

Masterplast

2026. 03. 27.

A Masterplast erős negyedévvél zárta a 2025-ös évet, a rekord árbevétel mellett EBITDA-szinten is 2022 óta nem látott magasságokba emelkedett, illetve adózott eredmény tekintetében is nyereségessé vált a Q4-ben, amennyiben kiszűrjük az egyszeri tételeket. Ugyanakkor az emelkedés mögött elsősorban a Hitelesített Energiamegtakarítások (HEM) iránti erős kereslet állt, ami ugyan 2026 elején még támogathatja a növekedést, azonban az utolsó negyedéves számok megisméltésére kevés esélyt látunk. A HEM-től független szegmensekben a kereslet továbbra is visszafogott, az építőipar 2025-ben nem tudott érdemi fordulatot felmutatni. Az új lakásépítések száma évtizedes mélypontot ért el, ugyanakkor a visszaesés üteme már lassult a 2024-es évhez képest, miközben a kiadott építési engedélyek számában számottevő növekedés mutatkozott. Az Otthon Start program középtávon szintén támogathatja az új lakásépítések élénkülését, azonban ennek hatása legkorábban az év végéhez közeledve jelentkezhet. Ezzel szemben az Otthonfelújítási és a Vidéki Otthonfelújítási Programok várhatóan az év első felében kifutnak. Összességében az üzleti kilátásokat továbbra is jelentős bizonytalanság jellemzi.

Felülvizsgáltuk DCF-modellünket és eredménybecslésünket: 12-havi célárunkat 2723 forintra emeljük (a 2025.07.01-i 2552 forintról), miközben fenntartjuk tartási ajánlásunkat. A magasabb célár elsősorban a visszafogott beruházási tevékenység következtében rövid távon kedvezőbb FCFF becsléseknek, valamint az alacsonyabb tőkeáttételes béta hatására csökkenő WACC értékeknek köszönhető.

A makrogazdasági kilátások vegyesek: a Masterplast piacain a bevételarányosan súlyozott GDP növekedési várakozások 2026-ban 2,2%-os emelkedést jeleznek a 2025-ös 1,2%-ot követően. Ez az előrejelzés azonban nyolc hónappal ezelőtt még 2,5% volt, és a későbbi évekre vonatkozó növekedési várakozások is enyhén alacsonyabbak. Emellett további bizonytalanságot és lefele mutató kockázatot eredményez az iráni háború esetleges elhúzódása.

Véleményünk szerint a Masterplast likviditási helyzete javult tavaly év közepe óta. A jelentősen nagyobb készpénzállomány mellett az idei évre várt operatív készpénztermelése a vállalatnak képes lehet fedezni a 2026-os nagyobb hitel- és kötvénytörlesztéseket, feltételezve, hogy a rövid lejáratú forgóeszközhitelüket sikeresen meghosszabbítják.

Békési Ádám

Junior elemző

Szemán Ákos

Szenior elemző

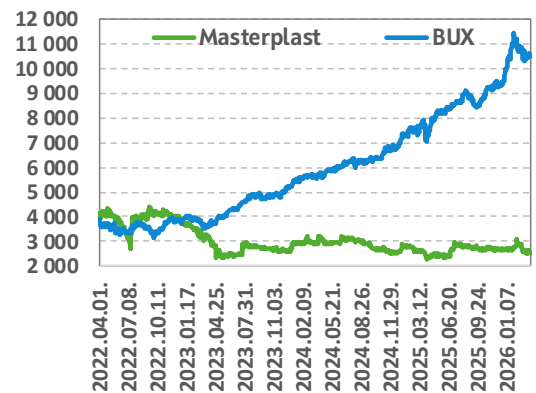
Ajánlás: Tartás

(korábbi Tartás)

12-havi célárfolyam: 2 723 Ft

(korábbi 2 552 Ft)

Felértékelődési potenciál: 6,8%

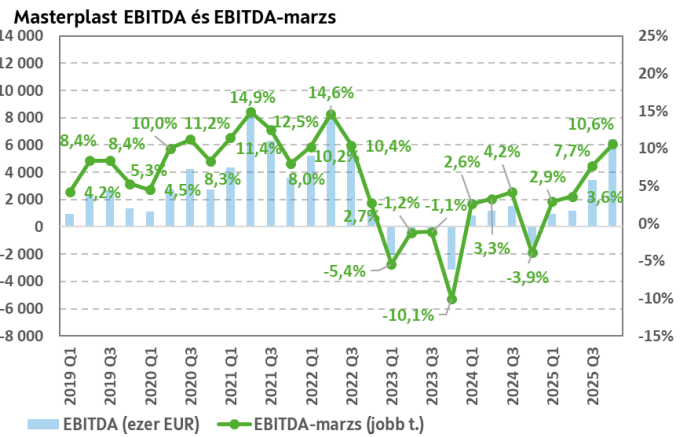
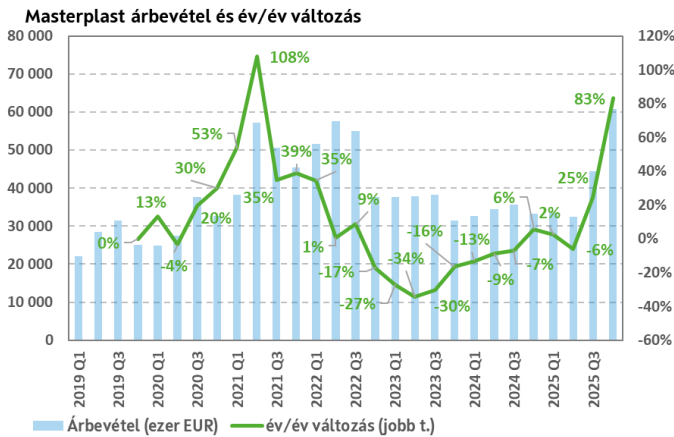


Teljesítmény	3 hó	6 hó	Idén	1 év
Masterplast	-3%	-7%	-4%	0%
BUX	10%	26%	13%	36%

m EUR	2025	2026e	2027e
Árbevétel	171	182	194
EBITDA	12,0	16,7	19,5
EBIT	4,4	9,5	12,8
Nettó profit	-3,1	6,7	9,6
EBITDA margin	7,0%	9,2%	10,1%
EBIT margin	2,6%	5,2%	6,6%
EPS (EUR)	-0,2	0,3	0,5
DPS (HUF)	0	0	0
Kifizetési hánya	0%	0%	0%
EV/EBITDA	16,3	11,8	10,1
P/E	-	19,1	13,2
Osztalékhozam	0,0%	0,0%	0,0%
Árfolyam (2026.03.26)			2 550
Részvények száma (m)			19,3
Kapitalizáció (m Ft)			49 089
Közkezhányad:			40,0%
Napi forgalom (m Ft)			22,77
Bloomberg :			MASTERPL HB

Erősen zárta 2025-öt a Masterplast, kérdés fenntartható-e a dinamika

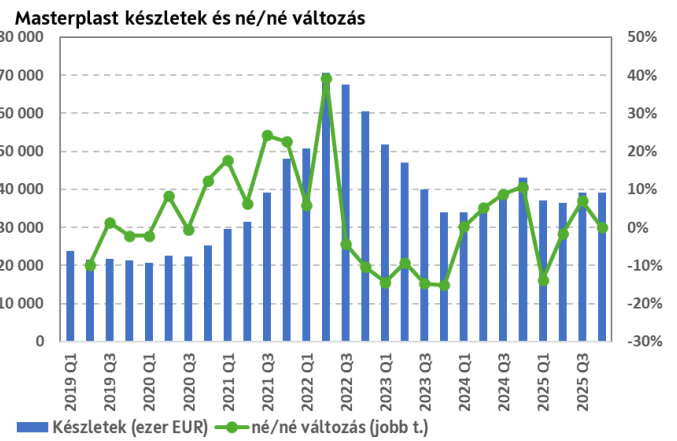
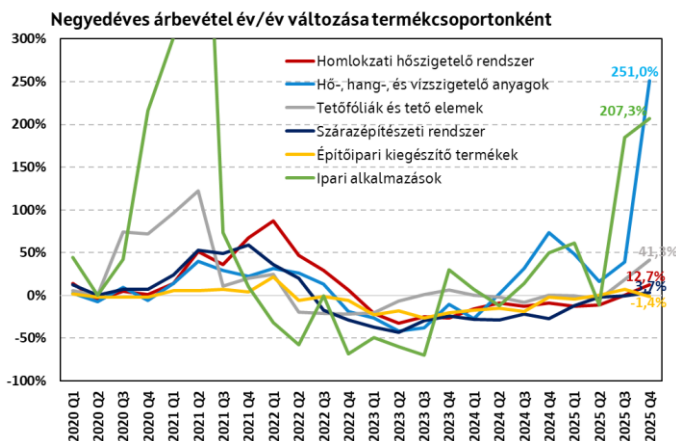
A tavalyi utolsó negyedév rekord árbevételt hozott 83%-os év/év növekedés mellett, amit a közvetlen és közvetett HEM értékesítések támogattak. Az egyszeri tételektől tisztított EBITDA 2022 óta nem látott magasságokba emelkedett (EBITDA margin 10,6%) míg a nettó profit 2,2 millió euró volt. Éves szinten ugyan még veszteséges volt a vállalat tavaly azonban az EBITDA marzs elérte a 7%-ot, míg az árbevétel közel 26%-kal bővült.



Forrás: Masterplast, OTP Multi-Asset Elemzés

1, Gyenge építőipari kereslet pozitív szabályozói katalizátorral: A növekedés fő mozgatórugói az Ipari alkalmazások (itt mutatják ki a közvetlen HEM értékesítéseket) és a Hő-, hang-, és vízszigelő anyagok szegmense volt (amely esetében a közvetett HEM értékesítések jelentették az egyik fő mozgatórugót). Összességében elmondható, hogy a szigorodó EKR szabályozás által növekvő kereslet a HEM-ek iránt szabályozói hátszelet jelentett a társaságnak a tavalyi év második felében, azonban ennek hatása az előttünk álló években csökkenhet, így nagy szükség lenne az építőipar beindulására, hogy a negyedik negyedévben látott eredmények fenntarthatóak legyenek.

A növekedéshez hozzájárult még a Tetőfóliák és tető elemek szegmense is, amely 13%-kal bővült év/év alapon 2025-ben. Ezzel szemben az értékesítésben legnagyobb arányt képviselő Homlokzati hőszigetelő rendszerek esetében 3%-os árbevétel visszaesés volt tapasztalható tavaly. A Szárazépítészeti rendszerek (-3% év/év) és az Építőipari kiegészítő termékek (+1% év/év) gyakorlatilag stagnáltak, ami összhangban van a továbbra is visszafogott építőipari aktivitással. Ugyanakkor az, hogy ezekben a szegmensekben már nem folytatódott a korábbi évek markáns gyengülése, arra utalhat, hogy a piac közel lehet a ciklikus mélyponthoz, ami a következő időszakra kedvezőbb kilátásokat alapozhat meg.



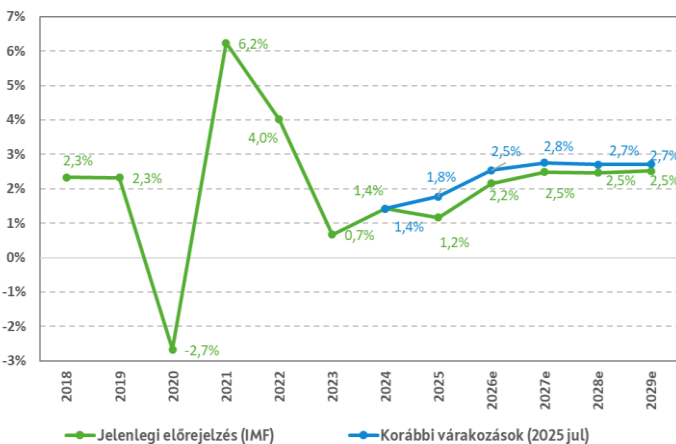
Forrás: Masterplast, OTP Multi-Asset Elemzés

Vegyes kilátások az építőiparban

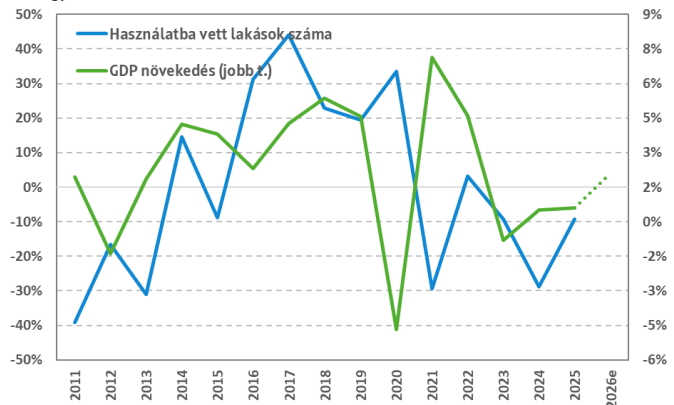
1, Alacsonyabb GDP növekedési várakozások: a Masterplast piacain a bevételarányosan súlyozott GDP növekedési várakozások alacsonyabbak lettek legutóbbi elemzésünk óta (IMF becslések alapján). A prognózisok az idei és jövő évre egyaránt 0,3 százalékpontos lefelé módosítást jeleznek, míg 2028-tól 0,2 százalékponttal alacsonyabb növekedési pályát vetítenek előre. Mindez azt követően, hogy 2025-ben a vállalat célpiacain mindössze ~1,2%-os GDP bővülés valósult meg, szemben a tavalyi év közepén várt 1,8%-kal, ami a makrogazdasági környezet korábbi előrejelzéseknél lassabb ütemű helyreállítására utal. Az iráni háború elhúzódása további lefele kockázatokat eredményezhet ezen a téren.

2, Fordulat jelei az építőiparban: a GDP növekedési dinamikájával szorosan összefügg a Magyarországon használatba vett lakások száma, ami a Masterplast fő termékszegmenseinek meghatározó hajtóereje. A Központi Statisztikai Hivatal (KSH) adatai szerint a tavalyi utolsó negyedévben 4572 új lakás épült, 0,3%-kal kevesebb, mint egy évvel korábban (4586). Az éves új lakásépítések száma tavaly ~12 ezerre csökkent, ami évtizedes mélypont, azonban a visszaesés dinamikája már jelentősen mérséklődött 2024-hez képest. A kiadott lakásépítési engedélyek és egyszerű bejelentések alapján épülő lakások száma 8134 volt az utolsó negyedévben, 37%-kal több, mint 2024 azonos időszakában (5943), ami a fellendülés jele lehet. Tavaly éves szinten már 43% feletti növekedés volt a kiadott lakásépítési engedélyek számában, ami historikusan közepesen erős (0,63-as) korrelációt mutat az egy évvel későbbi lakásépítési számok változásával, így arra számítunk, hogy a lakásépítések idén növekedésnek indulhatnak. Az építőanyag- és szigetelőanyag-piac 2025 első felében gyenge kereslettel és erős árversennyel szembesült, amit a lakossági kivárás, a kisebb projektek visszaesése és az anyagárak csökkenése is erősített. A piaci szereplők mégis derűlátóak a következő éveket illetően, mivel az Otthon Start program és az Energiahatékonysági Kötelezettségi Rendszer (EKR) várhatóan érdemben növeli majd az energetikai felújítások volumenét, ami a szigetelőanyag-gyártók számára is fokozódó keresletet hozhat a Magyar Építési Vállalkozók Országos Szakszövetségének (ÉVOSZ) sajtóközleménye szerint.

Reál GDP növekedés a Masterplast országaiban (árbev. arányos súlyozás)



Magyar reál GDP növekedés és használatba vett lakások száma



Forrás: Masterplast, KSH, IMF, OTP Multi-Asset Elemzés

3, Iráni háború: a közel-keleti események komoly hatással vannak az energia, szállítási, illetve alapanyag költségekre. Továbbá nem csak kizárólag emelkedést eredményez az input árakban, de ellátási zavarokat is okozhat. A Masterplast termékportfóliójában számos kőolajszármazékokra épülő termék található, mint az EPS, XPS, üvegszövet (polimer és üvegszál), valamint tetőfóliák is (polipropilén alapú). Ugyanakkor a vállalat magas alapanyag készlettel rendelkezik, ami a második és harmadik negyedévre még limitálhatja az anyagköltségek növekedését, továbbá kedvező helyzetbe pozicionálja a társaságot a versenytársakkal szemben, akik közül van, aki már most alapanyag hiánnyal küzd. Azonban a szállítási költségek és az energiaárak emelkedése negatív hatással lehet a vállalatra, különösen az olyan energiaigényes termékek esetén, mint az üvegyapot. Várhatóan az input árak emelkedését az iparág szereplői legalább részben megpróbálják majd áthárítani az ügyfelekre, azonban a jelenlegi még gyengébb keresleti környezetben ez az értékesítési volumen csökkenését is eredményezheti. Mindenesetre a Masterplast profitálhat a megemelkedő szigetelőanyag árakból, miközben a költségoldali nyomás valamivel kisebb lehet rajta, mint a versenytársakon a magas alapanyag készleteknek köszönhetően.

4, Új beruházások: 2025 második felében elindult az üzemszerű termelés a vállalat új, szerencsi üvegyapot gyárában (a tervezett kapacitás 19 ezer tonna / év). A lengyel Selena csoport 50%-os részesedéssel rendelkezik a projektben. 2026-ra mintegy 60%-os kapacitáskihasználtsággal számolunk, ami az iráni háború nyomán a második negyedévtől megugró energiaárakkal kiegészülve jelentősen nyomás alá helyezhetik a marzsokat, tekintettel az üzem energiaintenzív termelési profiljára. A Masterplast halmajugrai kőzetgyapot gyártáshoz kapcsolódó Market Építő Zrt.-vel közös projektjét leállította, míg az olasz EPS gyártóegységét bezárta. Ugyanakkor a társaság márciusban újraindította a káli EPS üzemet és dolgozik a termelés felfuttatásán. Itt is hasonló kapacitáskihasználtságra számítunk az év végére, mint az üvegyapot gyár esetében.

5, Támogatási programok és szabályozói változások: az új magyar Otthon Felújítási Program 2024 július 1-jén indult, majd tavaly két körben könnyítették a feltételeket és megnövelték az igényelhető összeget is, így felgyorsultak az igénylések. A program immár a 2006. december 31. előtt épült egy- és többlakásos családi házakra is kiterjed, így az eredeti programhoz képest 300 ezerrel nőtt a jogosult háztartások száma. A programot 73 milliárd forintos keretösszeggel hirdették meg, amiből már >70 milliárd forint elfogyott, a tavaly októberi módosítás óta átlagosan havi 5 milliárd forint körüli igény érkezik be, melyek alapján 2026 április első felében kimerülhet a keret. A projekt részeként épületenként legalább 30%-os primerenergia-fogyasztás-csökkentést írnak elő. A finanszírozási összeg a hitel és a vissza nem térítendő részekkel együtt maximum 10 millió forint lehet (5 + 5 millió). Az elvárt önerő mértékét a maximális támogatás elnyerése esetén a korábbi 1 millió forintról 0,5 millió forintra csökkentették. A kamatmentes hitel és a vissza nem térítendő támogatás aránya a pályázó jövedelmétől függ, a hitel futamideje legfeljebb 15 év (havi egyenlő részletekben történő törlesztési ütemezés). A támogatható felújítási tevékenységek közé tartozik többek között a korszerű nyílászárók beépítése, hőszigetelés (EPS, XPS, kőzetgyapot), fűtés korszerűsítés, hőszivattyús fűtési rendszer.

Egy másik releváns kormányzati program, a Vidéki Otthonok Felújítási Program, amely 2025. január 1-jén indult és jelen állás szerint 2026 június 30-ig tart. A programnak nincsenek energetikai követelményei, és a felújítási munkák széles körére vehető igénybe. A programban bármely felnőtt személy részt vehet, aki 5000 lakosnál kisebb településen lakik, feltéve, hogy nincs lejárt köztartozása és van 25 év alatti gyermeke. A program keretében legfeljebb 3 millió forint állami támogatás vehető igénybe a felújítási költségek legfeljebb 50%-ának fedezésére (azaz 6 millió forint összköltség esetén maximalizálható). A támogatás 50%-a anyagköltségre, 50%-a pedig munkadíjra fordítható. Emellett 6 millió forint összegű kamattámogatott lakásfelújítási hitel is elérhető a munkálatok előfinanszírozására. Mivel ez a program a felújítási projektek széles körére alkalmazható, ezért az Otthon Felújítási Programhoz képest várhatóan csak a megrendelések kisebb hányada esik a Masterplast érdeklődési körébe, de így is pozitívan hathat a cégre.

Összességében pozitívnak értékeljük a programokat, bár hatásuk limitált maradt a magyar építőiparra a tavalyi év során. Továbbá jelenlegi számításaink szerint a két otthonfelújítási program várhatóan az év első felében kifut, ami a második félévben akár a növekedést is visszafoghatja, bár úgy gondoljuk nem ezek a programok jelentették eddig sem az elsődleges katalizátort a vállalat számára. Fontos továbbá, hogy ezek a szabályozói ösztönzők csak részben generáltak többletkeresletet az olyan építőanyaggyártók számára, mint a Masterplast. Ennek fő oka, hogy a költségek jelentős része a megvalósítással kapcsolatos, például a munkabérek (lásd a vidéki lakásfelújítási program támogatási struktúráját: 50-50% anyagköltség és munkaerő), továbbá egyes felújítási tevékenységeket a Masterplast nem fedez (pl. hőszivattyúk).

Otthon Start Program: 2025 szeptemberétől elérhető egy kifejezetten kedvezményes, fix 3%-os kamatozású lakáshitel, amely új lakóingatlan építésére, vásárlására, illetve használt lakóingatlan vásárlására is igényelhető. A program célja az első lakástulajdonhoz jutás támogatása, akár 50 millió forintos hitelösszeggel, maximum 25 éves futamidővel, legalább 10% önerővel és maximum 3%-os hitelkammattal, azonban feltétel, hogy az ingatlan négyzetméterára nem haladhatja meg az 1,5 millió forintot. Az intézkedés részeként azok a nagyobb új ingatlanberuházások, amelyek teljesítik az Otthon Start Program feltételeit kiemelt beruházás kategóriába kerülnek és gyorsabb engedélyeztetésben részesülnek. 2025 végére 4300 lakás fejlesztése vált kiemelté, amely idén 17 ezer lakásra növekedhet. Szakértők arra számítanak, hogy az új program hatására 30-40 ezer új lakás épülhet a következő 3-5 évben ennek köszönhetően, ami jelentős többletet eredményezhet a jelenlegi lakásépítésekhez képest (~12 ezer új lakás 2025-ben). A projektek 2026 vége és 27 eleje környékén indulhatnak el, a Masterplast számára azonban valószínűleg csak 2027-től lesz érezhető hatása, mivel lakásépítések kivitelezése során a későbbi fázisokban kerül csak sor a szigetelésre, ami a vállalat fő profilját képezi.

6, Hitelesített Energiamegtakarítások (HEM): a Masterplastot érinti a tavaly elfogadott energiahatékonysági törvény szigorítása, amely jelentősen megemeli az Energiahatékonysági Kötelezettségvállalási Rendszer (EKR) hatálya alá tartozó, kötelezettek számára előírt energiamegtakarítást. 2025 második felétől a kötelezett feleknek a korábbi eddigi 0,5% helyett 1,4% éves hatékonyságjavulást kell elérniük. Ez a szint 2026-ban változatlan marad, 2027-ben 1%-ra, 2028-tól pedig 0,5%-ra csökken. Így rövid távon több energiamegtakarítást kell igazolni a végső energiafogyasztók számára. Az

energiahatékonysági beruházásokból származó megtakarításokat energia-auditáló szervezetek ellenőrzik, amelyek eredményeként Hitelesített Energiamegtakarítások (HEM) keletkeznek. Ezek a HEM-ek később piacképes eszközként kereskedhetővé válnak, és eladhatók lesznek az EKR által kötelezett energiakereskedőknek, hogy azok saját energiamegtakarítási céljait teljesítsék. A Masterplast szigetelési szolgáltatásai révén javítja az energiahatékonyságot, így HEM-eket generál, amelyeket nyereséggel eladhat a kötelezett energiakereskedőknek. Továbbá a HEM-ekből közvetett módon is profitál a vállalat, mivel HEM keletkeztetéshez szükséges szigetelési anyagok iránti kereslet jelentősen erősödött, ami elsősorban a Hő-, hang-, és vízszigetelő anyagok értékesítésében jelenik meg. Ugyanakkor fontos megemlíteni, hogy az EKR hatálya alá tartozó, kötelezettek számára előírt energiamegtakarítások mértékének csökkenése 2027-ben és 28-ban jelentősen visszafoghatja a vállalat növekedési kilátásait a magas bázisidőszaki értékek miatt.

7, Likviditás és hitelminősítés: tavaly novemberben a Scope Ratings stabil kilátással „CCC” szinten megerősítette a Masterplast hitelminősítését. Bár az operatív teljesítmény javulása mérsékelte a kockázatokat, a pénzügyi mutatók és a likviditás továbbra is gyengék, és a további javulás a keresletélénkülésétől függ a Scope Ratings szerint. 2025 végén a vállalat 11,3 millió euró készpénzzel rendelkezett az egy évvel ezelőtti 4,4 millió euróval szemben. A társaság minimális befektetési tevékenységet folytatott a tavalyi év során (-1,5 millió eurós Capex), és nem számítunk jelentős változásra ebben a tekintetben 2026 és 27 folyamán sem. Miközben a Market Építő Zrt.-vel közösen tervezett kőzetgyapoptgyár-beruházást leállították, ennek kapcsán további költségekre nem számítunk.

A Masterplast 4,3-mas nettó adósság/EBITDA mutatóval zárta a tavalyi évet, ami jelentős javulás 2024-hez képest. Várakozásunk szerint a mutató értéke 2,4-re csökkenhet 2026 végére, amely már egészséges szintnek minősülne. 2026-ban 16,7 millió eurós EBITDA eredménnyel számolunk, ami elegendő lehet -2,8 millió euróra becsült kamatkiadásokra, a -4,4 millió euró környékére számított hiteltörlesztésre, továbbá a 3 milliárd forint értékű (7,8 millió euró) kötvénytörlesztési kötelezettség teljesítésére feltételezve, hogy a rövid lejáratú hitelek többségét meghosszabbítja a társaság (főként forgóeszközhitel). Ezen felül a korábban említett beruházások finanszírozása a megmaradt EBITDA-ból és készpénzállományból finanszírozhatóak, így további hitelfelvételre nem feltétlen van szükség.

Az idei évi kötvénykötelezettségek két olyan kötvény visszafizetéséhez kapcsolódnak, amelyeket korábban az MNB növekedési kötvényprogramjának keretében bocsátottak ki. Az egyik kötvényt 2019 decemberében bocsátották ki 6 milliárd forint névértékben, 7 éves futamidővel (2026 decemberi lejárat), és a tőketörlesztés 4-7 év között egyenlő részletekben történik. A másik kötvényt 2020 decemberében bocsátották ki, hasonlóan 6 milliárd forint névértékkel, 7 éves futamidővel és ugyanilyen 4-7 éves törlesztési ütemezéssel, ezekből adódik össze az idei évi 3 milliárd forintos kötvénytörlesztési kötelezettség.

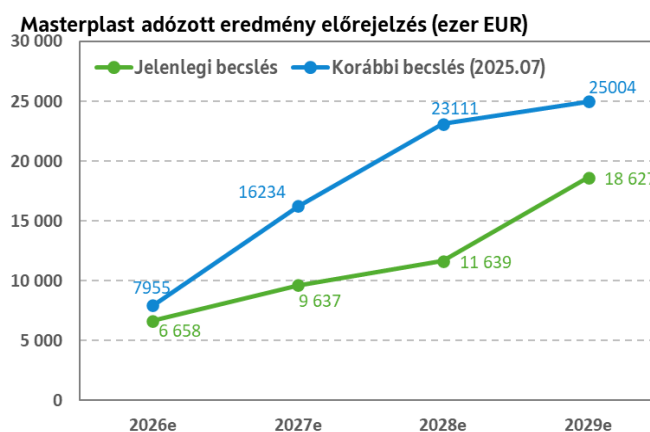
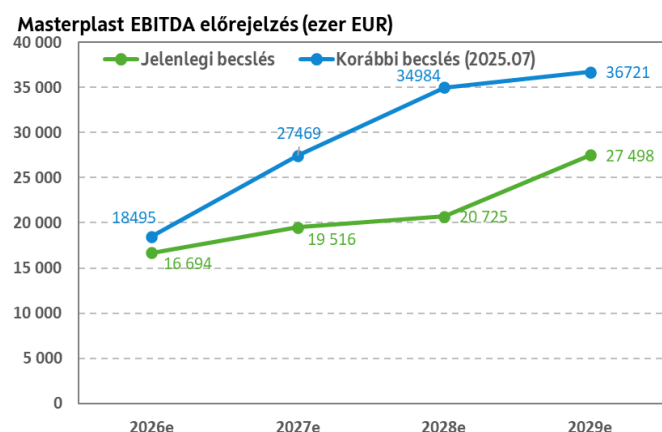
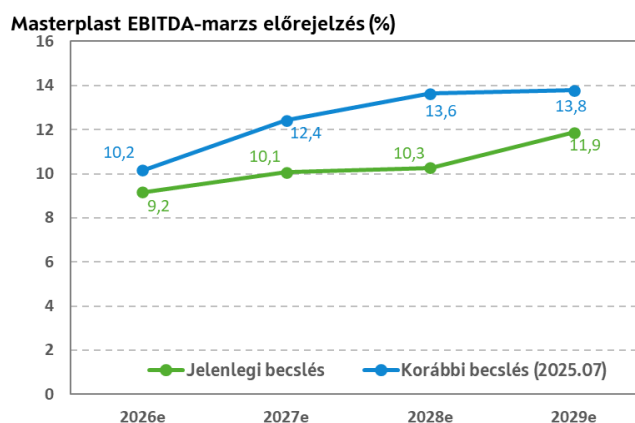
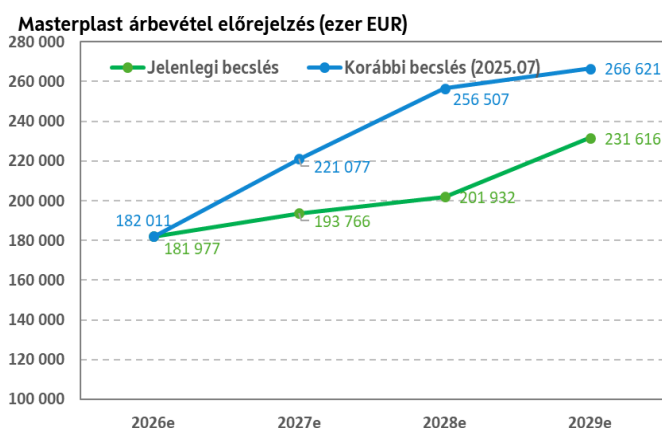
Meglátásunk szerint a Masterplast jelenleg elegendő likviditással rendelkezik a 2026-os kötelezettségek teljesítéséhez, feltéve, hogy a rövid lejáratú forgóeszközhitelket meghosszabbítják. A csökkenő adósságállomány és javuló eredményesség csökkenti a kockázatokat rövid/középtávon. Ugyanakkor a HEM értékesítések várható csökkenése 2027-ben és 28-ban nyomás alá helyezheti a növekedést, így hosszabb távon elengedetlen az építőipari kereslet élénkülése a stabilan javuló likviditási helyzet eléréséhez.

Eredményvárakozások

Tekintettel a lassabban helyreálló gazdasági növekedésre a korábban várthoz képest bevételi várakozásainkat lefelé módosítottuk hosszabb távon, amit 2026-ban még részben ellensúlyozhat a HEM értékesítések kedvező hatása. Tavalyi becsléseinkhez képest: 2026-ra hasonló bevételt várunk, míg 2027-re 193,8 millió euróra számítunk vs. korábbi 221 millió euró. EBITDA szinten már a 2026-os évre is közel 10%-os csökkenéssel számolunk elsősorban az iráni háború következtében megemelkedő energiaköltségek miatt, míg 2027-re még nagyobb mértékben vágtuk vissza előrejelzésünket a magasabb marzssal rendelkező HEM-ek iránti várható keresletcsökkenés hatására (2026: 16,7 millió euró vs. 18,5 millió euró, 2027: 19,5 millió euró vs. 27,5 millió euró). Az adózott eredmény terén nyereségesbe fordulhat idén a társaság, azonban visszafogottabb várakozásokat fogalmaznánk meg korábbiakhoz képest: 2026: 6,7 millió euró vs. 8 millió euró, 2027: 9,6 millió euró vs. 16,2 millió euró. A vállalat 2021-es 1,09 eurós EPS csúcsát várhatóan csak 2030-ban éri el és haladja meg.

Főbb eredményssorok	2026e			2027e		
	Korábbi	Jelenlegi	Változás	Korábbi	Jelenlegi	Változás
Értékesítés árbevétele	182 011	181 977	0%	221 077	193 766	-12%
Anyagok és szolg. költsége	-138 387	-141 913	3%	-165 887	-149 196	-10%
EBITDA	18 495	16 694	-10%	27 469	19 516	-29%
Értékcsökkenés	-6 973	-7 161	3%	-6 942	-6 752	-3%
EBIT	11 522	9 532	-17%	20 526	12 764	-38%
Pénzügyi eredmény	-2 217	-1 637	-26%	-1 737	-1 431	-18%
Adózás előtti eredmény	9 483	7 903	-17%	19 106	11 344	-41%
Adózott eredmény	7 955	6 658	-16%	16 234	9 637	-41%

Forrás: Masterplast, OTP Multi-Asset Elemzés



Forrás: Masterplast, OTP Multi-Asset Elemzés

DCF értékelés

A DCF modellen alapuló 12-havi célárunkat 2552 forintról 2723 forintra emeltük, miközben tartási ajánlásunkat megtartjuk. A célárfolyam emelésének elsődleges oka, hogy a vállalat a korábbi várakozásoknál jobban visszafoghatja beruházási tevékenységét, ami a következő években támogatja FCFF becsléseket, miközben a javuló tőkeszerkezet következtében alacsonyabb tőkeáttételes bétával kalkulálunk, ami lefelé módosítja a WACC értékeket.

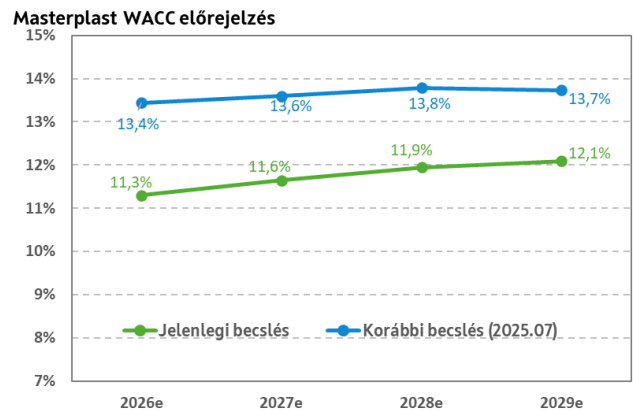
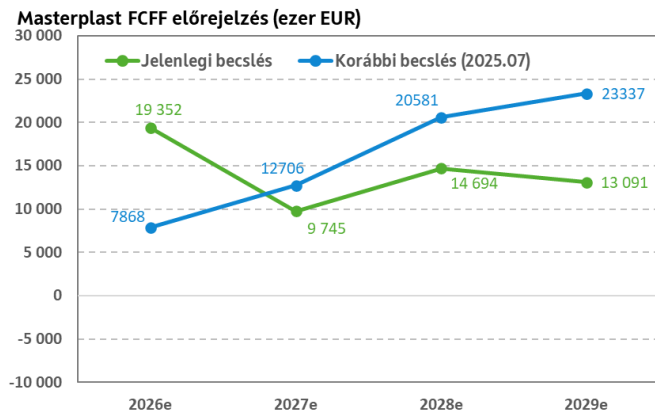
A modellben használt feltételezések:

A következő években az eredménytermelésre vonatkozó várakozásaink a korábban részletezettek szerint alakulnak.

Arra számítunk, hogy idén az iráni háború miatt megemelkedett alapanyagköltségek következtében a vállalat elsősorban meglévő alapanyag készleteire hagyatkozik a következő hónapokban, ezen a téren tartalékokkal rendelkezik. Ennek köszönhetően 2026 végére alacsonyabb készletszinttel számolunk, ami működőtőke csökkenésén keresztül pozitív hatást gyakorol a FCFF-re. Ugyanakkor 2027-ben a visszakészletezés miatt ennek ellenkezőjét várjuk. Összességében a következő években mérsékelt beruházási CAPEX-re számítunk, ami támogatja a FCFF-et, azonban a gyengébb üzleti környezet nyomás alatt tarthatja a növekedést.

A lassabb építőipari fellendülés mellett a 2027-es és 28-as évre a HEM-ek értékesítéséből származó bevételek csökkenésével kalkulálunk, ahogy az EKR hatálya alá tartozó, kötelezettek számára előírt energiamegtakarítások mértéke a jelenlegi 1,4%-ról, 1%-ra csökken 2027-ben, majd 0,5%-ra 2028-ban. Ezt valamelyest ellensúlyozhatja régiós makrogazdasági környezet várható javulása ezekre az évekre, ami a kereslet növekedésén túl a vállalat gyártóüzemeinek kapacitáskihasználtságát is segítheti.

A fair értéket ~385 HUF / EUR árfolyam mellett számítottuk. Előrejelzésünkben a korábbiaknál valamivel alacsonyabb WACC értékeket használtunk, főként az mérsékeltobb tőkeáttételes bétának köszönhetően.



Forrás: Masterplast, OTP Multi-Asset Elemzés

Masterplast WACC kalkuláció

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Kockázatmentes hozam	6,2%	6,5%	6,7%	7,0%	7,0%
Béta (tőkeáttételes)	1,3	1,2	1,2	1,1	1,2
Részvénykockázati prémium	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Tőkeköltség	14,5%	14,4%	14,4%	14,4%	14,6%
Hitelköltség	4,5%	4,8%	4,9%	4,3%	4,4%
Adó	13%	13%	13%	13%	13%
Hitelköltség adó után	3,9%	4,2%	4,2%	3,7%	3,8%
D/E	43%	36%	32%	28%	31%
WACC	11,3%	11,6%	11,9%	12,1%	12,1%

Masterplast DCF modell					
m EUR	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
EBIT	9,5	12,8	14,3	21,3	28,2
Adó	-1,2	-1,7	-1,9	-2,8	-3,7
NOPLAT	8,3	11,1	12,5	18,5	24,5
Értékcsökkenés	7,2	6,8	6,4	6,2	6,3
Működőtőke változás	-5,4	6,4	0,0	4,8	6,2
CAPEX	1,5	1,7	4,2	6,9	7,2
FCFF	19,4	9,7	14,7	13,1	17,4
Maradványérték növekedés					3,0%
Maradványérték					199,0
FCFF jelenérték	17,4	7,8	10,6	8,4	123,8
Cégérték (2025 vége)	168,0				
Nettó hitel	52,1				
Kisebbségi	0,7				
Saját tőke értéke	115,2				
Részvényszám (m darab)	19,3				
Fair érték (EUR/részvény)	6,0				
EURHUF	385				
Fair érték (HUF/részvény)	2305				
Tőkeköltség	14,5%				
12-havi célárfolyam (Ft)	2723				

Forrás: Masterplast, OTP Multi-Asset Elemzés

Érzékenységvizsgálat

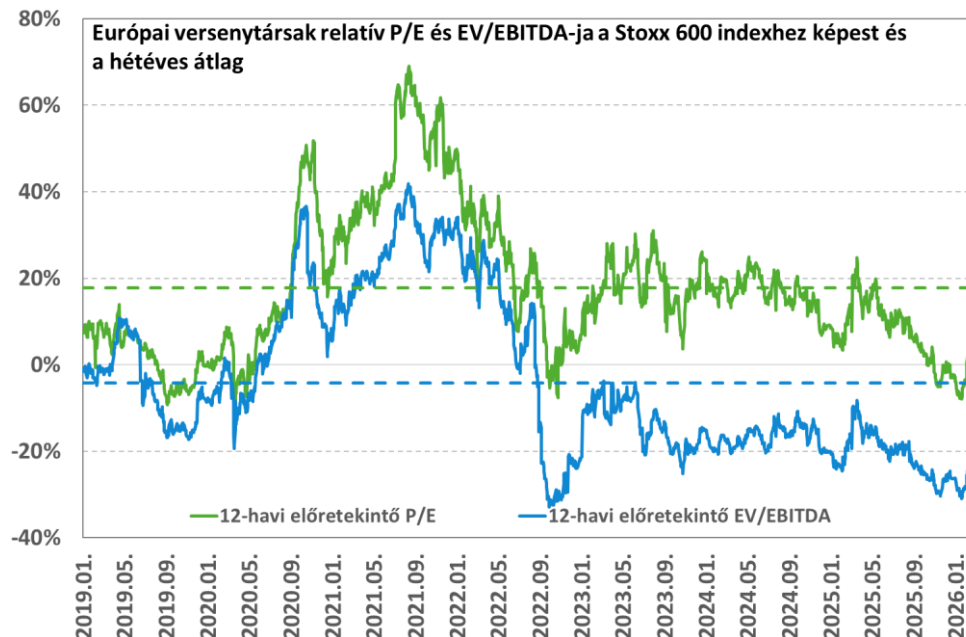
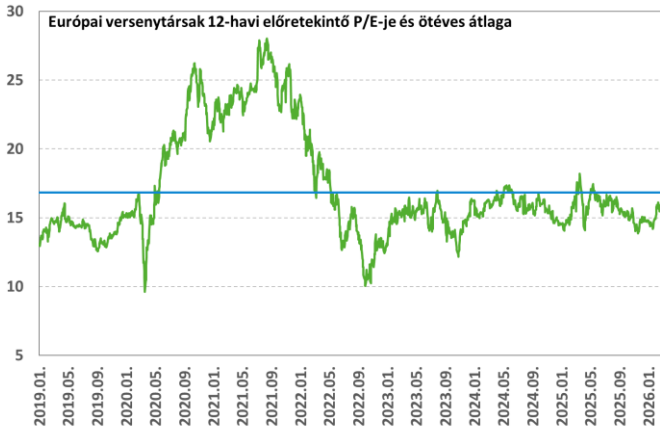
A modellalapú célárat több szempontból érzékenységvizsgálatnak vetettük alá. Ezek azt mutatják, hogy a részvényárfolyam jelentősen ki van téve a WACC becsléseknek, és így a kamatlábak szintjének és jövőbeli pályájának. A részvényárfolyamot az EUR/HUF árfolyam és a növekedési feltételezések is befolyásolják. Míg a hosszú távú GDP-növekedési várakozások nemcsak az árbevételi kilátásokra vannak hatással, de a kapacitáskihasználtságon keresztül a működési marzsokat is befolyásolják, ami meghatározó a célár szempontjából. Ezen felül célzott scenárióelemzés keretében értékeltük, hogy a tervezett moduláris üzletág jövőbeli termelési volumenére vonatkozó módosított feltevések miként befolyásolnák a társaság értékét.

12-havi célárfolyam különböző scenáriók esetén (Ft)							12-havi célárfolyam különböző scenáriók esetén (Ft)						
EURHUF	355	365	375	385	395	405	415	Maradványérték növekedés					
Célárfolyam	2515	2586	2656	2723	2798	2869	2940	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	
12-havi célárfolyam különböző scenáriók esetén (Ft)							TV WACC						
EBITDA-marzs változása	-400bps	-300bps	-200bps	-100bps	~	+100bps	+200bps	10,0%	3030	3246	3493	3777	4109
Célárfolyam	1183	1567	1951	2336	2723	3104	3489	11,0%	2697	2868	3060	3277	3526
Kapacitáskihasználtság		60-70%	>70%			Saját várakozásunk (>80%)		12,0%	2431	2569	2723	2895	3089
Reál GDP növekedés		~0-0,5%	~1-1,5%					13,0%	2212	2327	2454	2594	2749
								14,0%	2031	2128	2234	2350	2478
12-havi célárfolyam különböző scenáriók esetén (Ft)													
Moduláris gyártás	-100%	-50%	-30%	~	+30%	+50%							
Célárfolyam	1912	2316	2478	2723	2963	3128							

Forrás: Masterplast, OTP Multi-Asset Elemzés

Szektortársakkal való összehasonlítás

A Masterplast versenytársait jelenleg 15-20% körüli diszkonttal kereskedik az ötéves történelmi átlagos P/E (14,1 vs. 16,8) és EV/EBITDA (7,3 vs. 8,7) mutatóikhoz képest. Miközben a Stoxx 600 indexhez viszonyított P/E-arányos diszkont 5,5% (a hét éves átlag 17,8%-os prémium), míg az EV/EBITDA-arányos diszkont 30,3% (a hét éves átlag 4,2%-os diszkont).

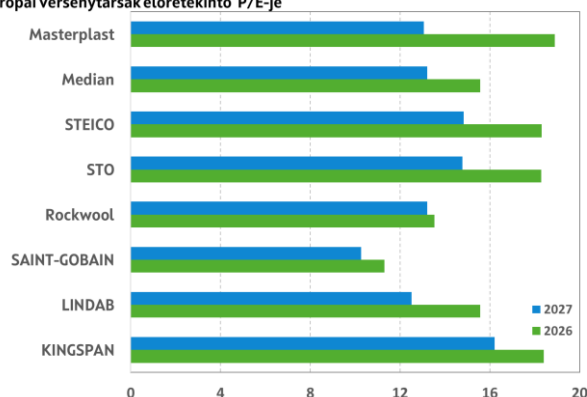


Forrás: Masterplast, OTP Multi-Asset Elemzés

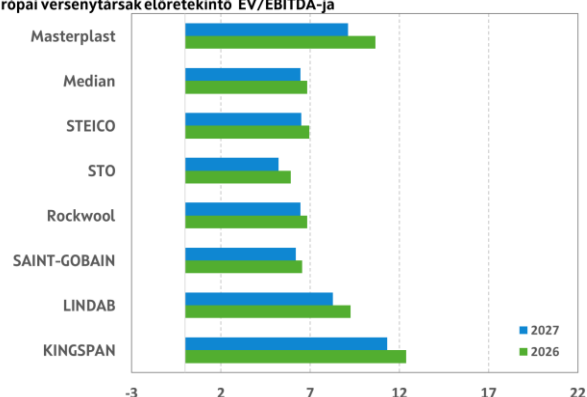
A szektorban működő hasonló vállalatokhoz képest a Masterplast EV/EBITDA szorzója 10,7, ami magasabb a szektor medián értékénél (6,8), míg a P/E mutató 18,9 szintén felülmúlja az iparág középértékét (15,6). 2027-re tovább javuló működési és adózott eredményt várunk, valamint ennek köszönhetően kedvezőbb előretekintő értékeltségi mutatókra számítunk: EV/EBITDA: 9,1 az ágazati 6,5-hez képest, P/E: 13,1 az ágazati 13,2-hez képest.

A Masterplast idén nyereségességbe fordulhat, azonban a még mindig alacsony profitabilitás következtében az értékeltségi szorzók kedvezőtlenebb képet festenek az iparág többi vállalatához képest. Amennyiben a gazdasági növekedésnek sikerül beindulnia, az a kormányzati programokkal együtt támogathatja az új lakásépítések volumenének bővülését, ami javíthatja az eredménytermelést és támogathatja az értékeltségi szorzók konvergálását az iparági átlaghoz 2027-ben.

Európai versenytársak előretékintő P/E-je



Európai versenytársak előretékintő EV/EBITDA-ja



Forrás: Masterplast, OTP Multi-Asset Elemzés

Eredménykimutatás (e EUR)	2023	2024	2025	2026e	2027e
Értékesítés árbevétele	145 204	136 137	171 161	181 977	193 766
Anyagok és igénybevett szolgáltatások	-121 437	-112 964	-132 605	-141 913	-149 196
Személyi jellegű ráfordítások	-24 350	-27 509	-27 005	-28 882	-30 921
Értékcsökkenési leírás és amortizáció	-6 421	-7 524	-7 588	-7 161	-6 752
Saját termelésű készletek ÁV	-1 867	5 368	-1 062	3 993	4 349
Egyéb működési eredmény	-3 677	1 173	1 518	1 518	1 518
Üzleti eredmény (EBIT)	-12 548	-5 319	4 419	9 532	12 764
<i>EBIT hányad (%)</i>	<i>-8,6%</i>	<i>-3,9%</i>	<i>2,6%</i>	<i>5,2%</i>	<i>6,6%</i>
Kamatbevétel	1 263	771	472	1 079	972
Kamatköltség	-3 290	-3 238	-3 180	-2 715	-2 403
Egyéb pénzügyi eredmény	-2 503	2 510	-2 222	0	0
Pénzügyi eredmény	-4 530	43	-4 930	-1 637	-1 431
Részesedés társult váll. er.	460	-82	-2 495	8	11
Adózás előtti eredmény	-16 618	-5 358	-3 006	7 903	11 344
Adó	-1 008	-717	-33	1 027	1 475
<i>Effektív adókulcs %</i>	<i>6%</i>	<i>13%</i>	<i>1%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>
Adózott eredmény	-15 610	-4 641	-2 973	6 876	9 869
Külső tulajdonosok részesedése	201	185	145	218	232
Anyavállalati részvényesek részesedése	-15 811	-4 826	-3 118	6 658	9 637
<i>Nettó profit hányad</i>	<i>-10,9%</i>	<i>-3,5%</i>	<i>-1,8%</i>	<i>3,7%</i>	<i>5,0%</i>
EBITDA	-6127	2205	12007	16694	19516
<i>EBITDA hányad (%)</i>	<i>-4,2%</i>	<i>1,6%</i>	<i>7,0%</i>	<i>9,2%</i>	<i>10,1%</i>
EPS (EUR)	-1,0	-0,3	-0,2	0,3	0,5
EPS (HUF)	-364	-112	-64	133	195
DPS (HUF)	0	0	0	0	0
Kifizetési ráta	0%	0%	0%	0%	0%

Mérleg (e EUR)	2023	2024	2025	2026e	2027e
Tárgyi eszközök	119 200	110 865	99 059	93 398	88 346
Befektetések társult vállalkozásokban	14 655	15 651	8 101	8 109	8 120
Befektetett eszközök	138 373	132 629	112 418	106 765	101 723
Készletek	34 291	40 018	39 096	35 478	41 775
Vevők	12 858	11 201	19 611	16 380	17 441
Pénzeszközök	18 210	7 491	16 495	15 046	15 528
Forgóeszközök	71 683	65 469	84 860	76 562	84 402
ESZKÖZÖK ÖSSZESEN	210 056	198 098	197 278	183 326	186 125
Jegyzett tőke	6 049	6 049	6 652	6 652	6 652
Tartalékok	79 129	60 671	71 946	57 720	64 378
Anyavállalat részesedése az eredményből	-15 811	-4 825	-14 226	6 658	9 637
Anyavállalati részvényesekre jutó saját tőke	67 331	59 778	62 112	68 770	78 407
Külső tulajdonosok részesedése	627	705	714	932	1 164
Saját tőke	67 958	60 483	62 826	69 702	79 571
Hosszú lejáratú hitelek	12 008	15 920	14 947	11 502	8 138
Tartozások kötvénykibocsátásból	43 055	32 893	27 227	23 028	16 003
Hosszú lejáratú kötelezettségek	88 537	83 337	70 177	62 533	52 144
Rövid lejáratú hitelek	18 302	19 843	18 352	15 433	17 805
Szállítók	13 841	15 186	19 900	18 449	19 396
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek	7 464	4 523	6 891	6 891	6 891
Rövid lejáratú kötelezettségek	53 561	54 277	64 275	51 091	54 410
FORRÁSOK ÖSSZESEN	210 056	198 098	197 278	183 326	186 125
Nettó hitel	63 254	68 750	52 076	39 367	30 868
Eladósodottsági mutató	48%	53%	46%	36%	28%
Nettó hitel/EBITDA	-10,3	31,2	4,3	2,4	1,6
Likviditási ráta (forgóeszk/rövid köt.)	1,3	1,2	1,3	1,5	1,6
Tőkeáttétel (saját tőke/mérlegfőösszeg)	32%	31%	32%	38%	43%
Cash-flow kimutatás (e EUR)	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Működési cash flow	20 671	-9 623	6 782	21 064	11 630
Befektetési cash flow	-22 461	-3 954	-886	-421	-728
Pénzügyi cash flow	-2 559	-4 050	1 331	-16 874	-10 420
Pénzeszközök változása	-4 349	-17 627	7 227	3 769	482

Forrás: Masterplast, OTP Multi-Asset Elemzés

Az OTP Bank ajánlásai és céljai a Masterplast részvényére vonatkozólag az elmúlt tizenkét hónapban:

Dátum	Ajánlás	Célár	Publikáció
2022.08.22	Vétel	HUF 6,050	Elemzés
2023.03.17	Vétel	HUF 4,240	Elemzés
2023.08.22	Vétel	HUF 3,880	Elemzés
2024.08.01	Tartás	HUF 3,015	Elemzés
2025.07.01	Tartás	HUF 2,552	Elemzés

Az elemzés lezárásának dátuma: 2026.03.27. 9:00.

Jogi tájékoztató

Jelen dokumentum elválaszthatatlan részét képezi az elemzéshez tartozó jogi nyilatkozat, amely 'Az OTP Global Markets elemzési anyagainak jogi tájékoztatója' elnevezéssel az alábbi linken keresztül érhető el:

https://www.otpbank.hu/static/globalmarkets/sw/file/Elemzesi_anyagok_jogi_tajekoztato.pdf