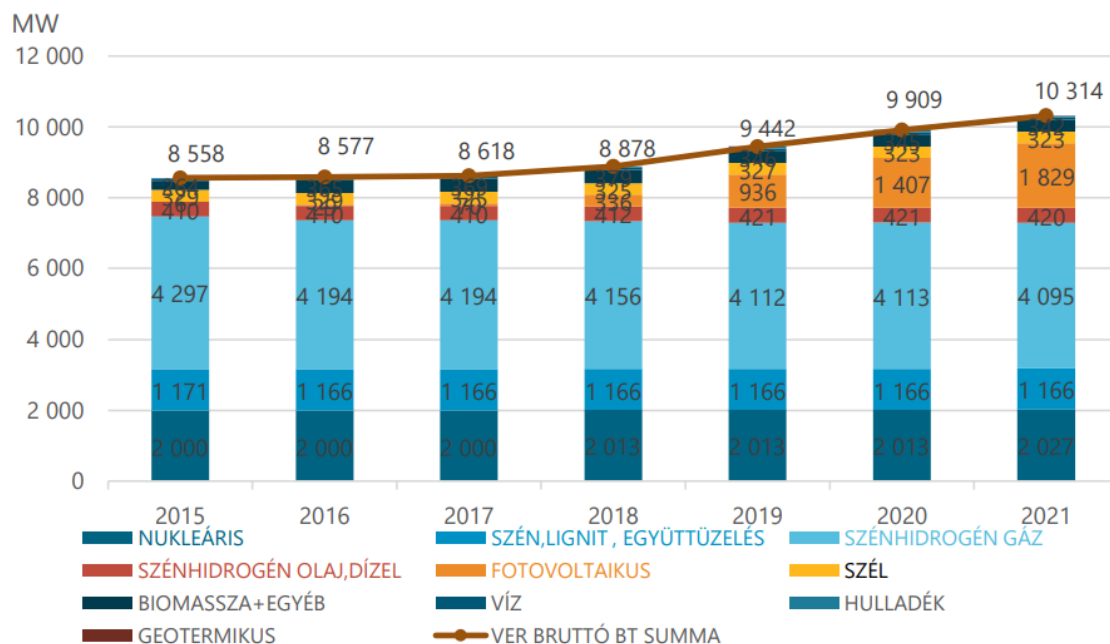


Forrás: MEKH

Az ország áramtermelése ráadásul nem tudta tartani a lépést ezzel a kereslet bővüléssel, hazánk energia importja emelkedett 2021-ig, amikor is a teljes fogyasztott mennyiségben 27 százalékos volt az import részaránya. Ez idén a fogyasztás csökkenésével, részben a magas árak miatt enyhén, 25 százalékra mérséklődött az év első hét hónapjában.

A kitermelési oldalon egyedül a naperőművek esetében változott számottevő mértékben a kapacitás tavaly. Az engedélyköteles naperőműveké 422 MW-tal emelkedett, míg a HMKE méretű erőművek teljesítménye 406 MW-tal. Azonban továbbra is a nukleáris egységek adják a hazai áramtermelés gerincét, mely a termelés 44,7 százalékáért felelt 2021-ben. A tavalyi évben még az európai trendekkel ellentétben nem következett be a gáz-szén helyettesítés, így a gázerőművek a második legfontosabb áramtermelők voltak, melyet a naperőművek és a lignit erőművek követtek. A szélerőművek telepítését idén nyárig a szabályozás nehezítette, míg a vízerőmű telepítés a Bős–nagygyarosi vízlépcső korábbi megakadályozása miatt továbbra sem várható jelentősebb kapacitásbővítés.

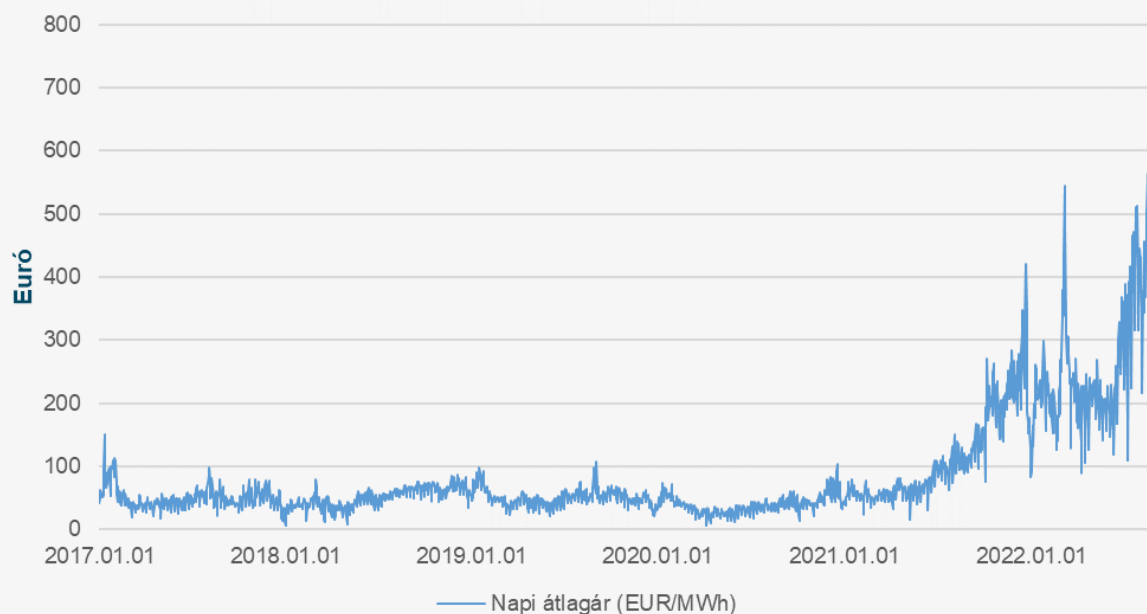
Bruttó beépített teljesítőképesség primer energiaforrásonkénti megoszlása: 2015–2021 között, a HMKE nélkül



Forrás: MAVIR

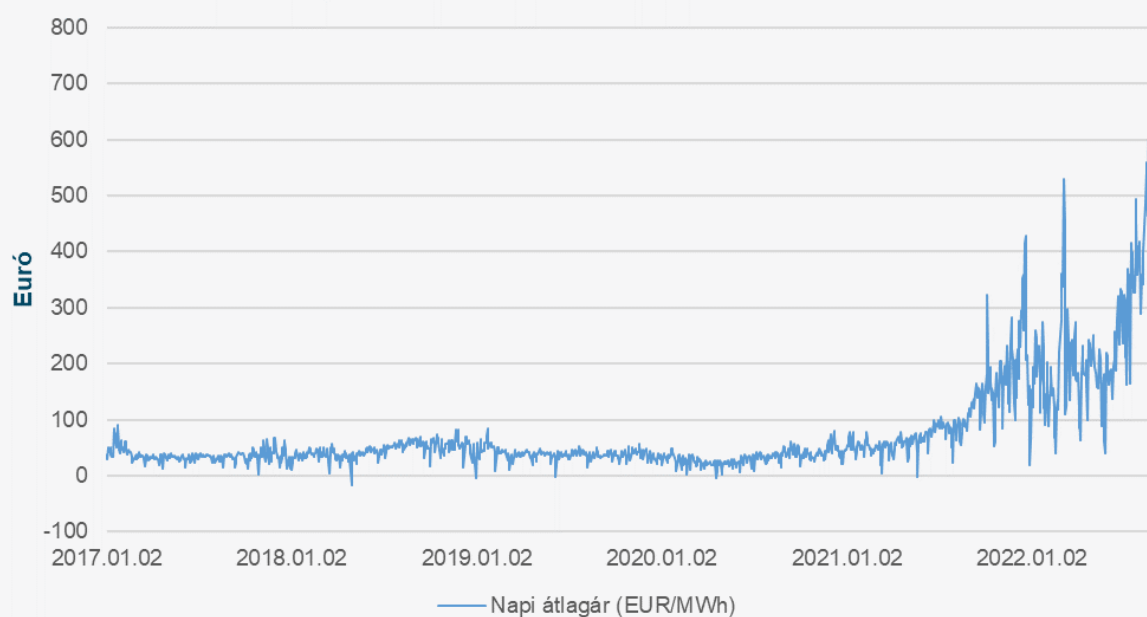
Az európai és magyar áramárak elképesztően hektikusan alakultak az utóbbi két évben. Még tavaly a villamos energia árának emelkedését a tényezőárak, és ezen belül elsősorban a földgáz és a CO₂-kvóta árának növekedése okozta, addig idén a tovább emelkedő gázárak és Ukrajna kiesése jelenti a legnagyobb problémát. Már tavaly évvégére a korábbi szintek négyszeresére emelkedtek a határidős és spot árak, még idén további drasztikus emelkedés jött, majd ősz elején egy jelentősebb korrekció, az Európai Unió esetleges ár maximalizáló bejelentése után. Ez jelentősen megnehezíti mind a kitermelők, mind a kereskedők, a szolgáltatók, de legfőképpen a felhasználó dolgát és az európai gazdaságokra is jelentős nyomást helyez, részben ezért is lehet szükséges az állami vagy az EU esetében az egységes európai szabályozás.

Magyar zsinóráram árfolyam árfolyama, 2017-



Forrás: HUPX

Német zsinóráram árfolyam árfolyama, 2017-



Forrás: Bloomberg

Magyarország a megújulóáramtermelés elősegítése érdekében bevezetett egy átvételi rendszert, mely az abban résztvevők számára lehetővé teszi, hogy nem a hektikus áramáraknak legyenek kitéve, hanem egy kiszámítható átvételi árral számolhatnak. A jelenlegi 55 erőmű mind részt vehet ebben a kötelező átvételi rendszerben (KÁT), melyet később Megújuló Támogatási Rendszer (METÁR) váltott fel. Azonban a jövőben ebben a rendszerben már csak jóval szigorúbb feltételekkel lehet részt venni (többek között 30 százalékos akkumulátor is elvárás), mely jelentősen megdrágítja az új erőművek létesítését ezen rendszeren keresztül. A KÁT és METÁR-KÁT rendszerben engedéllyel működő erőművek azonban garantált áron értékesíthetik a megtermelt mennyiséget, mely átvételi árat minden évben az infláció mínusz egy százalékkal emelnek, így az ilyen erőművek stabil, jól kiszámítható megtérülést jelentenek tulajdonosaiknak. Ráadásul a korábbi szabályozás lehetővé tette, hogy legalább

egy évig, de akár bármilyen hosszan kilépjen egy erőmű a keretrendszerből, mely lehetővé tette, hogy a mostani magas elektromosáram árakat is ki tudják használni az erőmű tulajdonosok. Ezt az opciót azonban később elvették és aki idén első félévben nem élt vele, már nem is élhet, azonban a NAP-nak akkor meglévő 46 erőműve kilépett a szabadpiacra, ezzel az idei és a következő években várakozásaink szerint a METÁR áraknál magasabb árakat érhet el a cég, mely 2022 első negyedévéig már garantált.

A magas energia és különösen a magas áram és gázárak miatt felmerült, hogy akár európai szinten is különadó érkezhethet a nem gázból áramot termelő erőművekre, valamint ár maximum szabályozás is érkezhethet az Európai Unió részéről. Magyarországon már 2021-ben bevezettek egy 31 százalékos úgynevezett Robin Hood adót, ez azonban nem érinti a 0,5 MW teljesítményű erőműveket, így a NAP által jelenleg birtokolt erőműveket sem. Azt már látjuk, hogy az EU szabályozásának felvetése is jelentősen csökkentette az európai azonnali és határidős árakat, azonban azt még nem tudjuk, hogy direkt hatása lesz-e a kis- és megújulókkal termelő erőműveket üzemeltető cégekre is.

Makrogazdasági kitekintő

Tavaly dinamikusabban bővült a hazai gazdaság, a koronavírus-járványból való kilábalás gyors és széleskörű volt; részben ennek az idei évre áthúzódó hatásai miatt, részben az erőteljes belső keresletnek köszönhetően az idei év első felében folytatódott a gyors növekedés. A belső fogyasztást jelentős mértékben segítették az év elején kifizetett kormányzati transzferek, a személyi jövedelemadó visszatérítése, és a 13. havi nyugdíj kifizetése. Az orosz-ukrán háború kirobbanása azonban nagymértékben rontotta a kilátásokat: a magyar gazdaságot egyrészt a földrajzi közelségből eredő kapcsolatok, másrészt az orosz nyersanyagoktól, energiahordozóktól való függőség miatt erősen érinti a konfliktus. Várakozásunk szerint az idei évben 5 százalékkal bővíthet a hazai GDP, majd jövőre 2 százalékra lassulhat a növekedés üteme: a kiadások széleskörű emelkedése miatt a belső fogyasztás visszaeshet, a magasabb finanszírozási költségek miatt sok vállalati beruházást elhalaszthatnak, az állami beruházások pedig a költségvetési kiigazítások miatt csökkenhetnek.

Az inflációs folyamatok 2021. őszén kezdtek el erősödni, melyet fokozott a költségvetési lazítás, a személyi jövedelemadó visszatérítése, keresleti oldalról is megtámogatva azt. A szintén tavaly ősszel indult világpiaci energiaár-emelkedés az orosz-ukrán háború kitörését követően jelentős mértékben fokozódott, így módosítani kellett a lakossági rezsiszámogatás rendszerét, illetve a tavaly bevezetett üzemanyagár-sapka intézményét. A rezsiszám csökkentés módosítása szeptembertől fog megjelenni a fogyasztói árindexben, majd október 1-jétől a Kormány eltörli, vagy tovább szűkíti az üzemanyagár-sapkát, illetve kérdésessé válik az alapvető élelmiszerekre vonatkozó árstop fenntarthatósága is. Ezek az intézkedések – az akkori piaci ártól függően – további 1-2 százalékkal tolhatják felfelé az inflációt, mely éves bázison a negyedik negyedévben elérheti a 20 százalékot is. Arra számítunk, hogy az éves átlagos infláció 13 százalék körül alakul az idei évben.

A következő évi infláció alakulásával kapcsolatban rengeteg a bizonytalansági tényező, elsősorban az energiahordozók világpiaci árának alakulása határozhatja meg a fő trendeket, de ezen kívül is számos felfelé mutató kockázat azonosítható. Nem lehet kizárni, hogy január 1-től ismét módosítani kell a lakossági rezsiárakon, akár a fogyasztási limit alatti fogyasztásra vonatkozóan is, mely az infláció újabb felfelé tolódását jelentene az év első negyedévével. A földgáz árának emelkedése miatt jelentősen lezuhant a műtrágyagyártás volumene Európában, ez a terméshozamok romlásán keresztül tovább emelheti az élelmiszerárakat a következő években, ráadásul a helyzetet súlyosbította az idei évi aszály is. A termelő és szolgáltató vállalatok az energiaárak drasztikus emelkedését még nem árazták be teljesen, így januárban újabb jelentős átárzásokra lehet szükség, több szektorban (turizmus-vendéglátás, nem létfontosságú szolgáltatások) megnőhet a vállalati csődök veszélye. Az ellátási láncokban fontos helyet betöltő, nagyobb energiaigényű ipari szereplők számára a Kormány támogatási programot fog kidolgozni, mely némileg enyhítheti ezen vállalatok helyzetét. A bázishatás

mindenképpen fékezni fogja a 2023-as inflációt, azonban a várhatóan magas energiaárak, és másodlagos hatások miatt arra számítunk, hogy 10,5 százalékon fog alakulni.

Ezt követően 2024-ben folytatódhat az infláció lassú mérséklődése, az ár-bér spirál hatása is enyhülhet, amennyiben konszolidálódnak az energiaárak, melyhez azonban a katonai konfliktus lezárására mindenképpen szükség lehet. Ebben az évben 9 százalékos, majd 2025-ben 7,5 százalékos inflációra számítunk, majd 2028-ra érheti el a 4 százalékos szintet. Ezt az inflációs pályát egy esetleges hosszan elnyúló, mély globális recesszió írhatja felül, mely drasztikusan visszavetné a globális keresletet a nyersanyagok és energiahordozók iránt, természetesen a hazai fogyasztás is jelentősen visszaesne. Az alapforgatókönyvünk szerint most hosszú évekig a jegybanki inflációs céltartomány felett fog mozogni az áremelkedés üteme, de ez önmagában nem fogja gyengíteni a forintot, mivel a hazai jegybank alkalmazkodni fog hozzá a kamatszinttel, és a jelenség globálisan megfigyelhető lesz.

A fejlett országok jegybankjaihoz hasonlóan az inflációs várakozások felépülése, és magas szinten ragadása ellen küzd a hazai jegybank is: a tavaly júniusban megindított kamatemelési ciklus az infláció töretlen növekedése mellett folytatódik. Magyarország importfüggősége miatt a kínálati oldali infláció ellen a hazai döntéshozóknak nincs eszköze, a hitelezési kondíciók szigorodásának a fogyasztás csökkenésén keresztül gyakorolt antiinflációs hatása pedig a Kormány kamatstop intézkedése miatt visszafogottan érvényesült. Az MNB augusztus végén a kamatemelésen kívül egyéb monetáris szigorító intézkedéseket is hozott. Egyrészt megemelték a bankrendszer számára meghatározott kötelező tartalékráta mértékét, másrészt rendszeres jegybanki diszkontkötvény-aukciót tartanak, harmadrészt hosszú futamidejű betéti eszközt vezettek be. Utóbbi fokozatosan kiválthatja az egyhetes betéti eszközt, így könnyen elképzelhető, hogy az eszköz kivezetésre kerül az aktív jegybanki eszköztárból a következő negyedévekben. A jegybanki alapkamat emelésének üteme 100 bázispontról várhatóan 50 bázispontra mérséklődik az év hátralévő részében. Amennyiben sokszzerű forintgyengülés nem lesz, várhatóan az idei évben befejeződik a rendszeres alapkamatemelés, az első negyedévben még eseti beavatkozásokra sor kerülhet. Ezt követően, a jövő év végéig fokozatosan 10 százalékra csökkenhet az irányadó kamat, összhangban a globális kamatkondíciók alakulásával.

A magyar állampapírok árfolyamát a gyorsuló infláció mellett jelentősen megnövekedett országkockázati felár is terheli: a Standard & Poors hitelminősítő augusztusban megerősítette ugyan Magyarország BBB adósbesorolását, de a kilátást negatívra rontották az egyensúlyi helyzet romlása és a rövid távú országkockázatok miatt, ami az év eleji szint négy-ötszörösére emelkedett CDS-felárakban is megmutatkozik. A reálkamatok továbbra is negatív tartományban vannak, emiatt a kamatemelkedés a jelenleginél nagyobb megtakarításra, finanszírozói pozícióra ösztönző hatása mérsékelt. A rövid távú kockázatok miatt az éven túli lejáratoknál a forint állampapírhozamgörbe és swapgörbe inverzzé vált, de még a hosszabb távú kilátásokat tükröző 10-15 éves lejáratokon is historikusan kimagasló hozamot lehet elérni. Várakozásaink szerint az infláció tetőzésével a forint hozamgörbe lefelé, államháztartás-finanszírozás szempontjából fenntarthatóbb szintek közelébe fog mozdulni.

Stratégia

A NAP stratégiája, hogy újabb felvásárlásokkal, illetve beruházások lebonyolításával a mostani 27,5 MW-os kapacitást, jelentősen megnöveljék és a következő két évben elérje a 100 MW összkapacitást a portfólió. Ehhez jelentős vásárlások és fejlesztések szükségesek, amely további tőkebevonásokat is jelent. A friss tőkét részben további részvénykibocsátásokból, részben pedig a felvásárlandó erőművekhez tartozó projekthitelekkel fedeznék.

A mostani portfólió 55 darab 0,5 MW-os erőművet tartalmaz, melyek mind részesei a KÁT-METÁR rendszernek, így kiszámítható, inflációkövető kötvényhez hasonló kifizetéssel bírnak az anyagcég számára. A megváltozott szabályozás miatt azonban a jövőben várhatóan a cég kénytelen lesz olyan erőműveket apportálni, melyek már nem vesznek részt, ebben a kedvezményes szabályozott körben. Ennek vannak előnyei is, többek között az euróban való bevétel lehetősége és ezzel együtt a hitel

finanszírozás euróban való megvalósítása, azonban egy jóval volatilisabb piacot és ezáltal bevételt is jelent. Ezt hosszútávú PPA szerződések megkötésével lehet egyensúlyozni, azonban ezen szerződések még kevésbé jellemzőek a magyar piacon és jelentős diszkonttal történik az áramátvétel a mostani spot árakhoz képest, valamint az új erőművek várhatóan már a Robin Hood adó hatálya alá is esnének. A növekedés azonban azért is fontos, hogy a holdingnál keletkező költségek, például bérek, tanácsadói, könyvvizsgálói költségek elérjék a mérrethatékonyságot, hiszen ezek nem emelkednének a bevétel növekedésével.

A cég menedzsmentje a növekedési cél elérése után megfontolhatja az osztalék kifizetését, mely azután lehet igazán jelentős, hogy az annuitásos hitelek törlesztésre kerültek, azonban a cég nem rendelkezik deklarált osztalékpolitikával, akár a növekedési célok elérése előtt is megkezdődhet a kifizetés.

A vezetőség elkötelezett a zöld befektetések mellett és várhatóan a cég meg is szerzi az ehhez szükséges akkreditációt (Green Finance Framework, mely adóságtípusú befektetésekre vonatkozik). A jövőbeli tervek között szerepel egy átfogó ESG minősítés elkészítése is, mely a növekedési fázis befejezése után lehet aktuális.

Értékelés, célár

Az értékelés során a meglévő 55 darab erőművet vettem alapul, a jövőbeni növekedési kilátásokat még nem. Ez egy extra opciót jelent a menedzsment számára, melyet az akvizíciók bejelentésekor lehet majd értékelni. A modellről elmondható, hogy nem értékeli a különböző valós opciókat, melyekkel a cég vezetősége rendelkezik. Ezek közül a legfontosabb, hogy mikor lépnek vissza a 46 erőművel a KÁT-METÁR rendszerbe, hogyan időzítik az új erőművek vásárlását, milyen hosszú időre értékesítik a megtermelt energiát és az esetleges erőműértékesítés opcióját sem. Ezen valós opciók megléte enyhén növelheti a fundamentális értékelési modellben megállapított értéket.

A cég értékének alsó becsléseként megállapíthatjuk az összes erőmű azonnali értékesítéséből érkező bevételt. A mostani erőmű árak alapján egy 0,5 MW-os naperőmű vásárlási ára 280 millió forint környékén alakul, ebből le kell vonni azt, hogy a cég erőművein körülbelül 140 millió forint hitel van, megkapjuk, hogy a cég minimum értéke 8,7 milliárd forint, ami részvényenként 1 462 forintos értéket jelent, melyet akkor érne el a cég vezetősége, ha eladná az összes erőművet és a készpénzállománnyal együtt azonnal kifizetné a részvényeseknek a maradványértéket és feloszlana a részvénytársaságot.

A következő oldalakon közölt modell tartalmazza a jelenlegi portfólió általunk várt eredménytermelő képességét a NAP konszolidált, valamint egy 0,5 MW-os erőmű eredménytermelő képességét a KÁT-METÁR rendszerben és a KÁT-METÁR rendszerből kilépve, azonban opcióval a visszalépésre. A modellekből a 2028-ig lévő becsléseinket tesszük közzé, a főbb paraméterek és becsléseink nem változnak az erőmű életciklusának végéig.

Az árazáshoz egy diszkontált szabadpénzáram modellt használtam, melyek főbb feltételezéseit alább foglaltam össze. A diszkontálásnál a részvényesekre eső szabadpénzárammal számoltam és azt diszkontáltam a CAPM modell alapján.

A főbb feltételezések a következők a KÁT-METÁR rendszerben üzemelő 9 darab erőmű esetén:

- Az erőművek 30 évig üzemelnek és élettartamuk végén a földterülettel együtt a maradványérték fedezi a rekultivációs költséget
- Az erőművek áramtermelő képessége 2025-től évi 1 százalékkal csökken
- Az áram átvételi ára infláció-1 százalékkal emelkedik minden évben (inflációs becslésünkről részletesen a makrogazdasági részben írtunk)
- az üzemeltetési költségek inflációval emelkednek
- az értékcsökkenés mértéke állandó, a bekerülési ár 4 százaléka
- a naperőművet 10 éves Növekedési Hitelprogramos (NHP), annuitásos, 2,5 százalékos hitellel vásárolják meg, melynek törlesztése idén megkezdődött

- 9 százalékos társasági és 1 százalékos iparűzési adóval számoltam

Azon 46 erőmű esetén a feltételezések az alábbiakkal térnek el a KÁT-METÁR rendszerben üzemelő erőművekhez képest:

- A mostani árazások szerint 2024 év végéig jobban megéri a piaci árat választani, itt a piaci információk szerinti legfrissebb árat használtam, feltételezve, hogy a 2023 tavaszán kifutó jelenlegi szerződést egy 2023 év végéig követő szerződés követi, melyet egy éves szerződés követ 2024-re
- 2025-től várakozásaim szerint megéri visszatérni a KÁT-METÁR rendszerbe és ezért a vezetőség ezt is fogja választani
- az euró-forint árfolyam idén átlagosan 400 forint lesz és minden évben a historikus trenddel megegyezően 1 százalékkal gyengül, melynek addig van jelentősége, amíg a piaci alapon történik az értékesítés
- hasonló NHP hitel, azonban itt már 2021-ben megtörtént a törlesztés megkezdése

A konszolidált eredmények ismertetésénél az alábbi feltételezésekkel éltem:

- 46 darab jelenleg piaci áramarázási rendszerben lévő és 9 darab METÁR-KÁT rendszerben lévő erőművel rendelkezik a cég
- A 9 most vásárolt erőmű csak a második félévben járul hozzá az eredményhez
- A holding szinten a bérköltség inflációval emelkedik
- Az egyéb holding szintű költségek szintén inflációval emelkednek
- Idén lesz egy egyszeri költség, mely a BÉT standard kategóriába való átkerülés költsége
- A cég mérete miatt 15 százalékos illikviditási diszkontot használtam a célár megállapításánál

Tőkeköltség kiszámításánál az alábbi feltételezésekkel éltem:

- a magas infláció miatt a következő években tetőzik a kockázatmentes magyar hozam, mely 2028-tól csökken vissza 5 százalékos szintjére
- a részvény kockázati prémium 6 százalék
- a cég Bétája a Damodaran adatbázis alapján 0,83, mely az energetikai cégek átlagos értéke

Ezen feltételezéseket elfogadva 1 650 forintos fundamentális részvényenkénti árat állapítottam meg a modell alapján.

	millió forint	KÁT METÁR rendszerben üzemelő erőmű						
		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Bevétel		31,4	36,5	40,0	42,7	45,1	46,9	48,2
áramár (HUF/kwh)		40,8	45,6	50,0	54,0	57,5	60,4	62,8
termelt mennyiség (MWh)		770,0	800,0	800,0	792,0	784,1	776,2	768,5
infláció		13,0%	10,5%	9,0%	7,5%	6,0%	5,0%	4,0%
Üzemeltetési költségek		5,0	5,5	6,0	6,5	6,9	7,2	7,5
Inverter Tartalékolás		0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-	-
EBITDA		25,9	30,5	33,5	35,8	37,7	39,6	40,7
EBITDA Marzs		82,5%	83,5%	83,7%	83,7%	83,7%	84,6%	84,5%
Értékcsökkenés		10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
EBIT		15,9	20,5	23,5	25,8	27,7	29,6	30,7
EBIT marzs		50,6%	56,1%	58,7%	60,3%	61,5%	63,3%	63,7%
kamat		3,8	3,4	3,1	2,7	2,4	2,0	1,6
tőketörlesztés		13,4	13,7	14,1	14,4	14,7	15,1	15,5
hitelköltség		17,2	17,1	17,2	17,1	17,1	17,1	17,1
Adó (TAO+Iparüzési)		1,4	1,9	2,2	2,5	2,7	3,0	3,1
Adóráta		9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
adózott eredmény		10,7	15,2	18,1	20,6	22,6	24,7	26,0
NOPLAT		14,5	18,6	21,2	23,3	25,0	26,7	27,6
D&A		10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
FCFF		24,5	28,6	31,2	33,3	35,0	36,7	37,6
FCFE		7,6	11,8	14,3	16,4	18,1	19,8	20,7
CAPM		14,0%	15,0%	15,0%	14,0%	13,0%	11,0%	10,0%
Részvényesi érték		201,3						

	millió forint	Piaci ár opcióval						
		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Bevétel		51,1	78,3	44,1	41,8	44,1	45,8	47,2
áramár (HUF/kwh) KÁT METÁR		40,8	44,6	48,9	52,8	56,2	59,0	61,4
áramár (HUF/kwh) Piaci		72,0	97,9	55,1	49,5	49,9	50,4	51,0
termelt mennyiség (MWh)		770,0	800,0	800,0	792,0	784,1	776,2	768,5
infláció		10,5%	10,5%	9,0%	7,5%	6,0%	5,0%	4,0%
Üzemeltetési költségek		5,0	5,5	6,0	6,5	6,9	7,2	7,5
Inverter Tartalékolás		0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	-	-
EBITDA		45,6	72,3	37,5	34,8	36,7	38,6	39,7
EBITDA Marzs		89,2%	92,3%	85,2%	83,3%	83,3%	84,3%	84,1%
Értékcsökkenés		10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
EBIT		35,6	62,3	27,5	24,8	26,7	28,6	29,7
EBIT marzs		69,7%	79,5%	62,5%	59,4%	60,6%	62,4%	62,9%
kamat		3,4	3,1	2,7	2,4	2,0	1,6	1,2
tőketörlesztés		13,7	14,1	14,4	14,7	15,1	15,5	15,9
hitelköltség		17,1	17,2	17,1	17,1	17,1	17,1	17,1
Adó (TAO+Iparüzési)		3,4	6,1	2,7	2,4	2,7	2,9	3,0
Adóráta		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
adózott eredmény		28,8	53,1	22,2	20,0	22,0	24,1	25,4
NOPLAT		32,2	56,2	24,9	22,4	24,0	25,7	26,6
D&A		10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
FCFF		42,2	66,2	34,9	32,4	34,0	35,7	36,6
FCFE		22,0	46,2	15,3	13,1	15,1	17,2	18,5
CAPM		14,0%	15,0%	15,0%	14,0%	13,0%	11,0%	10,0%
Részvényesi érték		240,1						
áramár (EUR/MWh)		180,0	242,3	135,0	120,0	120,0	120,0	120,0
EURHUF		400,0	404,0	408,0	412,1	416,2	420,4	424,6

millió forint	Konzolidált eredmény						
	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Bevétel	2 492,2	3 931,2	2 387,0	2 307,2	2 432,6	2 528,7	2 603,5
áramár (HUF/kwh) (átlag)	64,1	89,3	54,2	53,0	56,4	59,2	61,6
termelt mennyiség (MWh)	38 885,0	44 000,0	44 000,0	43 560,0	43 124,4	42 693,2	42 266,2
infláció	13,0%	10,5%	9,0%	7,5%	6,0%	5,0%	4,0%
Üzemeltetési költségek	253,0	303,9	331,2	356,1	377,4	396,3	412,2
Inverter Tartalékolás	25,3	27,5	27,5	27,5	27,5	-	-
Holdering bérköltsége	85,0	96,1	106,1	115,7	124,4	131,8	138,4
Holdering egyéb költségek	80,0	90,4	99,9	108,9	117,0	124,1	130,3
Egyszeri költségek	180,0	-	-	-	-	-	-
EBITDA	1 869,0	3 413,4	1 822,2	1 699,1	1 786,3	1 876,5	1 922,7
EBITDA Marzs	75,0%	86,8%	76,3%	73,6%	73,4%	74,2%	73,8%
Értécsökkenés	505,0	550,0	550,0	550,0	550,0	550,0	550,0
EBIT	1 364,0	2 863,4	1 272,2	1 149,1	1 236,3	1 326,5	1 372,7
EBIT marzs	54,7%	72,8%	53,3%	49,8%	50,8%	52,5%	52,7%
kamat	190,1	184,3	166,9	145,8	128,4	106,4	84,4
tőketörlesztés	678,1	757,1	778,2	794,7	812,1	834,1	856,1
hitelköltség	868,2	941,4	945,1	940,5	940,5	940,5	940,5
Adó (TAO+Iparüzési)	130,6	280,4	123,3	113,4	124,0	135,1	142,0
Adórata	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
adózott eredmény	1 043,3	2 398,7	982,0	889,9	983,8	1 085,0	1 146,3
NOPLAT	1 233,4	2 583,0	1 148,9	1 035,7	1 112,2	1 191,4	1 230,7
D&A	505,0	550,0	550,0	550,0	550,0	550,0	550,0
FCFF	1 738,4	3 133,0	1 698,9	1 585,7	1 662,2	1 741,4	1 780,7
FCFE	444,2	2 209,6	770,0	659,6	734,6	811,7	848,9
CAPM	14,0%	15,0%	15,0%	14,0%	13,0%	11,0%	10,0%
Részvényesi érték	10 484,7						

Célárfolyam megállapítása	
Cég Operációs értéke (forint/részvény)	1 763 Ft
Készpénzáalomány (forint/részvény)	178 Ft
Fundamentális érték	1 941 Ft
Illikviditási diszkont (forint/részvény)	-291 Ft
Részvények száma (darab)	5 947 343
Célárfolyam	1 650 Ft

Kockázatok

A cég számára a legnagyobb kockázat a szabályozói oldal változása. A bevételeinek stabilitását a KÁT METÁR rendszer adja, mely nem csak az átvételi árat, de a folytonos átvételt is biztosítja a cég számára. Bármilyen változás ebben a rendszerben jelentősen befolyásolja a cég mostani portfóliójának a fundamentális értékét. Szintén fontos szabályozói kockázat az adórata jelentős változása. Magyarországon már bevezették a Robin Hood adót, azonban ez a mostani portfólióra nem érvényes, valamint jelenleg az Európai Unió is ár maximumon, illetve extra adó kivetésén gondolkodik. Mind a kettő jelentősen ronthatja a cég adózott eredményét. A napelemparkok jelentős penetrációja már az elektromos áramrendszerben is sérülékenységet okozhat, ciklikus termelésével, melyre szintén érkezhethet az eddigi parkokra is változó szabályozás, az új parkoknál már előírás a 30 százalékos akkumulátorkapacitás ahhoz, hogy a központi rendszerbe csatlakoztathassák. Ezen kockázatokat

részben ellensúlyozza, hogy az Európai Unió kimondott célja a karbonlábnyomának csökkentése és az energetikai függetlenség elérése, melyhez kulcs fontosságúak a megújulóenergiaforrások és így a naperőművek is. A következő Európai Uniós költségvetési ciklus egyik legnagyobb tétele az energetikai megújulást segítő források.

A stratégiai növekedési célokkal kapcsolatban három jelentős kockázat van. Az egyik, hogy a naperőművek vételárai dinamikusan emelkednek, így az új erőműveknél a korábbinál magasabb árakat kell fizetni, ráadásul az új beruházások is egyre drágábban tudnak megvalósulni, melyet csak részben ellensúlyoz a technológiai fejlődésük a napelemeknek. Fontos kockázat még az áram árának alakulása, mely a KÁT METÁR erőművek esetén inkább lehetőség, azonban várhatóan több ilyen erőművet már nem fog vásárolni a NAP, óriási volatilitást láthatunk az árampiacon és részben emiatt is jelentős diszkonttal lehet hosszútávú szerződést kötni a mostani azonnali árakhoz képest. Amennyiben az áramárak historikus szintjükre csökkennének, akkor megkérdőjeleződik a PPA konstrukcióban működő erőművek gazdaságossága a mostani naperőmű árak mellett. Ezt a menedzsment természetesen azzal tudja csökkenteni, hogy csak akkor és olyan áron vesz vagy fejleszt PPA konstrukcióban lévő erőművet, ha annak gazdasági megtérülése várható. A harmadik fő kockázat a hitel költségek jelentős emelkedése, melyet részben a támogatott hitelekkel, részben pedig a jövőbeli finanszírozás euróra való átállásával lehet ellensúlyozni.

Az operációs kockázatok nem jelentősek a cég számára, hiszen az operáció nagyrésze ki van szervezve más cégeknek, természetesen ezen cégek drasztikus áremelése negatívan hatna a NAP pénzügyeire. Emellett kiemelhető még a kopó alkatrészek árának esetleges megdrágulása, melyet részben tartalékképzéssel, részben pedig tartalékkalkatrészek rendelésével ellensúlyoz a cég.

A pénzügyi kockázatokat érzékenységi táblákkal szemléltetjük, az alábbi táblázatok összefoglalják a célár érzékenységét a főbb paraméterekkel szemben, a százalékos értékek azt takarják, hogy a teljes időtartamon egységesen mennyivel tér el a becslésentől a paraméter és az milyen célárat eredményezne egy részvényre vetítve. Ezek jól mutatják, hogy a modell leginkább az áramárra, illetve a megtermelt mennyiségre érzékeny.

		áramár					
		1 650 Ft	-10%	-5%	0%	5%	10%
mennyiség	1 650 Ft						
	-10%	1 100 Ft	1 230 Ft	1 360 Ft	1 491 Ft	1 621 Ft	
	-5%	1 230 Ft	1 368 Ft	1 505 Ft	1 642 Ft	1 780 Ft	
	0%	1 360 Ft	1 505 Ft	1 650 Ft	1 794 Ft	1 939 Ft	
	5%	1 491 Ft	1 642 Ft	1 794 Ft	1 946 Ft	2 098 Ft	
	10%	1 621 Ft	1 780 Ft	1 939 Ft	2 098 Ft	2 257 Ft	

		áramár					
		1 650 Ft	-10%	-5%	0%	5%	10%
infláció	1 650 Ft						
	-10%	1 378 Ft	1 522 Ft	1 667 Ft	1 812 Ft	1 956 Ft	
	-5%	1 369 Ft	1 514 Ft	1 659 Ft	1 803 Ft	1 948 Ft	
	0%	1 360 Ft	1 505 Ft	1 650 Ft	1 794 Ft	1 939 Ft	
	5%	1 351 Ft	1 496 Ft	1 641 Ft	1 785 Ft	1 930 Ft	
	10%	1 342 Ft	1 486 Ft	1 631 Ft	1 776 Ft	1 920 Ft	

		áramár					
		1 650 Ft	-10%	-5%	0%	5%	10%
CAPM	1 650 Ft						
	-10%	1 509 Ft	1 669 Ft	1 828 Ft	1 988 Ft	2 148 Ft	
	-5%	1 431 Ft	1 583 Ft	1 735 Ft	1 887 Ft	2 039 Ft	
	0%	1 360 Ft	1 505 Ft	1 650 Ft	1 794 Ft	1 939 Ft	
	5%	1 296 Ft	1 434 Ft	1 571 Ft	1 709 Ft	1 847 Ft	
	10%	1 236 Ft	1 368 Ft	1 500 Ft	1 631 Ft	1 763 Ft	

		infláció					
		1 650 Ft	-10%	-5%	0%	5%	10%
CAPM	1 650 Ft						
	-10%	1 849 Ft	1 839 Ft	1 828 Ft	1 818 Ft	1 806 Ft	
	-5%	1 754 Ft	1 745 Ft	1 735 Ft	1 725 Ft	1 715 Ft	
	0%	1 667 Ft	1 659 Ft	1 650 Ft	1 641 Ft	1 631 Ft	
	5%	1 587 Ft	1 580 Ft	1 571 Ft	1 563 Ft	1 554 Ft	
	10%	1 514 Ft	1 507 Ft	1 500 Ft	1 492 Ft	1 484 Ft	

Első féléves eredmények ismertetése

A cég elsőféléves eredménye erősen alakult és a vezetőség által idei évre kitűzött pénzügyi eredmények várakozásaim szerint elérhetőek lesznek. Az év/év alapú összehasonlításnak kevés magyarázó értéke van egy ilyen fiatal cégnél, ennek ellenére kiemelendő a dinamikus, közel ötszörösére emelkedő árbevétel növekedés és az adózott eredmény még ennél nagyobb emelkedése. Fontos mérföldkő az újabb erőműpark vásárlása, azonban a kitűzött 100 MW-os kapacitás elérésének még alig több, mint negyedével rendelkezik a társaság. Az eddigi portfóliónál jól látszik, hogy helyes döntés volt a KÁT METÁR rendszer ideiglenes elhagyása, jóval növelte a cég elsőféléves eredményét a piaci alapon megkötött szerződés.

A következő időszakban a legfontosabb kihívás a szabályozói környezet esetleges változása lehet, valamint az újabb akvizíciós célpont felkutatása, megvásárlása és integrálása. Itt stratégiai váltásként megjelenhet olyan erőművek akvizíciója, amik nem a KÁT METÁR rendszerben, hanem PPA rendszerben értékesítik a megtermelt energiát.



Equilor Befektetési Zrt.

A Budapesti, a Varsói és a Prágai Értéktőzsdék tagja

1026 Budapest, Pasaréti út 122-124.

Telefon: (+36 1) 430 3980 | Fax: (+36 1) 430 3981

equilor@equilor.hu

www.equilor.hu

Elemzés

Török Lajos Dániel, CFA

Vezető Elemző

(+36 1) 436 7012

lajos.torok@equilor.hu

Varga Zoltán

Senior Elemző

(+36 1) 436 7015

zoltan.varga@equilor.hu

Intézményi Üzletág

Szabó Attila József

Sales Trader

(+36 1) 808 9200

attila.szabo@equilor.hu

Értékpapír Üzletág

Vavrek Zsolt

Prémium Befektetési
Szolgáltatások Igazgató

(+36 1) 430 3991

zsolt.vavrek@equilor.hu

Private Banking

Szüle Máté

Private Banking

(+36 1) 808 9221

mate.szule@equilor.hu

Jogi nyilatkozat

Jelen befektetési elemzést az EQUILOR Befektetési Zrt. (1026 Budapest, Pasaréti út 122-124.; Cg. 01-10-041431; a továbbiakban: EQUILOR) készítette. Az EQUILOR a Magyar Nemzeti Bank (1013 Budapest, Krisztina krt. 39; a továbbiakban: MNB) által felügyelt befektetési vállalkozás. A befektetési elemzés a NAP Nyrt. (a továbbiakban NAP) megbízásából készült, a NAP által fizetett díj ellenében. A befektetési elemzést az EQUILOR függetlenül, objektív szempontok alapján készítette a vonatkozó jogszabályoknak megfelelően. Amennyiben az EQUILOR a befektetési elemzés tervezetét a közzététel előtt az EQUILOR tényszerű ellenőrzés céljából megküldte a NAP-nak, a tényszerű ellenőrzés céljából a NAP-nak megküldött tervezet nem tartalmazott értékelést, befektetői összefoglalót, ajánlást, célárat.

A jogszabályi előírásoknak megfelelően az érintett vállalat tényszerű ellenőrzése kizárólag az elemzésben szereplő adatok helyességének ellenőrzésére korlátozódik. Jelen befektetési elemzés 2022. szeptember 14. napján 20 óra 00 perckor készült el, és publikálásának határideje 2022. szeptember 15. napja 9 óra 00 perc.

Az EQUILOR befektetési elemzéseiben megfogalmazott ajánlások jelentése a következő:

VÉTEL: a részvény várhatóan 20 százalék feletti összesített hozamot ér el a következő 12 hónapban.

TARTÁS: a részvény várhatóan 0-20 százalék közötti összesített hozamot ér el a következő 12 hónapban.

ELADÁS: a részvény várhatóan negatív összesített hozamot ér el a következő 12 hónapban.

KORLÁTOZOTT: A pénzügyi előrejelzéseket és/vagy minősítést és/vagy a célárfolyam közzétételét korlátozzák compliance vagy egyéb szabályozási/jogi megfontolások, például tilalmi időszak vagy összeférhetetlenség.

FELÜLVIZSGÁLAT ALATT: A minősítés felülvizsgálat alá kerül, amennyiben azt a cég stratégiájában bekövetkező változás indokolja.

ÁTMENETILEG FELFÜGGESZTVE: Az elemzést végző személyi körben bekövetkezett változások miatt a részvények minősítésének és/vagy árfolyamcéljának és/vagy pénzügyi előrejelzéseinek közzététele átmenetileg felfüggesztésre kerül.

Jelen befektetési elemzésben szereplő pénzügyi eszközök ára – eltérő rendelkezés hiányában – az előző napi, BÉT záróárfolyam alapján került meghatározásra. A célárfolyam meghatározásához használt módszerek és az árfolyamcél elérésével kapcsolatos kockázatelemzés az elemzéssel érintett vállalatról, kibocsátóról rendelkezésre álló legfrissebb jelentések, gyorsjelentések alapján kerülnek összeállításra.

Az EQUILOR egyes befektetési, pénzügyi elemzéséhez kapcsoló jogi nyilatkozatok

Társaság	Jogi nyilatkozat
Waberer's	1

- 1 A társaság jelenleg vagy az elmúlt 12 hónapban vállalati tanácsadói vagy pénzügyi szolgáltatást kapott az EQUILOR-tól.
- 2 Az EQUILOR az elmúlt 12 hónapban vállalati pénzügyi vagy befektetési szolgáltatásokat kapott a vállalattól, díj ellenében.
- 3 Az EQUILOR az elmúlt 12 hónapban forgalmazója vagy társ-forgalmazója volt a vállalat pénzügyi eszközeinek nyilvánosan közzétett ajánlatnak.
- 4 Az EQUILOR az elmúlt 12 hónapban közvetítőként járt el a vállalat számára.
- 5 Az EQUILOR a vállalat pénzügyi eszközeinek árjegyzője vagy likviditás-biztosítója.
- 6 Az EQUILOR az elmúlt 12 hónapban a fenti 1., 3., 4. vagy 5. pontokban felsorolt szolgáltatásokon kívül egyéb, az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelvének A. vagy B. szakaszában vagy I. mellékletében felsorolt szolgáltatásokat nyújtotta a vállalat számára, illetve a vállalattól díjat kapott ilyen szolgáltatásokért.
- 7 Jelen befektetési elemzés elkészítéséért felelős személyek, elemzők vállalati részvényeket vásároltak/kaptak a részvények nyilvános ajánlattétele előtt; a beszerzési áruk és a beszerzés dátuma fent megadásra kerültek.
- 8 Jelen befektetési elemzés elkészítéséért felelős személyek, elemzők közvetlenül birtokolnak a vállalat által kibocsátott értékpapírokat.
- 9 Az EQUILOR vagy annak kapcsoló vállalkozásának partnere, igazgatója, tisztviselője, alkalmazottja vagy meghatalmazottja, illetve azoknak egy közös háztartásban élő személyek, a vállalat tisztviselője vagy igazgatója, illetve a vállalat tanácsadója vagy vezetőségének tagja.
- 10 Az EQUILOR vagy kapcsoló vállalkozása olyan nettó hosszú vagy rövid pozícióval rendelkezik, amely meghaladja a vállalat által kibocsátott, az Európai Parlament és a Tanács 236/2012/EU rendeletének 3. cikke, illetve a Bizottság 918/2012/EU felhatalmazáson alapuló rendeletének III. és IV. fejezete szerint meghatározott részvénytőkéjének 0,5%-át.
- 11 A vállalat az EQUILOR vagy kapcsoló vállalkozása teljes kibocsátott részvénytőkéjének több mint 5%-át birtokolja.

Az EQUILOR ajánlásainak teljes listája a <https://www.EQUILOR.hu/wp-content/uploads/2019/11/ajanlasok.pdf> weboldalon található. Az EQUILOR a befektetési elemzés aktualizálását az adott vállalatra, ágazatra vagy piacra irányuló olyan események bekövetkezése esetén végzi el, melyek a befektetési elemzésben kifejtett várakozásokra lényeges hatást gyakorolhatnak. Az EQUILOR és a NAP közötti megállapodással összhangban az EQUILOR évente felülvizsgálja a befektetési elemzést, valamint a NAP feléves pénzügyi eredményeinek és/vagy lényeges vállalati események közzétételét követően elemzési frissítés/jegyzetet készít.

Jelen befektetési elemzés elkészítéséért felelős személyek, elemzők díjazása az EQUILOR összebevételeiből, így befektetési és kiegészítő befektetési szolgáltatások bevételeiből eredő üzleti eredményen alapul. Az elemzők sem a múltban sem a jövőben nem részesülhetnek olyan külön díjazásban, mely közvetlenül a befektetési elemzésben szereplő ajánlásokon alapul, vagy ahhoz kapcsolódik. Az EQUILOR és kapcsoló vállalkozásai egyéb üzleti kapcsolatban állhatnak a befektetési elemzés tárgyát képező vállalattal, és jöhízeműen, a jogszabályi keretek figyelembevételével kereskedhetnek az elemzés tárgyát képező pénzügyi eszközökkel, akár mint megbízók, saját számlás kereskedés tekintetében vagy megbízók, ügyfeleik megbízásai alapján. Ennek megfelelően az EQUILOR vagy kapcsoló vállalkozásai, megbízók és alkalmazottjai (kivéve a jelen befektetési elemzést készítőket, illetőleg az esetleges kereskedési korlátozásban érintett személyeket) bármikor rendelkezhetnek vételi vagy eladási pozícióval az elemzés tárgyát képező pénzügyi eszközökben, vagy ezeken alapuló opciós, határidős termékekben, vagy más származtatott eszközökben. Az EQUILOR az elemzések készítése és közzététele során felmerülő összeférhetlenségi helyzeteket elkülönített adatbázisok, hozzáférések használatával, az információáramlás szabályozásával és a Belső ellenőrzési, Compliance területek által felügyelt kínai falakkal és megfelelő szervezeti megoldásokkal kezeli. További információk honlapunkon a <https://www.EQUILOR.hu/mifid/> címen érhetők el. A jelen befektetési elemzésben szereplő információkat az EQUILOR megbízhatónak vélt forrásból állította össze, azonban az EQUILOR-ra vonatkozó információk kivételével az EQUILOR, annak kapcsoló vállalkozásai vagy bármely más személy nem vállal és vállalhat felelősséget az információk pontosságára, teljességére vagy helyességére vonatkozóan. Az elemzésben szereplő tények, feltételezések, becslések EQUILOR általi független ellenőrzésére nem került sor. A jelen befektetési elemzésben szereplő valamennyi becslés, vélemény és egyéb információ az EQUILOR a jelen befektetési elemzés időpontjában érvényes értékelésén alapul, amelyeket az EQUILOR előzetes értesítés nélkül megváltoztathat. A befektetési elemzésben foglalt vélemény módosulásáról az EQUILOR az érintettek értesítésére jogosult, azonban nem köteles és ezért való felelősségét kizárja. Az EQUILOR értékesítői, kereskedői és egyéb szakemberei olyan szóbeli vagy írásbeli piaci kommentárokat vagy kereskedési stratégiákat fogalmazhatnak meg, adhatnak át ügyfeleknek, amelyek a jelen befektetési elemzésben kifejtett véleményekkel ellentétes véleményt tükröznek. Az EQUILOR, annak kapcsoló vállalkozásai hozhatnak olyan befektetési döntéseket, amelyek nem állnak összhangban a jelen befektetési elemzésben kifejtett ajánlásokkal vagy véleményekkel. Jelen dokumentum sem önmagában, sem részben nem képez ajánlatot, vagy felhívást semmilyen pénzügyi eszköz jegyzésére, vagy megvásárlására, tartására, értékesítésére és sem maga a dokumentum, sem annak bármely tartalma nem tekinthető semmilyen szerződésalkötésre, vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésként, így a dokumentumban szereplő információk csak saját felelősségre használhatók fel. Az EQUILOR Zrt. nem vállal felelősséget arra, hogy a dokumentumban megfogalmazott előrejelzések és kockázatok a piaci várakozásoktól tükrözik és a valóságban is beigazolódnak. A dokumentumban foglalt számszerű adatok kizárólag tájékoztató jelleggel bírnak, csak a szerző(k) adott időpontban készített véleményét tükrözik és későbbi módosítás tárgyát képezhetik. Jelen befektetési elemzés nem minősíthető, és semmilyen körülmények között nem értelmezhető bármely joghatóság alatt működő, az adott joghatóság szabályai szerinti szolgáltatásnyújtáshoz szükséges engedéllyel nem rendelkező személy vagy szervezet felhívásaként brókeri, értékpapírkereskedelmi tevékenység végzésére.

A dokumentumban deklarált tájékoztatások kapcsán nem kerültek figyelembevételre az egyes, dokumentumhoz hozzáférő befektetők pénzügyi ismeretei, egyedi befektetési céljai, kockázatvállaló képessége.

Az EQUILOR nem vállal felelősséget a jogszabályi változásokból eredő jogkövetkezményekért, továbbá az adózással kapcsolatos vonatkozó jogszabályi rendelkezések a kiadványban szereplőtől eltérő értelmezéséből adódó esetleges következményekért sem. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy az adójogszabályok értelmezése és azok alkalmazása kizárólag az adózó felelőssége, ugyanis a tényleges, pontos adókötelezettség mértékére számos egyedi tényező lehet hatással, ezért ezt minden esetben egyedi vizsgálatnak, felmérésnek kell megelőznie.

A dokumentumhoz kapcsolódó teljes jogi nyilatkozat honlapunkon a <http://www.EQUILOR.hu/mifid/> címen Jogi nyilatkozat az EQUILOR által küldött hírlevelekhez, tájékoztatásokhoz, kiadványokhoz pontban érhető el. Kérjük, hogy a dokumentumban foglalt helyes értelmezése érdekében a teljes jogi nyilatkozatot olvassa el!