

Masterplast

2022.08.22

- 6050 forintos, DCF modell alapján kalkulált 12-havi célárfolyam és vételi ajánlás mellett megkezdjük a Masterplast követését. Azt gondoljuk, a 4000 forintos árszinteken a befektetők továbbra is egy pesszimistának mondható forgatókönyvet áraznak a kilátásokkal kapcsolatban.
- A vállalat növekedési ugrást hajtott végre az elmúlt években egy jól időzített németországi akvizícióval, amivel a stabilabb bevételtermeléssel és magasabb marzsokkal jellemezhető, ciklusokon átívelő növekedési trendekkel bíró egészségügyi termékek piacára lépett be. A pandémia (és az ahhoz köthető egyszeri tételek) 2021-ben érdemben segítették a szegmens bevételeit, amihez képest 2022 visszaesést hoz, a saját márkás egészségügyi késztermékek 2023-ban induló értékesítésével azonban ismét növekedés indulhat.
- A makrogazdasági kilátások romlása, és támogatási konstrukciók idei kifutása az építőipari termékek szegmensekben a bevétel visszaesését hozhatja. Ez alól a bevételekben legnagyobb súlyt képviselő homlokzati hőszigetelő rendszerek kivételt képezhetnek, az EU-s klímacélok elérése érdekében kijelölt energiahatékonyság növelési célok és a rezsiköltségek elszállása ugyanis egyaránt tartós keresletet biztosíthat a szigetelőanyagok iránt, miközben a vállalat folyó gyártóberuházásainak 2023-tól induló termelése is erősítheti a bevételt.
- A német és olasz piacon való gyártói megjelenés Nyugat-Európa felé nyithat további növekedési lehetőségeket, miközben a vállalat termékoldalon is diversifikáltabbá válik, az egészségügyi termékek mellett 2023-tól a saját fejlesztésű moduláris épületek is megjelennek.
- Az új üzletfejlesztési lépéseknek köszönhetően a Masterplast a romló gazdasági környezetben is képes lehet a bevételeit emelkedő pályán tartani (2022-26 CAGR: 10,6%), miközben a saját gyártás arányának emelkedése és a termékmix magasabb árrésű termékek felé tolódása az EBITDA marzsot is a hosszú távú átlag feletti szinten tarthatja (11,4-13,5%). Az EBITDA 2026-ra 41 millió euró fölé emelkedhet, az egyszeri tételektől tisztított 2021-es szintnek duplájára.
- A vállalat eladósodottsága emelkedett az utóbbi években, de komfortos szinteken áll jelenleg is, ráadásul zömében alacsony és fix (2-2,9%-os) kamatozás mellett kibocsátott, 2026-31 között lejáráó kötvények adják a kötelezettségek több mint 80%-át. A nettó profit 2022-26 között átlagosan 13,1%-kal nőhet, az EPS a tavalyi 1,09 euróról 1,9 euróra emelkedhet 2026-ra.
- 14-17%-os kifizetési hányad mellett teljesíthetők a menedzsment által jelzett osztalékfizetések. 2023: 66 Ft, 2024: 77 Ft, 2025: 88 Ft, 2026: 99 Ft, ami 1,7-2,5%-os osztalékhozamot jelent.
- A Masterplast előretekintő P/E-je a szektortársakénál alacsonyabb (2022: 8,4, 2023: 8,9), a többiekhez mért magasabb adósságszint miatt azonban 7,9 (2022) 6,9-es (2023) EV/EBITDA ráták meghaladják a szektorátlagot, igaz a vállalat profitnövekedési kilátásai is erősebbek.

Ajánlás:

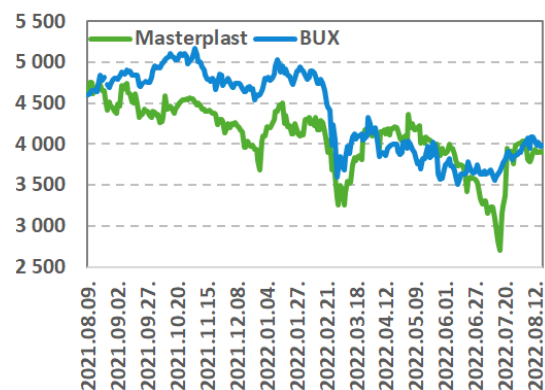
12-havi célárfolyam:

Felértékelődési potenciál:

Vétel

6050 Ft

55%



Teljesítmény	3 hó	6 hó	Idén	1 év
Masterplast	-4%	-6%	-5%	-18%
BUX	0%	-14%	-15%	-18%

m EUR	2021	2022e	2023e
Árbevétel	191	220	246
EBITDA	22,8	25,8	28,0
EBIT	18,3	19,9	21,0
Nettó profit	15,9	17,4	16,4
EBITDA margin	11,9%	11,8%	11,4%
EBIT margin	9,5%	9,1%	8,5%
EPS (EUR)	1,1	1,2	1,1
DPS (HUF)	44	55	66
Kifizetési hányad	31%	14%	14%
EV/EBITDA	9,2	7,9	6,9
P/E	9,2	8,4	8,9
Dividend yield	1,1%	1,4%	1,7%
Árfolyam (2022.08.19, 12:00)	3 900		
Részvények száma (m)	14,6		
Kapitalizáció (m Ft)	56 945		
Közkézhányad:	36,8%		
Napi forgalom (m Ft)	62,57		
Bloomberg :	MASTERPL HB		

Sándor Dávid
Szenior elemző

Szemán Ákos
Elemző

Befektetési sztori

A Masterplast építőipari szigetelőanyagok és szigetelő rendszerek, valamint egészségügyi textíliák és higiéniai termékeket gyárt és forgalmaz. 10 európai országban működtet saját tulajdonú leányvállalatot, ahol 7 telephelyen több különböző gyártóegységet üzemeltet. A vállalat disztribútorként kezdte működését 1997-ben, a végfelhasználókat nem közvetlenül, hanem mára több mint 4000 üzleti partnerén keresztül közvetve szolgálja ki, business-to-business stratégiát követve. A bevételek nagyobb részét a kelet-közép-európai országok teszik ki, de a vállalat az elmúlt években olyan nyugati európai piacokon is erősítette jelenlétét, mint a német, vagy az olasz (ami jelenleg is folyamatban van). A vállalat a stratégiai termékkörökben a saját gyártás súlyát is emelni kezdte az elmúlt években, mostanra a bevételek ~fele érkezik a magyarországi, szerbiai és német gyárakból, melyek a stabil értékesítési partneri hálózatnak köszönhetően az elmúlt években teljes kapacitáskihasználtság mellett működtek.

A vállalat számára a németországi beszállítójának 2020. márciusi akvizíciója hozta el a növekedési fordulatot az elmúlt években. Az elsősorban tetőfóliákat gyártó ascherslebeni gyár a technológia adta lehetőségeknek köszönhetően a pandémia elleni védekezéshez szükséges speciális flizek és többretegű membránok gyártása irányába fordult, ami jelentős bevételi és az egészségügyi alapanyagok esetén jellemző magasabb marzstartalom miatt komoly profitbővülést is eredményezett 2020-ban (EBITDA +50%) és 2021-ben (EBITDA +106%). A helyi technológiát ráadásul a vállalat a magyarországi székhelyként működő Sárszentmihályra is hazahozta korszerű, nagy automatizáltsági fokú flízgyártó gépsorokat telepítve. 2023-ban a szükséges egészségügyi tanúsítványok folyamatban levő megszerzésével az egészségügyi késztermékgyártás is elindulhat saját márkanév alatt. Ezzel integrált gyártási képesség jön létre, a beruházások 80%-át vissza nem térítendő támogatásokból sikerült finanszíroznia a vállalatnak. A gazdasági ciklusokra kevésbé érzékeny és alapvetően kedvező hosszú távú kilátásokkal bíró, magasabb marzstermelésű egészségügyi szegmenst stratégiai prioritásként kezeli a vállalat. Az értékesítések felfutása további bevételnövekedési potenciált jelent a következő évekre (a 2021-es egyszeri tételek kiesésével 2022 a bevétel feleződését hozhatja, amit követően 10% körüli növekedés jöhet a következő években), melynek kiaknázását a szektorban jelentős tapasztalatokkal bíró új menedzser kinevezése is segítheti.

Az értékesítéseken belül továbbra is döntő részt az építőipari termékek tesznek ki, esetükben a makrokörnyezet negatív irányba változik (emelkedő alapanyagárak, csökkenő reáljövedelem, romló GDP növekedési kilátások, Magyarországon és Olaszországban 2022-ben kifutó támogatási konstrukciók), ami a bevételnövekedési kilátásokat rontja az előttünk álló évek tekintetében. Az EU-s klímacélok elérése érdekében azonban uniós szinten az energiahatékonyság növelése továbbra is támogatásokkal ösztönzött prioritás marad, az orosz energiafüggés megszüntetése és az ennek következtében elszálló rezsiköltségek pedig csak ráerősíthetnek erre a folyamatra. Az energiahatékonyság növelésének egyik kritikus eleme a lakóházak megfelelő hőszigeteltségének elérése, amiben Európa-szerte nagy potenciál látszik. Erre a gazdasági ciklusokon átívelő trendre a Masterplast jól pozicionált, a homlokzati hőszigetelő rendszerek a bevételeknek 40-50%-át adják, miközben a fő piacnak számító Magyarországon az épületek nagyságrendileg kétharmada nem rendelkezik megfelelő hőszigeteltséggel. Idén a szegmensben további beruházások zajlanak, a vállalat Kálon, Szabadkán és Olaszországban is szigetelőanyag gyártásban bővíti kapacitásait, melyek 2023-tól a bevételek növekedéséhez is hozzájárulnak, és magasabb marzstermelést tesznek lehetővé.

A vállalat 2023-tól a régióban még relatíve újnak számító, a Skandináv országokban azonban már elterjedtebb moduláris építkezésben is terjeszkedik. A moduláris házak az új építőanyagoknak és a digitalizációs technológiáknak köszönhetően a konténerházaknál magasabb minőséget képviselnek,

miközben a hagyományos épületekhez képest gyorsabban, alacsonyabb költségekkel és élőmunka igénnyel telepíthetők, ami miatt az építőiparon belül is erősödő súlyt és szerepet várnak tőle az iparági előrejelzések, dinamikus növekedési potenciál mellett. A régióban érdemi gyártói verseny nincs, így a Masterplast piacelsőként léphet fel a saját fejlesztésű technológiájával, 2023-ban indítva a tömeggyártást. Mivel azonban a Masterplast termékének egyelőre nincs piaci validációja, és a moduláris rendszerek piaca is fejletlen a régióban, a szegmens kilátásaival kapcsolatban konzervatívabb feltételezéssel élünk.

A vállalat az elmúlt években hajtott végre több akvizíciót, és a saját gyártási kapacitás bővítésére is sor kerül nagyrészt az idei évvel bezárólag és kisebb részben 2023-ban. Ezt követően a fenntartási célú beruházásokon túl komolyabb többlet kiadási igénnyel nem számolunk. A beruházásokhoz a vállalat jelentős mértékben tudott vissza nem térítendő támogatásokat felhasználni, illetve az NKP program keretében sikerült kedvező, fix 2-2,9%-os éves kamatozás mellett hosszabb távra forrást bevonni. Ennek köszönhetően a vállalat a korábbinál jelentősebb készleteket tudott finanszírozni, ami az ellátásilánc problémák idején is stabil működést tett lehetővé, az emelkedő alapanyag és végtermékekárak közepette ráadásul mindez a profitmarzsokat is emelte. Az eladósodottsági szint bár emelkedett, de összességében komfortos szinteken áll, a Scope Ratings BB- hitelbesorolást tart fenn, stabil kilátás mellett.

Eredménykilátások

Bevétel: 2022-ben 15%-kal nőhet várakozásaink szerint, miután 2022 H1-ben 14% realizálódott, az őszi hónapok szezonálisan erősek, a támogatási konstrukciók év végi kifutása pedig erősítheti a felújítási piacot. 2023-ban a makrokörnyezet érdemi romlása, támogatások kifutása negatívan hat, az új beruházások azonban elkezdnek felfutni (szigetelőanyag gyártás, egészségügyi termékek és moduláris házak), emiatt további 12%-os bevételbővülést várunk.

EBITDA-marzs: Enyhülhetnek az ellátásilánc problémák, a termékek esetén az átárazódási folyamat is véget érhet a makrokilátások romlásával, így a magas készletszintek eddigi marzsokat javító hatása megszűnhet, miközben a munkavállalói létszám emelkedik, a bérek pedig dinamikusan nőnek. Mindezek miatt az EBITDA-marzs csökkenését várjuk a 2021-es 11,9%-ról 2022: 11,8%, 2023: 11,4%. 2024-től kezdhetnek ismét javulni a marzsok a 12-13% feletti tartományba, miután a saját gyártás részaránya fokozatosan emelkedik az új beruházásoknak köszönhetően, és a termékmix is tolódik a magasabb marzsokkal bíró szegmensek felé. Az EBITDA a 2022-26-os időszakban így éves átlagos 13,1%-os növekedést mutathat, az időszak végére a 41 millió eurós szint fölé emelkedve (megduplázva a 2021-es, egyszeri egészségügyi bevételektől tisztított értéket).

Nettó profit: az adósságszint emelkedése miatt nőnek a kamatkiadások, azonban az erősödő szabadkézpénz termelés miatt – újabb jelentős beruházással nem számolva – a kamatbevételek is erősödnek az előrejelzési horizont végére, így a nettó profit 13,1%-os éves átlagos emelkedést mutathat 2022-26 között. Az EPS 1,9 eurós magasságba emelkedhet az időszak végére a tavalyi 1,09 euróról. Az adózott eredmény maximum 50%-át fizetheti ki a vállalat osztalék formájában, így mivel az eddig bejelentett beruházásokon túl újabb jelentős kiadásokkal nem számoltunk, a menedzsment által jelzett osztalékpályát fenntarthatónak gondoljuk (2023:66 Ft, 2024: 77 Ft, 2025: 88Ft, 2026: 99Ft), ami 14-17%-os kifizetési hányadot jelent (400-as EURHUF mellett).

DCF-modell alapú értékelés

A vállalat reális értékének meghatározását DCF modell segítségével végeztük, mely alapján 6050 forintos 12 havi célárfolyamot határoztunk meg a részvényekre. A jelenlegi részvényárfolyamhoz képest ez jelentős, 55%-os felértékelődési potenciált jelent.

A modell esetén alkalmazott feltételezések:

- Folytatódó eredménybővülésre számítottunk a következő években, melyhez magas szabad készpénz termelés társulhat (24,4 millió euró 2026 végére), az eddig bejelentett beruházásokon felül további jelentősebb kiadásokkal nem számoltunk.
- A maradványérték számításához használt hosszú távú növekedési rátát 3%-nak feltételeztük.
- 14,6 millió darabos részvényállománnyal és 400 Ft/eurós árfolyammal kalkuláltuk a forintban kifejezett részvényárfolyamot (a vállalat a könyveit euróban vezeti).
- A cost of equity kalkulálása során a kockázatmentes kamatlábnak 7,5%-os tízéves magyar kötvénypiaci hozamot 2022-24-re, majd normalizálódó, 4,5%-os szintet 2025-től. A béta értékét az iparágban megfigyelhető unlevered bétákból kiindulva kalkuláltuk (kiindulva a damodaran-i gyűjtésből), melynek értéke az előrejelzési horizonton csökken (1,5-ről 1,38-ra), párhuzamosan a vállalat eladósodottságának mérséklődésével. Az equity risk prémiumot 6,5%-nak feltételeztük. A hitelköltségek a fix kamatozású kötvények magas súlya miatt 3-4% között alakulhatnak a következő években, a maradványidőszakban a kockázatmentes kamat +250 bázispontos értékkel számoltunk.

Masterplast WACC kalkuláció						
	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
Kockázatmentes hozam	7,5%	7,5%	7,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Béta	1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	1,4
Részvénykockázati prémium	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Tőkeköltség	17,4%	17,2%	17,1%	14,1%	13,6%	13,6%
Hitelköltség	3,4%	3,3%	3,2%	3,3%	3,7%	7,0%
Adó	13%	15%	15%	15%	15%	15%
Hitelköltség adó után	2,9%	2,8%	2,7%	2,8%	3,1%	6,0%
D/E	56%	54%	52%	53%	42%	42%
WACC	12,2%	12,2%	12,2%	10,2%	10,5%	11,3%

Masterplast DCF modell						
m EUR	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TV
EBIT	19,9	21,0	27,9	33,0	34,5	35,5
Adó	-2,7	-3,2	-4,2	-4,9	-5,2	-5,3
NOPLAT	17,3	17,9	23,8	28,0	29,4	30,2
Értékcsökkenés	5,9	7,0	7,3	7,3	7,4	7,4
Működőtőke változás	14,3	3,4	7,4	7,2	4,8	3,4
CAPEX	15,4	11,9	7,8	7,5	7,5	7,5
FCFF	-6,6	9,5	15,9	20,7	24,4	26,7
Maradványérték növekedés						3,0%
Maradványérték						322,0
FCFF jelenérték (2022 vége)		8,5	12,7	14,9	16,0	210,2
Cégérték (2022 vége)	262,2					
Nettó hitel	61,9					
Egyéb	1,2					
Saját tőke értéke (2022 vége)	199,0					
Részvénytárs (m darab)	14,6					
Fair value (EUR/share)	13,6					
EURHUF	400					
Fair érték (HUF/részvény)	5452					
Tőke költség	17,2%					
12-havi célárforrás (Ft)	6050					

Forrás: OTP Multi-Asset Elemzés

Szenzitivitás elemzés

DCF modellünket több szempont szerint alávetettük szenárió vizsgálatnak:

1, Mivel a modell érzékeny a hosszú távú növekedési és tőke költség várakozásra, ezért megvizsgáltuk a különböző szenáriók célárforrásunkra gyakorolt hatásait. Ezek alapján a jelenlegi 4000 forint körüli piaci árfolyam az általunk alkalmazottnál lényegesen alacsonyabb (<1,5%) hosszú távú növekedési potenciált, és magasabb (>13,3%) tőke költséget feltételez, vagyis a piac jelenleg egy kellően pesszimista forgatókönyvet áraz.

12-havi célárfolyam különböző scenáriók esetén (Ft)								
		Maradványérték növekedés						
		1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
TV WACC	9,3%	6457	6922	7456	8075	8800	9662	10704
	10,3%	5685	6048	6457	6922	7456	8075	8800
	11,3%	5072	5363	5687	6050	6460	6926	7460
	12,3%	4569	4808	5070	5361	5685	6048	6457
	13,3%	4153	4352	4569	4808	5070	5361	5685

2, Mivel a vállalat kimutatásait euróban készíti, a forintban kifejezett célárforrásra a mindenkor alkalmazott EURHUF árfolyam is nagy hatást gyakorol. Amennyiben az árfolyam a 2020-21-ben irányadó kereskedési sáv (340-370) tetejéhez erősödne vissza, az 7,5%-kal csökkentené célárforrásunkat.

12-havi célárfolyam különböző scenáriók esetén (Ft)

EURHUF	370	380	390	400	410	420	430
Target price	5596	5748	5899	6050	6201	6353	6504

3, Az eredménytermelést és ezáltal a célárfolyam alakulását is nagymértékben befolyásolja, hogy a vállalat az elmúlt évek magasabb marzstermelését képes lesz-e megtartani. Amennyiben az EBITDA-marzsok az általunk vártnál 50bp-tal alacsonyabbak lennének 2022-26-ban, az 8%-kal csökkentené a célárfolyamot, 300bp-tal alacsonyabb marzsok azonban minden mást változatlanul feltételezve a célárfolyam feleződéséhez vezetne. Ez azonban igen pesszimista feltételezés véleményünk szerint, hiszen a saját gyártás arányának emelkedése és a stratégiai termékkörök súlyának növekedése egyaránt javítja a következő években a marzsokat, a kedvezőtlen irányba változó makrokörnyezet ellenére is. A menedzsment következő évekre megfogalmazott (2022. januári) előrejelzéseit alapul véve várakozásainknál nagyságrendileg 100bp-tal magasabb marzstermelés adódna, ami 7000 forint fölötti célárat adna a részvényre.

12-havi célárfolyam különböző scenáriók esetén (Ft)

EBITDA-marzs változása	-300bps	-200bps	-150bps	-100bps	-50bps	~	+50bps	+100bps	+150bps
Célárfolyam	3075	4062	4567	5061	5564	6050	6531	7034	7533

~2020-as marzs
Jelenleg a piac ezt árazza

~2021-es marzs
Saját várakozásunk

~menedzsment várakozásaival

4, A vállalat leginkább meghatározó szegmensében, a homlokzati hőszigetelő rendszerek esetében a növekedési dinamika előrejelzése nagyobb bizonytalanságokat mutat. A makrokörnyezet gyors romlása ugyanis negatív irányba hat, a magas energiaárak azonban az energiahatékonyság növelésének fontosságára ráerősít, ami a szigetelőanyagok piacának erős hátszelet biztosíthat. Amennyiben a szegmensben a többi építőipari szegmenshez hasonlóan mindössze ~2%-os bevételi bővüléssel számolunk 2023-26 között (CAGR), úgy a célárfolyam kismértékben 5000 forint alá süllyed. A jelenlegi 4000 forint körüli árfolyamszint azonban 8%-os éves átlagos bevételviszsaeséssel lenne konzisztens a szegmensben, amit egy meglehetősen pesszimista forgatókönyvnek tartunk. Amennyiben ráadásul kellő mértékben érkeznének további támogatási konstrukciók az energiahatékonyság növelésére, az akár nagyobb dinamikát is adhatna a szegmens bevételeinek, ami optimista esetben emelhetné akár 7000 forint fölé is a részvény árfolyamát.

12-havi célárfolyam különböző scenáriók esetén (Ft)

Homlokzati hőszigetelés bevételnövekedés (2023-26 CAGR)	-8%	-3%	2%	7%	12%	17%	22%	27%
Célárfolyam	4151	4525	4962	5468	6050	6715	7470	8322

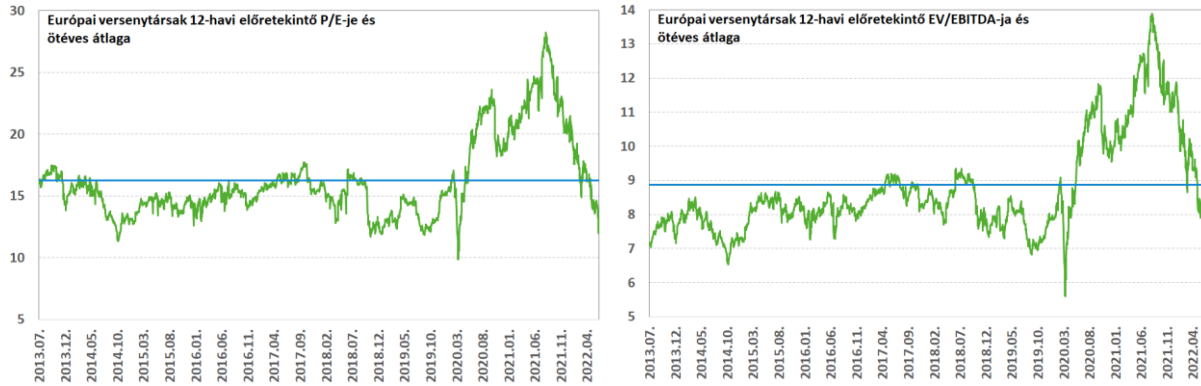
Jelenlegi árazás, mélyebb / elhúzódo recesszióval konzisztens
Saját várakozásunk Újabb lakossági támogatásokkal
Többi építőipari terméknél alkalmazott CAGR

Árazás a szektortársakhoz képest

A vállalat szektortársakkal való összehasonlítását P/E és EV/EBITDA mutatók segítségével végeztük el. A versenytársak jellemzően európai vagy globális jelenléttel rendelkeznek és tevékenységük egy jelentős része szigeteléshez, homlokzati rendszerekhez, tetőkhöz és egyéb építőanyagok gyártásához kapcsolódik.

A szektorba tartozó vállalatok 12 havi előretekintő átlagos értékeltsége (P/E: 11,8 és EV/EBITDA: 6,9) jelentősen emelkedett a koronavírus-járványt követően és már közel 30-szoros volt a szektortársak átlagos P/E szorzója a 2021-es tetőponton, de az EV/EBITDA is közel 14-re ugrott. A heves emelkedést azonban hasonlóan gyors összeomlás követte, és azóta már az 5 éves átlag (P/E: 16,25 és EV/EBITDA: 8,85) alatt forognak a szektor papírai átlagosan. A szektor egésze az európai Stoxx 600 indexhez képest

jellemzően/historikusan P/E alapon 8%-os prémiumon, EV/EBITDA alapon pedig mintegy 15%-os árazási diszkonton forog. Az elmúlt hónapok esését követően jelenleg a szektor papírjaival P/E alapon már csak 3%-os prémiummal, míg EV/EBITDA alapon mintegy 9%-os diszkonttal kereskednek a tágabb európai részvénytípiához képest. Összességében tehát a szektor értékeltsége erősen normalizálódott az elmúlt hónapokban, visszatérve a hosszú távú átlagos értékeltségekhez.

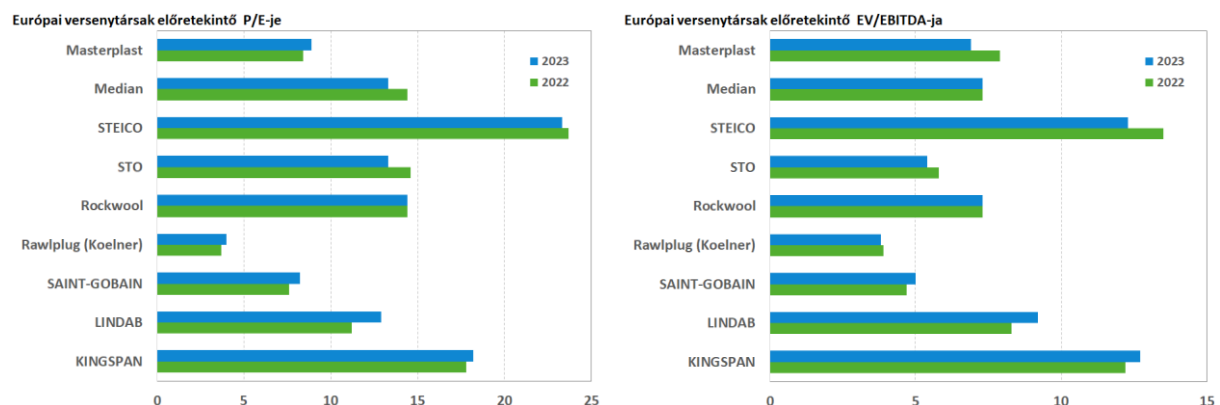


Forrás: Bloomberg, OTP Multi-Asset Elemzés

Előretekintő P/E alapján a Masterplast lényegesen olcsóbb a szektortársak medián átlagos szorzójához képest (2022: 8,4 vs 14,4, 2023: 8,9 vs 13,3), EV/EBITDA alapon azonban enyhén drágább a cég a versenytársakhoz viszonyítva (2022: 7,9 vs 7,3, 2023: 6,9 vs 7,3). Érdekes azonban megemlíteni, hogy a szektortársak tekintetében nagy a szórás mindkét szorzószám tekintetében, mivel az EV/EBITDA tartománya 4-13,6 közötti, a P/E pedig 3,8-24 között mozog.

A Masterplast eladósodottsága (nettó hitel /EBITDA) szignifikánsan magasabb a szektortársak számaihoz képest, bár ez egy gyorsan terjeszkedő és növekvő vállalat esetében nem mondható különösebben meglepőnek. Az árbevétel, az EBITDA és a nettó profit átlagos 2021-23 között várható növekedése is kimagasló a társaság esetében és az bőven a szektortársak átlaga felett alakulhat, ami a magasabb árazási szorzót is indokolhatja. Az EBITDA marzs azonban relatíve mérsékeltebb a versenytársak átlagához képest (2021-ben 11,9%-os 18,9%-kal szemben).

Összességében a Masterplast nem mondható drágának az összehasonlító csoport medián értékeltségi mutatóihoz képest, sőt, P/E alapon kifejezetten alulárzott a papír. Az elmúlt időszak esését követően pedig már a szektor sem túlértékelt, legalábbis a tágabb európai részvénytípiához és a historikus átlagokhoz képest. A Masterplast eladósodottsága ugyan relatíve magasabb, de ehhez kiemelkedően magas növekedési ütem párosul, ami messze meghaladja a szektortársak átlagát.



Forrás: Bloomberg, OTP Multi-Asset Elemzés

Kockázatok

Makrogazdasági környezet: a vállalat elsősorban a pro-ciklikusnak mondható építőipari szegmensben tevékenykedik, amely kedvező gazdasági feltételek mellett jellemzően erősen teljesít, ám recesszió során az aktivitás jelentősen visszaeshet. Az építőipari aktivitás lanyhulása kevesebb újépítésű ingatlant jelent, ami negatívan hat a szigetelési igényekre is. Az elmúlt időszakban jelentősen megugró európai energiaárak, illetve az orosz-ukrán konfliktus és az ezzel kapcsolatban kivetett szankciók komoly gazdasági terhet jelentenek az egyes országok számára. Ez összességében alacsonyabb GDP növekedést eredményezhet vagy akár recessziót is, ami az építőipari kilátásokat is rontja.

Kamatkörnyezet: számos jegybank tett lépéseket a szigorúbb monetáris politika irányába és emelte meg jelentősen az alapkamat mértékét az infláció elleni küzdelem jegyében. Az inflációs pálya alakulásától függően pedig akár még további szigorítások is jöhetnek jegybanki oldalon, ami azt is jelenti egyben, hogy megemelkedik a vállalatok finanszírozási költsége, illetve fogyasztói oldalon is drágulnak a hitelek, visszavetve az építőipari beruházásokat.

Elérhető támogatások köre: az elmúlt években számos állami támogatás volt elérhető itthon és külföldön is, amelyek célja alapvetően az otthonteremtés, a lakásépítés, -vásárlás vagy -felújítás elősegítése. Magyarországon ezen körbe sorolható többek között a Családi Otthonteremtési Kedvezmény, a falusi CSOK, az 5%-os lakásáfa, az otthonfelújítási támogatás vagy az NHP Zöld Otthon Program. Ezek közül a normál CSOK-nak nincs határideje, illetve az új építésű ingatlanokra vonatkozó kedvezményes ÁFA mérték alkalmazásáról szóló rendeletet is meghosszabbították. Kérdéses azonban, hogy mi lesz a többi program sorsa, illetve azok kifutása esetén indulnak-e 2023-ban újabb állami programok vagy esetleg elérhető lesz-e egy kifejezetten az energetikai korszerűsítést célzó támogatás. Ezek hiányában azonban nehezebb lehet egy több millió forintot igénylő mélyfelújítási beruházás finanszírozása, különösen egy meredeken emelkedő kamatkörnyezet mellett.

Növekedési kockázatok: a cégcsoport az elmúlt időszakban több tőkeigényes beruházást is eszközölt, beleértve az egészségiparba történő belépést, kapacitásbővítéseket és új üzemek létesítését. Várhatóan 2023-tól elindul a társaság moduláris építkezési üzletága, az olasz EPS és szabadkai XPS gyártása is. Új termék kategória vagy üzletág elindítása, saját gyártás megkezdése, illetve a földrajzi terjeszkedés a lehetőségek mellett kockázatokkal is jár. Ezek közül megemlíthetőek a kivitelezési és végrehajtási kockázatok, a beruházási és működési költségek kezelése, a megfelelő szakképzettségű munkaerő bevonása, a várható keresleti igények pontos feltérképezése, az értékesítési csatornák megtalálása és így tovább. Ezen kockázati tényezők materializálódása pedig hatással lehet a jövőbeli árbevétel alakulására, az árrésre és a profitra is.

Devizaárfolyamok változása: a cégcsoport árbevételének túlnyomó része az értékesítés országának helyi devizájában képződik, míg a kiadási oldalon ezektől eltérő tételek szerepelhetnek. Az anyagköltségek egy jelentős része például euróban vagy dollárban keletkezik. Konszolidált kimutatását a csoport euróban készíti.

Tulajdonosi koncentráció: a cégcsoport többségi tulajdoni jogait a két társalapító, Tibor Dávid és Ács Balázs gyakorolja, akik együttesen 58%-os részesedéssel rendelkeznek. Az alapítói részesedés magas aránya azzal a kockázattal járhat, hogy a kisbefektetői érdekek adott esetben háttérbe szorulhatnak. Továbbá a részesedés bármilyen okból történő leépítése vagy értékesítése árfolyamhatással járhat, adott esetben negatív üzenete lehet a befektetők számára.

Alapanyagárak emelkedése: az elmúlt időszakban a nyersanyagárak jelentős mértékű emelkedése volt megfigyelhető, amely magasabb beszerzési árakat eredményezett és növelte a gyártási költségeket. A

profitabilitás megőrzése érdekében így szükségessé válik a költségnövekmények fogyasztók és partnerek felé történő áthárítása, ami nem minden esetben egyszerű feladat (pl. szerződéses kötelezettségek). Emellett a magasabb árak – ha a költségek áthárítása megoldható – a fogyasztói kereslet gyengülését vonhatják maguk után.

Saját gyártás kockázata: az értékesítésre kerülő termékek saját üzemben történő előállítása alapanyagokból jellemzően nagyobb kockázatokkal jár, mint ha azokat csak készen szerezné be a cégcsoport továbbértékesítési céllal. Előfordulhatnak üzemi balesetek, a gyártóberendezések meghibásodhatnak, a fix költségek aránya magasabbá válik (működési tőkeáttétel). A gyártóbázisok pedig helyhez kötöttek, így erősebb a kitettségük a szabályozói kockázatokkal, természeti katasztrófákkal vagy éppen fegyveres konfliktusokkal szemben.

Új termékek gyártása vagy üzletágak indítása: a növekedési kockázatok közé is besorolható, de érdemes külön is megemlíteni ezt a kategóriát. Egy új termék gyártása vagy egy teljesen új üzletág elindítása a „szimpla” növekedéssel szemben még nagyobb bizonytalansággal jár. A fogyasztók esetleg idegenkedhetnek az új termékektől, nehezebb lehet a valós keresleti igények felmérése, több időt vehet igénybe az optimális gyártási folyamat kialakítása vagy egyéb nem várt problémák jelentkezhetnek.

Ukrajna: Az Ukrajna területén zajló harcok negatívan hatnak a társaság helyi operációjára, mely 2021-ben a bevétel 5,5%-át, az idei első félévben azonban már mindössze 2,3%-át adta.

Alacsony likviditás: A vállalat nagytulajdonosai 50% feletti részesedéssel bírnak, a közkezhányad mértéke 37% alatti, a napi átlagos forgalom pedig 63 millió forintos.

Jogi tájékoztató

Ez az üzenet és bármely melléklete bizalmas információkat tartalmazhat, ami kizárólag a címzettnek szól. Amennyiben nem Ön ennek az üzenetnek a címzettje, kérjük azonnal értesítse a feladót, és az üzenetet törölje a rendszeréből.

Jelen dokumentumban közölt megállapítások az EU Bizottság 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alapján objektív vagy független magyarázatnak, azaz befektetéssel kapcsolatos kutatásnak minősül, továbbá az Európai Parlament és a Tanács 596/2014/EU rendelete szerint befektetési ajánlásnak minősül. A jelen dokumentumot OTP Bank Nyrt. az ügyfelei vagy a nyilvánosság körében kívánja terjeszteni, vagy más személyek számára oly módon biztosít hozzáférést, amely alapján jelen dokumentum nyilvánosságra kerülhet.

Jelen dokumentum nyilvánosság számára hozzáférhető és széles körben megbízhatónak hitt forrásokon alapul. A jelen dokumentum elkészítésében részt vevő személyek kilétéről, a felhasznált adatok, tények, információk lényeges forrásairól az üzenet feladójától kérhet bővebb tájékoztatást. Bár az OTP Bank Nyrt. jóhiszeműen hagyatkozott olyan forrásokra a dokumentum elkészítésekor, amelyeket megbízhatónak gondol, semmilyen szavatosságot, jóállást vagy kötelezettséget nem vállal azért, hogy a dokumentumokban foglalt adatok pontosak és teljesek. A dokumentumban megjelenő vélemények és becslések nyilvánosan elérhető adatok alapján, az OTP Bank Nyrt. munkatársainak a dokumentum készítésének idején irányadó megítélésein alapulnak, szakmai megítélésüket tükrözik, amelyek a jövőben külön értesítés nélkül is változhatnak. Továbbá nincs garancia arra vonatkozóan sem, hogy valamely piaci fejlemény az előrejelzéseknek megfelelően alakul. Ön ettől eltérő ajánlást is kaphat az OTP Bank Nyrt. munkatársaitól, különösen abban az esetben, amennyiben megkötött befektetési tanácsadási szerződés alapján befektetési tanácsadási szolgáltatást vesz igénybe.

A tájékoztatás a dokumentum készítésének idején irányadó piaci helyzetet tükrözi, azonban az információk csak időleges tájékoztatást nyújtanak, és a piaci viszonyokkal, körülményekkel megváltozhatnak. Az OTP Bank Nyrt. nem vállal felelősséget az ebben foglalt információkért semmilyen közvetlen, közvetett, pénzügyi, gazdasági vagy következményes veszteségért vagy kárért, függetlenül attól, hogy azt az OTP Bank Nyrt. gondatlan cselekedete vagy mulasztása okozta-e, feltéve, hogy a felelősség ilyen korlátozása nem vonatkozik olyan felelősségre, amelyet az alkalmazandó törvény nem zárhat ki vagy korlátozhat.

Jelen dokumentum nem tartalmazza a leírt kérdések átfogó elemzését, csak tájékoztatási célokat szolgál. A dokumentum egyetlen része, fejezete vagy egésze sem tekinthető befektetési tanácsadásnak, még akkor sem, ha a dokumentum bármely része tartalmaz egy adott pénzügyi eszköz leírását annak lehetséges ár- vagy hozamvárakozása szempontjából, illetve a kapcsolódó befektetési lehetőségeket. Jelen dokumentáció nem tekinthető jogi, adóügyi vagy számviteli tanácsnak.

Arra vonatkozó tájékoztatás, hogy

- a) az OTP Bank Nyrt. rendelkezik-e az ajánlásban érintett kibocsátó teljes jegyzett tőkéjének 0,5%-át kitevő küszöböt meghaladó nettó hosszú vagy rövid pozícióval;
- b) az ajánlásban érintett pénzügyi eszköz kibocsátója rendelkezik-e az OTP Bank Nyrt. teljes jegyzett tőkéjének 5%-át meghaladó részesedéssel;
- c) az OTP Bank Nyrt. az ajánlás tárgyát képező pénzügyi eszköz tekintetében árjegyzőként vagy likviditás biztosítójaként jár-e el;

- d) az OTP Bank Nyrt. az ajánlással érintett kibocsátó bármely nyilvános kibocsátásának vezető szervezője vagy társ-vezetőszervezője volt-e az elmúlt 12 hónapban;
- e) az OTP Bank Nyrt. a 2014/65/EU irányelv I. mellékletének A. és B. szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatások nyújtására vonatkozóan a kibocsátóval között megállapodásnak részes fele-e;
- f) a dokumentum készítésekor sor került-e oltalmazott modellek használatára;
- g) befektetésnek az időtartamára vonatkozó megfelelő magyarázat, amelyre a dokumentum vonatkozik, valamint a feltételezések érzékenységi elemzését is magában foglaló megfelelő kockázati figyelmeztetések feltüntetése;
- h) a dokumentum aktualizálásának tervezett gyakorisága;
- i) említett, pénzügyi eszközökre vonatkozó árfolyamok vonatkozó napjának és időpontjának megjelölése;
- j) amennyiben az ajánlás eltér az ugyanazt a pénzügyi eszközt vagy kibocsátót érintő, az előző 12 hónapos időszakban terjesztett korábbi ajánlásoktól, a módosítások és a korábbi ajánlás dátumának feltüntetése;
- k) a bármely pénzügyi eszközre vagy kibocsátóra vonatkozó, az előző 12 hónapos időszakban terjesztett összes ajánlásuk listája a jelen üzenet feladójától kérhető.

OTP Bank Nyrt. megfelelő belső szabályozást alakított ki (i) a pénzügyi elemzők és más releváns személyek személyes ügyleteire és kereskedésére, (ii) a befektetéssel kapcsolatos kutatás előállításában részt vevő pénzügyi elemzők és más releváns személyek esetében a fizikai elkülönítés biztosítása, továbbá információs korlátok meghatározása, (iii) az ösztönzők, juttatások elfogadására és kezelésére vonatkozóan.

Az OTP Bank Nyrt. összeférhetetlenségi politikával és nyilvántartással, valamint bank- és értékpapírtitok átadásának rendjére vonatkozó előírásokkal rendelkezik, melyek az összeférhetetlenség megelőzésére és elkerülésére szolgáló hatékony belső szervezeti és igazgatási megoldásoknak valamint információs korlátoknak minősülnek. Az ajánlás elkészítésében részt vevő személyek díjazása nem kapcsolódik közvetlenül a 2014/65/EU irányelv I. mellékletének A. és B. szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatások keretében teljesített ügyletekhez, vagy általa vagy ugyanazon csoporthoz tartozó más jogi személy által teljesített ügyletekhez, kereskedési díjakhoz, amelyet ő maga vagy az ugyanazon csoporthoz tartozó más jogi személy kap.

Tájékoztatjuk, hogy jelen befektetési kutatásban foglaltaktól függetlenül az OTP Bank Nyrt. jóhiszeműen és a piacképzés szokásos módja szerint jogosult kereskedni vagy árjegyzőként eljárni a kibocsátó(k) által forgalmazott pénzügyi eszközz(ök)kel kapcsolatosan, valamint egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást és/vagy egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatásokat nyújtani a kibocsátó és más személyek számára.

A jelen dokumentum semmilyen további elemzés alapjául nem szolgálhat a benne feltüntetett pénzügyi eszközök vonatkozásában. Amennyiben a dokumentum bármely pénzügyi eszköz jövőbeni forgalomba hozatalára utal ez kizárólag indikatív, előzetes és tájékoztatási célokat szolgál, és egy ilyen pénzügyi eszközre vonatkozó elemzés kizárólag azokon a nyilvános információkon alapul, amelyek a vonatkozó tájékoztatóban vagy hirdetményben találhatók. A jelen dokumentumban foglaltak nem jelentik azt, hogy az OTP Bank Nyrt. ügynökként, megbízottként vagy bármely más módon járna el

bármely olyan jövőbeni befektető javára vagy nevében, amely a jelen tájékoztatóban meghatározott pénzügyi eszközbe kíván befektetni.

Bizonyos személyek számára nem biztosított vagy csak korlátozott hozzáférés biztosított a jelen dokumentumban szereplő termékekhez és/vagy szolgáltatásokhoz. A jelen dokumentum OTP Bank Nyrt. általi elkészítése, honlapra történő feltöltése, nyilvánosságra hozatala semmilyen körülmények között nem tekinthető úgy, hogy az OTP Bank Nyrt. szándéka arra irányulna, hogy a tájékoztatóban szereplő termékekre és/vagy szolgáltatásokra vonatkozó információt tegyen elérhetővé olyan személyek részére, akikre nézve valamely ország vagy állam az adott termék és/vagy szolgáltatás igénybevételét, megszerzését, valamint azokra vonatkozó hirdetést tiltja vagy korlátozza. Ez a dokumentum, valamint az abban foglalt pénzügyi eszközök és információk nem az Egyesült Királyságban és az Egyesült Államokban működő magánbefektetők számára készültek. Az OTP Bank Nyrt. nem nyújthat közvetlen befektetési szolgáltatásokat amerikai befektetőknek.

Jelen dokumentum általános jellegű ismertetést, ismereteket tartalmaz, nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi, speciális igényeit, körülményeit és céljait, pénzügyi helyzetét, illetve kockázatvállaló képességét és hajlandóságát, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak. Ezért kérjük, a befektetése előtt kérdés esetén forduljon munkatársainkhoz, vagy keresse fel banki tanácsadóját. Az egyedi körülmények értékelését és figyelembe vételét az ügyfelek pénzügyi ismereteit, tapasztalatait, kockázatviselő képességét felmérő alkalmassági és megfelelési tesztek, valamint a célpiac vizsgálata biztosítják.

A tájékoztatás nem teljes körű. További részletes információkat kaphat a termékekről és szolgáltatásokról az OTP Bank Nyrt. bankfiókjaiban és a www.otpbank.hu internetes oldalon. Kérjük, hogy befektetésre, szolgáltatás igénybevételére vonatkozó megalapozott döntés meghozatalát megelőzően az adott termékre, szolgáltatásra vonatkozó dokumentációt, tájékoztatót, szabályzatokat, szerződési feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassa el, és óvatossággal mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatát, a felmerülő díjakat és költségeket, az esetleges veszteség bekövetkezésének lehetőségét, valamint tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi jogszabályokról. A pénzügyi eszközök, az értékpapírok árfolyama változik, az azonnali értékesítésre aktuális árfolyamon kerülhet sor, mely akár árfolyamvesztéssel is járhat. A jelen dokumentumban megjelölt információk, vélemények nem helyettesítik és nem pótolják az adott pénzügyi eszközökre vonatkozó kibocsátási dokumentációt (pl. tájékoztató, kezelési szabályzat), valamint a termékismertetőket, hirdetményeket.

Jelen dokumentumban foglaltak alapján hozott konkrét egyedi döntések, illetve befektetések kockázatát az ügyfél viseli, az OTP Bank Nyrt.-t nem terheli felelősség a befektetési döntések eredményességéért, az ügyfél által kitűzött cél eléréséért, sem az e dokumentum vagy annak bármely része alapján hozott egyedi befektetési döntésért, sem azok következményeiért. Minden befektetés bizonyos kockázatokkal jár, amelyek kihathatnak a befektetési döntés eredményességére és a befektető esetleg nem olyan összeghez jut a befektetéséből, melyet befektetési célként elvárt, vagy amennyit befektetett, így akár az is előfordulhat, hogy a befektetett tőke csökken, teljes összegét elveszíti, vagy akár azon is túl keletkezhet fizetési kötelezettsége.

A tőkeáttételes termékekkel, mint például devizával (FX/Forex/foreign exchange), vagy részvényre, indexre szóló termékkel való kereskedés jelentős kockázatot hordoz, és nem minden befektető számára alkalmas. A tőkeáttételes kereskedés során fennáll a teljes tőkevesztés, illetve a befektetett tőkét meghaladó veszteségek lehetősége is.

Az OTP Bank Nyrt. az alkalmazandó jogszabályoknak megfelelően semmilyen felelősséget, kötelezettséget, szavatosságot vagy garanciát nem vállal semmilyen közvetlen vagy közvetett kárért

(ideértve a befektetésekből eredő veszteségeket is), a költségekért vagy kiadásokért, a hátrányos jogi következményekért vagy egyéb szankciókért (beleértve a büntető és kártérítési kötelezettségeket), amelyet bármely természetes vagy jogi személy elszenvedett az itt leírt pénzügyi eszközök vétele vagy eladása vagy befektetési szolgáltatások folytatása eredményeként, még akkor sem, ha az OTP Bank Nyrt.-t figyelmeztették az ilyen események lehetőségére.

Az adatok, illetve információk a múltbeli hozamra vagy változásra vonatkoznak. A múltbeli adatokból és információkból nem lehetséges a jövőbeni hozamra, változásra, illetőleg teljesítményre vonatkozó megbízható következtetéseket levonni. A pénz- és tőkepiaci helyzet változásait, az árfolyamok mozgását, a befektetések és azok hozamainak alakulását több tényező együttes hatása befolyásolja, melyek között jelentős tényező a befektetői várakozások alakulása is. Az árfolyamok alakulása, a pénzügyi eszközök, indexek vagy mutatók jövőbeni hozama, ezek változásainak, valamint tendenciáinak, jövőbeni teljesítményének vizsgálata becsléseken, előrejelzéseken alapul, melyek előrejelzésekből nem lehetséges az árfolyamok jövőbeni alakulására, a valós jövőbeni hozamra, változásra, illetőleg teljesítményre vonatkozó, megbízható következtetéseket levonni. Az egyes termékek, szolgáltatások esetében, kérjük, értékelje azok adóügyi elszámolásra vonatkozó következményeit, egyéb adóügyi következményeit is, figyelemmel arra, hogy ezek pontosan csak a hatályos adójogszabályok és az ügyfél egyedi körülményei alapján ítéltelők meg, és ezen körülmények a jövőben változhatnak.

Az OTP Bank Nyrt. fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa jelen dokumentumot. Az ajánlás tervezett frissítésének gyakoriságára, valamint jelen kutatást megelőző ajánlás közzétételi dátumára vonatkozó tájékoztatás jelen üzenet feladójától kérhető.

Felhívjuk figyelmét, hogy az internet nem biztonságos környezet, és az OTP Bank Nyrt. nem vállal felelősséget semmilyen kárért, amelyet jelen dokumentum szándékos vagy véletlenszerű elfogása, rontás vagy vírusfertőzés által megváltoztatott vagy késleltetett formában történő felhasználása okoz.

OTP Bank Nyrt. (cégjegyzékszám: 01-10-041-585; székhely: 1051 Budapest, Nádor utca 16.; engedélyezte Magyar Nemzeti Bank (korábban eljáró felügyeleti hatóság: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete). PSZÁF engedélyszám: III/41.003- 22/2002 és E-III/456/2008. Felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1054 Budapest, Szabadság tér 9.sz.; ügyfélszolgálat: 1013 Budapest, Krisztina krt. 39.

Jelen kutatás és a felelősség kizárásának feltételeit a vonatkozó törvények szabályozzák és értelmezik.

Abban az esetben, ha a jelen dokumentumot az OTP Bank Nyrt. továbbította az Ön részére, a jelen dokumentumot az Ön hozzájárulásával juttattuk el Önhöz. A hírlevél küldéséhez való hozzájárulását visszavonhatja a GlobalMarkets@otpbank.hu emailcímre küldött elektronikus üzenettel vagy a Global Markets Igazgatóság 1131 Budapest, Babér utca 9. levelezési címre eljuttatott levélben. Kérjük, hogy mindkét esetben, levelében adja meg a következő adatokat: Név, e-mail cím, érintett kiadvány megjelölése.

Amennyiben az üzenet befektetési szolgáltatási tevékenységgel, illetve kiegészítő szolgáltatásnak minősülő tevékenységgel kapcsolatos információt tartalmaz, akkor az üzenet rögzítése és archiválása és a címzettek adatainak kezelése a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény alapján történik. Amennyiben az üzenet nem ezen esetkört érintő információt tartalmaz, akkor az üzenet rögzítése és archiválása, a címzettek adatainak kezelése az OTP Bank Nyrt. jogos érdekeinek védelme érdekében szükséges. Az adatkezeléssel és az érintett jogairól kapcsolatos további információkat a https://www.otpbank.hu/hirdetmeny/aktualis/U_Altalanos_2014_utan_5mell, valamint a www.otpbank.hu/portal/hu/adatvedelem oldalon talál.