

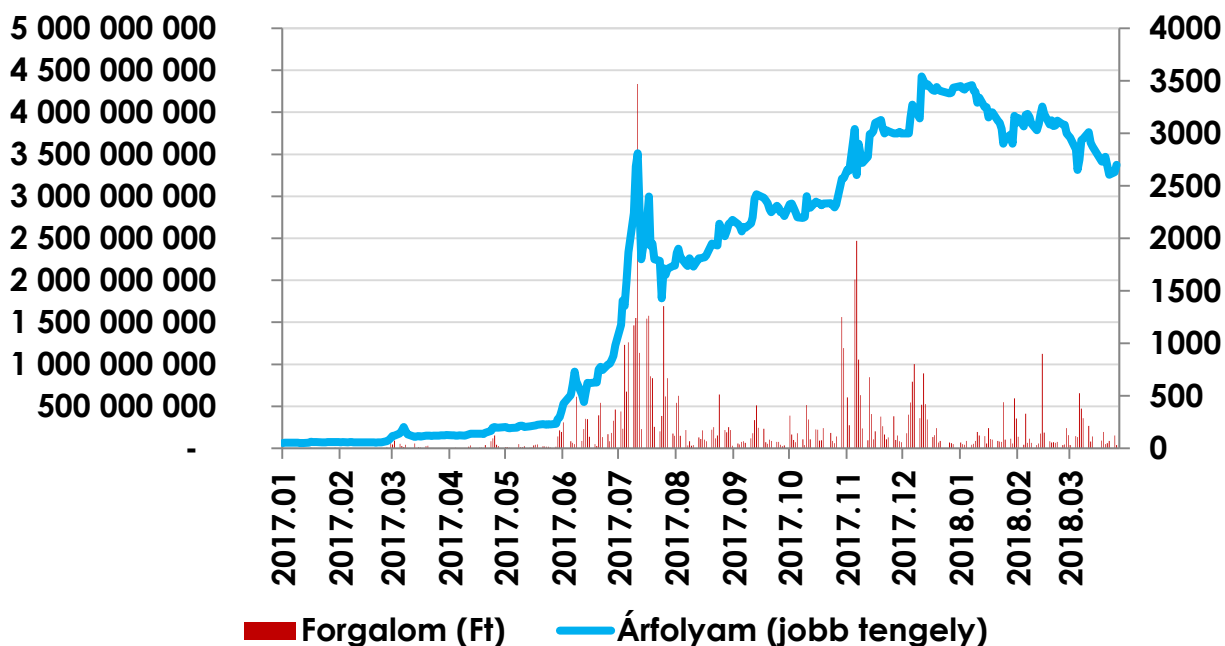
KONZUM – WARREN BUFFETT NYOMDOKAIN

A Konzum, néhány egyéb részvénnel együtt az elmúlt év(ek) sztárjává vált. A cég átstrukturálása során újabb iparágakat hódított meg, jelentősen átalakult ahhoz képest, ahogyan 2017 előtt tekintettünk a társaságra. Mivel azonban a vagyonelemek nagy része privát társaság, a cég fair értékének meghatározása, a sztenderd részvényértékelési módszertanok szerint nehéz, és összetett feladat, nem véletlenül nem vállalkozott erre még elemző.

A társaság tőzsdei szárnyalása 2017 tavaszán kezdődött meg. Addig a részvényeket 100 forint környékén vagy alatta jegyezték, majd az átstrukturálás és új vagyonelemekkel bővülése meghozta a befektetők kedvét, és 2017 év végére már a legnagyobb, a blue-chipeket is megszégyenítő forgalmat generált a kereskedés bizonyos napokon. A társaság részvényei jelenleg 3000 forint közelében forognak, napi forgalmának negyedéves átlaga 200 millió forint.

A Konzum értékét jelenleg még mindig a felvásárlások, a portfólió bővítés határozza meg, így érthető, ha nem sokan vágták nagy fába a fejszéjüket annak reményében, hogy megbecsüljék a vállalat értékét. Az elmúlt több mint fél évben azonban látunk egy olyan pályát, amelyen elindult a társaság, így talán érdemes lehet egy pillanatképet készíteni arról, hogy hol áll most, magyarul **mennyit is érhetnek a részvények valójában?** Az elemzésünkben erre kerestük a választ.

A Konzum árfolyama és forgalma forintban



Forrás: Bloomberg, MKB saját szerkesztés
Adatok a 2018.03.26.-i záróárakon

ÚJ SZTÁR SZÜLETIK?

A 2017-es év újra elhozta a válság előtti pezsgést a Budapesti Értéktőzsdén. Ebben egyrészt szerepet játszott az a tény, hogy a magyar piacon a fejlődő piacok között is előkelő hozamot lehetett elérni, másrészt annak is, hogy új részvények „támadtak fel hamvaikból.” Az év folyamán a tőkepiaci szereplők széles köre is megismerhette – többek között – a Konzum és Opus részvényeit. Az előbbi a 2017-es év legjobban teljesítő részvénye lett a világon (több mint 6000%-os emelkedéssel), de az Opus befektetői sem csüggedhetnek, hiszen a társaság részvényei közel 1700%-ot emelkedtek egy év alatt. Összességében a magyar piacot reprezentáló BUX-index remekül teljesített 2017-ben a maga 23%-os hozamával (2015: +44%, 2016: +34% ért el), és ebben volt szerepe a kis-kapitalizációból a legnagyobbak közé nőő Konzumnak is.

A KONZUM RÖVID TÖRTÉNETE

A Konzumot 1988-ban alapították. **A társaság korábban az iparban, a kereskedelemben és az ingatlanszektorban tevékenykedett, majd 2015-2016 folyamán jelentősen átszervezték. 2017-re a társaság a turizmus, pénz és tőkepiac, biztosítási szolgáltatások, valamint a kereskedelmi ingatlan- hasznosítás és üzemeltetés területén szerzett érdekeltségeket.** A társaság részvényei 2017. szeptember 18-án az esedékes BUX átsúlyozás napján bekerültek a legfontosabb hazai tőzsdeindexbe, 0,58%-os súllyal. Ez azt is jelentette, hogy a befektetői kör kiszélesedett, hiszen a kisbefektetőkön túl már az intézményi befektetők fókuszába is bekerült a részvény. 2018. március elején a részvények a társaság kérvényezésére a Prémium kategóriába kerültek.¹

Ma a Konzum holdingnak, vagyonkezelő társaságnak tekinthető, ahol **több mint 150 milliárd forintnyi vagyont kezelnek** (beleértve a magántőkealapok vagyont is). A holding társaság olyan cég, amely alapvetően nem termeléssel vagy szolgáltatói jellegű üzleti tevékenységgel foglalkozik. Mindezek helyett a társaság eszközöket birtokol, amely eszközök lehetnek cégek (nyilvános és privát is), üzletrészek, részvények, kötvények, befektetési alapok, ingatlanok, márkanevek / szabadalmak / védjegyek / jogok is. Napjainkban a legismertebb holdingtársaság a Warren Buffett nevével fémjelzett Berkshire Hathaway, amely alapvetően nem végez semmilyen termelői tevékenységet. Helyette jelentős részesedéssel rendelkezik néhány tőzsdei cégben nyilvánosan megvehető részvényeken keresztül, mint például a Coca-Cola, valamint mellette nem nyilvános cégeket is birtokol, mint a BNSF vasúti fuvarozó társaság. A Berkshire Hathaway „A” sorozatú részvényének árfolyama napjainkban 300 ezer dollár² körül ingadozik, míg 1980-ban 200 dollár volt.

A holding társaságok sokat emlegetett előnye, hogy az egyes üzletrészek, befektetések csőd esetén védve vannak egymástól, azaz amennyiben a holding társaság egyik befektetése csődbe megy, az nem befolyásolja a holding céget, vagy a többi befektetést, üzletrészt.

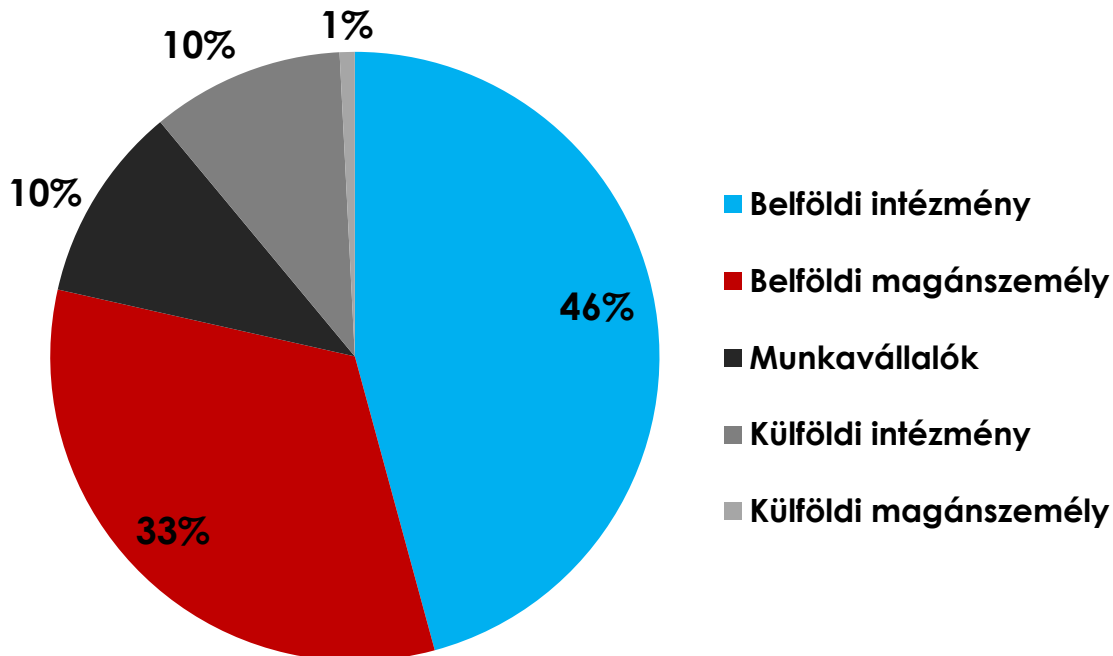
¹ <https://bet.hu/Rolunk/Sajtoszoba/Sajtokozlomenyek/Premium-kategoriaba-lepett-a-KONZUM>

² <https://www.nyse.com/quote/XNYS:BRK.A>

A TULAJDONOSI STRUKTÚRA

A Konzum összesen 20,9 millió darab részvényt bocsátott ki. A társaság tulajdonosi megoszlása a következő:

A Konzum tulajdonosi struktúrája



Forrás: Konzum, MKB saját szerkesztés

A TÁRSASÁG FELÉPÍTÉSE, ÉRDEKELT IPARÁGAK

A Konzum esetében az adja az értékelési módszertan nehézségét, hogy **nem nyilvános társaságok jelentik a befektetések nagy részét**. Tőzsdei társaság esetében sokkal könnyebb meghatározni az értéket, hiszen arról a tőzsde szereplői minden másodpercben véleményt mondanak az árfolyam formájában. Továbbá a nyilvános társaságok minden jelentős, a céget érintő eseményről tájékoztatják a befektetőket, valamint legalább félévente számot adnak gazdálkodásukról. Mindez szigorú szabályrendszer keretében történik.

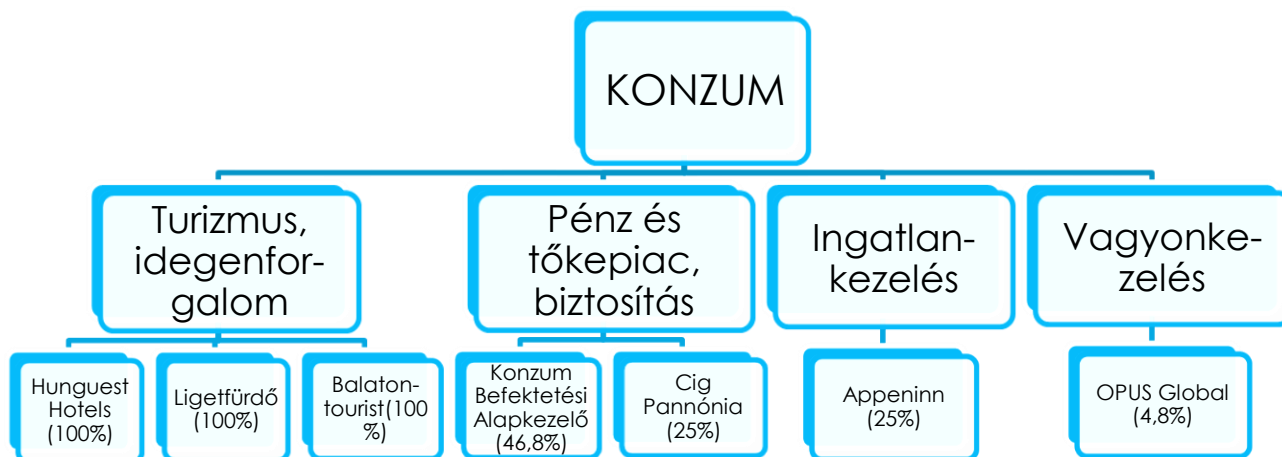
A Konzum befektetési portfóliójában **a nyilvános cégek sorát erősíti az Appeninn, CIG Pannónia és az OPUS Global**. Mellettük olyan **nem nyilvános társaságok** is a vagyon részét képezik, mint például a **Hunguest Hotels, Ligetfürdő**, vagy a **Balatontourist**, amely utóbbi balatoni kempingeket üzemeltet. Az egyes termelő társaságokat azonban sokszor nem az anyacég, hanem projekt, befektetési cégek, vagy más csoportok birtokolják (amelyeket viszont az anyacég tulajdonol) ezzel is elősegítve az iparági szinergiák kihasználását. Ahhoz, hogy megértsük azt, hogy a társaság hogyan épül fel, és milyen iparágakban érdekelt, az alábbi, a társaság által közzétett, de annak egyszerűsített ábrája szükséges³. A

³ Az 1. Mellékletbe közöljük a Konzum által közzétett, teljes felépítési ábrát.

társaság legnagyobb kitétsége sorrendben az alábbi iparágakban található: turizmus, pénz- és tőkepiac, biztosítás, ingatlanhasznosítás.

A Konzum egyszerűsített felépítése a legfrissebb bejelentések alapján (pro-forma):

A Konzum egyszerűsített felépítése iparágak és a birtokolt társaságok szerint



Forrás: Konzum, MKB saját szerkesztés

A fentiekén túlmenően **a Konzum más projektcégekben is rendelkezik tulajdonrészrel** (például a KPRIA Magyarország Zrt., amely mérnöki szolgáltatásokat végez), de azok **többsége érdemi tevékenységet egyelőre nem végez.**

A Konzum a turizmus iparágában a **Hunguest Hotels**, balatoni kempingek és külföldi (ausztriai, montenegrói) hoteleken keresztül van jelen. A vállalat legfrissebb stratégiája szerint **Magyarország legnagyobb szállásadó cégévé szeretne válni**, ahol diverzifikált portfóliót tart fent, hiszen a kempingektől a négycsillagos szállodákig bármi elérhető a cég által birtokolt társaságok kínálatában. A Hunguest Hotels 24 hotelt tulajdonol, vagy üzemeltet. Emellett a Konzum még számos Balaton körüli kempinggel is rendelkezik. Mivel a kempingek és a hotelek között jelentős üzemeltetési különbségek vannak, ezek külön csoportba vannak szervezve. A menedzsment publikus előrejelzése szerint a jelenlegi hotelportfólió körülbelül 4,5 milliárd forint EBITDA-t érhet el a jövőben, természetesen, ahogy azt a múltban megszokhattuk a társaságtól, további akvizíciók is előfordulhatnak, amely ezt az előrejelzést módosíthatja (az EBITDA adó-, kamatfizetés és az amortizáció előtti eredményt jelöli).

A piaci feltételek a tavalyi évben nagyon kedvezően alakultak. 2017-ben a hazai budapesti és a vidéki szállodák forgalma egyaránt két számjeggyel bővült, 18,9% és 12,5%-kal. Ebből is lemérhető, hogy a szektor az elmúlt években a GDP növekedését meghaladó

mértékben teljesít. Hazánkban az egy kiadható szobára jutó árbevétel a legfrissebb elemzések szerint 63,5 euró, amellyel a régióban (Ausztria, Csehország, Lengyelország, Magyarország és Szlovákia) országunk a második helyet foglalja el.⁴

A **társaság hotelporfóliója** a legfrissebb már bejelentett akvizíciók szerint a következő képet mutatja:

Hunguest Hotels				
Hotel Erkel Gyula	Hotel Galya Mátrafüred	Hotel Répce Gold Bükfürdő	Hotel Millenium Budapest	Hotel Holiday Murau
Hotel Béke Hajdúszoboszló	Hotel Flóra Eger	Hotel Répce Bükfürdő	Hotel Platánus Budapest	Hotel Ferien Murau
Hotel Aqua-Sol Hajdúszoboszló	Hotel Saliris Egerszalók	Hotel Pellon Tapolca	Hotel Forrás Szeged	Hotel Helligenblut
Hotel Apollo Hajdúszoboszló	Hotel Helios Hévíz	Hotel Freya Zalakaros	Napfényfürdő Aquapolis Szeged	Hotel Zum Post Helligenburt
	Hotel Panoráma Hévíz	Hotel Lifestyle Mátraháza	Hotel Bál Balatonalmádi	Hotel Montenegro

Forrás: Konzum, MKB

2017 nyarán jelentette be **a magyar kormány**, hogy **117 milliárd forintot szán** a Balaton, a Sopron-Fertő, valamint a Tokaj-Felső-Tisza-Nyírség **kiemelt turisztikai fejlesztési térségekben tervezett projektek megvalósítására**. Ez pozitív hír a balatoni kempingek számára is, így azt gondoljuk, hogy a Konzum befektetési portfóliójának ez a része is jövedelmező lehet a következő

A Hunguest Hotels szállodáinak földrajzi elhelyezkedése

években. Fontos megjegyezni, hogy a kempingek eredménytermelő időszakai általában a nyári hónapokra korlátozódnak, így kulcsfontosságú, hogy az elő és utószezont hogyan sikerül



Forrás: Társasági beszámoló, MKB saját szerkesztés

kinyújtani. Továbbá az időjárás is nagy szerepet játszik abban, hogy milyen szezont zárhat egy-egy ilyen egység.

A **pénz és tőkepiacok**, valamint a **biztosítás szegmensében** a **Konzum Befektetési Alapkezelőn, amely a magántőkealapok és ingatlanalapok kezelését végzi** (Konzum PE,

⁴ http://www.hah.hu/files/8015/1852/2701/Trend_riport_2017_janur-december-rszletes.pdf

Konzum II, METIS I, METIS II), valamint a CIG Pannónián keresztül van jelen. Az alapkezelői szegmens bevétele, illetve annak növekedése a kezelt vagyon alakulásától függ. A biztosítási piac növekedése, valamint **a CIG Pannónia 2017-ben létrejött banki stratégiai megállapodása lehetővé teszi, hogy a biztosító jelentős növekedést érjen el a jövőben.** A Konzum támogatja a CIG Pannóniát a disztribúciós csatornák elérésében, a CIG Pannónia pedig a kapott forrásokból további akvizíciókat finanszírozhat, amely szintén növelheti a jövőbeli növekedés lehetőségét. A CIG Pannónia befektetési egységhez kötött életbiztosítás, kockázati, vegyes életbiztosítás, kiegészítő biztosítás, egészségbiztosítás, és nem-életbiztosítás értékesítésével, azon belül elsősorban casco, fuvarozói felelősség és kezesi biztosítás értékesítésével, illetve befektetési alapkezelési és portfóliókezelési tevékenységgel foglalkozik. Szolgáltatást Magyarországon, Romániában, Szlovákiában valamint Lengyelországban, Litvániában és Olaszországban nyújt.

Az **ingatlankezelést az Appeninben való részesedés** teszi lehetővé. Az Appenint 2009-ben alapították, részvényeivel 2010 óta lehet kereskedni a Budapesti Értéktőzsdén. Portfóliója főként irodaházakat, illetve city-logisztikai (a városi árufuvarozás összehangolása) elemeket tartalmaz, mely szegmens felé a társaság erőteljesebben 2010-ben fordult. A társaság árbevétele és eredménye is dinamikusan emelkedett a tőzsdére lépés óta. A társaság 2009-es alapításakor az volt a cél, hogy egy olyan társaságot hozzanak létre, amely meghatározó a „B” kategóriás irodaházak piacán. Ennek az volt az oka, hogy ez a szegmens válságállóbb lehet egyes elemzések szerint. Az idők folyamán azonban az Appenin is változtatott stratégiáján, ma már inkább az „A” kategóriás irodaházak teszik ki a portfólió nagy részét. **A társaság fő piaca Budapest.** A társaság olyan piacokra fókuszál, ahol **magas hozam érhető el a megfelelő üzemeltetés során, közép-, illetve hosszútávon.**

A Konzumnak a fentiekén kívül 4,8%-os tulajdonrésze van az **OPUS Global**-ban. Az OPUS Global szintén **holdingcégn**ek tekinthető, részvényeivel a Budapesti Értéktőzsdén lehet kereskedni. A társaság jelen van az **építőiparban, médiában, nehéziparban, mezőgazdaságban, szállodaiparban és az ingatlankezelésben.** A társaság a Konzumhoz hasonlóan több, nem nyilvános társaságban is tulajdonos, így a cég egészének értékelése nagy kihívást jelent. Jelen elemzésnek **nem célja az OPUS Global mélyebb elemzése,** így az OPUS Global által birtokolt társaságok, befektetések nyilvános piacon kialakult peer-groupjának **az árfolyamra jutó egy részvény könyv szerinti értékét (P/BV) fogjuk használni** annak megállapítására, hogy milyen értéket tesz ki a Konzum fair értékéből. Ennek az az oka, hogy az OPUS Global jelenlegi árfolyamára jutó egy részvény könyv szerinti értéke (Price to Book Value, P/BV) körülbelül 20-25, amely ennél a pénzügyi mutatónál fundamentálisan értelmezhetetlen, így mindenképpen szükséges egy „reális” érték meghatározása.

KOCKÁZATI TÉNYEZŐK

Számos kockázati tényezőt azonosíthatunk, amelyek jelentős hatással lehetnek a társaság működésére, valamint így az általunk meghatározott vállalatértékre, jövőbeli növekedési pályára is.

A Konzum egy átstrukturálási folyamat elején/közepén tart. Ennek megfelelően a növekedési pálya csak széles hibasávval jelezhető előre. Ilyen helyzetben számolni kell azzal, nem biztos, hogy minden akvizíció a tervezett módon megy végbe. Továbbá olyan eszköz, vállalat megvásárlására is sor kerülhet, amely később esetlegesen nem váltja be a hozzá fűzött reményeket.

A befektetések finanszírozása esetében **fontos a megfelelő tőkeallokáció**, a tőke és adósság optimális mixének meghatározása. A saját tőke költsége ugyanis meghatározza azt, hogy milyen hozamot szükséges az értékteremtéshez elérni. Jelenleg az alacsony kamatkörnyezet miatt a külső forrásbevonás költsége alacsony, azonban az USA-ban már elindult a szigorítási fázis. Európában az Európai Központi Bank 2019 közepéig nem valószínű, hogy kamatot emelne. Feltételezésünk szerint ehhez a hazai kamatkörnyezet is alkalmazkodni tud.

A **turizmus erősen ciklikus iparág** éppen ezért fontos a hosszú távú szemlélet. Recessziós időszakban a fogyasztók az elsők között tudnak lemondani a kikapcsolódásról, igaz a ciklusok kisímitásában segíthetnek bizonyos ösztönzők, mint például a hazánkban jelenlévő SZÉP Kártya rendszer. A **hotelek üzemeltetése tőkeigényes feladat**, elengedhetetlen az állagmegóvás, folyamatos megújulás. A Hunguest Hotels hoteleknek nagy része vidéki wellness szálloda, melyek rendkívül élőképesség igényesek, ellentétben a városokban található hotelekkel, ahol a vendégek nem feltétlenül várják el a wellness és egyéb extra szolgáltatásokat (például: étterem). A hazai emelkedő bérek egyrészt pozitív hatással vannak a fogyasztásra, többen engedhetik meg maguknak az üdülést, ugyanakkor a szállodák bérköltségét is jelentősen megemelik. A kihasználás szempontjából érdemes megemlíteni az üzleti jellegű kihasználást is, mint például konferenciák, csapatépítő trainingek, üzleti találkozók.

A **bankszektor** a 2008 válság után számos szabályzáson ment keresztül. Bár Európában vannak olyan országok ahol továbbra is nehéz helyzetben van a pénzügyi szektor (például: Olaszország), hazánkban a pénzügyi intézeteket megfelelően tőkésítettnek ítélik meg. Mindezek mellett azonban nem szabad elfelejteni, hogy **a pénzügyi intézeteknek is fel kell készülni az olcsó hitelek utáni időszakra**. 2017-ben a nem pénzügyi vállalatok és a háztartások hitelállománya is bővült 12,7%, valamint 4,6%-kal. Mindezt segítette a kedvező makrogazdasági környezet, az alacsony kamatkörnyezet, a Piaci Hitelprogram (PHP). A jelenlegi környezet meglátásunk szerint továbbra is támogató a bankszektor számára.

A **biztosítási piac** 2017-ben jobban bővült, mint a hazai GDP és a szektor vezetői szerint az iparág maga mögött hagyhatja az utóbbi években rá jellemző válságot. Leginkább a nyugdíjbiztosítások, majd utána a gépjármű-biztosítások nőttek az elmúlt időszakban. A szektort **jelentős szabályozói előírások** is érintik a közeljövőben, így például a 2018 év végén hatályba lépő a biztosításközvetítési direktíva (IDD).

Az utóbbi években a magyarországi **irodapiac** felporzódott. Számos beruházás, projekt kezdődött, van folyamatban és fejeződött be. 2017-ben tovább erősödött a beruházási aktivitás. Ennek köszönhetően **az elkövetkezendő 2-3 évben nagy mennyiségű új iroda jelenhet meg a piacon**, de az ingatlan.com elemzése szerint az üresedési ráta továbbra is 10% alatti, így azt mondhatjuk, hogy a kereslet-kínálat egyensúlyban van. Bár úgy tűnhet, hogy kis túlzással mindenki irodát épít a fővárosban, Budapest 3,5 millió négyzetméter irodával rendelkezik, amely jóval alacsonyabb, mint például a szomszédos Bécs, ahol közel 11 millió négyzetméter áll rendelkezésre, és a bérleti díjak csak kissé haladják meg a szomszédos főváros árait. (Bécsben a „prime rent” azaz a legjobb helyen lévő legjobb irodák bérleti díja 26 euró/nm, míg Budapesten 24 euró/nm, továbbá a Váci folyosó átlagos bérleti díja 15,25 euró, míg Bécs belvárosában 13,5-16,5 euróért lehet irodához jutni)⁵⁶.

Az ingatlankezelők új kihívásokkal szembesülhetnek, hiszen a növekvő bérleti díjak mellett az építéshez és üzemeltetéshez szükséges **munkaerő költség és egyéb kiadások is növekednek**. Mindez kihívások elé állíthatja az ingatlanok üzemeltetőit. A bérlők egyre több szolgáltatást igényelnek, oda kell figyelni a megfelelő munkakörnyezetre (design, modern berendezések), és a digitalizációra is.

Az irodapiac és így az ingatlankezelés is **érzékenyen reagálhat a kamatpálya megváltozására**. Az alacsony kamatszint támogatja a szektort, azonban annak emelkedése a külső források költségének növekedését, valamint az ingatlanhasznosítás jelenlegi hozamkörnyezetét is számottevően befolyásolhatja.

A budapesti irodapiacon a kereslet és kínálat jelenleg egyensúlyban van, de a növekvő bérleti terület befolyással lehet az árazásra, bérleti díjakra is.

Bizonyos befektetések esetében (például: Appeninn) a hitelek devizában (jellemzően euróban) vannak nyilvántartva, így a forint árfolyamának alakulása, a **devizakockázat** megjelenik, mint potenciális kockázati tényező.

AZ ÉRTÉKELÉS MÓDSZERTANA

Egy befektetés, részvénytársaság értékelése több módon történhet. Megkülönböztetünk abszolút és relatív értékelési módszert, a következőkben bemutatunk néhány lehetőséget a teljesség igénye nélkül.

Talán a leginkább alkalmazott módszertan a **diszkontált cash-flow (DCF) modell**, amely a társaságok értékelésénél **a jövőbeli, várható pénzáram jelenértékét határozza meg**. A társaság által a jövőben valószínűsíthetően termelt szabad készpénzáramot a társaság súlyozott átlagos tőkeköltségével diszkontáljuk, amely az adott társaság hiteleinek költsége és tőke költségének összegéből adódik. A tőke költségének meghatározása során az iparágban általánosan elfogadott gyakorlat alapján CAPM modellt alkalmazása élvez prioritást, amelyben a tőkeköltség a kockázatmentes hozam, a társaság bétája (azaz az a mutató, amely a szisztematikus, azaz piaci kockázat mérésére használunk) és az adott

⁵ https://www.geraldeve.com/wp-content/uploads/2018/02/Modesta_BMB_HW2017_EN.pdf

⁶ <http://www.cushmanwakefield.hu/hu-hu/research-and-insight/2018/budapest-office-market-ststatistics-q4-2017/>

országra vonatkozó kockázati prémium alapján számolandó. Az így megkapott vállalati érték csökkentve az adott társaság nettó hitelállományával adódik a társaság fair értéke. A DCF modell abszolút értékelési módszer.

Az **osztalékdizkontálási-módszer (DDM)** hasonló a fent említett DCF modellhez, azonban itt nem a jövőbeli várható pénzáramot, hanem **a társaság által fizetett osztalékot diszkontáljuk a saját tőke költségével**. Az osztalékdizkontálási módszer a DCF-hez hasonlóan szintén abszolút értékelési módszer.

A **peer-group elemzés** során az adott társaságok **pénzügyi mutatószámai a versenytársaihoz mérve kerül összehasonlításra** és rangsorolásra. Az összehasonlítás során különböző arányszámokra, pénzügyi mutatókra lehet támaszkodni, ami tipikusan a jövedelmezőség, bevétel valamely viszonyszámából adódik, úgymint P/E, P/S, EV/EBITDA, marzsok, árbevétel alakulása, ROA, ROE, ROIC, illetve az adott szektorra vonatkozó specifikus mutatók. Mivel itt az adott cég más cégekhez (versenytársakhoz), vagy az iparághoz hasonlítjuk ez a módszer a relatív értékelésen alapul.

Az utóbbi években igen elterjedté vált az **EV/EBITDA alapú értékelés**. A legtöbb fundamentális elemzésről szóló tanulmány szerint az EV/EBITDA, vagy az EV/EBIT értékével lehet legnagyobb eséllyel kiszűrni az olcsó társaságokat. Ez azonban **nem sokban különbözik a peer-group elemzéstől**, hiszen relatív módszer, annyit tudunk meghatározni, hogy az adott cég a versenytársakhoz, vagy az iparághoz képest olcsó-e vagy drága. A pontosabb kép összeállításához további elemzések szükségesek.

Jelen elemzés célja, hogy pillanatképet adjon a társaság valószínűsíthető belső értékéről. Nem célunk hosszú távú előrejelzést adni, mivel az csak rendkívül nagy hibasávval adható meg egy olyan társaság esetében, amely dinamikus változásban, a növekedés korai fázisában van és várhatóan újabb akvizíciókat fog végrehajtani. Ezen kívül néhány birtokolt társaság esetén a friss alapítás miatt lehetetlen a múltbeli pénzügyi adatok elemzése, és így a jövőre vonatkozó pénzügyi lehetőségek előrejelzése is jelentős bizonytalanságot hordoz.

A belső érték meghatározásánál viszont olyan mutatót kell alkalmaznunk, amely privát, nem nyilvános társaságok esetében is számolható, megadható, és abból a társaság értéke is származtatható. Ebből kifolyólag számos alapvető mutatószám nem jöhet szóba.

Ahogy fent említettük **a Konzum holdingcég, így az értékeléshez az egy részvény árfolyamára jutó egy részvény könyv szerinti értéket használjuk (P/BV)**. Az árfolyamra jutó egy részvény könyv szerinti érték (P/BV) azt mutatja meg, hogy egy részvény könyv szerinti értékének (BVPS) hányszorosán forog az adott társaság. Az egy részvényre jutó könyv szerinti értéket viszonyítjuk a részvény árához, ahol az egy részvényre jutó könyv szerinti értéket a teljes eszközállomány és a kötelezettségek közötti különbséget (amely többé-kevésbé a tőke értékével megegyezik) osztva a kibocsátott részvények számával (BVPS).

Nyilvános társaság esetében az árfolyamra jutó egy részvény könyv szerinti értékének (P/BV) kiszámítása egyszerű, hiszen a könyv szerinti érték összegét el kell osztani a kibocsátott részvények darabszámával, majd ezt kell viszonyítani a részvény aktuális árához. Nem nyilvános társaságok esetében azonban az utóbbi nem áll rendelkezésre (a

részvény árfolyama). Fontos megjegyezni, hogy a P/BV mutató ugyanúgy, mint a legtöbb pénzügyi mutató (P/E, P/S, stb.) önmagában nem feltétlenül mond el sokat az adott társaság értékéről. A túl magas mutató általában nem ad valós képet a társaságról, mivel ebben az esetben a cégnek rendkívül magas a megtérülése (magas a tőkearányos nyeresége), amely a legtöbb esetben nem fenntartható. A túl alacsony pedig nem jelenti feltétlenül azt, hogy a társaság olcsó és a későbbiekben jó befektetés lesz. Az alaposabb vélemény formálásához szükséges lehet a P/BV más versenytársakkal való összehasonlítására, vagy más mutatókkal együtt való alkalmazása.

A részvény árfolyamára jutó egy részvény könyv szerinti értékének (P/BV) alkalmazása azért is megfelelő módszer, mert a Konzum befektetéseinek nagy része olyan társaságban, vagy iparágban található, amelyek magas fizikai eszközállománnyal rendelkeznek. Így megtudhatjuk, hogy a fix eszközök milyen aránnyal foroghatnak, amennyiben nyilvános társaságok lennének. Mivel a társaság által birtokolt cégek mérlegeiben nagy arányt képeznek a fizikai eszközök ez egy jó közelítés lehet a társaság értékére. Ráadásul pénzügyi társaságok esetében az eszközök és kötelezettségek megfelelő időközönként piaci áron vannak értékelve (szemben a többi iparággal, ahol a mérleg a múltbeli költségek alapján van összeállítva), vagyis ezen cégek esetében is pontosabb értéket kapunk a könyv szerinti arány alapján. A P/BV mutatónak sokkal alacsonyabb a változékonysága, mint az egy részvényre jutó eredménynek (Earning per Share, EPS) és így a P/E aránynak.

A P/BV mutató alkalmazása nem túl előnyös, ha az adott társaságnak magas a nem fizikai eszközállománya. Ebből kifolyólag kifejezetten hátrányos például technológiai cégek esetében alkalmazni, ahol magas a K+F, a szellemi termék, melyek furcsa módon sokszor meg sem jelennek a mérlegben. Továbbá félrevezető lehet a P/BV abban az esetben, ha a társaságnak magas a külső forrása. Ekkor a tőke értéke alacsony, amely így értelmezhetetlenül magas P/BV értéket fog mutatni.

A könyv szerinti érték a jelenlegi helyzetben azért is kézenfekvő, mert a saját tőke arányos nyereség (ROE), a várható növekedés, és a saját tőke (nem a külső forrás) költségének segítségével egy privát társaság P/BV mutatója is kiszámítható, vagy jó közelítéssel meghatározható. Ebben az esetben a P/BV értéket az adott társaság saját tőke arányos nyereségének és a tőke költségének aránya adja meg. Amennyiben a saját tőke arányos nyereség várhatóan meghaladja a saját tőke költségét, a könyv szerinti érték 1-nél magasabb lesz, ellenkező esetben 1 alatti.

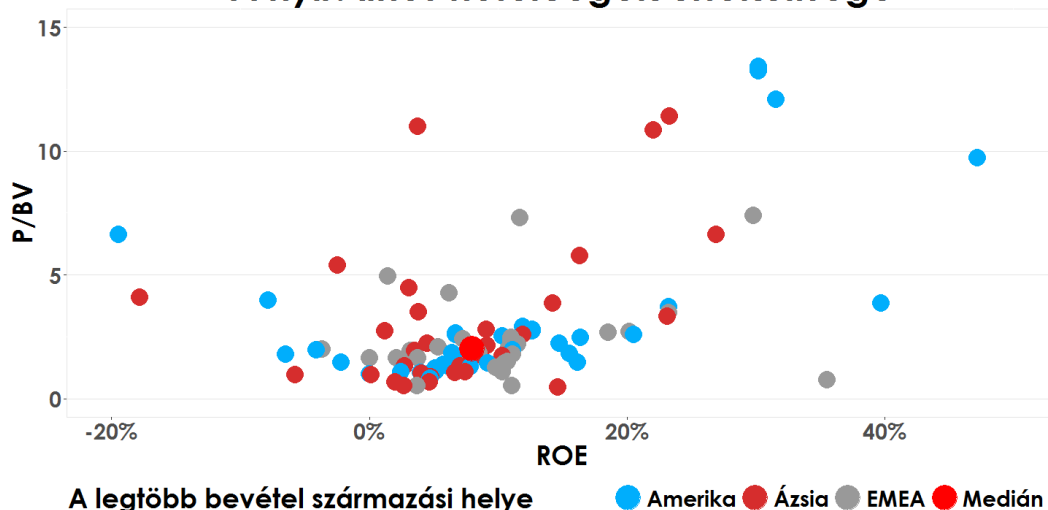
A KONZUM FUNDAMENTÁLIS ÉRTÉKE P/BV ALAPON

A vállalat rendelkezik néhány, már a tőzsdére bevezetett, nyilvános társaságban kitettséggel (Appeninn, CIG Pannónia, OPUS Global). Ezek értékelése viszonylag „egyszerűbb” feladat, a nehézséget a nem nyilvános, illetve néhány éve alapított cégek értékének meghatározása jelenti. Utóbbiak **esetében rendkívül fontos a pontos üzleti terv, a menedzsment előrejelzése, piacismerete, szakmai múltja, mivel múltbeli adatok hiányában nem minden esetben tudunk következtetéseket levonni.**

Az elemzés keretében a **P/BV értéket minden, a társaság szempontjából fontosabb befektetésnél meghatározzuk**, így külön meghatározásra került a Hunguest Hotels (és az Erkel Hotel, amely azóta már beolvadt a Hunguest Hotels-be), a Ligetfürdő, a balatoni kempingek (Balatontourist, CT Camping, BTFCC), és a Konzum Alapkezelő esetében is. A nyilvános társaságoknál a legfrissebben elérhető adatokat használtuk, így az Appeninn, a CIG Pannónia és az OPUS Global esetében. Az első két társaságot azonban megvizsgáltuk a saját módszerünk alapján is, így ellenőrizve azt is, hogy a modellünk eredménye nem tér-e el jelentősen a valóságtól. Az OPUS Global elemzése már sokkal komplexebb feladat, így ott kizárólag a tőzsdei adatokra, valamint a társaság által birtokolt befektetések, üzletrészek peer-group adataira támaszkodtunk. Ennek az az oka, hogy az OPUS Global piaci, az árfolyamra jutó egy részvény könyv szerinti értéke 20 feletti, amely fundamentálisan nem értelmezhető. A pontosabb kép miatt **az egyes iparágakon belül peer-group elemzést is végeztünk**, így összehasonlítva a fontosabb szállodák, biztosítók, vagyongazdálkodók és ingatlanhasznosítók árazásait is.

Ahogy az látszik **a hotelek esetében** a ROE és a P/BV értéknél is nagy a szórás, **a társaságok többsége 0 és 20% közötti saját tőke arányos megtérüléssel és 0,5-3 közötti az árfolyamra jutó egy részvény könyv szerinti értékkel (P/BV) forog**, míg a medián érték 8%-os ROE és 2-es P/BV érték. (Azért alkalmazzuk a mediánt, mert az adatok szórása nagy, amely az átlagot jelentősen befolyásolja). A peer-group összehasonlítás azért is fontos, mert segítségével visszaigazolást nyerhetünk arra vonatkozóan, hogy a modellünk nem tér-e el túlzottan a valóságtól. Ahogy a későbbiekben látni fogjuk, modellünk kis hibahatárral megegyezik a különböző iparágakra jellemző mutatókkal.

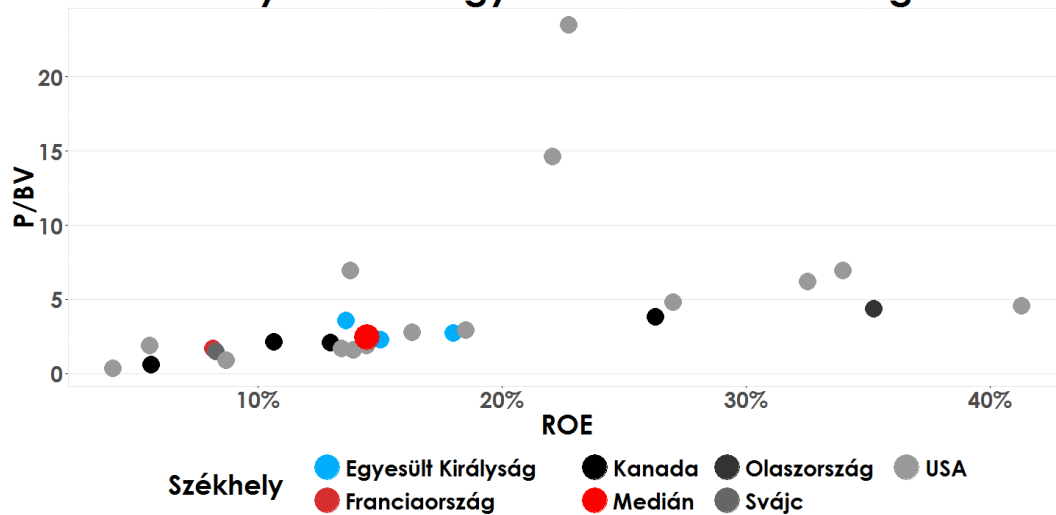
A nyilvános hotelcégek értékeltsége



Forrás: Bloomberg, MKB

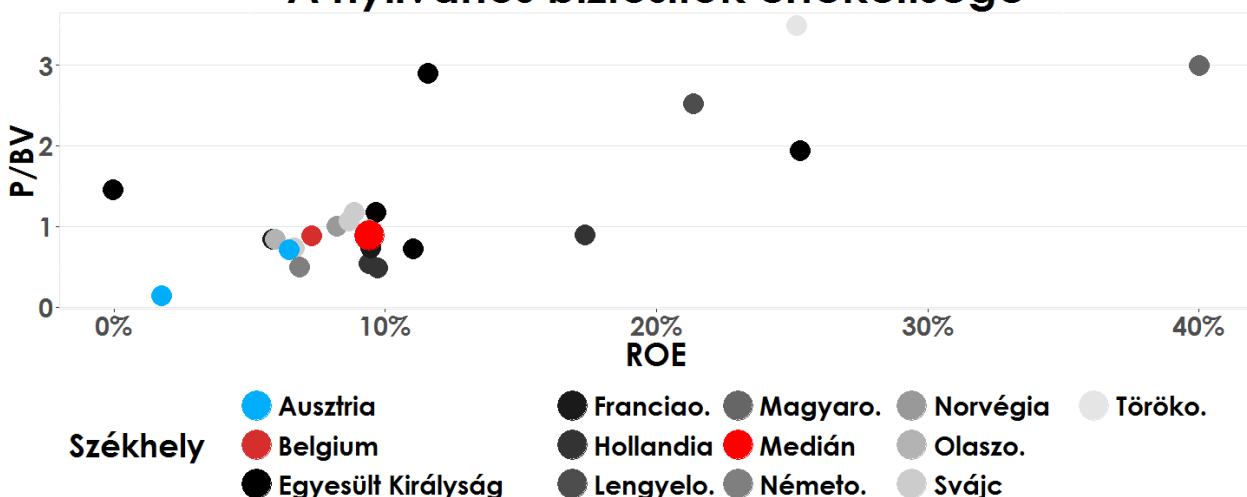
A nyilvánosan elérhető vagyongazdálkodókkal sem vagyunk egyszerűbb helyzetben, hiszen a ROE szórása itt is nagy, több olyan cég is van, amely 30% feletti saját tőke arányos megtérüléssel működik, azonban ez nem jelent nagyobb szórású P/BV értéket. A jövedelmezőség növekedésével egyértelműen felértékelődik a társaság, azaz nő a P/BV aránya. A ROE mediánja 15%, amelyhez 2,4-es P/BV érték tartozik.

A nyilvános vagyongazdálkodók értékeltsége



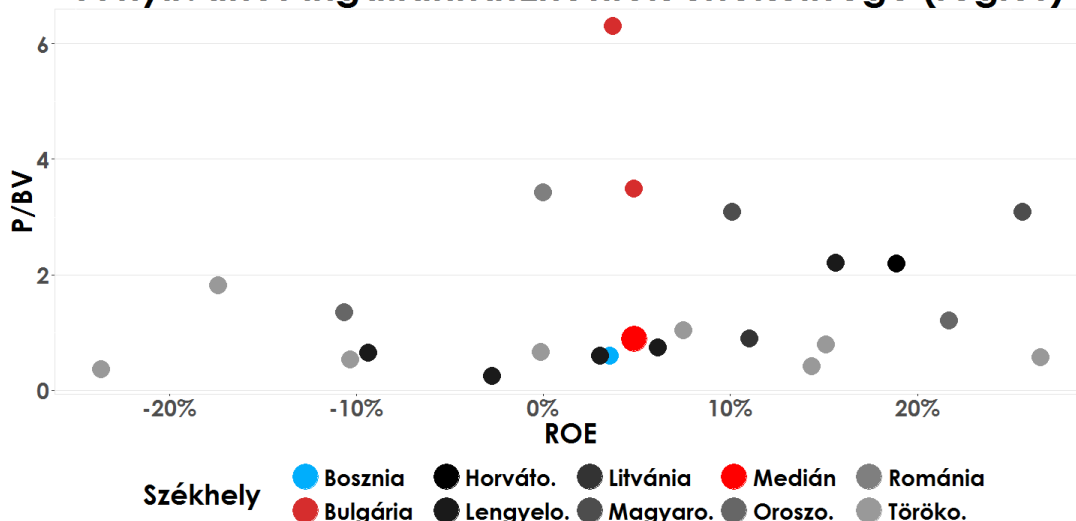
A főbb európai biztosítók átlagosan 10% körüli ROE-val és 1-es P/BV értékkel kereskednek. A CIG Pannónia értékeltségét torzíthatja a 2017-es akvizíció, valamint a Konzummal való együttműködésből adódó befektetői várakozás is. Alapvetően a biztosítók 1 körüli P/BV értéknél vannak reálisan árazva, a CIG Pannónia esetében a fentiek miatt megengedhető a magasabb érték.

A nyilvános biztosítók értékeltsége



Talán az ingatlankezelő társaságok esetében lehet a legnehezebben eligazodni. A szórás mind a ROE, mint a P/BV érték esetében nagy. Ebben a körben az Appennin kiemelkedő értékeltséggel rendelkeznek, melyet a várható növekedés magyarázhat. Sok társaság azonban nem tud pénzt termelni, legalábbis nettó profit soron. Az ábrán csak a regionális, nyilvános társaságok értékeltsége szerepel.

A nyilvános ingatlanhasználók értékeltsége (régiós)



Forrás: Bloomberg, MKB

A **turizmus, biztosítás és az ingatlanhasználás iparágában** modellünk olyan értékeket ad, amelyekre a peer-group elemzés keretében is következtethetnénk. Azaz a ROE, várható növekedés és a tőke költségéből felállított modell nem tér el az adott iparágban jellemző értékektől.

Ahogy a fejezet bevezetőjében említettünk, **modellünk célja, hogy pillanatképet adjon arra vonatkozóan, hogy a Konzum, mint befektetési holding milyen az árfolyamra jutó egy részvény könyv szerinti értéke (P/BV) mellett lenne fair módon árazva.** Ez azért fontos, mert a társaság gyors mértékben növeli a tőkéjét, és eszközeinek nagy része fizikai, azaz nem immateriális jószág. Fontos figyelembe venni, hogy a társaság szinte hónapról hónapra jelent be akvizíciókat, átszervezéseket, így ezek a későbbiekben jelentősen módosíthatják a társaság értékét. Ennek az oka, hogy bár vállalat felvásárlásával nem feltétlenül növekszik a P/BV, azonban a magasabb tőke miatt a társaság árfolyama (piaci értéke) változhat, feltéve, ha nem kell jelentős részvénykibocsátással számolni.

Az **alábbi táblázat összefoglalja a fontosabb adatokat, következtetéseket:** a főbb vagyonelemek hivatalos beszámolókból megtudható saját tőke arányos nyereséget, a kalkulált P/BV értéket, valamint ezt továbbgondolva az adott társaság kalkulált P/E mutatóját, azaz azt, hogy az árfolyam és az egy részvényre jutó profit aránya milyen értéket venne fel, ha a társaság nyilvános tőzsdéi cég lenne. A nyilvános társaságok esetében természetesen feltüntettük a piaci adatokat is, mivel azok könnyen elérhetőek. Mivel a Konzum legnagyobb kitétsége a turizmusban található, a vagyonelemek közül a Hunguest Hotels, valamint a Ligetfürdő a legfontosabb elemek (nem elhanyagolva természetesen a többi befektetést). A táblázat továbbá taglalja a versenytársak (peer-group) értékeltségét és a csoportok számosságát is.

A társaságok értékeltségének meghatározásához több interjút is lefolytattunk az egyes vállalatok menedzsmentjével, így a várható növekedési ütem, a működés finanszírozása (belső és külső forrás) meghatározásánál ezeket nagyobb súllyal vettük figyelembe, mint az adott iparágra jellemző átlagos információkat.

	Konzum részesedése	Saját tőke arányos nyereség (ROE)	Kalkulált P/BV	Nyilvános társaság P/BV-je*	Kalkulált P/E	Nyilvános társaság P/E-je*
Balatontourist, BT, BTFCC (kemping)	100,0%	18,0%	3,53	n.a	19,60	n.a
Hunguest Hotels (Ligetfürdő, Erkel Hotel)**	100,0%	11,8%	1,97	n.a	16,50	n.a
Konzum Alapkezelő	46,8%	9,3%	1,16	n.a	12,52	n.a
Appeninn	25,0%	8,1%	0,79	2,78	27,80	28,65
CIG Pannónia***	25,0%	40,0%	153,37	3,21	8,03	10,54
OPUS Global (Konzum Management)	4,8%	n.a.	2,04****	22,67	n.a	101,27

Konzum kalkulált P/BV **2,13**

	Peer group ROE*****	Peer group P/BV*****	Peer group P/E*****	Társaságok száma a peer-groupban
Balatontourist, BT, BTFCC (kemping)	7,97%	2,03	23,28	106
Hunguest Hotels (Ligetfürdő, Erkel Hotel)**	7,97%	2,03	23,28	106
Konzum Alapkezelő	14,45%	2,50	14,96	28
Appeninn	8,70%	1,10	12,00	75
CIG Pannónia***	8,50%	0,94	12,14	23
OPUS Global (Konzum Management)	n.a	n.a	n.a	n.a

* 2018.04.03-i záróárfolyamok alapján

** Külön értékelve az Erkel Hotel Gyula, és a Holiday Resort Murau (a saját tőke költségének más feltételei miatt), továbbá figyelembe véve a Konzum 2017. decemberi tőkemelési bejelentése

*** A saját tőke a Konzum 2017. decemberi prezentációja alapján számolv a

**** Az OPUS Global kalkulált P/BV-je a társaság által birtokolt cégek peer-group összehasonlítása alapján került megállapításra

***** Medián (a szélsőséges értékek kiszűrése miatt)

Forrás: Társasági beszámolók, MKB

Ahogy a táblázatból is látható, amelyik befektetés magasabb saját tőke arányos nyereséggel rendelkezik, ott magasabb a P/BV érték.

A **balatoni kempingek** esetén 2013 óta átlagosan 20%-os saját tőke arányos nyereség látható, így ennek a befektetésnek magas az árfolyamra jutó egy részvény könyv szerinti értéke (P/BV). A Hunguest Hotels (és egyben az Erkel Hotel Gyula, amely konszolidálásra került, valamint a Ligetfürdő szállodái) közel 2-szeres az árfolyamra jutó könyv szerinti értékkel forognak.

Az **Alapkezelő** P/BV értéke az alacsony ROE miatt **alulmaradt a peer-groupban látható értékektől**, de ez a vagyonkezelés felfutásával orvosolható és növelhető.

Az **Appeninn esetében gyors növekedés látszik**, a menedzsment 8%-os hozamot szeretne elérni a projektjein, ebből kifolyólag a magas árazás (2,5 feletti P/BV érték) jelenleg reálisnak mondható.

A **CIG Pannónia** esetében az elemzők többsége is 3 feletti P/BV értékkel számol. Jelenleg a Konzummal való együttműködés és a magasabb növekedésben való hit miatt **fennmaradhat ez az értékeltség**.

Az **OPUS Global** esetében a média, építőipar, nehézipar, mezőgazdaság területén megvizsgálva a fontosabb cégeket (versenytársakat), azt állapíthatjuk meg, hogy a társaság befektetései peer-groupjából következtethető **P/BV értéke körülbelül 2-szeres**.

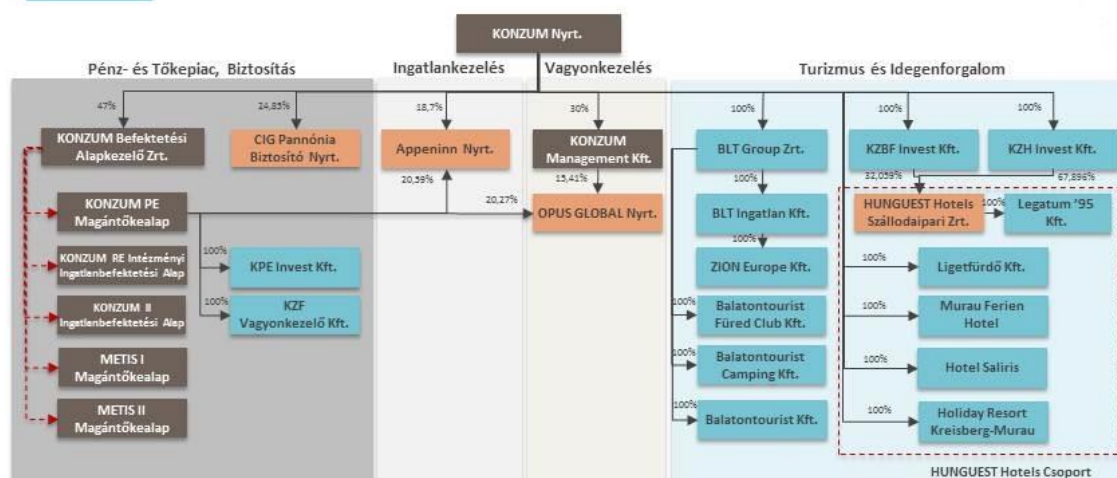
A P/BV módszertant használva, a fontosabb vagyonelemeket egyenként értékelve, számításaink szerint **a Konzum fair értéke az árfolyamra jutó egy részvény könyv szerinti értéke 2,13-szorosa**. A Konzum egy részvényre jutó könyv szerinti értéke a 2017. évi IFRS konszolidált, nem auditált pénzügyi beszámoló alapján 1958 forint, **így egy részvény fair értéke 4175 forint**.

Fontos megjegyezni, hogy **a társaság erőteljes növekedési szakaszban van**, ahol a következő években további cégeket (privát és nyilvános) is megvásárolhat, figyelembe véve az elmúlt évek tapasztalatait, és a menedzsment terveit. Fontos azonban megemlíteni, hogy a felvásárlás, nem feltétlenül növeli tovább a P/BV mutatót, azonban ha a tőke (és így az eszközök értéke) nő, a vállalat értéke is növekedni fog, feltéve, ha nem kell számolnunk jelentős részvénykibocsátással. Fontos, hogy az elemzés által meghatározott P/BV érték módosulhat, amennyiben a birtokolt társaságok egymáshoz viszonyított saját tőkéje jelentős átrendeződésen megy keresztül, vagy ha a társaság olyan iparágban jelenik meg, amely átlagosan a Konzum P/BV értékétől eltérő értéken forog.

Ügyvezető Igazgató	Elemző
Veisz Ákos	Debreczeni Csaba
+36-1-268-7332	+36-1-268-8323
veisz.akos@mkb.hu	debreczeni.csaba@mkb.hu

MELLÉKLET

A KONZUM Nyrt. Szervezeti Felépítése A Bejelentett Tranzakciók Zárásakor



JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MKB Bank Zrt. (tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001., a Budapesti Értéktőzsde tagja) készítette.
2. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azok valódiságáért, pontosságáért és teljességéért az MKB Bank Zrt. felelősséget nem vállal. A megjelenő vélemények a kiadványt készítő szakemberek saját megítélését tükrözik, amelyek újabb információk megjelenése esetén külön értesítés nélkül megváltozhatnak.
3. Az árfolyamok múltbeli alakulásából nem lehetséges azok jövőbeni alakulására vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybe vételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetőanyagokat, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról!
4. A kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. Az MKB Bank Zrt. kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért.
5. Az MKB Bank Zrt. jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.
6. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag az MKB Bank Zrt. előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. Az MKB Bank Zrt. valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.
7. A kiadvány a 2018. április 3-án rendelkezésre álló információk alapján készült. További részletek: www.mkb.hu, ügyletek előtti tájékoztatásról szóló Hirdetőanyagban.
8. A Konzum Befektetési Alapkezelő Zrt. az MKB Bank Zrt. legnagyobb részvényesének a Metis Magántőkealapnak az alapkezelője. A Metis Magántőkealap törvényes képviselőjében a közvetlen szavazati jogokat a Konzum Befektetési Alapkezelő Zrt. gyakorolja teljes egészében. A Konzum Nyrt. a Konzum Befektetési Alapkezelő Zrt. 47%-os részvényese.

Korábbi elemzések

Az MKB Bank nem írt korábban elemzést a Konzum Nyrt.-ről.

Az alkalmazott értékelési eljárások

A diszkontált cash-flow (DCF) modell a társaságok értékelésénél a jövőbeli, várható pénzáram jelenlegi értékét határozza meg. A szabad készpénz áram tekintetében általában öt évre előre készül becslés (ettől eltérő időtáv az elemzésben külön kiemelésre kerül), majd a társaság hosszú távú értéke, azaz a terminal value becslésére kerül sor. Ez utóbbi vagy a hosszabb távon lehetséges növekedési kilátások vagy valamilyen arányszám alapján (például: EV/EBITDA) jelezhető előre. A szabad készpénzáram a társaság súlyozott átlagos tőkeköltségével diszkontálandó, amely az adott társaság hiteleinek költsége és tőke költségének összegéből adódik. A tőke költségének meghatározása során a CAPM modellt alkalmazása élvez prioritást, azaz a tőkeköltség a kockázatmentes hozam, a társaság bétája és az adott országra vonatkozó kockázati prémium

alapján számolandó. Az így megkapott vállalati érték csökkentve az adott társaság nettó hitelállományával adódik a társaság fair értéke.

A technikai elemzés egy pénzügyi instrumentum múltbeli árfolyammozgásaiból készített grafikon alapján vonhatók le következtetések az árfolyam jövőbeli irányát illetően. A technikai elemzés az instrumentum várható mozgásával kapcsolatos előrejelzéseket fogalmaz meg. Ehhez számos eszköztár áll rendelkezésre, de alapvetően négy fő csoportot lehet megkülönböztetni. A japángyertya- és trendelemzést, a grafikonokon vizsgált alakzatokat és a matematikai formulából álló indikátorokat.

A peer-group elemzés során az adott társaságok pénzügyi mutatószámai a versenytársaihoz mérve kerül összehasonlításra és rangsorolásra. Az összehasonlítás során különböző arányszámokra, pénzügyi mutatókra lehet támaszkodni, úgymint P/E, P/S, EV/EBITDA, marzsok, árbevétel alakulása, ROA, ROE, ROIC, illetve az adott szektorra vonatkozó specifikus mutatók.

A kvantitatív elemzés segítségével különböző szűréseket végezhetők, így rangsorolva az egyes társaságokat fundamentálisan, vagy azokból alkotott mutatószámok alapján. Továbbá lehetséges a részvények, alapok és indexek múltbeli árfolyam-alakulásával kapcsolatos alakzatok (szezonalitás, korrelációs, stb.), adatok keresése, értelmezése.

Egy vállalat egy részvényre jutó könyv szerinti értéke és a részvényárfolyam hányadosa (P/BV) megadható a saját tőke arányos nyereség (ROE), a várható növekedési ütem (g) és a saját (nem idegen) tőke költségének segítségével. Ebben az esetben a saját tőke arányos nyereség értéke csökkentve a várható növekedés ütemével, továbbá a saját (nem idegen) tőke költsége csökkentve a várható növekedés ütemével hányadosa jó közelítést adhat a társaság P/BV értékére.

Ajánlások

- Vétel: ha az elkövetkezendő 12 hónap árfolyamnyeresége előre láthatólag meghaladja a 10%-ot.
- Semleges: ha az elkövetkezendő 12 hónapban az árfolyamnyereség várhatóan -10% és +10% között változik
- Eladás: ha az elkövetkezendő 12 hónap árfolyamnyeresége előre láthatólag alacsonyabb lesz, mint -10%.
- Felülvizsgálat alatt: ha olyan új tényező kerül napvilágra, amely az aktuális értékelést számottevően módosíthatja.

Változás a korábbi ajánláshoz képest

Az MKB Bank nem készített korábban elemzést a Konzum Nyrt.-ről, így nincs változás korábbi elemzéshez képest.