

KOCHMEISTER-DÍJ 2010-2011.



# AZ E-STAR ALTERNATÍV NYRT. FUNDAMENTÁLIS RÉSZVÉNYELEMZÉSE

---

**KÉSZÍTETTE:**

SZENTIRMAI GÁBOR

BUDAPESTI CORVINUS EGYETEM

PÉNZÜGY MSC

2011.05.05.

## Tartalomjegyzék

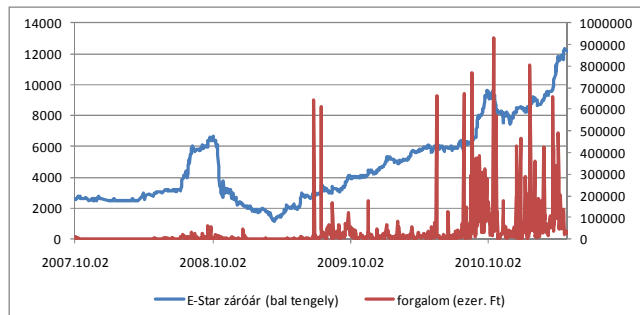
1.	Vezetői összefoglaló .....	4
2.	A cég profilja .....	6
2.1.	ESCO szolgáltatás .....	6
2.2.	Az E-Star tevékenysége.....	6
3.	Globális energiapiaci kilátások .....	8
4.	A piac áttekintése .....	9
4.1.	Magyarország .....	9
4.1.1.	Magyar távhópiac .....	9
4.1.2.	Önkormányzati rendszer .....	11
4.2.	Nemzetközi piaci környezet .....	12
4.3.	Román gazdasági kilátások .....	14
5.	Új projektek .....	15
5.1.	Gyergyószentmiklós .....	15
5.2.	Zilah .....	15
5.3.	Marosvásárhely .....	16
6.	Finanszírozás .....	17
6.1.	Vállaltfinanszírozás.....	17
6.2.	Finanszírozási szerkezet .....	17
6.3.	Kötvényprogram .....	17
6.4.	Európai Unió pályázatok .....	18
6.5.	Osztalékpolitika.....	19
7.	A cég vezetése .....	19
7.1.	Felelős vállalatirányítás .....	19
7.2.	Tulajdonosi szerkezet.....	20
7.3.	Új igazgatósági tagok .....	20
7.4.	Részvényopciós program .....	21
8.	Aktualitások .....	22
8.1.	Lengyel, brit alap bevásárlása.....	22
8.2.	Magán-nyugdíjpénztári vagyon államosítása .....	22
8.3.	E-Star – MOL együttműködés .....	23
8.4.	BUX tagság .....	23
8.5.	Profiltisztítás.....	23
9.	Kilátások, célok .....	24
10.	Pénzügyi elemzés .....	26
11.	Feltételezések .....	29
12.	Értékelés .....	30

12.1.	„Alapszcenário” .....	31
12.2.	„Lecsatlakozás” szcenário.....	32
12.3.	„Terjeszkedés” szcenário .....	33
13.	Szorozásos értékelés .....	34
14.	Kockázatok .....	36
14.1.	Visszacsatlakozók száma .....	36
14.2.	Szabályozási kockázat.....	36
14.3.	Nemfizetési kockázat.....	36
14.4.	Finanszírozási kockázat.....	36
14.5.	Politikai kockázat .....	37
14.6.	Likviditási kockázat .....	37
14.7.	Árfolyamkockázat .....	37
Mellékletek.....		38
Források.....		40

## 1. Vezetői összefoglaló

- Az E-Star 2000 óta működő ESCO társaság, amely 2007 óta (IPO) szerepel a Budapesti Értéktőzsdén. 2010. október 1-je óta a BUX kosár tagja 0,64%-os súllyal.
- Üzleti modelljében közepes méretű projektekkel és hosszú távú szerződésekkel kíván hatékony és környezetkímélő energiaszolgáltatást biztosítani a helyi sajátosságok kihasználásával.
- 2010-ben árbevételének közel kétharmada még a magyarországi projektekből származott, de a román piacra való belépés (gyergyószentmiklósi, zilahi, marosvásárhelyi projektek) további növekedési potenciált rejt magában.
- A cég törekszik a vállalat vezetése által optimálisnak tartott 30% saját tőke, 70% idegen forrás finanszírozási szerkezet kialakítására. Továbbá a korábban alkalmazott projektfinanszírozás helyett a hatékonyabb vállalatfinanszírozásra tért át.

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
EBITDA (mó. Ft)	2 091,10	2 961,00	4 194,98	6 656,81	8 032,87
P/E (x)	20,21	16,59	16,40	9,65	10,19
EPS (Ft)	599,04	729,62	737,98	1 254,01	1 188,59
Osztalék (Ft)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00



Teljesítmény	12 hónap	6 hónap	1 hónap
E-Star	101,93%	47,01%	13,14%
BUX index	-2,28%	4,38%	6,20%

E-Star	Ajánlás: VÉTEL
Célár	13 876,17
Záróár (2011.04.29.)	12 106,00
Könyv szerinti érték (2010)	2 267,38
Piaci kapitalizáció (mrd Ft)	29,05
Részvények száma	2,4 mó.
Közkézhányad (2010.12.31.)	27,86%
Napi átlagos forgalom (mó. Ft)	37,28
Nettó adósság/Saját tőke (2010)	160,20%
Béta	0,63
ROE (2010)	56,35%

- 2010. szeptemberében egy 10 milliárd forint értékű, 1 éves kötvényprogramot hirdetett meg a cég. Közel 5 milliárd forint értékű kötvény jegyzése már megtörtént.
- Egy-másfél éves időtávon belül 600 ezer darab új részvény kibocsátását (SPO) tervezi a menedzsment.
- A társaság deklarált célja, hogy megtermelt nyereségét visszaforgatja, nem fizet osztalékot és ezt a politikáját fenn kívánja tartani.
- Az E-Star fő tulajdonosa Soós Csaba, aki a részvények 41%-át birtokolja. 2011 év elején egy londoni befektetési társaság (Utilico) és egy lengyel nyugdíjalap (Aviva) is tulajdonossá vált a vállalatban.

- 2011 februárjában 4, nemzetközi viszonylatban is elismert taggal bővült a cég igazgatósága a régiós terjeszkedés megerősítésére.
- A cég profiltisztítást végzett, melynek következtében a jövőben elsősorban a távhő projektekre, kisebb mértékben pedig a közvilágítás, illetve energiahatékonysági projektekre fog koncentrálni.
- 2010-ben a társaság több, mint 100%-os árbevétel növekedést ért el, melynek alapja a szervezet fejlesztés és a romániai terjeszkedés volt. Elsősorban a gyergyószentmiklósi és Magyarországon a fejér megyei projektek beindítása volt lényeges tényező.
- 2010-ben 26%-os EBITDA margin és 18%-os adózott eredmény hányad jellemezte a cég működését, ami elsősorban annak köszönhető, hogy a profiltisztítás következtében az árbevétel szerkezet eltolódott a magasabb marginnal működő projektek irányába.
- A diszkontált cash flow alapú értékelésben három különböző scenárió eredményének súlyozott átlagaként 13.876 forintos célárat kaptam az E-Star részvények értékére 2012 év elejére, ami 14,6%-os felértékelődési potenciált jelent az aktuális (2011.04.29.) árhoz képest. Az ajánlat: VÉTEL.
- Az alapmodell a következő értékteremtő tényezőket adta a működés következő 5 évre:

1. táblázat: Értékteremtő tényezők

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>ROIC</b>	19,5%	19,0%	21,0%	19,7%	20,7%
<b>RONIC</b>		18,0%	24,8%	15,3%	25,2%
<b>Visszaforgatási ráta</b>	223,1%	263,6%	133,5%	113,2%	76,9%

- A modell feltételezései: 6%-os maradványidőszaki kockázatmentes hozam, csökkenő kamatfelár, szakértői becslés alapján 5%-os MRP, BUX indexhez viszonyított regresszió alapján 0,63-as béta, ami a maradványidőszakig 1-hez tart, 18% körüli effektív adókulcs, a társaság által megcélzott finanszírozási szerkezet alapján kalkulált 70%-os D/V arány. Ezen feltételezések mellett 9-10% körüli WACC.
- Piaci szorzószámok alapján nem szerencsés értékelní a céget a peer group kialakításának nehézségei miatt. Jelenleg P/E alapon felül van árazva a cég.
- Számos kockázati tényező is felmerül a cég működésével kapcsolatban. Ezek közül a romániai projektek sikerességét a távfűtési hálózatra visszacsatlakozók száma befolyásolja a leginkább. Ezen kívül kockázatot jelent még a finanszírozási források megszerzése, valamint a politikai és szabályozási rendszer kiszámíthatatlansága is.

## 2. A cég profilja

Az E-Star Nyrt-t 2000-ben hozta létre Soós Csaba, a cég igazgatóságának mai elnöke Regionális Fejlesztési Vállalat (RFV) néven. Az E-Star energahatékonyással foglalkozó, úgynevezett ESCO (Energy Service Company) vállalat, mely beruházásai révén korszerűsíti a megrendelők fűtési rendszereit energia- és költséghatékonyági, valamint környezeti szempontokat figyelembe véve.

### 2.1. ESCO szolgáltatás<sup>1</sup>

Az energia-megtakarításból megtérülő beruházásokat végrehajtó úgynevezett ESCO szolgáltatások a fenntartható energiafogyasztáshoz szükséges beruházások pénzügyi kivitelezését és megvalósítását segítik, az energiafogyasztás és az üvegházhatású gázok kibocsátásának csökkentése érdekében.

Klasszikus esetben az ESCO szolgáltatás három szereplős folyamat. A szolgáltató elvégzi a szerződött partner – sok esetben önkormányzat – energetikai átvilágítását; ezt követően, részben a finanszírozó pénzéből, végrehajtja a beruházást, kivitelezést; majd a későbbi években üzemelteti és karbantartja a rendszert. A garantált energia-megtakarításból a szerződött fogyasztó meghatározott feltételek szerinti díjat fizet, amelyből az ESCO a kezdeti beruházáshoz szükséges hiteleket is törleszti.

Az energia-megtakarítást célzó szerződéseket alapvetően két nagy csoportba lehet osztani. Az egyik szerint az ESCO megkapja a szerződött partner által megtakarított energiából származó bevétel egészét. Az ilyen jellegű szerződések viszonylag rövidebb időre vonatkoznak, a szerződés lejártával a partner teljes egészében élvezheti az energia-megtakarításból származó előnyöket. A másik, hosszabb szerződéses időszakot előíró módozat keretében az ESCO és a partner a kezdetektől megosztják a megtakarításból származó hasznot.

### 2.2. Az E-Star tevékenysége

Az E-Star tevékenysége során modernizálja a hőtermelő kapacitásokat, ezáltal akár 30-50%-os energiamegtakarítást is elérni tud, ami jelentős költségmegtakarítással is jár. Törekszik az optimális energia mix kialakítására, a helyi adottságoknak megfelelően alternatív energiát, elsősorban biomasszát, napenergiát és geotermikus energiát, is igénybe vesz a környezettudatosság jegyében. Fontos feladata az elosztási és szállítási infrastruktúra

---

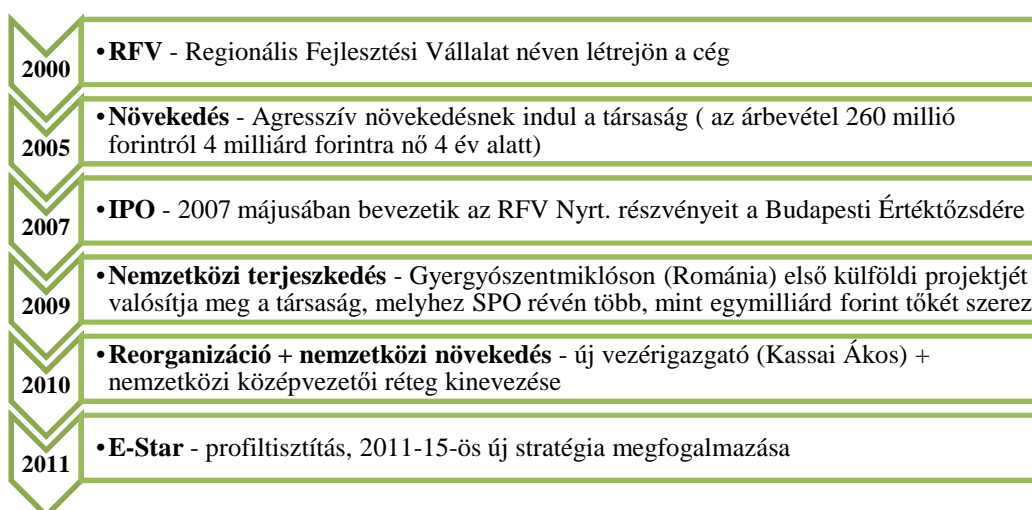
<sup>1</sup> Forrás: Figyelő

modernizációja is. Ezenkívül alvállalkozók, leányvállaltok révén karban tartja és üzemelteti az általa felújított rendszereket.

A társaság a 2010-ben végrehajtott profiltisztítás következtében mára nagyjából fűtést korszerűsítéssel egybekötött hatékony hő- és távhőszolgáltatást (az árbevétel 86%-át ez adta 2010-ben), valamint feszültségszabályozáson alapuló energiahatékony közvilágítási szolgáltatást ( az árbevétel 12%-a) végez. Soós Csaba bevallása szerint „*nagy baklövés*” volt elkezdeni foglalkozni a közvilágítással, hiszen „*az áramszolgáltatók a privatizáció során megkapták azokat a vagyonelemeket, amelyekkel a közvilágításhoz kapcsolódtak, az önkormányzatoknál viszont megmaradt a feladat. Ez kvázi monopólium volt, ebbe az áramszolgáltató kontra önkormányzatok viszonyrendszerbe férköztünk be, de nagyon nehéz volt*”, mondta. „*A hatékony hőszolgáltatás megvalósítása viszont könnyebben ment, itt a vagyon az önkormányzatoké. Nem csupán energetikai korszerűsítési beruházásokról van szó, hanem teljes feladatátadásról.*”

„*Az energetika a „csúnyán nagyfiúk játéka”, óriási finanszírozási igénye van. A közepes projektek már nem érdeklik őket, a helyi vagányok, a kisebb vállalkozók pedig még nem tudnak összeszedni 5-30 millió eurót, ami egy-egy üzlet megvalósításához szükséges. Ez az, amit viszont mi már megcélozhatunk*”<sup>2</sup>, mondta Soós Csaba, az E-Star Alternatív Nyrt. igazgatóságának elnöke arról, hogy miért éppen az energiaszektorban indította vállalkozását.

1. ábra: E-Star rövid története



Forrás: E-Star

<sup>2</sup> forrás: naplo-online

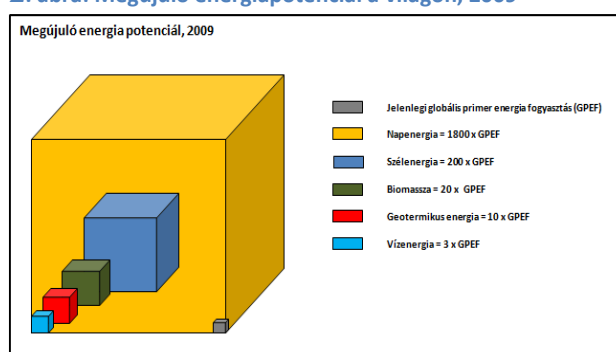
Az E-Star 2010-ben Közép-Európából elsőként és egyedülként felkerült a World Finance Magazine legutóbbi top százas listájára, melyet az úttörő jellegű, rendkívül eredményes vállalkozásokból állítanak össze.

### 3. Globális energiapiaci kilátások

Az International Energy Agency (IEA) előrejelzése szerint 2030-ig évente nagyjából 1,4%-kal fog nőni a globális energiaigény, a CO<sub>2</sub> kibocsátás pedig ugyanezen az időtávon 1,2%-kal. Ha ezekhez az adatokhoz hozzátesszük, hogy az elsődleges fosszilis energiahordozók (kőolaj, földgáz, kőszén) készletei véges mennyiségben állnak rendelkezésre és egyre fogynak, akkor egyértelművé válik, hogy az energiafelhasználás területén a hatékonyság növelése, környezetkímélő források hasznosításának előtérbe helyezése lesz az irány, amit követni kell.

Jelenleg a megújuló energiaforrások, mint a víz-, szél-, nap-, vagy geotermikus energia a globális energiakínálat elenyésző részét teszik ki (2006: 2,8%), azonban 2030-ig részarányuk megtöbbszöröződhet. A bennük lévő maximális potenciál alapján a globális energiafogyasztást sokszorosán tudnák fedezni ezek az erőforrások.

2. ábra: Megújuló energiapotenciál a világon, 2009



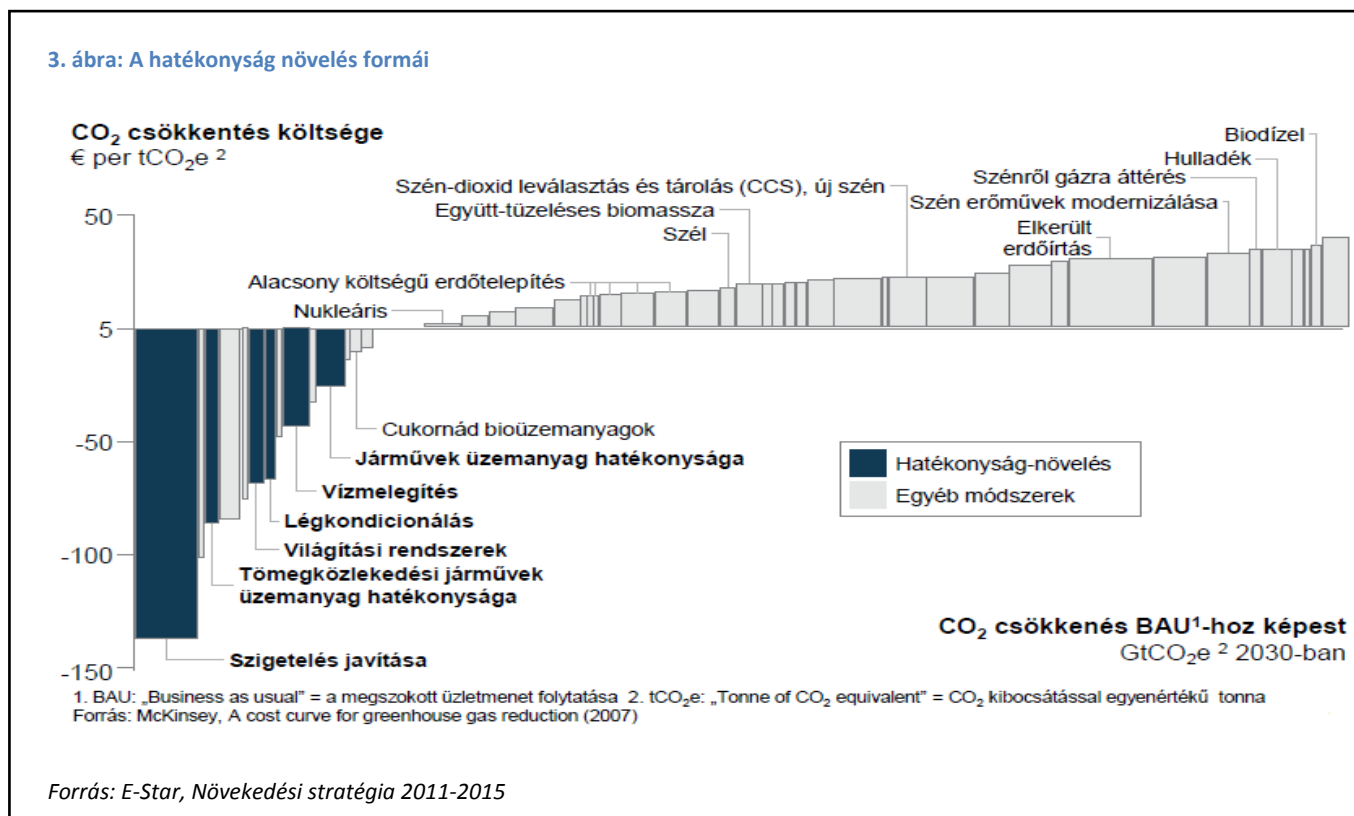
Forrás: Erste Group: Renewable Energy – Close to the tipping point, 2009. február 4., saját ábra

Jelenleg a világ energiakínálata nagyon nagyban, szinte kizárólag a fosszilis energiaforrásoktól függ. Ez nagyon sok kockázatot hordoz magában. A korlátozott mennyiségen és a környezetkárosító hatáson kívül az előfordulásának földrajzi koncentrációja miatt is problémát okozhat.

A hosszú távú megoldás összetevői:

- I. **Hatékonyság növelése:** számos magas energiaigényű iparágban van lehetőség a hatékonyság növelésére, ilyen a távhőpiac is. A végső energiafelhasználás nagyjából 60%-át adja a hőtermelés, ezért ezen a területen érhető el a legnagyobb megtakarítás.

- II. **Környezetkímélés:** a CO<sub>2</sub> kibocsátás csökkentésének legjobban megtérülő módszere a hatékonyság növelése.
- III. **Energia-mix kialakítása:** a kizárólag egy energiaforráson alapuló felhasználás kiváltása több forrás alkalmazásával.
- IV. **Helyi sajátosságok kihasználása:** a megújuló energiaforrások felhasználásánál figyelembe kell venni a helyi sajátosságokat, hiszen amíg a hagyományos energia a globalizációról, addig az alternatív energia a lokalizációról szól.



## 4. A piac áttekintése

### 4.1. Magyarország

#### 4.1.1. Magyar távhőpiac

A magyar távhőszolgáltatás tömeges megjelenése és fejlődése az ország második világháború utáni talpra állásával, az iparosítás és a lakótelep-építések megindításával vette kezdetét. A távfűtött létesítmények 90-95%-a azonban csak 1970 és 1990 között jött létre. Ekkoriban a távfűtés működésével szemben gazdaságossági elvárásokat nem fogalmaztak meg, s a megvalósított mérések is csak működéstechnikai szempontból voltak fontosak. Szocialista típusú, átalánydíjas szolgáltatásnak indult és ennek megfelelően az állami támogatás mértéke elérte a költségek 60%-át.

A fordulatot a rendszerváltás utáni 1991. évi XXXIII. törvény hozta meg, amely az állami tulajdonban levő vagyontárgyak önkormányzati tulajdonba adásáról szól. Ez gyökeresen módosította a távhőszolgáltatás struktúráját és működésének körülményeit, hiszen a korábban még állami tulajdont képező távhőellátási rendszerek önkormányzati tulajdonba kerültek, megszűnt az állami dotáció és a távhőszolgáltató rendszerek piaci viszonyok közé kerültek.

Az elmúlt fél évszázad alatt a távfűtés az energetika jelentős ágazatává vált és emellett sajátos város- és környezetpolitikai elvárásoknak kellett, hogy megfeleljen.

Ma Magyarországon 92 településen összesen 650 ezer lakás részesül távhőellátásban, ami az ország lakásállományának kb. 16%-a.<sup>3</sup> Távhőellátott lakásokban lakók száma : 2-2,5 millió fő, ami az ország lakosságának 20-25%-a. Jelenleg 220 távhőellátó rendszer működik hazánkban.

A távfűtött lakások legnagyobb része előre gyártott elemekből, napelemes, házgyári technológiával, lakótelepek formájában épült. De létezik hőszolgáltató erőművekben történő távhő előállítás, valamint villamosenergia-termelés nélkül, fűtőműben.

A távhő-termelés nagyjából szénhidrogén bázison történik, a szénbázisú ellátás mértéke kicsi.

A távhő céljára felhasznált energiahordozók mennyisége 1990-ben 108PJ, 2000-ben 72 PJ, 2001-ben 74 PJ (az ipari fogyasztás nagymértékű csökkenése következtében), az ország energiafelhasználásának kb. 10%-a.

Az 1980-ig épült lakások hőszigetelése nem éri el a nyugat-európai normákat, de az olajválságok után javították az új lakások hőszigetelését, majd 1985-től a hőszigetelés minősége már megközelítette a nyugat-európai szabványokban előírt követelményeket.

Jelen állás szerint úgy néz ki, hogy Magyarország három lépcsőben (2012-ben, 2015-ben és 2019-ben) szigorítja az épületek hőszigetelési előírásait az európai normáknak való megfelelés céljából. 2020-ra eleget kell tenni annak az uniós előírásnak, amely szerint csak közel nulla energiaigényű házak épülhetnek. Miután a magyar hőszigetelési előírások jelenleg enyhébbek, mint a régi tagállamokban alkalmazottak, így nálunk a szigorítás is nagyobb lesz.

A távhőszolgáltatók a hőenergiát hatósági áron szolgáltatják a lakossági fogyasztók részére, amely hőenergiát távhőtermelőtől (erőműtől) vásárolnak, és/vagy maguk állítanak elő

---

<sup>3</sup> Forrás: Magyar Energia Hivatal

kazánokban, és egyre nagyobb részben kapcsolt hő- és villamosenergia-termelő berendezésekben (gázmotorok). A távhőszolgáltató társaságok többségükben a települési önkormányzatok tulajdonában vannak, egyes helyeken a szolgáltatóban a távhőtermelő is szerzett tulajdont. Néhány településen a távhőszolgáltató vállalat üzemeltetését koncessziós szerződéssel magántulajdonú vállalkozások végzik.

A távfűtést előbb az 1998. évi XVIII., majd a 2005. évi, szintén XVIII. törvény határozta meg. Ennek egyik legfontosabb rendelkezése, hogy a mérés szerinti elszámolás tárgya innentől maga a lakóház hőfogyasztása. Korábban a beruházási költségek csökkentése érdekében közös hőközpontokat hoztak létre esetenként 5-6 lakóház részére. Ezeket az önálló mérés érdekében szét kell választani, ami jelentős ráfordításokat igényel. Ezért az ideálisnak tekinthető lakásonkénti mérés teljes magvalósítása még várat magára. Ugyanilyen távolabbi cél lehet az épületek hőszigetelésének végleges megoldása is. Ezen lépések energiatakarékossági és környezeti szempontból is fontosak.

A távhőellátás környezetvédelmi előnyei miatt nagy fejlesztési lehetőségek előtt áll. Magyarországon eddig nagyjából 300 ezer lakásban végezték el a távfűtési rendszer korszerűsítését. A korszerűsítéseknek következtében átlagosan 20%-os energia- ,és ezáltal költségmegtakarítás érhető el.

A folyamatosan növekvő energiaárak miatt is különösen fontos a korábban iparosított technikával épített, korszerűtlen távfűtési rendszerekkel ellátott épületek komplex energiahatékonysági felújítása.

Magyarországon a fűtési rendszer modernizálása megközelítőleg 790 ezer lakást érint, ebből 640 ezer a távfűtéses, 150 ezer pedig központi kazánal ellátott.<sup>4</sup>

#### **4.1.2. Önkormányzati rendszer**

Az energetikai projektek hosszú távú befektetések, ez egy tőke- és eszközintenzív iparág és ahhoz hogy ezt finanszírozni lehessen hosszú távú szerződésekre van szükség. Pont ezért megfelelő partner egy önkormányzat, hiszen az ő esetükben feltételezhető, hogy egy 15 éves szerződésnél 15 év múlva is létezni fog a vevő.

Magyarországon ráadásul az önkormányzatok nagy részénél nincs rendben az energetikai rendszer, Romániában pedig ennél még rosszabb a helyzet.

---

<sup>4</sup> forrás: Lakásszövetkezetek és Társasházak Országos Szövetsége (energiainfo.hu)

„Az államháztartás működésében a legnagyobb probléma az, hogy pénzforgalmi szemléletben számolnak, míg a vállalkozások nagy része kettős könyvvitelt vezet. Az utóbbiaknál az értékcsökkenést a meglévő vagyon után el kell számolni, ez egyfajta eszközpótlási kötelezettséget jelent. Ez a fajta, a vagyon felélésére figyelmeztető eszköz az állami szférában nincs meg. Ezért az önkormányzatok, minisztériumok, intézmények felélik a meglévő vagyonukat. Leromlanak az épületek, tönkremennek az energetikai rendszerek, nagyon pazarlók.

Az elmaradó eszközpótló beruházásokból fakadó beruházási kényszert nem tudják megvalósítani az önkormányzatok. Mi a technika fejlődésével olyan eszközöket tudunk beépíteni, amelyek a megtakarítással megtérülnek. Azt mutatjuk be az önkormányzatoknak, hogy egy fillérjükbe nem kerül, nagy valószínűséggel olcsóbb is lesz, minden feladat lekerül a vállalkozásról”<sup>5</sup>, mondta Soós Csaba az önkormányzati rendszer hátrányairól.

„Hatékony eleme az önkormányzatokkal való együttműködésnek, hogy a rendkívüli meghibásodások megoldását is magunkra vállaljuk. Például egy 15 éves időtartamra vonatkozó szerződés esetében, ha lerobban egy kazán a 14. évben, akkor azt nekünk kell kicserélni a saját költségünkre. Mivel az önkormányzatoknak semmiféle plusz tehertétele nincs, így jól kalkulálhatók a mindenkori költségek”, emelte ki Soós Csaba az együttműködés előnyeit.

#### **4.2. Nemzetközi piaci környezet**

Az E-Star jelenleg (2011-ben) lép be a lengyel piacra, ami egyelőre abban nyilvánult meg, hogy idén februárban a cég részvényeit bevezették a Varsói Tőzsdére, ami először párhuzamos kereskedésként, ún. „*dual listing*” formájában valósult meg. Itt több versenytárral kell szembenéznük, mint a magyar és román piacon, de maga a piac mérete is jóval nagyobb, így több lehetőséget rejt. A későbbiekben (az értékelési modell alapszenáriójában már 2011-ben szerepel az első lengyel projekt) lengyel projekt(ek) bejelentése várható, akár már az idei évben.

Jelenleg ezen kívül a cég vezetése a román piacon lát növekedési lehetőségeket, mivel a legtöbb romániai településen a távhőszolgáltatás helyzete katasztrofális, a gyenge minőség miatt a korábbi felhasználók közül sokan leváltak a távhő hálózatról. Romániában nagyjából 65 olyan távhő társaság van, melyek fejlesztési és beruházási potenciállal rendelkeznek. A

---

<sup>5</sup> Forrás: naplo-online

magyar piacon ezzel szemben mintegy 150, főleg önkormányzati tulajdonban lévő távhőszolgáltató van. Lengyelországban a potenciális szolgáltatók száma megközelíti a 200-at.<sup>6</sup> Ezen a piacon az E-Star számára jó referenciaként szolgálhatnak a cég eddigi romániai projektjei (Gyergyószentmiklós, Zilah, Marosvásárhely). Az E-Star még 2009-ben elsőként lépett Romániában erre a piacra, eddig nem kellett versenytársakkal szembenéznie, mostanra azonban több külföldi cég is felismerte ebben a piacon rejlő lehetőségeket, így az osztrák Cothec és a francia Dalkia. Ezek a cégek eddig a magyar piacon jelentettek konkurenciát a cégnek.

A Dalkia az európai energetikai szektor egyik erős vállalata. Tevékenysége az energiafelhasználás optimalizálására, energiahatékonyságra épül, mellyel célja az energiaköltségek csökkentése, magasabb fokú tervezhetőség elérése az ügyfeleinél, valamint a környezet védelme. A Dalkia Energia Zrt. többségi tulajdonosa a francia Dalkia társaság, ami a Veolia Environnement energetikára szakosodott vállalata. A francia cégen keresztül a Dalkia a Veolia Environnement (korábbi néven: Vivendi Environnement), valamint a szintén francia villamosipari vállalat, az EDF cégcsoporthoz tartozik.

A Cothec Kft. saját maga által kidolgozott kedvező finanszírozási struktúrával megvalósított energiahatékonysági szolgáltatásokat nyújt. Ezáltal gazdaságosan működő fűtő- és hűtőrendszerek kidolgozását és megvalósítását nyújtja az ügyfeleinek. A Cothec Energetikai Üzemeltető Kft-t Magyarországon egy, az iparágban nemzetközi tapasztalatokkal rendelkező vállalatcsoport hozta létre 1998-ban. A Cothec a világ egyik vezető energetikai vállalatcsoportjának, a GDF Suez csoportnak a tagja.

Ezek a szereplők is azt bizonyítják, hogy a magyar ESCO piac jóval fejlettebb és nagyobb, mint a környező közép-kelet-európai országokban, de felveszi a versenyt más, nyugat-európai országokkal is ezen a téren. Magyarországon kevés a technológia- és beszállító független ESCO cég, ami versenyelőnyt biztosít az E-Starnak.

A 2004-ben csatlakozó EU-tagállamok többségében a közintézmények műszaki színvonala általában elmarad a hazánkban tapasztalhatótól is, a jelenlegi legkorszerűbb technikai színvonalat képviselő berendezések jelentős energia-megtakarítást képesek elérni. Ez nagyobb beruházásokat tesz lehetővé és a beruházó számára jobb megtérülést eredményez.

---

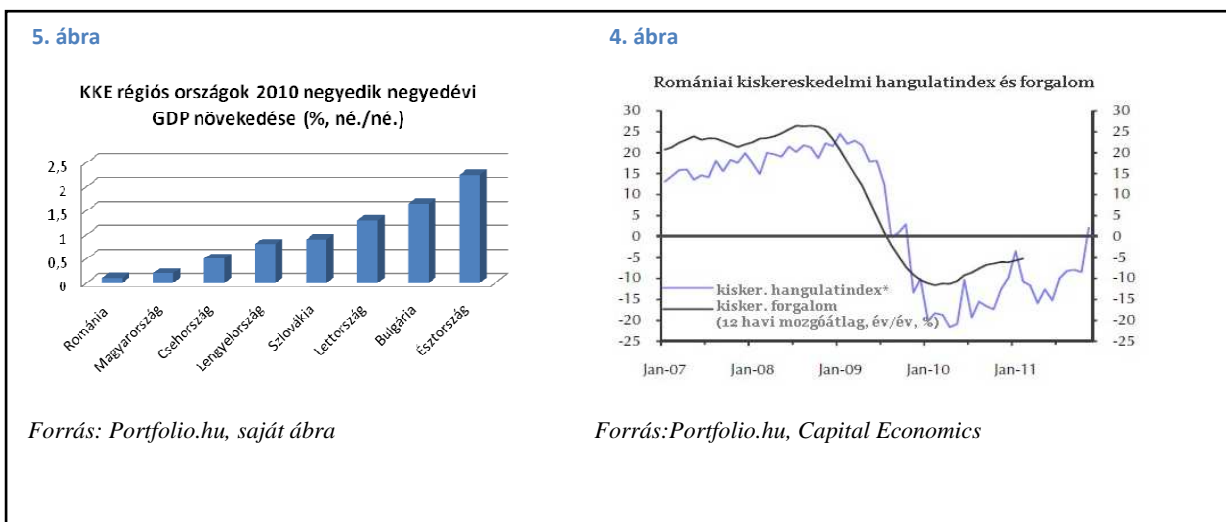
<sup>6</sup> Forrás: E-Star, Növekedési Startégia 2011-2015

Ráadásul a régiós országok önkormányzatai a magyar önkormányzatoknál is jobban alulfinanszírozottak, így az önerőt nem igénylő korszerűsítések jelenthetik a megoldást.

Soós Csaba a következő öt évben szeretné megötszörözni a céget, elsősorban a külföldi piacokon, persze nem lemondva a magyarországi lehetőségek kiaknázásáról. „A külföldi piacokon jobb értékesítési körülmények között lehet szerződéseket kötni, és kisebb a politikai csetepaté is az ilyen szakmai jellegű ügyek körül”<sup>7</sup>, mondta Soós Csaba a tervekről.

### 4.3. Román gazdasági kilátások

Mivel a román projektek adják a cég jelenlegi motorját, ezért érdemes a gazdaság jelenlegi helyzetét is vizsgálni kicsit. Keleti szomszédunk gazdasága technikailag tavaly még nem jött ki a recesszióból, mint a legtöbb kelet-közép-európai ország, bár negyedéves viszonylatban az utolsó negyedévben már pozitív volt a GDP volumenváltozása, de sorozatban még nem volt meg a két ilyen negyedév.



A kilábalás idén megindulhat, ami jól látszik az ipari termelés 12%-os bővülésén. A belföldi kereslet azonban még mindig nem élénkül, a kiskereskedelmi forgalom 5-7%-kal csökkent 2011 első hónapjaiban. A kiskereskedelmi hangulatindex azonban a kilábalás jeleit mutatja már, ami idén év végén, vagy 2012 elején kezdődhet meg.

<sup>7</sup> forrás: naplo-online

## 5. Új projektek

### 5.1. Gyergyószentmiklós

Az E-Star 2010 júliusában elnyerte a gyergyószentmiklói önkormányzat által kiírt második koncessziós tendert a város távfűtési rendszerének modernizálására és működtetésére (25 évre). A cég számára ez a gyergyószentmiklói projekt második fázisát jelenti.

Ez ugyanis egy kétéves beruházás, melynek értéke összesen 4 milliárd forint körül van. A projekt első szakasza 2009-ben másfél hónap alatt rekord gyorsasággal készült el. A teljes projekt megvalósulásával a városban 40-50%-os energia-megtakarítás érhető el.

A második szakaszban egy biomassza fűtőművet építenek a szolgáltatás minőségének javítása, fenntarthatósága érdekében. Ezzel a város hőellátása 80%-ban biomassza alapúvá válik. Az új 9 MW hőteljesítményű biomassza blokk létesítésével a fűtőművi teljesítmény 21 MW-ra nőtt.

A fejlesztések által elért hatékonyságnövekedés eredményeképpen a városban a korábbi napi kétszer 2 órás fűtési szolgáltatás helyett jelenleg 24 órás távhőszolgáltatás üzemel, közel azonos energiahordozó felhasználási szint mellett.

### 5.2. Zilah

Az E-Star 2010 szeptemberében elnyerte a zilahi önkormányzat által, a távfűtési rendszer modernizációjára és jövőbeli hosszú távú működtetésére kiírt koncessziós tendert. A cég négy évre 9 milliárd forint CAPEX-szel számol, melyet 30% saját tőke és 70% hitel formájában kíván finanszírozni.

A szerződés szerint a cég a távfűtési rendszer működtetésének jogát 49 évre nyerte el évi 4 millió forintos koncessziós díj ellenében. A cég 2010 novemberében a régi rendszerekkel kezdte el a távfűtési szolgáltatás nyújtását, de a jövőben magas hatékonysági fokú kogenerációs szolgáltatás nyújtását tervezi, melynek egy részét megújuló forrásból (biomassza) állítja elő.

Zilahon korábban 21.000 háztartás vette igénybe a távfűtési szolgáltatást, de a szolgáltatás minőségének romlása folytán mindössze 750 háztartás és 45 intézmény maradt mostanra a rendszeren. Az E-Star ennek ellenére bizakodó, hiszen készített egy felmérést, aminek az lett az eredménye, hogy a korábbi vevők nagy része visszacsatlakozna a rendszerre 1-2 éven belül a szolgáltatás minőségének javulása esetén. További érv a visszacsatlakozás mellett, hogy az



érvényben lévő román törvények szerint, azoknak, akik korábban lecsatlakoztak a rendszerről büntető díjat (50 román lei/hónap, vagy 600 román lei/év, ami egy átlagos lakás energiafogyasztásának 15-20%-át teszi ki) kell fizetnie a távfűtési rendszer ebből adódó veszteségeinek kompenzálására.

Az E-Star szolgáltatásának előnye ráadásul, hogy az egész nap folyamán folyamatos fűtést és meleg vizet szolgáltat, míg a korábbi rendszeren ez csak napi néhány óráig volt elérhető. A cég ezért azzal számol, hogy 2013-ig 5000 lakás fog csatlakozni a rendszerhez és ezen kívül az intézmények keresletére is számít. Ez 1,5 milliárd forint EBITDA-t és 4 milliárd forint árbevételt jelentene évente 2013-ban, ami 37,5%-os EBITDA margint jelent.

A befektetési igényt nézve ez a cég eddigi legnagyobb projektje. Az E-Star fűtési kapacitása eddig összesen 75 MWt volt, amihez ez a projekt újabb 75 MWt-t ad.

### **5.3. Marosvásárhely**

Az E-Star a marosvásárhelyi önkormányzat által a távhőszolgáltatás modernizálására és működtetésére kiírt tendert is elnyerte 2010 októberében. A korszerűsítési folyamat vélhetően 2015-re fejeződik be, a tervezett CAPEX 6,5 milliárd forint, amiből 3,8 milliárdot már a beruházás első évében elköltenek. A zilahi projekthez hasonlóan az E-Star itt is 30% saját tőke – 70% hitel konstrukcióban kívánja finanszírozni a projektet. A koncessziós jog 25 évre szól, évi körülbelül 37,1 millió forintos (130 ezer euró) koncessziós díjért.

A rekonstrukció folyamán az E-Star egy olcsóbb és hatékonyabb megoldás keretében a korábbi 15 fűtési rendszerből 6-ot csinál, melyek kogenerációs motorokkal fognak működni. A kazánok egy részét biomassza alapon működtetik majd. A teljes fűtési kapacitás 110 MWt és a villamos energia kapacitás 6 MWe.

Ebben a városban korábban 31.000 lakás és 40 intézmény csatlakozott a hálózatra, de ebből csak 12.000 lakás és 32 intézmény maradt a szolgáltatás gyenge minősége miatt. A szolgáltatás korszerűsítése hatására, valamint a hálózatról leválókra kiszabott büntető díj miatt itt is várható a leválók egy részének visszacsatlakozása. Az E-Star kérdőíves felmérése alapján ez akár jelentős mértékű is lehet.

A marosvásárhelyi szerződés a cég harmadik legnagyobb projektje Romániában. Amennyiben 2015-ig 15.000 lakás csatlakozik a rendszerhez, a cég évi 1,2 milliárd forint EBITDA-val és 3,4 milliárd forint árbevétellel számol.

2. táblázat: Romániai projektek fűtési és villamos energia kapacitása

Román projektek	Fűtési kapacitás (MWt)	Villamos energia kapacitás (Mwe)
Gyergyószentmiklós	18	-
Zilah	75	10
Marosvásárhely	110	6
Összesen	203	16

Forrás: E-Star

## 6. Finanszírozás

### 6.1. Vállaltfinanszírozás

A társaság vezetősége a növekedési potenciál támogatása érdekében úgy döntött, hogy a korábban használt projekt alapú finanszírozásról áttér a vállalatfinanszírozásra.

A projektfinanszírozás hátránya, hogy a cég csak a szerződés megkötése után tudott intézkedni a projekt finanszírozásáról. Ez a banki finanszírozás körülményességét figyelembe véve azt jelentette, hogy a cég évente 2-3 projektnél többet nem tudott megvalósítani.

A vállaltfinanszírozás előnye ezzel szemben, hogy a cég több projektet tud egyszerre elindítani és a hitelek futamideje is meghosszabbodik. A 12-15 éves hitelek alacsonyabb havi törlesztő részletet jelenthet, ami növeli a rendelkezésre álló cash flowt.

A cég diverzifikált hitelezői portfóliót alakít ki, hitelt vett fel a Raiffeisen Banktól, a Commerzbank-tól és az FHB-től is.

### 6.2. Finanszírozási szerkezet

Az E-Star vezetése által deklarált másik cél a 30-70%-os optimális tőkeszerkezet kialakítása és fenntartása. Ez 30% saját tőke és 70% külső forrás (vállalati kötvények és bankhitel) arányt jelent.

### 6.3. Kötvényprogram

2010 szeptemberében az E-Star vezetősége egy 10 milliárd forint összértékű kötvényprogramot (2014/A) hirdetett meg (1 éven belül). Az első sorozat szeptember végén 67%-os túljegyzéssel zárult, így a teljes, 2 milliárd forintnyi kötvény le lett jegyezve az intézményi és lakossági befektetők által. A második körben tervezett 2,5 milliárd forintnyi (2 milliárd az intézményi, 0,5 milliárd a lakossági befektetők részére) kibocsátás már kevesebb

sikerrel zárult, főleg a magán-nyugdíjpénztári rendszer átalakítása miatt eltűnő intézményi befektetők miatt. Így is 1,8 milliárd forintnyi tőke került bevonásra ennél a kibocsátásnál. A harmadik jegyzési körre 2011 márciusában került sor, ahol nagyjából 1,1 milliárd forintnyi kötvényt jegyeztek a befektetők. Így eddig összesen 4,9 milliárd forint tőkéhez jutott a társaság a kötvénykibocsátás révén.

A vállalati kötvények 2014 februárjában járnak le, így jól illeszkedik a program a társaság azon tervébe, hogy projektfinanszírozásról vállalatfinanszírozásra tér át.

A kötvényprogram által szerzett tőkét a cég a zilahi és a marosvásárhelyi projektek finanszírozására kívánja költeni.

A kötvények névértéke 100.000 forint, 4 éves a lejáratuk (2014 február) és a hozamuk 10,44%, ami 350 bázispontos hozamprémiumot jelent a megfelelő benchmarkhoz (2014/C magyar kötvény) képest. Ez a hozam meghaladja mind a bankbetét, mind az államkötvények hozamát, azonban erre a kötvényre nem vonatkozik az OBA betétbiztosítása. A likviditás biztosítása érdekében a társaság bevezette ezeket a kötvényeket a Budapesti Értéktőzsdére.

Nagy kérdés a kötvényprogram további, nagyjából 5 milliárd forintnyi részének sorsa. A vállalat a programot 1 éves időtávra hirdette meg 2010 szeptemberében, tehát 2011 szeptemberéig várható ennek az összegnek a kibocsátása vállalati kötvények formájában. A lengyel piacra való belépés eredményezheti azt, hogy az 5 milliárd forint értékű kötvény kibocsátásának egy része Lengyelországban fog megtörténni. A cég 2011-2015-ös Növekedési Stratégiájában 40-50 millió eurós kötvénykibocsátást terveznek.

A társaság hosszabb távon is élni kíván a finanszírozás ezen formájával úgy, hogy a deklarált 30% saját tőke, 70% külső forrás arányt tartani tudják.

Az E-Star 2011. április 19-én tartott közgyűlésén elfogadták a társaság azon tervét, hogy az elkövetkezendő 18-24 hónap folyamán 600 ezer darab 10 forint névértékű új részvényt bocsásson ki. Ez megnyitja az utat a további idegen forrás felvételéhez a várható új projektek finanszírozásához. A cél, hogy a saját tőke arány semmiképp ne csökkenjen 25% alá.

#### **6.4. Európai Uniós pályázatok**

A finanszírozási mixben az E-Star talán könnyedén igénybe vehetné az Európai Unió által kínált támogatási rendszert, de Soós Csabának megvan a véleménye erről a rendszerről és a cége nem él ezzel a lehetőséggel. Szerinte az uniós pályázati rendszer a világ legkárosabb

ösztönző rendszere, „egy európai torzszülött” és Európa-szerte a korrupció melegágya. Szerinte az uniós tagállamok befizetéseinek ilyenfajta redisztribúciója borzasztóan drága a bonyolult pályáztatási struktúra miatt. És „ez a struktúra egyáltalán nem arra ösztönöz, hogy a beruházást minél előbb megvalósítsák, visszafogja a gazdaságot”<sup>8</sup>, mondta Soós a rendszerről.

Az E-Starnál ezért a pénzügyi hátteret egyrészt a banki szektor jelenti, másrészt fontos szerepet játszik a tőzsde és az ezen keresztül elérhető finanszírozási források. A cégnek a válság közepén volt lehetősége 4 millió euró saját tőkét bevonni másodlagos részvénykibocsátással (SPO).

## 6.5. Osztalékpolitika

A társaság politikájához tartozik, hogy a realizált nyereségből nem kíván osztalékot fizetni a részvényeseknek, hanem azt teljes egészében visszaforgatja a vállalat működésébe. Ezt továbbra is fent kívánja tartani a cég vezetése.

## 7. A cég vezetése

### 7.1. Felelős vállalatirányítás

Az E-Star cégcsoportként működik, amely projektjeit saját leányvállalattal, vagy partnerével közös vállalkozással hajtja végre.

Az E-Star célja, hogy meghatározó regionális energiatakarékosági vállalatcsoporttá váljon és ehhez a társaság irányítási rendszerének is alkalmazkodnia kell. A cég 2009 és 2010 folyamán egy átalakulási folyamaton ment keresztül, a fejlesztéseknek megfelelően módosult a társaság belső szervezete, új vezetőkkel bővült a menedzsment.

A korszerű társaságirányítási elveknek megfelelően elkülönült a vezérigazgatói és igazgatósági elnöki szerepkör. A 6 fős nemzetközi összetételű Igazgatóság és a 4 fős Felügyelő Bizottság a klasszikus nemzetközi szokásoknak megfelelő felállásban működik, de emellett a társaság 3 fős Audit Bizottságot is működtet.<sup>9</sup>

- Az Igazgatóságban a vezérigazgató az egyetlen operatív státuszban lévő felsővezető, a további tagok non-executive tisztségviselők.

---

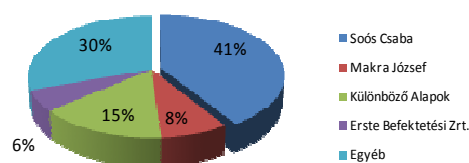
<sup>8</sup> forrás: naplo-online

<sup>9</sup> forrás: E-Star

- A társaság folyamatosan figyeli a társaság számára releváns érintetteket (stakeholders) és megfelelő párbeszédet tart fenn velük annak érdekében, hogy a vállalatfejlődés harmonikus legyen
- Az E-Star a maximális transzparencia elvét követte működése során, amely elengedhetetlen részvényesei, befektetői bizalmának kivívásához
- A cég biztosítja részvényesei, befektetői számára a szükséges információkat, szolgáltatásokat
- A társaság vezetése szigorú etikai normákat követ működése során
- A társaság pénzügyi adatait a BDO Forte Audit Könyvvizsgáló Kft. ellenőrzi
- A társaság üzleti modelljének auditálása során és a nemzetközi terjeszkedésben a KPMG nemzetközi auditor és tanácsadó vállalat működik együtt
- Jogi Tanácsadóként a Kinstellar nemzetközi jogi iroda szolgáltatásait veszi igénybe az E-Star mind hazai, mind nemzetközi tranzakciói, működése során

A társaság 2011 februári közgyűlésének értelmében Makra József távozik az E-Star igazgatóságából, azonban helyette négy új taggal bővül a testület, akik a regionális terjeszkedésben és az ehhez szükséges finanszírozási források megszerzésében is segíthetik a társaságot.

## 7.2. Tulajdonosi szerkezet



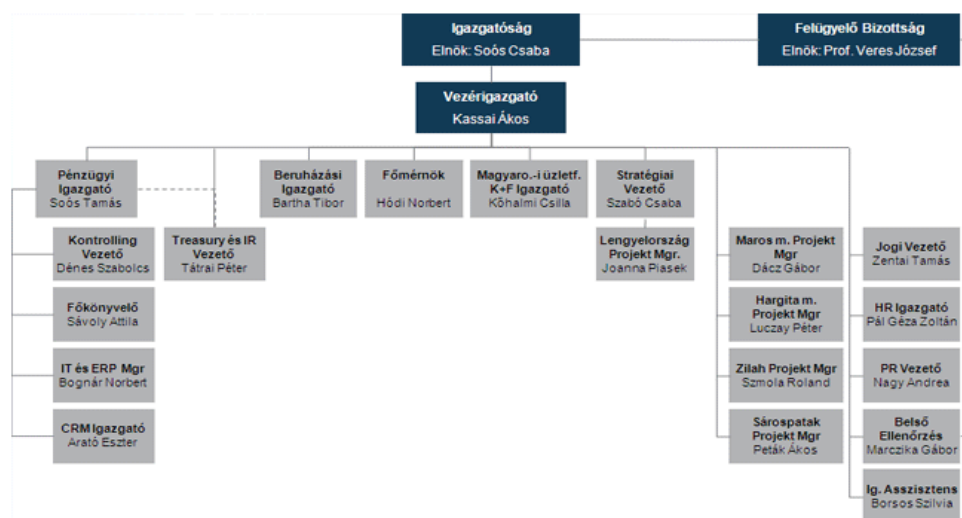
*Soós Csabának vételi joga van Makra József részvényeire*

## 7.3. Új igazgatósági tagok

1. **Molnos Dániel:** 2009-ben csatlakozott az akkori RFV-hez, mint a nemzetközi terjeszkedésért felelős vezérigazgató helyettes. Azt megelőzően a Generali-Providencia Biztosítónál nemzetközi üzletfejlesztéssel foglalkozott

2. **Prof. Dr. Konrad Wetzker:** óriási nemzetközi tapasztalattal rendelkezik, már több, mint 50 nagyvállalatnál dolgozott stratégiai vezetési területen. Korábban a BCG Hungary elnöke volt és elsősorban energetikai szektorban működő vállalkozásokra fókuszált. Az E-Star-nál is az energiastratégia kialakítását támogatja.
3. **Jacek Piotr Krwczyk:** a Microthec és a Polish Airlines LOT felügyelő bizottságának elnöke, a Petrol SP felügyelő bizottságának alelnöke. Az E-Star-t Lengyelországban történő piacra lépésében, az ottani üzletfejlesztésben és a befektetési kapcsolatok fejlesztésében segíti.
4. **Maximilian N. Teleki:** Észak-Kaliforniából származik, a Magyar Amerikai Koalíció elnöke. Egy speciális magántőke alap (The Danube Fund) tanácsadója és létrehozója, amely kisméretű magyar, román és bolgár vállalatokba fektet. Jelentős üzleti tapasztalattal és kapcsolatrendszerrel rendelkezik nemzetközi szinten, és az E-Star-nál is a nemzetközi befektetői kapcsolatok építéséért lesz felelős.

6. ábra: Az E-Star vezetősége

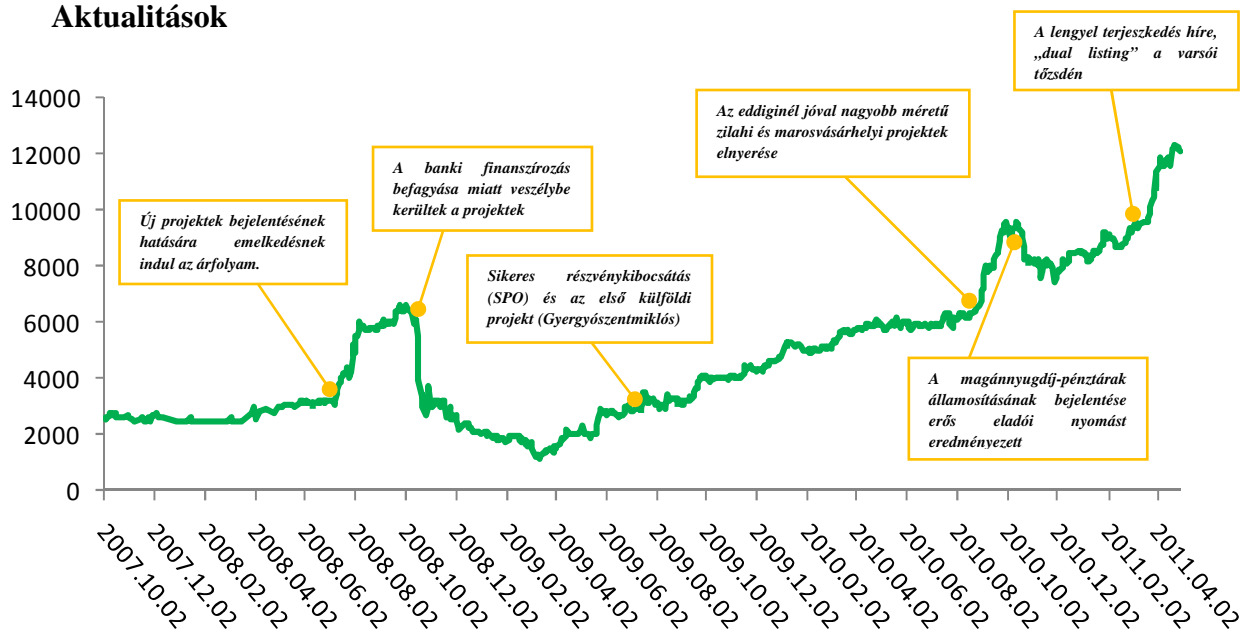


Forrás: E-Star

## 7.4. Részvényopciós program

A társaság 2010 február 1-jén Vezetői Részvényopciós Programot vezetett a menedzsment motiválása, a gazdasági, pénzügyi célok elérése érdekében. A program 2014. december 31-én jár le és eleinte 88.000 darab E-Star törzsrészvény vásárlására szolt, ennek ellenére 2010. májusában 96.000 darab saját részvényt vásárolt, ami az alaptőke 4%-ának felel meg.

## 8. Aktualitások



7. ábra: Az árfolyam alakulása

### 8.1. Lengyel, brit alap bevásárlása

2011 februárjában a Utilico Emerging Markets Limited, a Londoni Értéktőzsde AIM szekciójában jegyzett befektetési társaság 35.000 darab E-Star részvényt vásárolt és ezzel 1,46%-os részesedést szerzett a társaságban. A Utilico hosszú távú befektetéseket eszközöl főleg az infrastruktúra és közmű szektorban, elsősorban Ázsia, Dél-Amerika, Afrika és Európa fejlődő piacain fektet be nagy növekedési potenciállal rendelkező cégekbe. Jelenleg portfóliója nagyjából 380 millió angol font értékű.

Lengyelország második legnagyobb nyugdíjalapja, az Aviva BZ WBK SA 2011 márciusában 56.000 darab részvényt vásárolt és ezzel 2,33% -os tulajdonrészt szerzett az E-Star Alternatív Nyrt.-ben.

### 8.2. Magán-nyugdíjpénztári vagyon államosítása

A magánnyugdíj vagyon államosításának 2010 októberi bejelentése erős eladói nyomást helyezett az E-Star részvények árára, ami egy 3 nap alatti 10%-os esésben mutatkozott meg. A piaci szereplők azt feltételezték, hogy ennek a döntésnek a hatására a magánnyugdíjpénztáraknak hirtelen el kell majd adniuk a részvénykitettségeiket mielőtt átadják a vagyont az államnak. Tekintve, hogy az OTP 15%, az Aegon pedig 5% feletti részesedéssel rendelkezett ekkoriban az E-Star részvényekből, ez valóban nagy nyomást eredményezett volna eladói

oldalról. Ez a nyomás csak akkor csökkent, amikor az állam bejelentette, hogy értékpapír formájában is át lehet adni a vagyont.

### 8.3. E-Star – MOL együttműködés

Az E-Star Nyrt. és a MOL Nyrt. 2011 márciusában hőenergia hasznosítás céljából történő 5 éves együttműködési szándéknyilatkozatot írt alá. Eszerint a két társaság geotermikus és/vagy fosszilis alapú kapcsolt rendszerű hőprojektek felkutatásában és megvalósításában működik együtt. A MOL a kutatás, kútfúrás, villamos áram termelés területén, az E-Star pedig a hőszolgáltatás és elosztás területén vesz részt a közös projektekből.

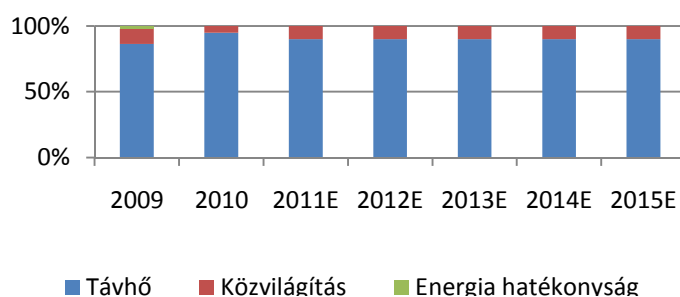
### 8.4. BUX tagság

Az E-Star 2010 október 1-jétől a BUX kosár tagja 0,64%-os súllyal. Ez plusz keresletet generált a részvény iránt az olyan alapok felől, akik a BUX indexet használják benchmarkként.

### 8.5. Profiltisztítás

A cég menedzsmentje úgy döntött, hogy a további eredményes működés érdekében profiltisztítást végez a cég működésén belül és az energiahatékony távhőszolgáltatásra, valamint a közvilágítási projektekre koncentrál. Hosszú távon az árbevétel 90%-át adhatja a távhőszolgáltatással foglalkozó projektek bevétele és 10%-át a közvilágítás projekteké.

8. ábra: Az árbevétel megoszlása üzletáganként



Forrás: E-Star, saját ábra

A profiltisztítás jegyében az E-Star már eladta a konyhatechnológiával foglalkozó sárospataki üzletét, az eplényi sípályákat, a panelek modernizációjával és felújításával foglalkozó Panelrekonstrukciós Kft-t, a Galga Power System Kft-ben levő 50%-os részesedését és az Alletix Project Company-ben levő 40%-os részesedést is.

Ezek nem működési projektek voltak (Galga Power és Alletix), vagy alacsonyabb hatékonysággal működtek (például a konyhatechnológiás üzlet 10%-os EBITDA marginnal működött), mint a távhő vagy közvilágítás projektek, ahol 25-30%-os EBITDA margin is elérhető.

## 9. Kilátások, célok<sup>10</sup>

Az E-Star jelenleg a magyar és a román piacon van jelen. A menedzsment célja öt éves időtávon belül további három piacra való betörés. A következő néhány évben a romániai expanzió és a lengyelországi piacra lépés lesz soron. A lengyel előkészületek már megkezdődtek, a menedzsmentbe a lengyel piacot jól ismerő szakemberek kerültek és a varsói tőzsde is megismerte már az E-Star papírokat technikai kibocsátás révén. Ezek után két további régiós országba való betörés van tervbe véve a cégnél a jövőbeli terjeszkedés kulcsaként. Ezen országok kiválasztása öt kritérium alapján történik majd. Annak érdekében, hogy az E-Star a régió vezető ESCO társaságává váljon, közép-kelet európai országba kíván terjeszkedni. Fontos feltétel, hogy a lehetséges célpont EU tagállam legyen és a külföldi tőkebefektetők jelenléte az ottani piacon. A jelentős piaci méret és a magas értékteremtési potenciál a további két kritérium. Ezek alapján a további két potenciális piac Bulgária, Szerbia, Horvátország, Csehország, vagy Szlovákia lehetnek.

Jelenleg az E-Star értékteremtési folyamata négy központi tényező köré épül. A hőtermelési kapacitásokat, valamint az elosztási és szállítási infrastruktúrát modernizálja, hatékonyabbá teszi. Kialakítja a megfelelő energia mixet és felszínre próbálja hozni a szervezeti hatékonyság növelésében rejlő értékeket. A hosszú távú cél ezek mellett a helyi adottságok maximális kihasználása, helyi forrásokra épülő energiamix kialakítása. A hatékonyság növelésében ezáltal az egyik kulcstényező lehet a jövőben a megújuló források nagyobb mértékű hasznosítása a helyi lehetőségek alapján. Ez elsősorban biomassza, biogáz, geotermikus és napenergia alapú energiatermelést jelent.

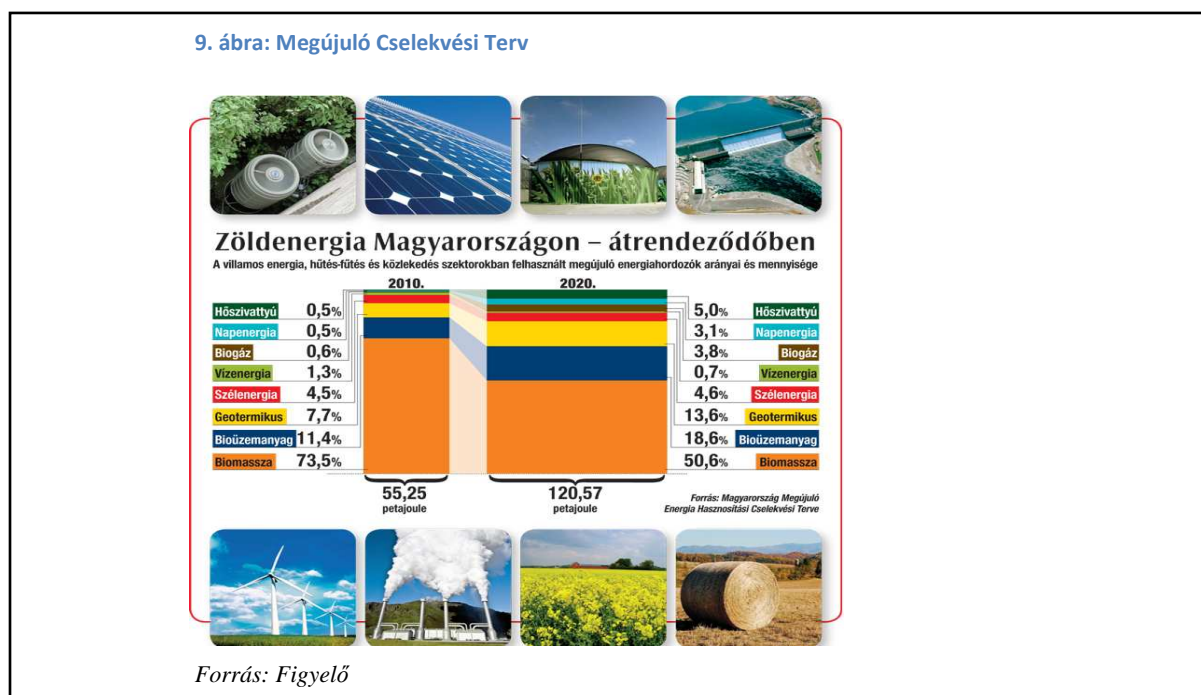
Magyarországon már jelenleg is több, mint 40 önkormányzattal áll kapcsolatban a cég. A további növekedés érdekében a fontos szegmensekben stratégiai partnerekkel kötött megállapodást a vezetés. Ezek közé tartozik a magyarországi és közép-európai geotermikus potenciál kiaknázására irányuló MOL-együtműködés, valamint a biomassza-alapú hőtermelést előtérbe helyező együtműködés a WWF-fel. Ebben hosszú távú lehetőség van

---

<sup>10</sup> E-Star: Növekedési Stratégia 2011-2015 alapján

hazánkban, hiszen Magyarország jelentős biomassza potenciállal rendelkezik, az összes biomassza potenciál 66 PJ. A legsűrűbb területek pedig a kevésbé fejlett kelet-magyarországi régiók, ahol pont ezért nagy lehetőségek vannak. A cég 2015-ig 7-12 biogáz üzemet tervez felépíteni, ennek kétharmadát kommunális hulladék, egy harmadát pedig mezőgazdasági hulladék alapon.

Az alábbi ábra mutatja a hazai Megújuló Energia Hasznosítási Cselekvési Terv előrejelzéseit a magyarországi megújuló energia-mix megváltozására. Ezek alapján a geotermikus és biogáz alapú megújuló energia-termelés bővülése várható 2020-ig.



A romániai expanzió egyik alapköve, hogy ezen a piacon a magyarországihoz képest kisebb a verseny, így nagyobb hatékonyságnövelés érhető el a fűtésekszerősítés területén. Az itteni piacon eleinte még a további terjeszkedés, később majd a szolgáltatások bővítése, minőségének javítása lesz a cél. A piacbővítés folyamán 8-10 városba kíván eljutni 2015-ig a cég és minél nagyobb piaci részesedést próbál elérni a hőszolgáltatás területén. A területi terjeszkedést követően a szolgáltatási kör kibővítése kerül majd előtérbe.

Lengyelországban a szén alapú kapcsolt hő- és áramtermelésű távhő szegmens elérése a cél. A piacra lépést eleinte magánbefektetők akvizíciója révén, majd később privatizáció és hosszú

távú szerződések útján képzelel el az E-Star vezetősége. Lengyelországban az E-Star adatai szerint<sup>11</sup> jelentős méretű a távhő piac, mintegy 880 PJ.

3. táblázat: A növekedési stratégia célszámai

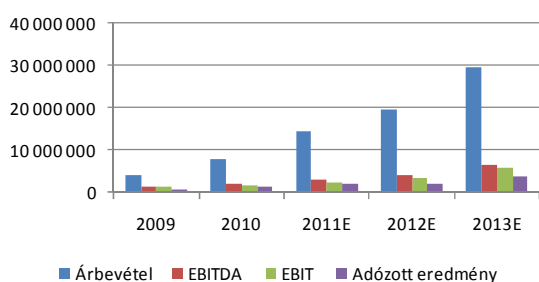
Növekedési Stratégia 2011-15	EBITDA (2015)	CAPEX (2011-2015)	ÜHG-kibocsátás csökkentés
Magyarország	10 mó EUR	30 mó EUR	80 ezer tonna
Románia	18 mó EUR	70 mó EUR	1 mó tonna
Lengyelország	20 mó EUR	90 mó EUR	650 ezer tonna
2 további KKE ország	5 mó EUR	25 mó EUR	110 ezer tonna

Forrás: E-Star

## 10. Pénzügyi elemzés

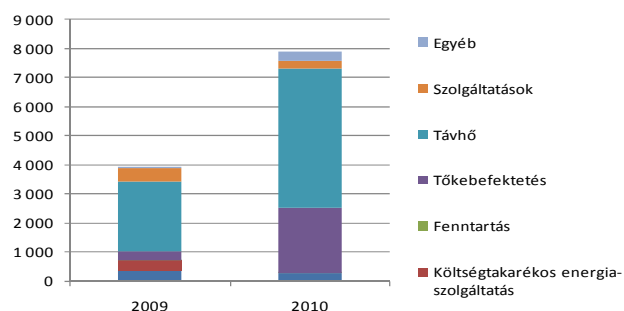
2010 üzleti év folyamán a cég több, mint 100%-os árbevétel növekedéssel közel 7,9 milliárd forintot ért el. A növekedés alapja a szervezetfejlesztés, a romániai növekedés, elsősorban a gyergyószentmiklósi és Magyarországon a fejér megyei beruházások beindítása volt. 2010 folyamán az E-Star az elnyert romániai koncessziós szerződésekben vállalt távhőrendszerek üzemeltetését átvette a korábbi szolgáltatóktól. December 31-ig mindhárom operáció (Zilah, Gyergyószentmiklós és Marosvásárhely) tekintetében megkezdte az E-Star csoport az operatív működést. Zilah és Marosvásárhely esetén a jelentős beruházások 2011-ben indulnak. A romániai projektek várhatóan a 2011-es és 2013-as üzleti év folyamán érik majd el teljes eredménytermelő képességüket.

10. ábra: E-Star eredménykategóriái



Forrás: E-Star, saját

11. ábra: Árbevétel megoszlása



Forrás: E-Star

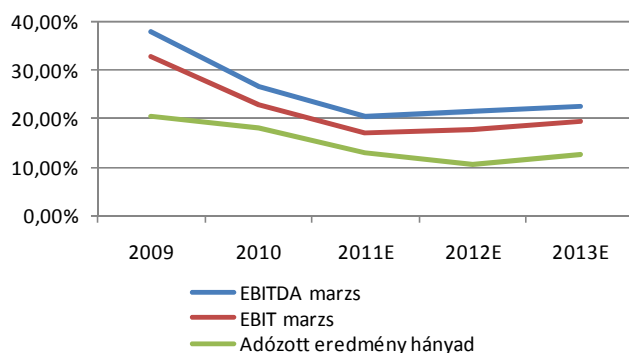
2010-ben az EBITDA margin 26%, az EBIT margin 22%, az adózott eredmény hányad pedig 18% felett volt. 2009-hez képest ez csökkenést jelent minden eredménykategóriában, ami az értékesítési költségek növekedéséből, valamint a nagy mértékű új beruházásból adódik,

<sup>11</sup> Forrás: E-Star, Növekedési Stratégia 2011-2015

azonban a profiltisztítás következtében az árbevétel struktúrája a magasabb EBITDA marginnal rendelkező üzletágak felé tolódik, így a marzsok növekedése várható.

Az eszközök megtérülése (ROA) 2010-ben felülmúlta az elmúlt évek teljesítményét és a saját tőke megtérülése (ROE) is a historikus átlag felett volt.

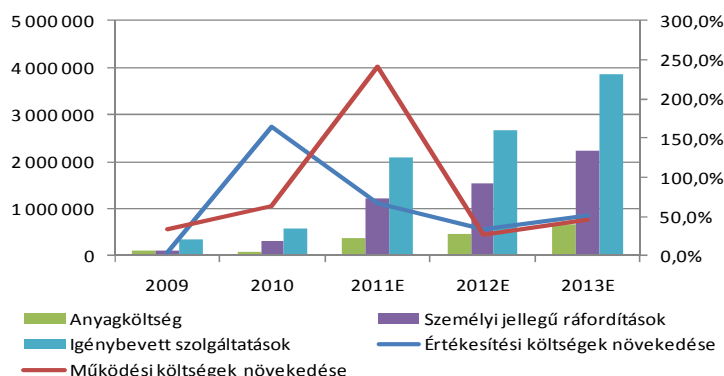
12. ábra: Eredmény hányadok



Forrás: E-Star, saját

A működési költségek az év folyamán lassabban nőttek az árbevételnél (72%-kal), legnagyobb mértékben a személyi jellegű ráfordítások emelkedtek (162%-kal) a létszám bővítése miatt, a 2010-es év folyamán a vállalat leányvállalati köre is jelentősen bővült.

13. ábra: Költségek alakulása

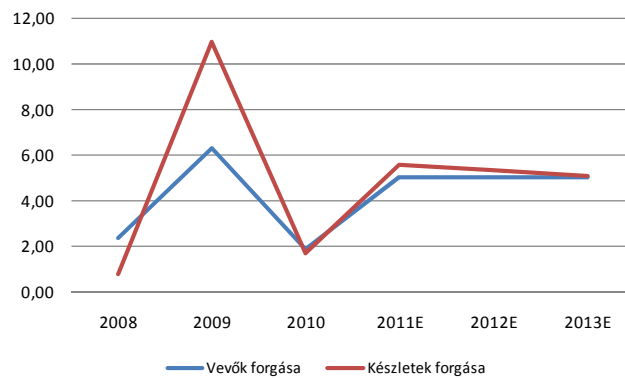


Forrás: E-Star, saját

Az E-Star tevékenysége Romániában és Magyarországon is rendkívül sikeres, a vevőkör jelentősen bővült. A vevői állomány bővülése mellett javult a fizetési fegyelem a vevői követelések terén. Az első fűtési szezon tapasztalatai alapján a romániai projektek

megjelenésével a romániai lakossági és önkormányzati vevők sem jelentenek majd nagyobb beszédési kockázatot.

14. ábra: Forgási sebesség mutatók



Forrás: E-Star, saját

A cég 2010 folyamán a likviditás fenntartása és tervezhetősége érdekében, valamint az új projektek gyorsabb megvalósítása érdekében elindította kötvényprogramját. Ezt szolgálja a projektfinanszírozásról a vállalatfinanszírozásra való áttérés is. A hosszú távú finanszírozási stratégia 30% saját tőke 70% idegen forrás szerkezetre épül. 2010-ben a cég saját tőke értéke 3.990,7 millió forint volt, ez 34,2% saját tőkearányt jelent.

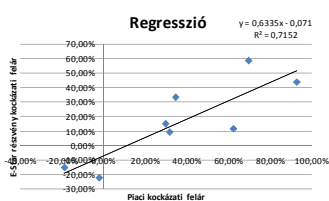
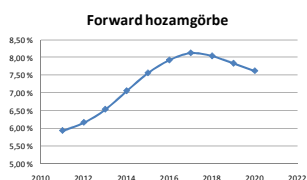
Az E-Star megfelelő likviditási helyzetben volt 2010-ben, az árbevétel 17%-a volt a cég készpénzállománya és a likviditási rátája 1 felett volt.

## 11. Feltételezések

4. táblázat: Súlyozott átlagos tőkeköltség

	2011	2012	2013	2014	2015	...	TV
kockázatmentes hozam	5,93%	6,16%	6,53%	7,06%	7,56%		6,00%
kamatfelár	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	4,50%		3,00%
$r_D$	10,93%	11,16%	11,53%	12,06%	12,06%		9,00%
MRP	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%		4,50%
$\beta_L$	0,6335	0,6335	0,6335	0,6494	0,6653		1
$r_E$	9,10%	9,33%	9,70%	10,30%	10,89%		10,50%
effektív adókulcs	18,31%	18,24%	17,89%	17,85%	17,78%		17,78%
D/V	70%	70%	70%	70%	70%		70%
WACC	8,98%	9,19%	9,54%	10,02%	10,21%		8,33%

- A kockázatmentes hozamgörbét a nemteljesítési és újrabefektetési kockázatoktól mentes zérókupon hozamgörbéből becsült forward hozamok adják.
- Az  $r_D$ -t a kockázatmentes hozam és egy általam becsült kamatfelár összegeként határoztam meg, a kamatfelár az E-Star nemfizetési kockázatát tükrözi.
- Az MRP becsléséhez Pablo Fernandez felmérését<sup>12</sup> használtam, amely több, mint 2000 elemző által alkalmazott részvényektől elvárt kockázati prémiumot vett alapul. Így az európai elemzők által használt prémium átlagát, vagyis 5,0%-ot használtam a modellemben, amely a maradványidőszakra lecsökken 50 bázisponttal.
- Az E-Star részvények és a BUX index elmúlt két éves, kockázatmentes hozamhoz viszonyított prémiumaira illesztett regressziója alapján kalkuláltam a bétát, ami a maradványidőszakig 1-hez tart.
- A D/V aránynál a vállalat által megcélzott finanszírozási struktúrából indultam ki (30% saját tőke, 70% idegen forrás).
- Az effektív adókulcsnál figyelembe vettem, hogy a cég különböző piacain különböző kulccsal adózik nyeresége után. Az arányoknál az árbevétel megoszlásából indultam ki és Magyarországon az iparüzési adóval is kalkuláltam.



<sup>12</sup> <http://www.scribd.com/doc/32121177/Market-Risk-Premium-Used-in-2010-by-Analysts-and-Companies>, letöltve: 2010.10.16.

5. táblázat: Effektív adókulcs tényezői

	2011	2012	2013	2014	2015	...	TV
Magyar nyereségadó	19%	19%	19%	19%	19%		
Román nyereségadó	16%	16%	16%	16%	16%		
Lengyel nyereségadó	19%	19%	19%	19%	19%		
Effektív helyi adókulcs	2%	2%	2%	2%	2%		
Magyar árbevétel (arány)	37,86%	29,26%	19,25%	16,64%	14,28%		
Román árbevétel (arány)	48,25%	44,80%	49,94%	49,28%	50,14%		
Lengyel árbevétel (arány)	13,89%	25,94%	30,81%	34,07%	35,59%		
Effektív adókulcs	<b>18,31%</b>	<b>18,24%</b>	<b>17,89%</b>	<b>17,85%</b>	<b>17,78%</b>		<b>17,78%</b>

Forrás: saját kalkuláció

- A maradványidőszakban 2%-os nominális növekedést feltételeztem az alap és a „lecsatlakozás” scenárióban. Ez konzervatívnak számít, hiszen a régióra vonatkozó inflációs becslések, amit a modellben is használtam, ennél magasabbak. Ennek az az oka, hogy a modellemben hosszú, 25 éves explicit időszakkal számolok, ezután már nem kalkulálok új projektekkel és kérdéses a 25-49 éves hosszú távú szerződések esetleges meghosszabbítása is.

## 12. Értékelés

A diszkontált cash flow alapú értékelésnél 3 különböző scenárió DCF modelljének súlyozott átlagaként kaptam meg az E-Star részvényeire vonatkozó célárát, amely 2012 év elejére vonatkozik:

6. táblázat: A DCF modellek eredményei

DCF	Célár	Súly
„Alapszenárió”	14 331,07	50%
„Lecsatlakozás” scenárió	8 488,31	20%
„Terjeszkedés” scenárió	21 849,25	30%
Súlyozott célár	15 417,97	
Likviditási diszkont	10%	
DCF súlyozott célár (2011.12.31.)	<b>13 876,17</b>	
Aktuális ár (2011.04.29.)	<b>12 106,00</b>	
Felértékelődési potenciál	<b>14,62%</b>	

## 12.1. „Alapszcenárió”

Az „alapszcenárióban” feltételezem, hogy a jelenleg már bejelentett, futó projekteken kívül még 5 projektet fog a cég megvalósítani. Két új projektet Romániában és a lengyel piacra való betöréssel 3 projektet Lengyelországban. A román projektekkel 2012-től 2015-ig számolok. Az első lengyel projekt bejelentését 2011-re várom, majd 2013 és 2015 a további lengyel projektek dátuma. Az új projektek feltételezett beruházási igénye és kezdeti éves árbevétele az alábbi táblázatban látható.

Ebben a szcenárióban **14.331,07 Ft**-os célárát kaptam a részvényekre, 2012 év elejére, ez 18,4%-os emelkedési potenciált hordoz.

7. táblázat: Új projektek feltételezett paraméterei

	CAPEX (mrd. Ft)	Kezdeti éves árbevétel (mrd. Ft)
román 1	6	4,8
román 2	6	3
lengyel 1	7	5
lengyel 2	6	4
lengyel 3	5	4,5

Forrás: saját kalkuláció

8. táblázat: Finanszírozási szerkezet

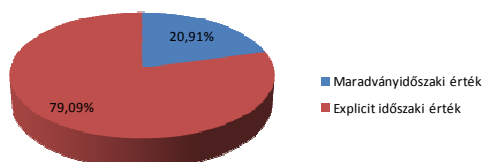
	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
D	62,3%	65,6%	60,3%	57,5%	47,8%
E	37,7%	34,4%	39,7%	42,5%	52,2%

A finanszírozás tekintetében azt feltételezem a modellben, hogy a meghirdetett kötvényprogram keretein belül összesen 8 milliárd forint forráshoz jut a társaság 2011 szeptemberéig, amit majd 2014 februárjában fizet vissza. (Ezt a feltételezést mind a 3 szcenárióban felhasználom). A társaság 2011.04.19-i közgyűlésén elfogadott másfél- két éven belüli 600 ezer darab új részvény kibocsátását a modellemben 2011-2012-2013 folyamán egyenletes ütemezéssel veszem figyelembe. Ezek alapján a finanszírozási szerkezetet a 8. táblázat mutatja 5 éves időtávon.

9. táblázat: DCF, „alapszcenárió”

	2011	2012	2013	2014	2015	...	TV
Árbevétel	14 531 000	19 458 336	29 508 724	34 097 120	39 762 120		
növekedés	84,04%	33,91%	51,65%	15,55%	16,61%		
EBIT	2 485 046	3 480 191	5 730 855	6 895 747	8 850 837		
EBIT margin	17,1%	17,9%	19,4%	20,2%	22,3%		
Adó	455 006	634 832	1 025 064	1 231 191	1 573 812		
NOPLAT	2 030 040	2 845 360	4 705 791	5 664 557	7 277 025		4 975 416
NOPLAT g		40,16%	65,38%	20,37%	28,47%		2,00%
DIC	4 528 483	7 499 467	6 284 191	6 409 856	5 593 426		-800 000
FCFF	-2 498 443	-4 654 107	-1 578 401	-745 300	1 683 599		5 775 416
PV(FCFF)	40 249 532	46 362 129	55 275 410	62 126 493	69 098 776		91 242 185
NOA	290 620						
V	40 540 152						
D	9 013 705						
E (fordulónapi)	31 526 447						
részvények száma	2 400						
Részvényár (fordulónap)	13 136,02						
Részvényár (2012 év eleje)	14 331,07						

15. ábra: Értékkeremtés

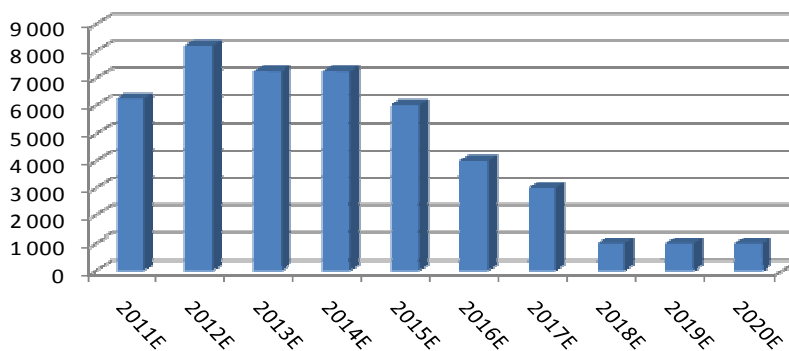


10. táblázat: Érzékenységvizsgálat

		TV g				
		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
TV WACC	7,5%	13 620,30	14 187,42	14 960,78	16 077,85	17 833,24
	8,0%	13 403,85	13 899,54	14 560,47	15 485,77	16 873,72
	8,3%	13 275,31	13 731,17	<b>14 331,07</b>	15 156,08	16 362,17
	9,0%	13 043,10	13 431,74	13 931,42	14 597,66	15 530,40
	9,5%	12 891,21	13 239,12	13 679,80	14 256,08	15 041,92

16. ábra: CAPEX várható alakulása az alapmodellben

## CAPEX



Forrás: saját becslés

## 12.2. „Lecsatlakozás” scenárió

A pesszimista scenárióban azt feltételeztem, hogy a romániai projekteknel az E-Star által becsült, a távfűtési rendszerre visszacsatlakozó lakások száma nem fog teljesülni. A modellben ezek 80%-ával számoltam, vagyis Zilahon 4.000, Marosvásárhelyen 12.000, Gyergyószentmiklóson pedig 3.920 lakás csatlakozik vissza. Ezenkívül ebben a modellben az alapscenárióban szereplő további új projekteknel is csak az árbevétel 80%-ával kalkuláltam.

11. táblázat: „Lecsatlakozás” scenárió, finanszírozási szerkezet

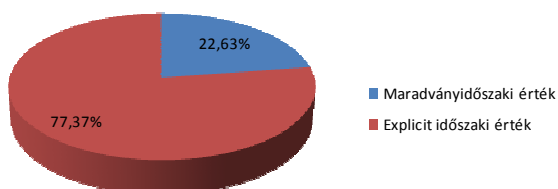
	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
D	66,4%	68,0%	66,1%	67,2%	62,1%
E	33,6%	32,0%	33,9%	32,8%	37,9%

A pesszimista modell alapján 2012 év elejére az E-Star részvényeinek célára **8.488,31 Ft**, ami 30%-kal van a jelenlegi (2011.04.29.) piaci ár alatt.

12. táblázat: DCF, „pesszimista” scenárió

	2011	2012	2013	2014	2015	...	TV
Árbevétel	13 232 835	17 217 476	25 330 714	28 163 660	32 623 660		
növekedés	67,60%	30,11%	47,12%	11,18%	15,84%		
EBIT	3 491 658	2 997 089	4 788 347	5 497 896	7 026 334		
EBIT margin	26,4%	17,4%	18,9%	19,5%	21,5%		
Adó	644 309	551 183	864 269	993 651	1 264 565		
NOPLAT	2 847 349	2 445 906	3 924 078	4 504 245	5 761 768		4 017 858
NOPLAT g		-14,10%	60,43%	14,78%	27,92%		2,00%
DIC	6 189 375	5 929 703	6 310 743	6 385 133	5 433 843		-500000
FCFF	<b>-3 342 026</b>	<b>-3 483 797</b>	<b>-2 386 666</b>	<b>-1 880 888</b>	<b>327 925</b>		<b>4 517 858</b>
PV(FCFF)	29 209 077	35 170 696	41 881 435	48 257 641	54 966 510		71528591,46
NOA	264 657	344 350	506 614	563 273	652 473		
V	29 473 733	35 515 046	42 388 049	48 820 914	55 618 983		
D	10 800 589	14 921 039	18 288 290	22 768 818	24 078 106		
E (fordulónapi)	18 673 144						
részvények száma	2 400						
Részvényár (fordulónap)	7 780,48						
Részvényár (2012 év eleje)	<b>8 488,31</b>						

17. ábra: Értékkeremtés



13. táblázat: Érzékenységvizsgálat

		TV g				
		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
TV WACC	7,5%	7 921,67	8 367,59	8 975,66	9 853,99	11 234,22
	8,0%	7 751,82	8 141,62	8 661,36	9 389,00	10 480,45
	8,3%	7 654,96	8 014,68	<b>8 488,31</b>	9 140,11	10 093,95
	9,0%	7 468,73	7 774,43	8 167,46	8 691,51	9 425,17
	9,5%	7 349,54	7 623,23	7 969,90	8 423,24	9 041,43

### 12.3. „Terjeszkedés” scenárió

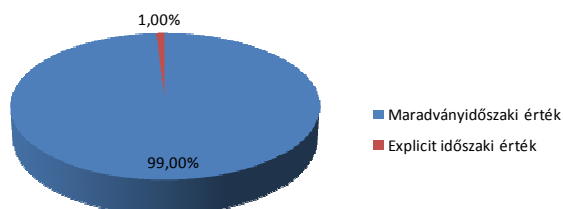
Az optimista scenárióban 2015-ig határoztam meg az explicit időszakot és ezután a maradványidőszakban a NOPLAT 4%-os növekedésével kalkuláltam. E mögött az a feltételezés áll, hogy a cég az „alapszenárióhoz” képest képes lesz újabb projekteket végrehajtani a jövőben és sikerül meghosszabbítani a lejáró hosszú távú szerződéseket.

Ebben a modellben a 2012. év elejére szóló célár **21.849,25 Ft** egy E-Star részvényre. Ez több, mint 80%-os potenciált jelent a jelenlegi (2011.04.29.) árhoz képest.

14. táblázat: DCF, „optimista” scenárió

	2011	2012	2013	2014	2015	TV
Árbevétel	14 531 000	19 458 336	29 508 724	34 097 120	39 762 120	42 811 875
növekedés	84,04%	33,91%	51,65%	15,55%	16,61%	7,67%
EBIT	2 485 046	3 480 191	5 730 855	6 895 747	8 850 837	9 204 553
EBIT margin	17,1%	17,9%	19,4%	20,2%	22,3%	21,50%
Adó	455 006	634 832	1 025 064	1 231 191	1 573 812	1 636 708
NOPLAT	2 030 040	2 845 360	4 705 791	5 664 557	7 277 025	7 567 845
NOPLAT g		40,16%	65,38%	20,37%	28,47%	4,00%
DIC	4 528 483	7 499 467	6 284 191	6 409 856	5 593 426	1 315 337
FCFF	-2 498 443	-4 654 107	-1 578 401	-745 300	1 683 599	6 252 509
PV(FCFF)	56 788 537	64 386 232	74 955 343	83 683 681	92 816 656	100 610 545
NOA	290 620	389 167	590 174	681 942	795 242	
V	57 079 157	64 775 399	75 545 517	84 365 623	93 611 898	
D	9 013 705	14 213 068	16 354 181	18 989 003	17 894 221	
E (fordulónapi)	48 065 452					
részvények száma	2 400					
Részvényár (fordulónap)	20 027,27					
Részvényár (2012 év eleje)	21 849,25					

18. ábra: Értékteremtés



15. táblázat: Érzékenységvizsgálat

		TV g				
		2,0%	3,0%	4,0%	5,0%	6,0%
TV WACC	11,2%	12 004,86	14 588,49	17 889,79	22 256,02	28 301,58
	10,8%	12 872,71	15 700,10	19 359,06	24 279,74	31 250,71
	10,2%	14 304,60	17 561,51	21 867,18	27 825,38	36 613,42
	9,8%	15 431,76	19 051,27	23 918,88	30 814,67	41 339,81
	9,2%	17 308,40	21 580,87	27 496,59	36 229,32	50 420,01

### 13. Szorzószámok értékelés

Összehasonlító szorzószámok elemzést nem feltétlenül szerencsés készíteni az E-Star tekintetében a részvények fair értékének meghatározására, hiszen nincs olyan tőzsdei cég, amely hasonló főtevékenységet végző ESCO társaság lenne.

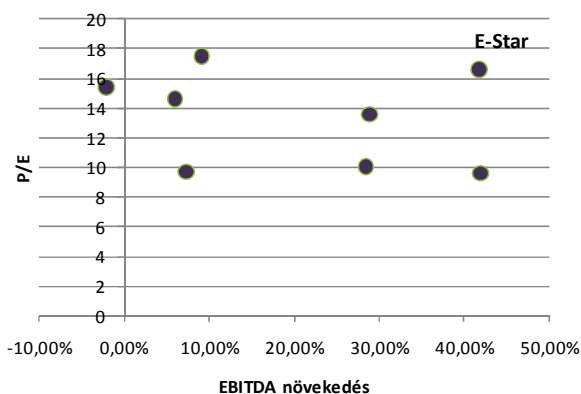
Ezért én is csak relatív összehasonlításra használom egy általam kialakított peer group mutatószámait.

Az E-Star számára az európai energiahatékonysággal foglalkozó közszolgáltató cégek jelenthetik a megfelelő összehasonlító csoportot. Európában azonban nem nagyon találni olyan közszolgáltató céget, amelynek az energiahatékonyság növelése lenne a fő tevékenysége. További nehézséget jelent az összehasonlításnál az, hogy Európában a hasonló profilú cégek érettebb piacon működnek és jóval nagyobb méretűek, melyek növekedése pont ezért jelentősen elmarad az E-Star növekedésétől.

Az alábbi adatokból látszik, hogy a kialakított peer group tagjai nem felelnek meg a „kockázat-növekedés-jövedelmezőség” hármas kritérium rendszernek, ami a korábban említett okok miatt van így. Pont ezért nem számoltam az összehasonlító csoport árazási mutatóiból egy fair értéket az E-Star részvények árára. A felsorolt cégek adatait csak viszonyításra használtam, de azt is csak óvatosan, messzemenő következtetések levonása nélkül az összehasonlítási kritériumok magas szóródása miatt.

Annyi azonban talán megállapítható, hogy az E-Star P/E alapon jelenleg felül van árazva ezekhez a cégekhez képest.

16. táblázat: P/E és EBITDA növekedés



17. táblázat: Peer cégek adatai

Peer cég	Piaci kapitalizáció (millió euró)	ROE	EBITDA növekedési ütem	P/E 2011
A2A (ITA)	3 823	8,57%	-2,15%	15,39
YIT oyj (FIN)	2 658	16,72%	28,82%	13,58
MVV Energie AG (GER)	1 813	13,23%	9,11%	17,52
MITIE Group (GBR)	852	18,36%	7,29%	9,71
City Service AB (LIT)	88	20,80%	41,90%	9,6
Imtech (NED)	2 233	21,43%	6%	14,6
Iren SpA (ITA)	1 649	9,22%	28,45%	10,05
<b>E-Star</b>	<b>111</b>	<b>44,18%</b>	<b>41,71%</b>	<b>16,59</b>

## **14. Kockázatok**

### **14.1. Visszacsatlakozók száma**

Romániában a lakosság nagy része a szolgáltatás minőségének romlása miatt levált a távfűtési rendszerről. Ezért a romániai projektek legnagyobb kockázata az, hogy a szolgáltatás javítása miatt a visszalépők száma eléri-e a társaság becsléseit. Mivel jelenleg a román projektek az E-Star működésének kulcs tényezői, ezért ez fontos kérdés a társaság sikeres működését tekintve.

A cég azonban a román piacra való belépés előtt kérdőíves felmérést végzett a lakosság körében az esetleges visszacsatlakozási szándékról, ami biztató eredményeket mutatott. Továbbá a visszacsatlakozást ösztönzi az érvényben lévő román törvény is, ami kimondja, hogy aki nem csatlakozik vissza a távfűtési rendszerre, annak büntető díjat kell fizetnie a távfűtési rendszer ebből adódó veszteségei miatt.

### **14.2. Szabályozási kockázat**

Az E-Star távfűtési tevékenységéből adódóan erősen ki van téve a szabályozási rendszer változásának. A villamosenergia és gázár szabályozás hatással lehet a cég üzleti modelljére.

### **14.3. Nemfizetési kockázat**

A cég számos önkormányzattal és lakossági vevővel van kapcsolatban. Az ügyfelek száma az új romániai projektekkel tovább nő, így a nemfizetési kockázat is. Azonban eddig a vevők fizetési fegyelmeivel nem volt probléma és az első romániai fűtési szezon tapasztalatai alapján az ottani lakossági és önkormányzati vevők sem jelentenek majd nagyobb beszedési kockázatot. Ráadásul az E-Star a követeléseit egy faktorcégnek értékesíti körülbelül 95%-os áron.

### **14.4. Finanszírozási kockázat**

Az új projektek az első néhány évben magas beruházási igénnyel járnak, így a megvalósításuk erősen függ a finanszírozási források megszerzésétől. A cég 2010 szeptemberében 10 milliárd forintos kötvényprogramot hirdetett meg, aminek az első szakasza 67%-os túljegyzéssel végződött. Azonban a magánnyugdíj-pénztárak kiesése után a későbbi jegyzések már nem voltak ilyen sikeresek. Kérdéses a program további sikeressége, így a futó és új projektek finanszírozása.

Ennek ellenére a cég a korábbi projektfinanszírozásról vállalatfinanszírozásra tér át, ami előnyös a projektek finanszírozásának tekintetében. Ez meggyorsítja az új projektek indításának lehetőségét.

#### **14.5. Politikai kockázat**

Az E-Star Magyarországon több, mint 40 önkormányzattal áll kapcsolatban. Az önkormányzatok működését politikai megfontolások is befolyásolják, így a cég működésénél a politikai kockázatokat is figyelembe kell venni.

Kockázatot hordoz a lehetséges önkormányzati reform hatása a fennálló önkormányzati rendszerre.

Ezenkívül a 3 új romániai projekt sikeressége a magyar-román politikai viszony miatt is hordoz kockázatokat.

#### **14.6. Likviditási kockázat**

A Budapesti Értéktőzsde alacsony likviditása szintén kockázatot jelent az E-Star részvényeire, hiszen a külföldi befektetők számára ez visszatartó erő lehet.

Pozitív esemény volt a likviditás tekintetében, hogy az E-Star 2010 októberében bekerült a BUX kosárba, ami megnövelte a részvények iránti keresletet, hiszen az indexet benchmarkként használó alapoknak tartaniuk kell a részvényekből.

2011 áprilisában az E-Star részvények visszakerültek a likvid papírok listájára a BÉT-en, ami azért fontos, mert tőkepiaci törvény szerint csak a likvid papírok listáján szereplő részvények esetében haladhatja meg az értékpapírok súlya a befektetési alapok portfóliójának 10%-át.

#### **14.7. Árfolyamkockázat**

A cég a külföldi projektjei miatt árfolyamkockázattal néz szembe. Ez a finanszírozási források és a bevételek eltérő devizaneméből fakad. A további külföldi terjeszkedést figyelembe véve az E-Star törekszik a külföldi forrásszerzésre (kötvényprogram kiterjesztésére Lengyelországba). Ezenkívül célja a társaságnak hogy egy refinanszírozást követően a hitelek minimum 50%-a euróban álljon majd rendelkezésére.

## Mellékletek

## 1.számú melléklet: Mérleg

MÉRLEG (e. Ft)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Tárgyi eszközök	4 207 337	2 078 332	4 830 113	7 693 668	13 457 714	20 225 554	26 549 600	31 662 482	36 350 606
Bef. célú ingatlanok	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Immateriális javak	565	7 971	14 330	2 282 628	2 282 628	3 000 000	3 000 000	4 000 000	4 000 000
Társult váll-ban lévő részesedés	0	0	400	667	667	667	667	667	667
Egyéb részesedés	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Goodwill	19 528	19 201	22 034	20 846	20 846	20 846	20 846	20 846	20 846
Hosszú lejáratú köv.	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Halasztott adó	0	0	15 505	22 523	22 523	22 523	22 523	22 523	22 523
<b>Befektetett eszközök</b>	<b>4 227 430</b>	<b>2 105 504</b>	<b>4 882 382</b>	<b>10 020 332</b>	<b>15 784 378</b>	<b>23 269 590</b>	<b>29 593 636</b>	<b>35 706 518</b>	<b>40 394 642</b>
Készletek	52 637	370 860	20 774	240 884	282 530	378 334	573 747	662 960	773 107
Vevő	557 728	1 282 226	621 943	4 169 781	2 906 200	3 891 667	5 901 745	6 819 424	7 952 424
Egyéb köv.	0	5 679	193 623	78 087	143 714	192 447	291 847	337 227	393 255
AIE	421 104	790 947	944 656	1 190 864	1 100 000	1 016 069	938 542	866 930	800 783
Forgatási célú ép.	184	39 184	7 050	460 761	0	0	0	0	0
Pénzeszközök és egyenértékes	93 119	86 965	146 557	1 312 989	726 550	972 917	1 475 436	1 704 856	1 988 106
Forgóeszközök	<b>1 124 772</b>	<b>2 575 861</b>	<b>1 934 623</b>	<b>7 453 366</b>	<b>5 158 995</b>	<b>6 451 434</b>	<b>9 181 317</b>	<b>10 391 398</b>	<b>11 907 675</b>
<b>Eszközök összesen</b>	<b>5 352 202</b>	<b>4 681 365</b>	<b>6 817 005</b>	<b>17 473 698</b>	<b>20 943 373</b>	<b>29 721 024</b>	<b>38 774 953</b>	<b>46 097 916</b>	<b>52 302 316</b>
Jegyzett tőke	20 000	20 000	24 000	24 000	26 000	28 000	30 000	30 000	30 000
Tőketartalék	0	0	1 096 000	1 096 000	1 096 000	1 096 000	1 096 000	1 096 000	1 096 000
Eredménytartalék	367 325	841 549	1 430 154	2 876 178	4 773 178	6 839 532	10 601 571	14 167 341	20 619 453
Értékelési tartalék	2 151 749	0	0	0	0	0	0	0	0
Külső tul. részesedése	16 742	4 647	1 316	-5 474	0	0	0	0	0
Saját tőke	<b>2 555 816</b>	<b>866 196</b>	<b>2 551 470</b>	<b>3 990 704</b>	<b>5 895 178</b>	<b>7 963 532</b>	<b>11 727 571</b>	<b>15 293 341</b>	<b>21 745 453</b>
Hosszú lejáratú hitel, kölcsön	1 721 151	1 914 322	2 076 706	6 559 536	540 255	6 838 144	8 229 617	18 893 859	17 282 327
<i>Kötvényprogramból</i>					<i>8 000 000</i>	<i>8 000 000</i>	<i>8 000 000</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Tulajdonosi kölcsön	0	0	722 259	0	0	0	0	0	0
Céltartalék	722	1 952	0	17 339	17 339	17 339	17 339	17 339	17 339
Halasztott adó	25 045	26 635	213 740	265 148	265 148	265 148	265 148	265 148	265 148
Egyéb hosszú lej. Köt.	0	1 427	10 843	747 206	0	0	0	0	0
<b>Hosszú lejáratú köt.össz.</b>	<b>1 746 918</b>	<b>1 944 336</b>	<b>3 023 548</b>	<b>7 589 229</b>	<b>8 822 742</b>	<b>15 120 631</b>	<b>16 512 104</b>	<b>19 176 346</b>	<b>17 564 814</b>
Szállító	581 061	1 072 633	519 919	4 240 624	4 573 933	5 837 501	8 483 758	9 376 708	9 940 530
Egyéb köt.	0	0	119 840	54 984	0	0	0	0	0
Kapcsolt váll. szembeni köt.	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Rövid lej. hitel	258 606	481 350	471 814	1 146 637	1 200 000	347 840	1 600 000	1 800 000	2 600 000
PIE	209 801	316 850	130 414	451 520	451 520	451 520	451 520	451 520	451 520
<b>Rövid lejáratú kötelezettség</b>	<b>1 049 468</b>	<b>1 870 833</b>	<b>1 241 987</b>	<b>5 893 765</b>	<b>6 225 453</b>	<b>6 636 861</b>	<b>10 535 278</b>	<b>11 628 228</b>	<b>12 992 050</b>
<b>Források összesen</b>	<b>5 352 202</b>	<b>4 681 365</b>	<b>6 817 005</b>	<b>17 473 698</b>	<b>20 943 373</b>	<b>29 721 024</b>	<b>38 774 953</b>	<b>46 097 916</b>	<b>52 302 316</b>

## 2.számú melléklet: Eredmény kimutatás

Eredmény kimutatás (e. Ft)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Értékesítés nettó árbevétele	1 873 421	3 019 405	3 910 906	7 895 392	14 531 000	19 458 336	29 508 724	34 097 120	39 762 120
Értékesítés költségei (ELÁBÉ)	1 034 836	1 719 897	1 783 406	4 734 457	7 910 854	10 593 355	16 064 909	18 562 888	21 646 983
<b>Bruttó eredmény</b>	<b>838 585</b>	<b>1 299 508</b>	<b>2 127 500</b>	<b>3 160 935</b>	<b>6 620 146</b>	<b>8 864 981</b>	<b>13 443 815</b>	<b>15 534 232</b>	<b>18 115 137</b>
Anyagköltség	78 520	149 055	106 088	83 390	365 915	467 000	678 701	750 137	795 242
Személyi jellegű ráfordítások	49 146	145 122	121 620	324 146	1 207 518	1 541 100	2 239 712	2 475 451	2 624 300
Igénybevett szolgáltatások	131 753	201 731	350 054	591 414	2 085 713	2 661 900	3 868 594	4 275 779	4 532 882
Egyéb bev. és ráf., nettó	4 925	-8 228	74 533	70 855	0	0	0	0	0
Működési költségek	264 344	487 680	652 295	1 069 805	3 659 146	4 670 001	6 787 007	7 501 366	7 952 424
<b>EBITDA</b>	<b>574 241</b>	<b>811 828</b>	<b>1 475 205</b>	<b>2 091 100</b>	<b>2 961 000</b>	<b>4 194 980</b>	<b>6 656 808</b>	<b>8 032 866</b>	<b>10 162 713</b>
Amortizáció	94 659	139 857	187 951	294 206	475 954	714 789	925 954	1 137 119	1 311 876
<b>EBIT</b>	<b>479 582</b>	<b>671 971</b>	<b>1 287 254</b>	<b>1 796 894</b>	<b>2 485 046</b>	<b>3 480 191</b>	<b>5 730 855</b>	<b>6 895 747</b>	<b>8 850 837</b>
Pénzügyi bev./ráf	-121 932	-129 944	-188 405	-69 084	-304 259	-1 413 838	-1 968 816	-3 329 977	-2 398 726
Társult vállalkozás eredménye	0	0	0	-583	0	0	0	0	0
<b>Adózás előtti eredmény</b>	<b>357 650</b>	<b>542 027</b>	<b>1 098 849</b>	<b>1 727 227</b>	<b>2 180 787</b>	<b>2 066 354</b>	<b>3 762 039</b>	<b>3 565 770</b>	<b>6 452 111</b>
Külső tulajdonosi részesedés	-10 594	12 095	4 951	19 913	0	0	0	0	0
Adóráfördítés	62 318	79 896	297 837	289 531	0	0	0	0	0
<b>Nettó eredmény</b>	<b>284 738</b>	<b>474 224</b>	<b>801 012</b>	<b>1 437 696</b>	<b>1 897 000</b>	<b>2 066 354</b>	<b>3 762 039</b>	<b>3 565 770</b>	<b>6 452 111</b>
Osztalék	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Mérleg Szerinti Eredmény</b>	<b>284 738</b>	<b>474 224</b>	<b>801 012</b>	<b>1 437 696</b>	<b>1 897 000</b>	<b>2 066 354</b>	<b>3 762 039</b>	<b>3 565 770</b>	<b>6 452 111</b>

## 3.számú melléklet: Pénzügyi elemzés

Pénzügyi elemzés	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>Forgási mutatók</b>								
<i>Vevők forgása</i>	2,35	6,29	1,89	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
<i>Készletek forgása</i>	0,79	10,96	1,69	5,57	5,31	5,09	4,87	4,42
<i>Eszközök forgása</i>	0,64	0,57	0,45	0,69	0,65	0,76	0,74	0,76
<b>Jövedelmezőség</b>								
<i>EBITDA margin</i>	26,89%	37,72%	26,49%	20,38%	21,56%	22,56%	23,56%	25,56%
<i>EBIT margin</i>	22,26%	32,91%	22,76%	17,10%	17,89%	19,42%	20,22%	22,26%
<i>Nettó eredmény hányad</i>	15,71%	20,48%	18,21%	13,05%	10,62%	12,75%	10,46%	16,23%
<i>ROA</i>	8,86%	17,11%	21,09%	10,86%	9,87%	12,66%	9,20%	14,00%
<i>ROE</i>	18,55%	92,47%	56,35%	47,54%	35,05%	47,24%	30,41%	42,19%
<b>Tőkeáttételi mutatók</b>								
<i>Idegen tőke aránya</i>	81,50%	62,57%	77,16%	71,85%	73,21%	69,75%	66,82%	58,42%
<i>D/E</i>	440,45%	167,18%	337,86%	255,26%	273,21%	230,63%	201,42%	140,52%
<b>Likviditási mutatók</b>								
<i>Kamatfedezet</i>	5,17	6,83	26,01	8,17	2,46	2,91	2,07	3,69
<i>Likviditási ráta</i>	1,38	1,56	1,26	0,83	0,97	0,87	0,89	0,92
<i>Likviditási gyorsráta</i>	0,27	0,14	0,34	0,16	0,20	0,19	0,20	0,21
<i>Pénzeszközök aránya</i>	1,86%	2,15%	7,51%	3,47%	3,27%	3,81%	3,70%	3,80%
<b>Egy részvényre jutó adatok (Ft)</b>								
<i>EPS</i>	237,11	333,76	599,04	729,62	737,98	1254,01	1188,59	2150,70
<i>DPS</i>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<i>BVPS</i>	433,10	1063,11	1662,79	2267,38	2844,12	3909,19	5097,78	7248,48

## Források

1. <http://www.eh.gov.hu/home/html/index.asp?msid=1&sid=0&lng=1&hkl=153>,  
letöltve: 2011.04.07.
2. <http://energiainfo.hu/index.php?par=&option=news&id=23907>, letöltve: 2011.04.21.
3. [http://www.naplo-online.hu/naplo\\_szalon/20110415\\_soos\\_csaba](http://www.naplo-online.hu/naplo_szalon/20110415_soos_csaba), letöltve: 2011.04.17.
4. Figyelő, 2011. április 21./16. szám – Ács Gábor: Egy hibátlan sztori
5. Figyelő, 2011. április 21./16. szám – Szaggatott színátmenet
6. E-Star: <http://www.e-star.hu/>
7. <http://www.energiainfo.hu/>
8. Portfolio.hu: Beindult az RFV – Meddig tarthat a lendület  
(<http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=144589>, letöltve: 2011.02.26.)
9. Portfolio.hu: Szakmai nagyágyúk az RFV vezetésében  
(<http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=144882>, letöltve: 2011.02.08.)