



## Közepes cégek a BÉT-en

Hol van a sztori?

Budapest, 2011. szeptember 13.

Szentirmai Péter  
részvényelemző

# Miért látunk lehetőséget a kis- és közepes cégekben?

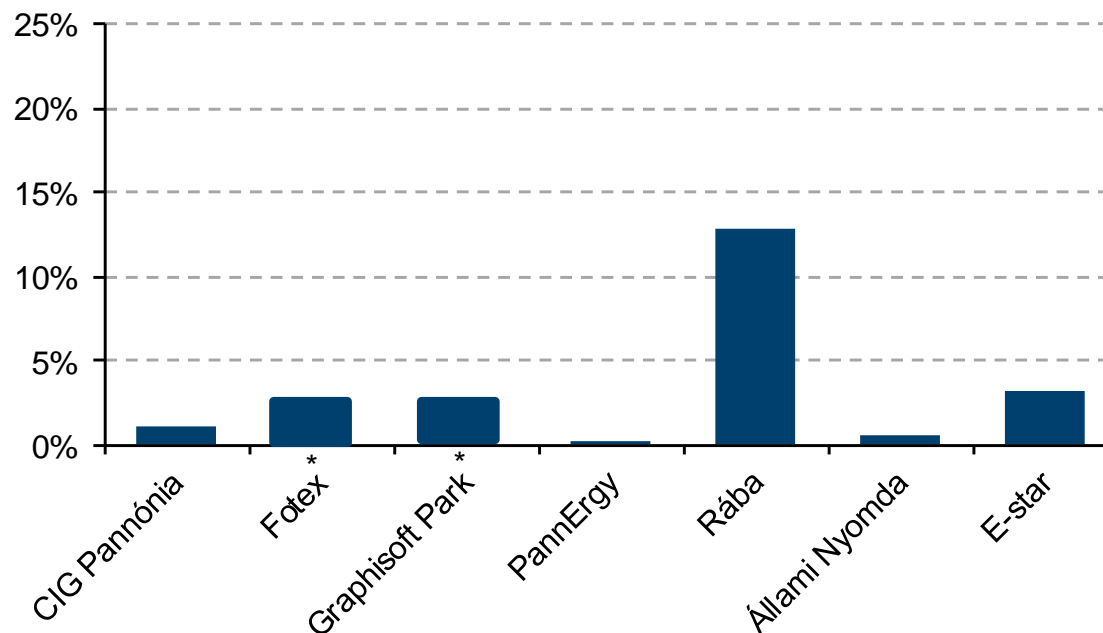
- **Gazellák:**
  - dinamikusak,
  - mozgékonyak,
  - ízletes csemege a nagyvadaknak



# Miért látunk lehetőséget a kis- és közepes cégekben?

- **Nyugdíjpénztári vagyon államosítása:**
  - negatív árfolyam-hatáson nagyrészt túl vagyunk

## Állami tulajdonrész a cégekben



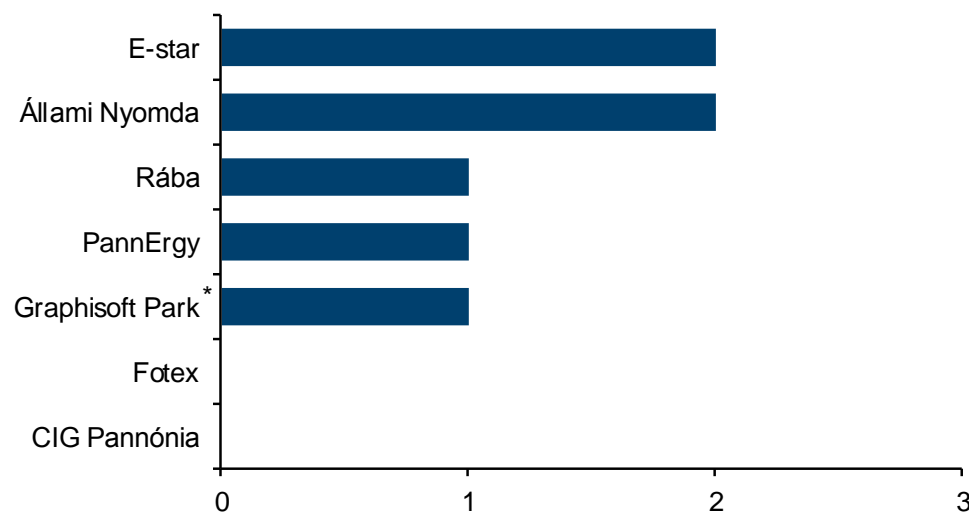
\*5% alatti állami részesedés (pontos értékek nem ismertek)

Forrás: CIG Pannónia, Állami Nyomda, E-Star, BÉT, KBC Securities

# Miért látunk lehetőséget a kis- és közepes cégekben?

- Gyenge elemzői lefedettség

Közepes cégek elemzői lefedettsége (kivéve KBC)



\*utololjára frissítve: 2010. február

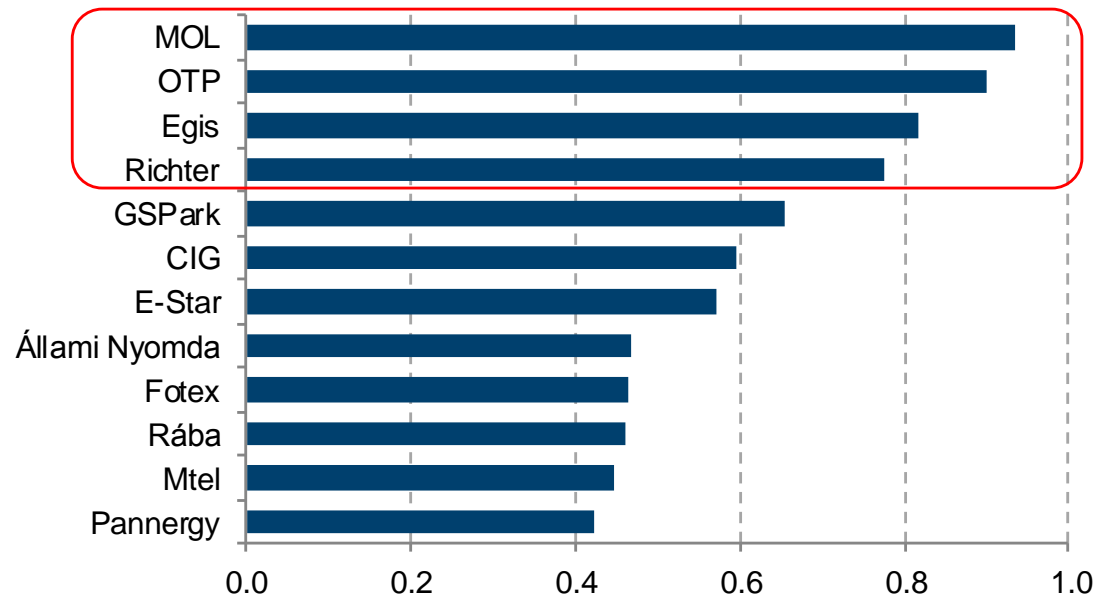
Forrás: Bloomberg, KBC Securities

- **KBC:** a teljes midcap univerzum lefedése a cél

# Miért látunk lehetőséget a kis- és közepes cégekben?

- Kevésbé korrelálnak a BUX index-szel: diverzifikáció

Meghatározó BÉT papírok korrelációja az index-szel



\* 2008.01.01 - 2011.09.06

Forrás: Bloomberg, KBC Securities

# KBC Securities

## No barriers



Ideje lesz komolyan venni

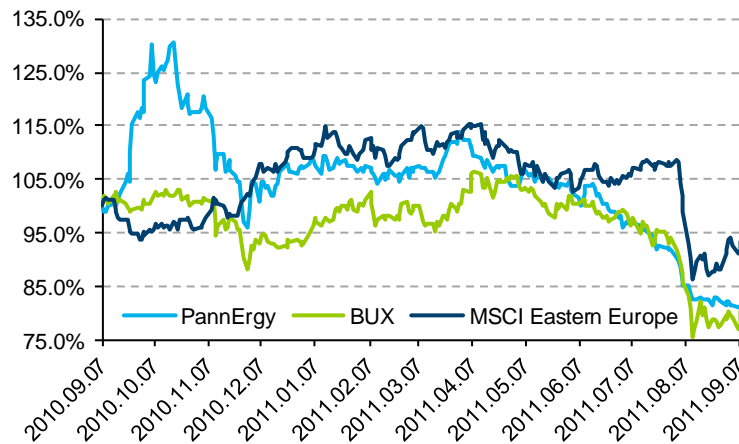
Jelenlegi piaci ár\*: 680 Ft

KBC fair érték: 960 Ft

Felértékelődési potenciál: 41%

\*2011.09.09

PannErgy versus BUX, MSCI EE



Forrás: Bloomberg, KBC Securities

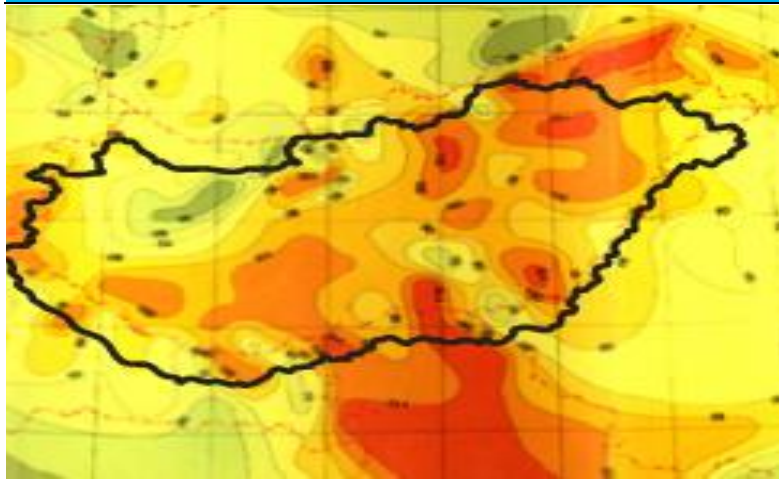


- (+)** Tisztán megújuló üzleti modell
- (+)** Kiemelkedő jövedelmezőség
- (+)** Stabil finanszírozás
- (-)** Nagy kockázatok a megvalósításban

## „Megújuló” üzleti modell

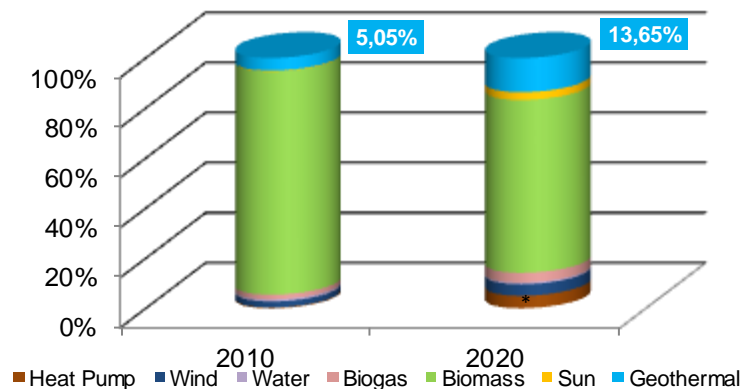
- EU megújuló energia irányelv: 20% - 20% - 20%
- Magyarország által vállalt megújuló részarány: 14.65%
- Elérhető támogatások: geotermikus hőhasznosítás (távfűtés)

Magyarország geotermiku hőterképe



Forrás: PannErgy, KBC Securities

Megújuló energia felhasználás Magyarországon



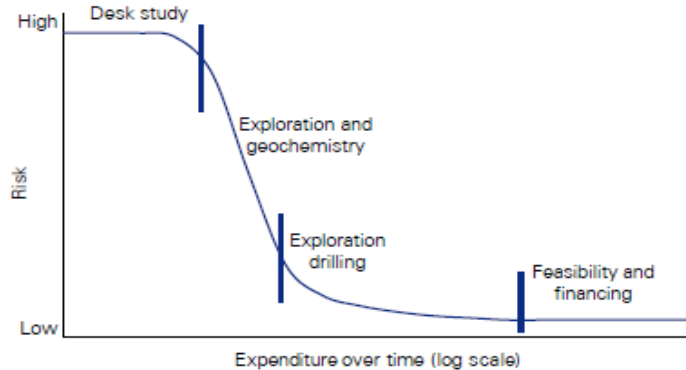
\* Magyarország Megújuló Energia Hasznosítás Cselekvési Terv 2020

Forrás: MEH, KBC Securities

## Kiemelkedő jövedelmezőség

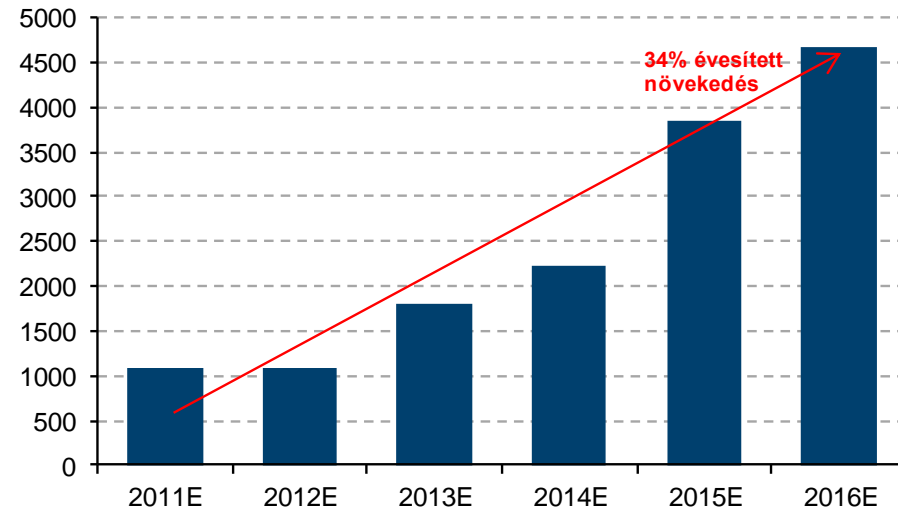
- A geotermikus projektek EBITDA-szintje kiemelkedően magas

### A geotermikus projektek tipikus kockázat-kiadás jellemzői



Forrás: KPMG

### Az EBITDA várható felfutása az alap scenárióban

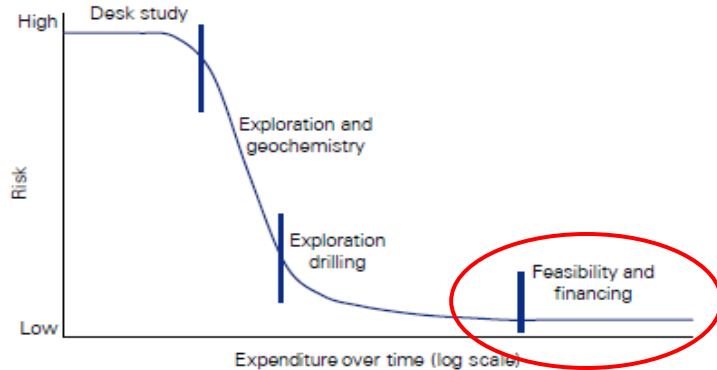


Forrás: PannErgy, KBC Securities

## Kiemelkedő jövedelmezőség

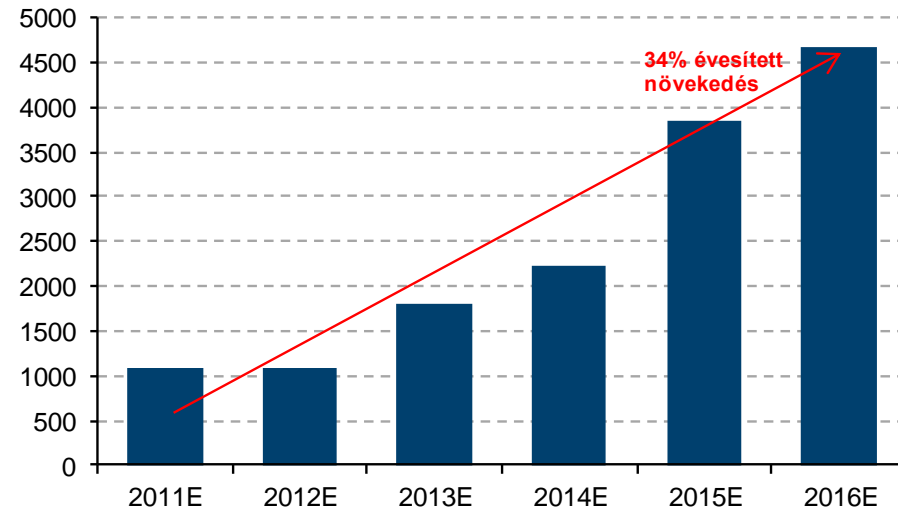
- A geotermikus projektek EBITDA-szintje kiemelkedően magas

A geotermikus projektek tipikus kockázat-kiadás jellemzői



Forrás: KPMG

Az EBITDA várható felfutása az alap scenárióban

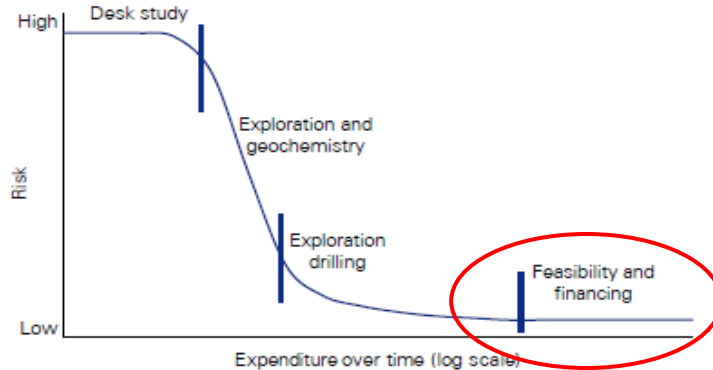


Forrás: PannErgy, KBC Securities

## Kiemelkedő jövedelmezőség

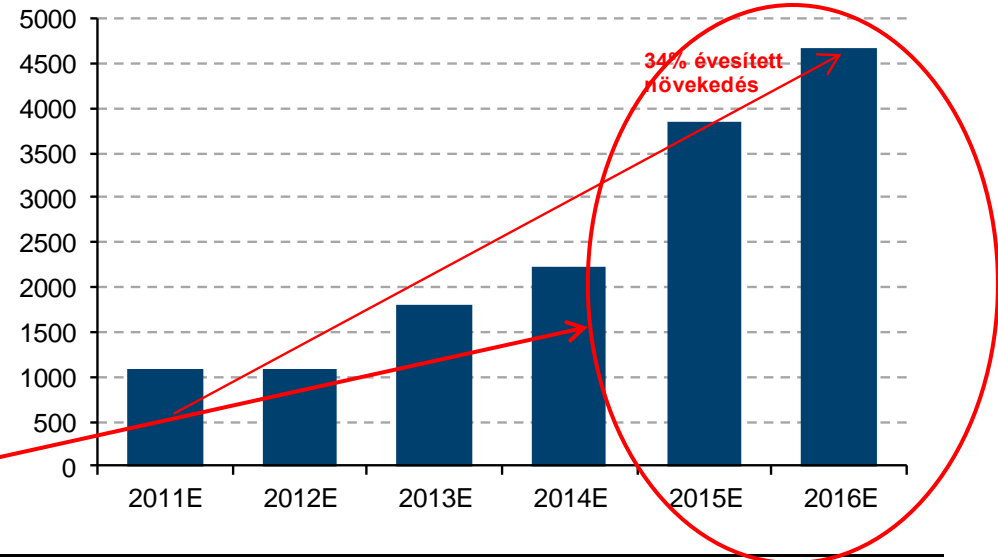
- A geotermikus projektek EBITDA-szintje kiemelkedően magas

A geotermikus projektek tipikus kockázat-kiadás jellemzői



Forrás: KPMG

Az EBITDA várható felfutása az alap scenárióban



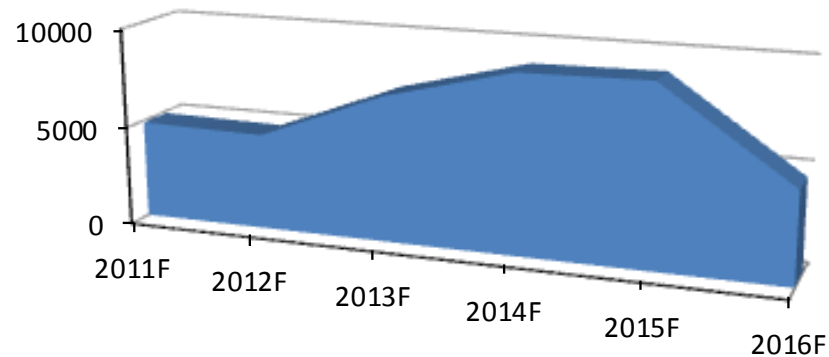
Forrás: PannErgy, KBC Securities

# PannErgy – ideje lesz komolyan venni

## Stabil finanszírozás

- **EIB hitelkeret:** 110 millió €
- **Pannunion eladás:** várható bevétel 5.4 milliárd forint
- **További források:** Synergon részesedés, ingatlan vagyon, saját részvények

Teljes beruházás (millió HUF)

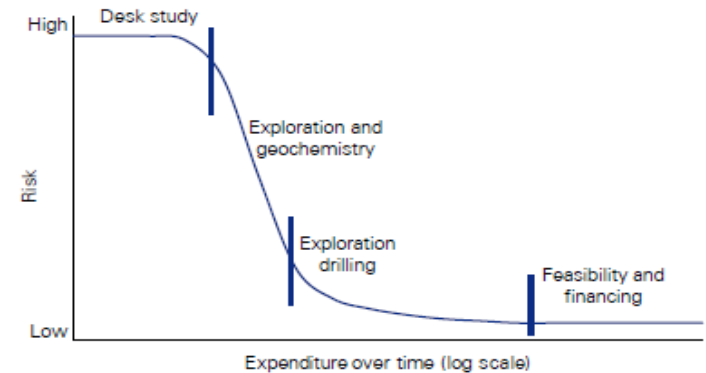


Forrás: PannErgy, KBC Securities

## Kockázatok a megvalósításban

- Fúrások
- Pannunion tranzakció pénzügyi zárása
- Hol állunk most?
  - Szentlőrinc
  - Berekfürdő
  - Gödöllő
  - Hogyan tovább?!

A geotermikus projektek tipikus kockázat-kiadás jellemzői



Forrás: KPMG

Geotermikus fúrás



# KBC Securities

## No barriers



## Készen áll a kitörésre

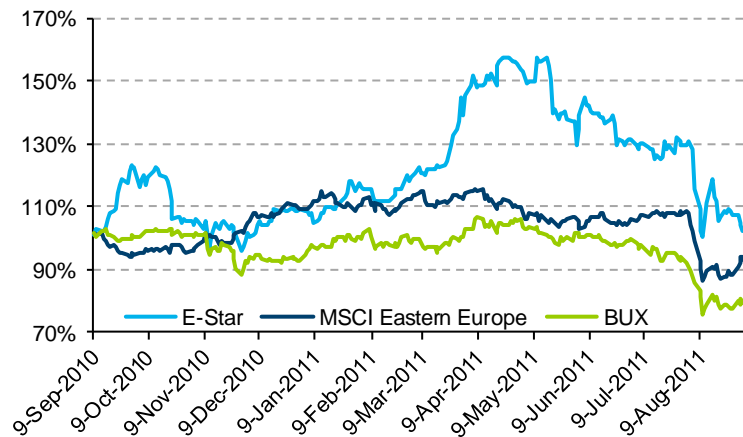
Jelenlegi piaci ár\*: 7,700 Ft

KBC fair érték: 14,600 Ft

Felértékelődési potenciál: 90%

\*2011.09.09

E-Star versus BUX, MSCI EE



Forrás: Bloomberg, KBC Securities



**(+)** Jó üzleti modell

**(+)** Erőteljes eredmény növekedés

**(=)** Finanszírozás megoldva

**(-)** Túl nagy falat lesz Lengyelország?

## Jó üzleti modell

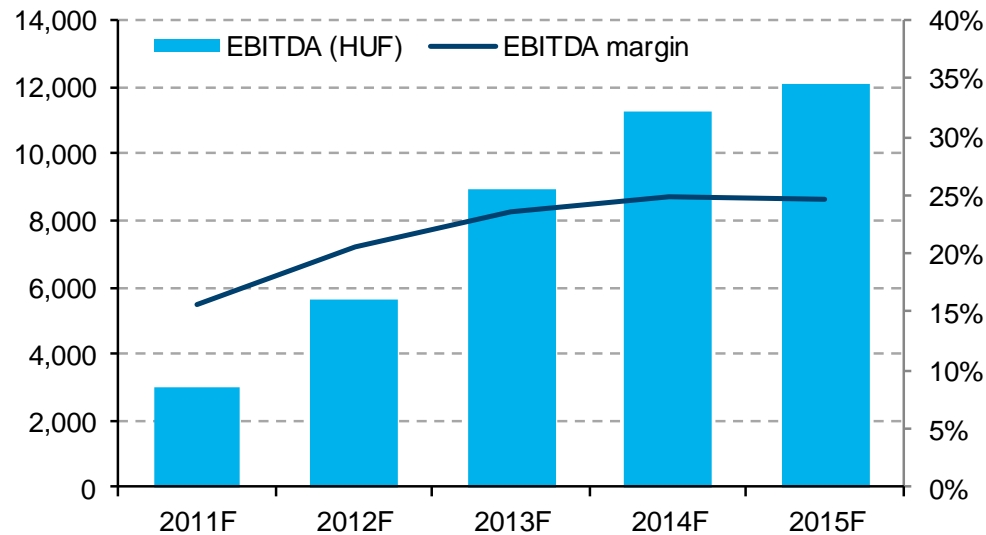
- Energia megtakarítás elérése („win-win” szituáció)
- Hosszú távú szerződések
- Megújuló energia lehetőségek



## Masszív EBITDA növekedés

- Hatékonyság javulással párhuzamosan a projektek eredmény-termelő képessége is javul

Az EBITDA várható felfutása



Forrás: E-Star, KBC Securities

## Finanszírozás

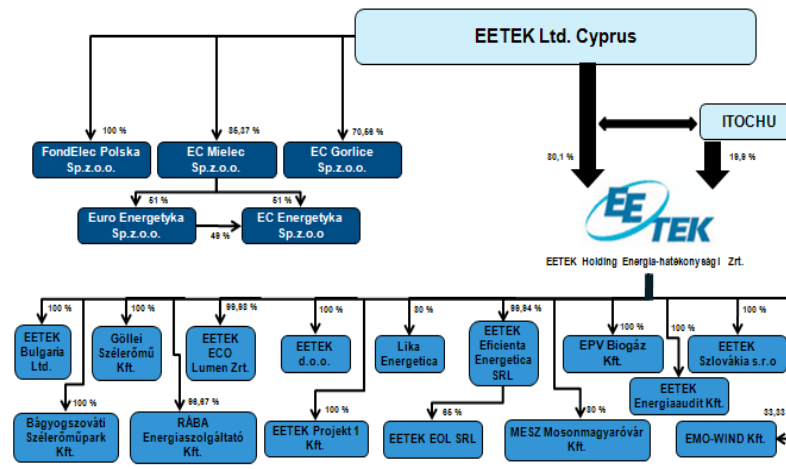
- 10 milliárdos kötvényprogram lezárva
- Banki hitelekkel refinanszírozható akvizíció
- Mi jöhet még? (lengyel kötvény)



## Akvízió körüli problémák

- Finanszírozási nehézségek
- „non-sexy” projektek lezárása

### Az EETEK cégcsoport átszervezés előtt



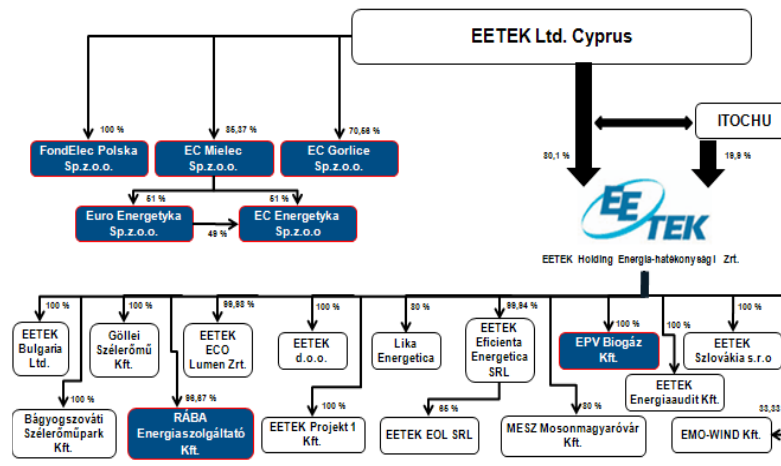
Forrás: E-Star, KBC Securities

## Akvizíció körüli problémák

- Finanszírozási nehézségek
- „non-sexy” projektek lezárása



### Az EETEK cégcsoport átszervezés után



Forrás: E-Star, KBC Securities

# KBC Securities

No barriers



ÁLLAMI NYOMDA  
STATE PRINTING COMPANY

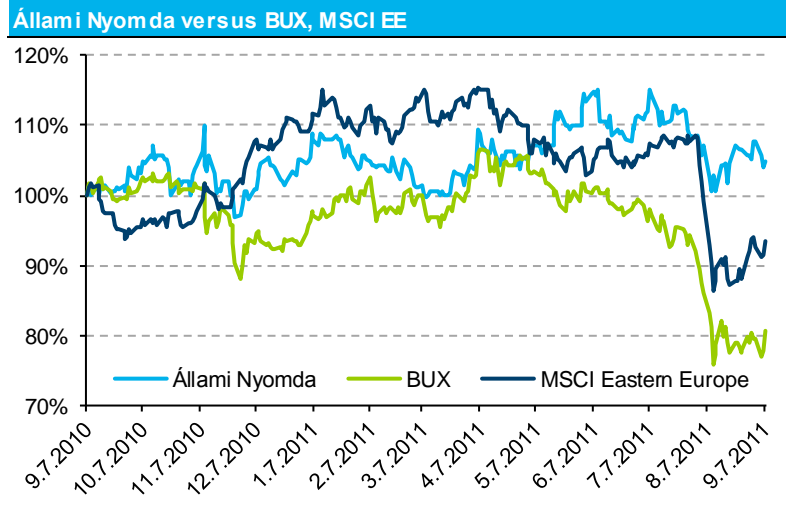
Innovatív biztonsági menedék

Jelenlegi piaci ár\*: 729 Ft

KBC fair érték: 990 Ft

Felértékelődési potenciál: 36%

\*2011.09.09



Forrás: Bloomberg, KBC Securities



**(+) Felfutó jövedelmezőség**

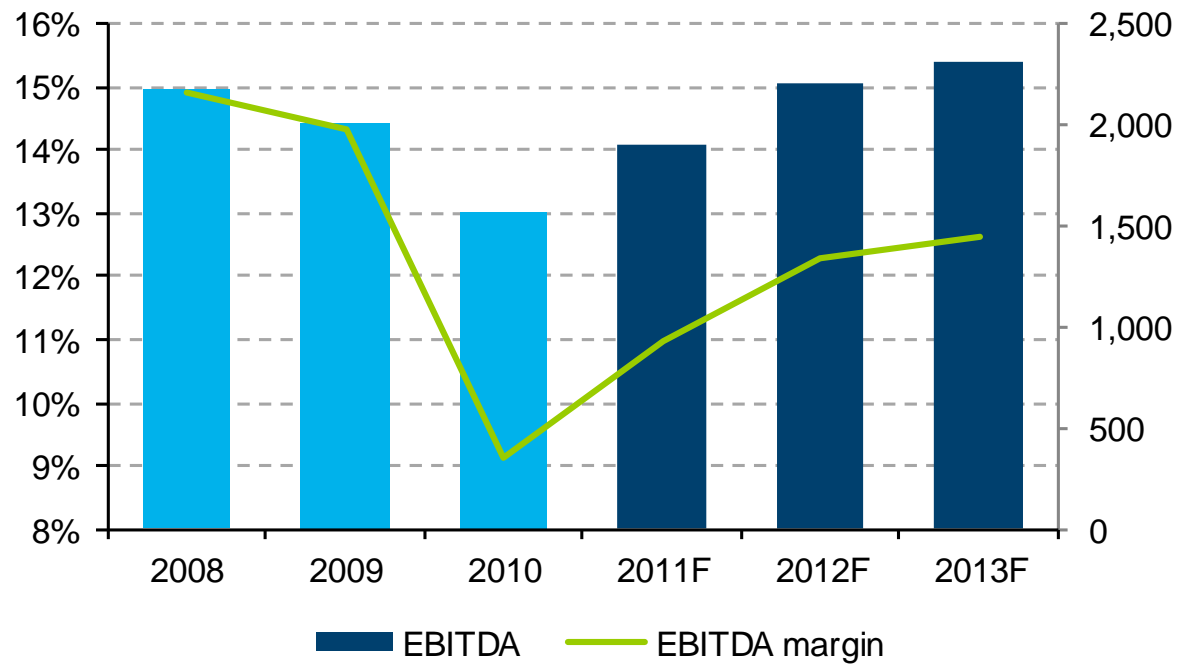
**(+) Magas szintű innovatív tevékenység**

**(+) Stabil cash flow termelő képesség**

**(+) Alulárazott**

## Felfutó jövedelmezőség

### Felívelő EBITDA-szint



Forrás: Állami Nyomda, KBC Securities

## A jövő: NFC technológia



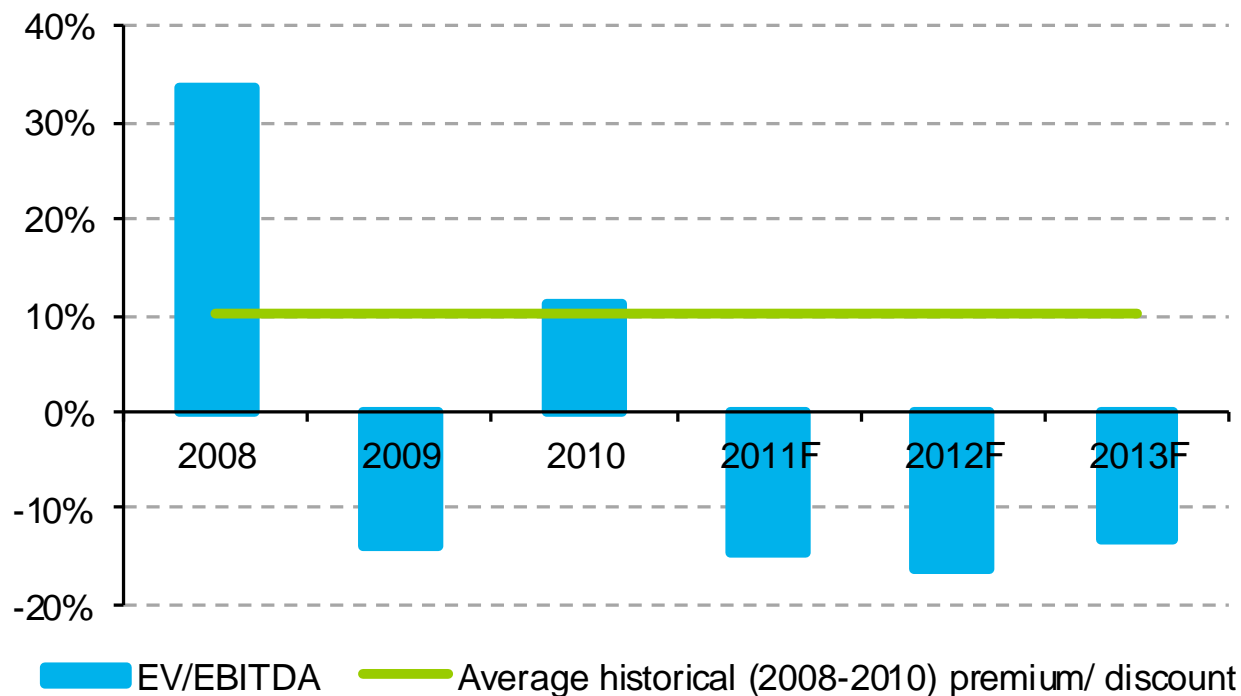
## Stabil CF

- Kiemelkedően magas osztalékhozam (3.9%ponttal a versenytársak felett)



## Relatív alulárzva

### Az Állami Nyomda értékeltsége a versenytársakhoz képest



Forrás: Bloomberg, Állami Nyomda, KBC Securities



## Elérhetőségek

Szentirmai Péter  
részvényelemző  
KBC Securities  
+36 1 483 4076  
[peter.szentirmai@kbcsecurities.hu](mailto:peter.szentirmai@kbcsecurities.hu)

Králik István  
sales vezető  
KBC Securities  
+36 1 483 4019  
[istvan.kralik@kbcsecurities.hu](mailto:istvan.kralik@kbcsecurities.hu)