

ALTEO – vétel

energetika

Az energetikai beruházásokkal és szolgáltatásokkal foglalkozó ALTEO az elmúlt évek sikeres növekedését követően úgy döntött, hogy az azonosított 38 milliárd forintnyi potenciális beruházásból 12 milliárd forintnyit úgy valósít meg, hogy mintegy 3 milliárd forint értékben friss tőkét von be. A tőkeemelés új részvények kibocsátásával valósul meg, ami számításaink szerint mintegy 600-650 ezer darab részvényt jelent az előre meghatározott 4.600-4.900 forintos kibocsátási ársávval számolva. Megvizsgáltuk ezt a befektetési lehetőséget és az a véleményünk alakult ki, hogy a részvények megvásárlásával olyan sztoriba szállhatunk be, melynek során a vállalati stratégia sikeres megvalósulásával párhuzamosan a vállalat értéke és így várhatóan a részvények értéke is folyamatosan növekedhet.

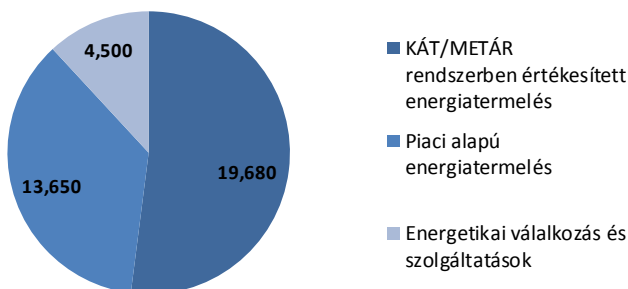
Az ALTEO alapvetően három üzletággal rendelkezik: (i) Hő- és villamosenergia-termelés szabadpiacra és a KÁT/METÁR rendszeren belül; (ii) Energiakereskedelem és (iii) Energetikai vállalkozás és szolgáltatások. Míg alapvetően az utóbbi a legnagyobb jövedelmezőségű üzlet, addig az első a legnagyobb árbevételű, és a Virtuális Erőműnek (VE) köszönhetően a legnagyobb profit termelő üzletág is egyben. Ennek a szegmensnek az eredménye a gáz-áram árkülönbözettől is jelentősen függ. Az idei évben a két termék közötti olló jelentősen tárgult, amely jelen pillanatban növeli a jövedelmezőséget. Ugyanakkor az elkövetkező években ez akár kedvezőtlenül is változhat.

A tavalyi sikeres Sinergy akvizíciót követően a cég mérete jelentősen növekedett, és az árbevétel mellett a készpénztermelő képessége is 2-3-szorosára emelkedett, amelynek köszönhetően jelentős új beruházásokat tervez a cég, friss tőkére és saját készpénzre alapozva. A beruházásoktól elvárt megtérülés 3 és 8 év között mozog. A tőkebevonást követően a cég 10-14 milliárd forint közötti beruházást tervez, amelynek költségei úgy oszlanak meg, hogy mintegy 60-80 százalék bankhitelből, míg a maradék 20-40 százalék saját tőkéből valósul meg. Sikeres megvalósulás esetén a cég eredménye jelentősen tovább növekedhet. Ugyanakkor nem szabad elfeledkeznünk arról, hogy ezek a beruházások számos külső körülménytől függenek, így nincs garancia a megvalósulásukra. Mindezek figyelembevételével is azt gondoljuk, hogy érdemes a részvényekből jegyezni és együtt utazni a jelenlegi tulajdonokkal a stratégia megvalósulása mentén.

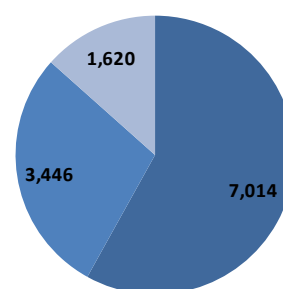
A beruházások megtérülése

Tevékenységi terület	Elvárt megtérülési idő
Megújuló villamosenergia-termelés (KÁT rendszerben)	5-8 év
Energiatermelés (KÁT rendszeren kívül)	3-6 év
Energetikai szolgáltatások	5-8 év
Energia kereskedelemben eszközölt befektetés	2-4 év

Azonosított beruházások értéke (millió Ft)



Potenciális saját erő szükséglet (millió Ft)



Forrás: Alteo kibocsátási tájékoztató

SWOT analízis

Erősségek és lehetőségek

További terjeszkedés lehetősége

A tőkeemelésből befolyt új tőke nem csak a tőkeszerkezet megerősítését teszi lehetővé, de további terjeszkedés megvalósításához is hozzájárulhat. A társaság több területen is lát terjeszkedési lehetőséget. Többek között az energiakereskedelmi tevékenységet bővítenék, az ipari energetikai szolgáltatási piacon új ügyfeleket akvizíálnának, valamint magyarországi, már működő KÁT-os erőművek esetleges felvásárlásában is gondolkodnak. Az eddig azonosított befektetési és beruházási lehetőségek értéke 38 milliárd forint. A társaság üzleti modellje lehetővé teszi, hogy a kiserőművek is részt vegyenek a rendszerszintű szolgáltatások piacán és arra új kiserőműveket kapcsoljanak be.

Európai szintű törekvés a zöldenergia népszerűsítésére

Az Európai Unió célul tűzte ki, hogy 2020-ban az EU területén megtermelt energia 20%-át megújuló erőforrások felhasználásával állítsák elő, 2030-ra pedig ennél is nagyobb, 27%-os arány elérése a cél. A hazai célkitűzés a 14,65%-os arány elérése 2020-ra, míg 2014-ben 10,2% volt itthon ezek részaránya. Ez több területen is terjeszkedési lehetőséget jelent a csoport számára. Egyrészt saját körben új megújuló energiaforráson alapuló erőműveket üzemeltethet a társaság. Másrészt az időjárástól függő erőművek elterjedése nagyobb szerepet ró a jól szabályozható kiserőművekre. Harmadrészt az új kiserőművek piacot jelenthetnek az energetikai vállalkozás és szolgáltatások szegmens számára is.

A Sinergy csoportban lévő további lehetőségek

A Sinergy Kft 2015. május 4-től tartozik a csoportba. Az akvizícióval egy komplexebb, az üzletági szinergiákat hasznosítani képes vállalat jött létre. A szinergiák még hatékonyabb kihasználásából több üzletág is profitálhat, ami a jövőben tovább javíthatja a csoport szintű eredményt. A középtávú tervek közt szerepel, hogy a KÁT rendszerből kilépő erőművekkel 2016 és 2018 között tovább bővítenék a virtuális erőművet.

KÁT/METÁR biztosította stabilitás

A jelenlegi kötelező átvételi rendszer (KÁT) keretében a megújuló alapú villamosenergia-értékesítés garantált áron történik. A MAVIR köteles a megtermelt mennyiség átvételére, vagyis ezen a piacon az ALTEO csoportnak nem kell versenytársakkal szembenéznie. Az üzletág kiszámítható, stabil cash-flow termelő képességgel rendelkezik. Bár az új, 2017 elejétől életbe lépő METÁR (megújuló és alternatív energiaforrásokból előállított hő- és villamosenergia-átvételi támogatási rendszer) bevezetése versenyt teremt, de a rögzített árak miatt a kiszámítható jövedelemtermelő tulajdonság nagyrészt megmarad. Az új támogatási rendszerben az ártámogatást versenyztetéssel pályázati úton lehet elnyerni, a megtermelt energiát pedig a szabadpiacon értékesíthetik a vállalatok.

Vezető „Smart Energy” szolgáltató

Az ALTEO csoport Magyarország vezető „Smart Energy” (optimalizált energetikai megoldások) szolgáltatója, komoly piaci reputációval rendelkezik. A csoport szintű diverzifikációt erősíti, hogy a társaság több szegmensben is jelen van.

Gyengeségek és veszélyek

50% feletti tulajdonos

A részvénykibocsátást követően is többségi tulajdonos marad a Wallis Asset Management, így a stratégiai döntések meghozatalában döntő szava lesz. Ebből kifolyólag a kisorszvényesek érdekérvényesítő képessége korlátokba ütközhet.

Időjárás kockázat

A megújuló energiatermelés esetében explicit módon kockázatot hordoz az időjárás, hiszen a szél- és vízerőművek termelését is befolyásolhatják az időjárási körülmények. 2016 első negyedében például a kedvezőtlen szélviszonyok miatt 13%-kal maradt el a szélenergia termelése és árbevétele az egy évvel

korábbi értéktől. Áttételes módon pedig a hőmennyiség keresletre gyakorol hatást az időjárás, ez azonban inkább csak az árbevétel soron érezhető.

Energiahatékonyság miatti keresletcsökkenés

A növekvő energetikai hatékonyságú technológiai megoldások és az ügyfelek növekvő energiatudatosságának hatása már az elmúlt időszakban is megérezhető, ami a jövőben is csökkentheti a hő- és villamos energia iránti keresletet.

Áram- és gázár alakulása

Az üzleti kockázatok jelentős része a villamos energia árának alakulásától, illetve az áram- és gázár különbség alakulásától függ. Az elmúlt 5 évet vizsgálva egy negatív trend látható az áram árban. Jelenleg az 1 hónapos határidős, úgynevezett zsinóráram árfolyama például 13%-kal marad el az 5 éves átlagtól. Ezt azonban alapvetően kompenzálja az, hogy ha az áramár és a gázár közötti spread kedvezően alakul.

Profitkoncentráltóság

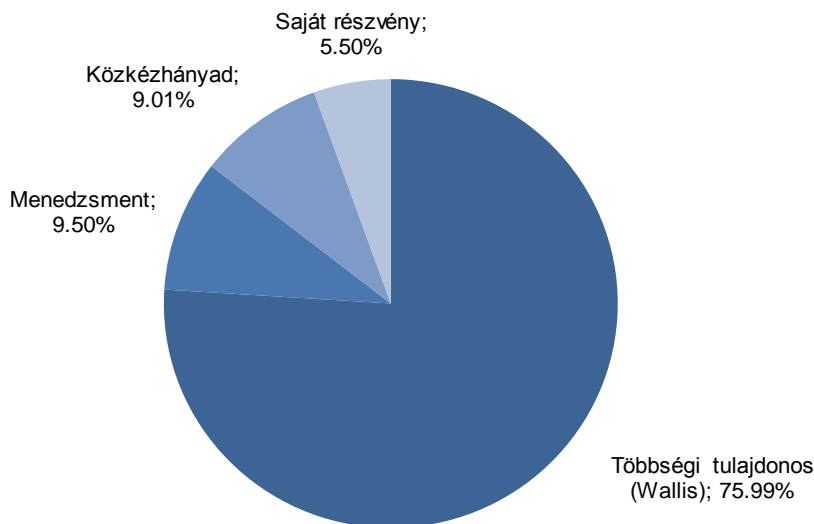
A 2015-ös pro forma számok alapján az energiaszolgáltatások szegmens bruttó profitja 1,5 milliárd forint volt, ami alapvetően két csoporthoz, a BorsodChem-hez és a MOL Petrolkémiahoz (TVK-hoz) kapcsolódik. Így árbevétel szempontból nem, de eredmény szempontból meglehetősen nagy ügyfél koncentrációval rendelkezik az ALTEO csoport. Ezeknél a projekteknél az ügyfeleknek 2018-ban, illetve 2020-ban a szerződés lejáratkor lehetőségük van a közös erőművekből kivásárolni az ALTEO-t.

A társaság bemutatása

A társaság fő tevékenysége a villamosenergia-kereskedelem. A társaság energetikai befektetésekkel, energiatermeléssel és energiakereskedelemmel foglalkozik, hagyományos és megújuló energiahordozókat egyaránt hasznosító, diverzifikált erőművi portfólióval rendelkezik. A csoport összesen 22 erőművi egységet tulajdonol, illetve üzemeltet. Erőművi portfóliója 77,75 megawatt villamos energia és 463 megawatt hőtermelő kapacitással rendelkezik. A társaság elsősorban felvásárlásokon keresztül terjeszkedett és építette fel erőművi portfólióját az elmúlt években.

Az ALTEO csoport tőkéjét összesen 1.750.158 darab, egyenként 100 Ft névértékű, névre szóló, „A” sorozatú dematerializált törzsrészesvény testesíti meg. A többségi tulajdonos jelenleg a Wallis Asset Management Zrt., a teljes részvénytőke csaknem 75,99%-át birtokolja. Ezen túlmenően jelentős tulajdonosnak számítanak a társaság vezetői, akik együttesen a kibocsátott részvények 9,5%-át birtokolják. Továbbá a saját részvényállomány 5,5%. Ennek megfelelően a közvezényes részvények rendkívül alacsony, mindössze 9%, ez azonban az új részvények kibocsátásának hatására 30-40% környékére emelkedhet.

A jelenlegi tulajdonosi szerkezet



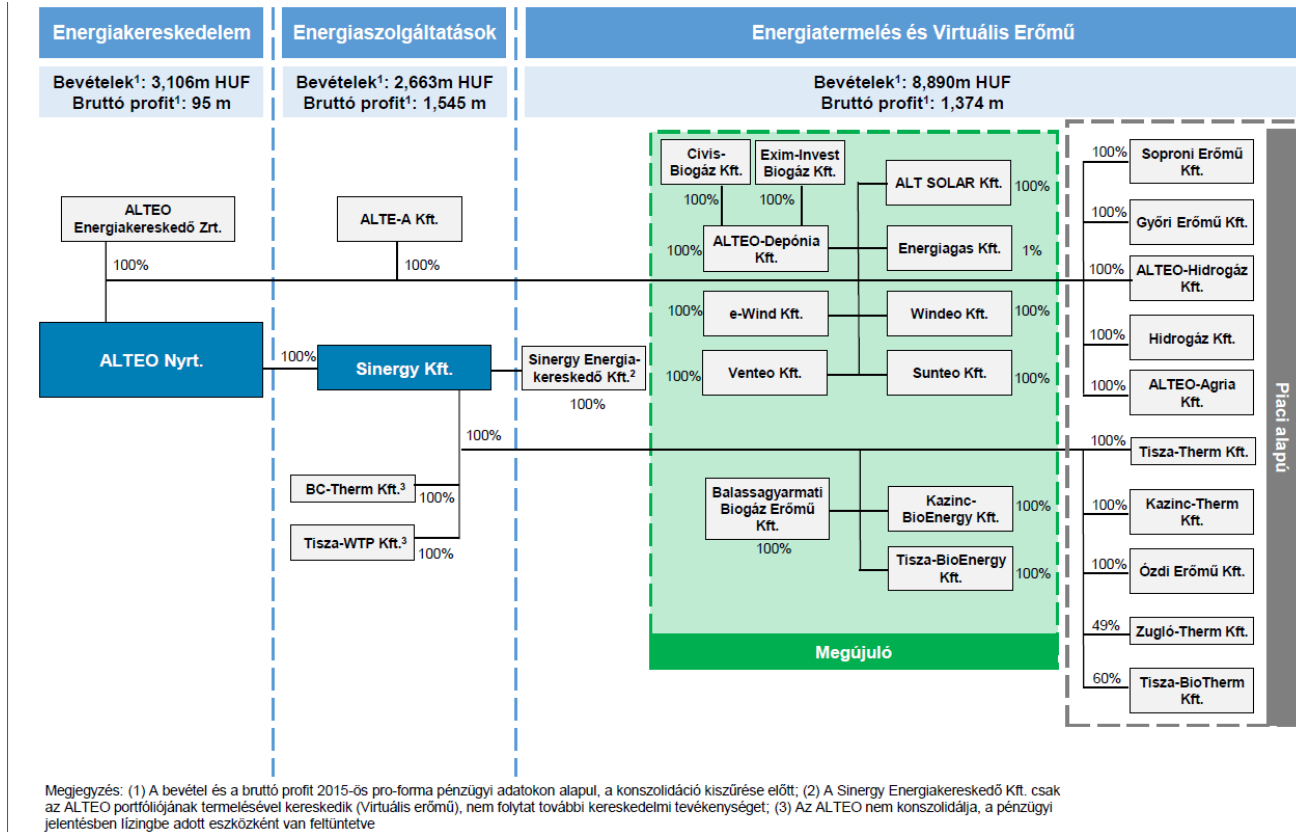
Forrás: ALTEO, Erste

Az ALTEO csoport elsősorban Magyarországon működik, de céljai közt szerepel, hogy tevékenységét más országokra, elsősorban az Európai Unió tagországaira is kiterjessze. A társaság elsődleges üzleti partnerei nagyvállalatok, kis- és középvállalkozások és közületi fogyasztók.

Az ALTEO csoport tevékenysége három fő kategóriába sorolható:

1. Energiatermelés
 - a. KÁT rendszerben értékesített megújuló villamosenergia-termelés
 - b. Piaci alapú energiatermelés, ami magába foglalja a hő- és villamosenergia-termelést, valamint a rendszerszintű szolgáltatások nyújtását is virtuális erőművön keresztül
2. Energiakereskedelem
 - a. Villamosenergia-kereskedelem
 - b. Földgáz kereskedelem
 - c. Mérlegköri szolgáltatások
3. Energetikai vállalkozás és energetikai szolgáltatások
 - a. Erőművek és energetikai berendezések üzemeltetése és karbantartása
 - b. Energetikai vállalkozás és mérnökszolgálat
 - c. Egyéb szolgáltatások

A társaság cégstruktúráját szemlélteti a következő ábra.



Forrás: ALTEO

Az ALTEO csoportnak az egész országban vannak erőművei, de Borsod-Abaúj-Zemplén megyében kiemelkedő a jelenléte, részben a Hernádra és a Tiszára telepített vízerőművek, részben pedig az ide koncentráló ipar (TVK, BorsodChem) számára nyújtott szolgáltatások miatt. A cégcsoport erőművi portfóliója a következő térképen látható:

ALTEO ERŐMŰVI PORTFÓLIÓ



MEGÚJULÓ
ENERGIATERMELÉS



IPARI ÉS
KERESKEDELMI
SZOLGÁLTATÁSOK



GÁZMOTOROS
ÉS
FŰTŐERŐMŰVEK

Forrás: ALTEO

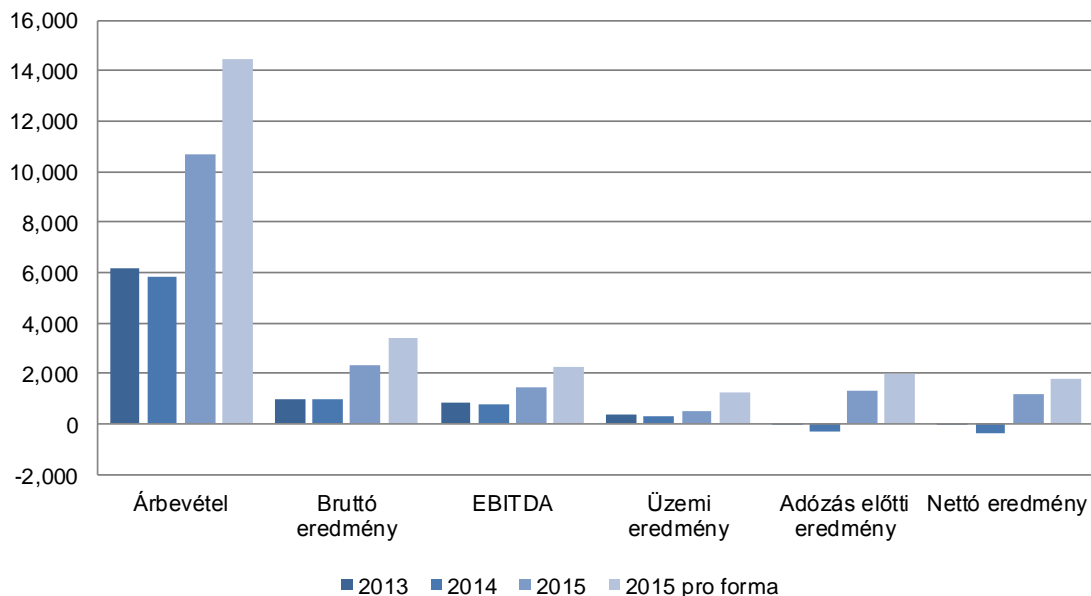
A cégcsoport 2015-ben jelentős eredményjavulást ért el. Míg 2013-ban és 2014-ben is csak nullszaldó közeli eredményt tudott felmutatni, addig 2015-ben már egyértelműen nyereséges volt a társaság, 1,16 milliárd forint eredményt ért el. Ebben kulcsszerepe volt a Sinergy csoport 2015. májusi felvásárlásának, mely az akvirált eszközökön keresztül jelentősen megnövelte az árbevételt, és kulcsszerepet játszott az eredmény bővülésében is. Ezen túlmenően egyszeri tételek is szerepet játszottak az eredmény alakulásában.

2015-ben több egyszeri tétel is torzította az eredmény alakulását, így a teljesítmény megítélésakor érdemesebb a tisztított eredményből kiindulni. Nettó értelemben az egyszeri tételek 1,1 milliárd forinttal javították az eredményt. A legfontosabb korrekciós tételek:

- 1,46 milliárd forint pozitív hatás a Sinergy csoport felvásárlása kapcsán elszámolt negatív goodwill miatt
- 326 millió forint rendkívüli eszközleírás, ami negatívan befolyásolta az eredményt

2014-ben az enyhe tél és az E-WIND szél erőmű meghibásodása, majd karbantartása is hátráltatta a cég működését, ez mind az árbevételt, mind pedig az eredményt negatívan érintette. Így a 2015-ben tapasztalható látványos javulásban közrejátszott a 2014-es negatív tényezők elmaradása is, bár a bővülés nagyrészt nem ennek, hanem az előbb már említett Sinergy tranzakciónak köszönhető.

A főbb eredményssorok alakulása (millió forint)

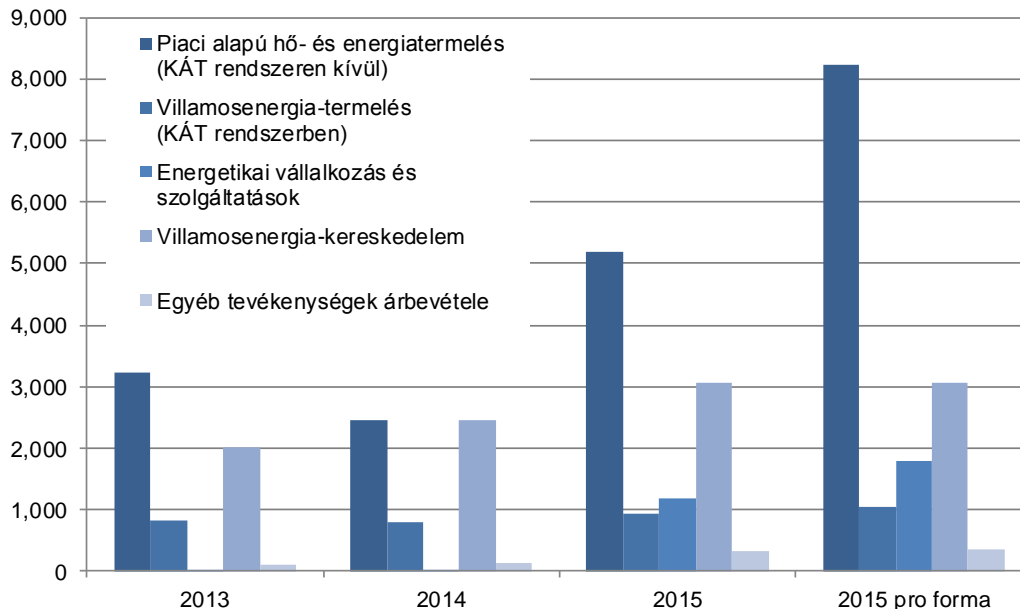


Forrás: ALTEO, Erste

A tranzakció eredményeként több pénzügyi mutató is 25%-ot meghaladó mértékben emelkedett, így 2015-re elkészítésre került a pro forma eredménykimutatás is, ami azt tartalmazza, hogy hogyan alakult volna az év, ha a Sinergy eszközei már év eleje óta a társaság tulajdonában lettek volna. A Sinergy pozitív hozadékának eredményeként a pro forma számok jelentősen meghaladják az eredménykimutatás szerinti éves eredményt.

A 2015-ös eredmény alapján a konszolidáció kiszűrése utáni árbevétel tekintetében egyértelmű a piaci alapú hő- és villamosenergia-termelés túlsúlya, mely a teljes árbevétel körülbelül 50%-át adja. A második legnagyobb, 30% körüli súllyal a villamosenergia-kereskedelem szerepel, míg a többi tevékenység súlya lényegesen kisebb, egyenként legfeljebb a 10%-ot éri el.

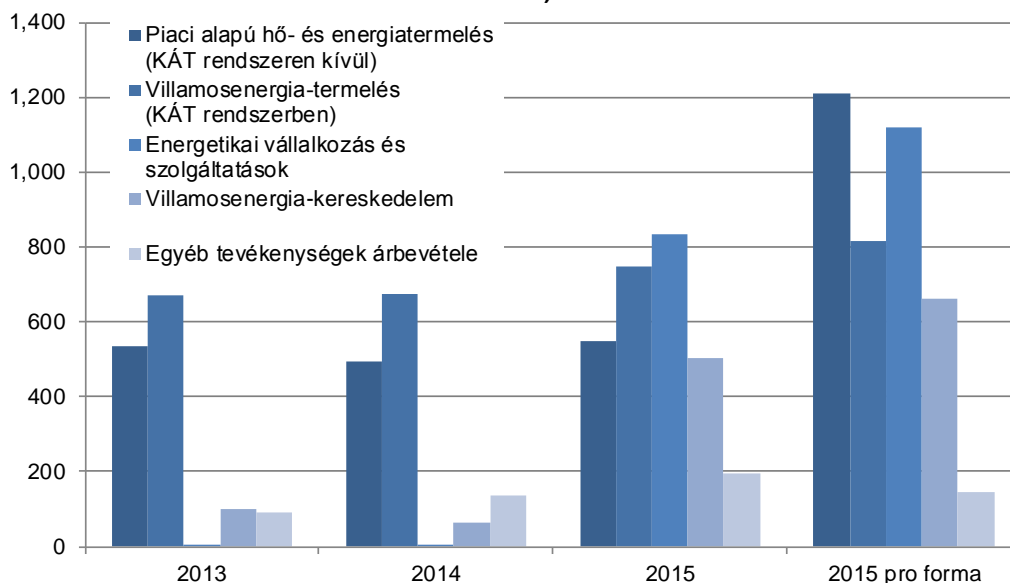
Az árbevétel alakulása a konszolidáció kiszűrésével (millió forint)



Forrás: ALTEO, Erste

Azonban ha a közvetlen működési költségeket levonjuk és a bruttó eredmény alakulását vizsgáljuk, akkor már teljesen más képet fest az eredmény összetétele. Ekkor már egyértelműen látható, hogy a profit legnagyobb részét az energetikai vállalkozás és szolgáltatások szegmens éri el a magasabb hozzáadott értéknek és magasabb profitmárgáknak köszönhetően, annak ellenére is, hogy a csoport szintű árbevétel mindössze 10%-a származik ebből a tevékenységi körből, de a bruttó eredmény közel felét adja. A 2015-ös pro forma eredmény alapján pedig ugyan megőrzi vezető szerepét a KÁT rendszeren kívül értékesített hő- és villamos energia, de aránya az összprofiton belül 31%-ra mérséklődik.

A szegmensek bruttó eredménye a konszolidáció kiszűrése után (millió forint)



Forrás: ALTEO, Erste

A cégcsoport története

- 2008: A társaság megalapítása. A társaság megalapítja az ALTEO-Depóniát és az ALTEO-Agriat.
- 2009: Villamosenergia-kereskedelmi tevékenység elindítása. A Győri Erőmű és a Soproni Erőmű megvásárlása az E.On Energiatermelő Kft.-től.
- 2010: A társaság tovább bővíti megújuló energiaforrásokat hasznosító erőmű portfólióját Nyíregyházán és Debrecenben.
- 2011: Megalapítják az ALTEO Energiakereskedőt. 571 millió forint értékben kötvényt bocsát ki a társaság.
- 2012: Zárt körben 500 millió forintnyi, 2014-ben lejáró kötvényt bocsát ki a cégcsoport. A társaság megvásárolja a szélerőműveket üzemeltető WINDEO-t és VENDEO-t a Raiffeisen Energiaszolgáltató Kft-től.
- 2013: A társaság megszerzi a szélerőművet üzemeltető E-WIND-et.
- 2014: A társaság több kötvénykibocsátást is végrehajt. Névértéken számítva összesen több, mint 3,5 milliárd forint értékben kerül sor 3 és 5 év közötti lejáratú rendelkező kötvények kibocsátására.
- 2015: A Sinergy csoport akvizíciója és integrációja, ezzel egy komplex energetikai szolgáltatásokat nyújtó csoport jön létre. A tranzakció értéke nagyságrendileg 900 millió forint. Menedzsment ösztönzési célból a Sinergy jegyzett tőkéjének 20%-át megtestesítő üzletrészt értékesítenek, így az ALTEO csoport részesedése 80%-ra csökken.
- 2016: Nem pénzbeli vagyoni hozzájárulás formájában végrehajtott tőkeemelést követően az ALTEO csoport ismét a Sinergy 100%-os tulajdonosává válik. A Sinergy menedzserei pedig az ALTEO csoportnak válnak részvényeseivé, ezzel egységessé válik a menedzsment ösztönzési rendszere is.

Menedzsment**Ifj. Chikán Attila**
vezérigazgató

- A társaság alapítása, 2008 márciusa óta az ALTEO vezérigazgatója
- Korábban öt éven keresztül volt az EETEK Holding befektetési igazgatója

**Papp Tamás**
általános vezérigazgató-helyettes

- 2015 júniusa óta az ALTEO csoport általános vezérigazgató-helyettese
- Korábban a Sinergy Kft. ügyvezető igazgatójaként dolgozott

**Bodó Sándor**
pénzügyi igazgató

- Pénzügyi igazgató, 2014 decembere óta dolgozik az ALTEO Energiaszolgáltató Nyrt.-nél
- Az ALTEO előtt a VPP Energy cégcsoport pénzügyi igazgatójaként dolgozott 2011-től

**Kósa András**
kontrolling igazgató

- 2015 júniusa óta dolgozik az ALTEO Energiaszolgáltató Nyrt.-nél kontrolling igazgatóként
- Korábban 7 évig volt a Sinergy pénzügyi igazgatója

**Kovács Domonkos**
M&A és tőkepiacok igazgató

- M&A és tőkepiacok igazgatóként 2012 márciusa óta dolgozik az ALTEO-nál
- 2008 áprilisától 2011 márciusáig a Deloitte Zrt. pénzügyi tanácsadási részlegén a vállalatértékelési és pénzügyi modellezési üzletág vezetőjeként dolgozott

A szegmensek bemutatása

A KÁT rendszerben értékesített, megújuló alapú energiatermelés

A tevékenység keretében a leányvállalatok saját tulajdonú, vagy harmadik féltől bérelt erőművekben megújuló energia felhasználásával villamos energiát termelnek, amit az országos hálózatba táplálnak be. A KÁT rendszer keretében a megújuló és alternatív energiaforrásokból előállított villamos energia átvétele támogatott áron történik.

2016. június 23-án megjelent a megújuló energiaforrásból termelt áram kötelező átvételi és prémium típusú támogatásáról szóló rendelet. Az új szabályozás 2017-tel lép életbe, és az eddigi KÁT rendszer helyett bevezeti az új METÁR rendszert, mely a megújuló és alternatív energiaforrásokból előállított hő- és villamosenergia-átvételi támogatási rendszer rövidítése.

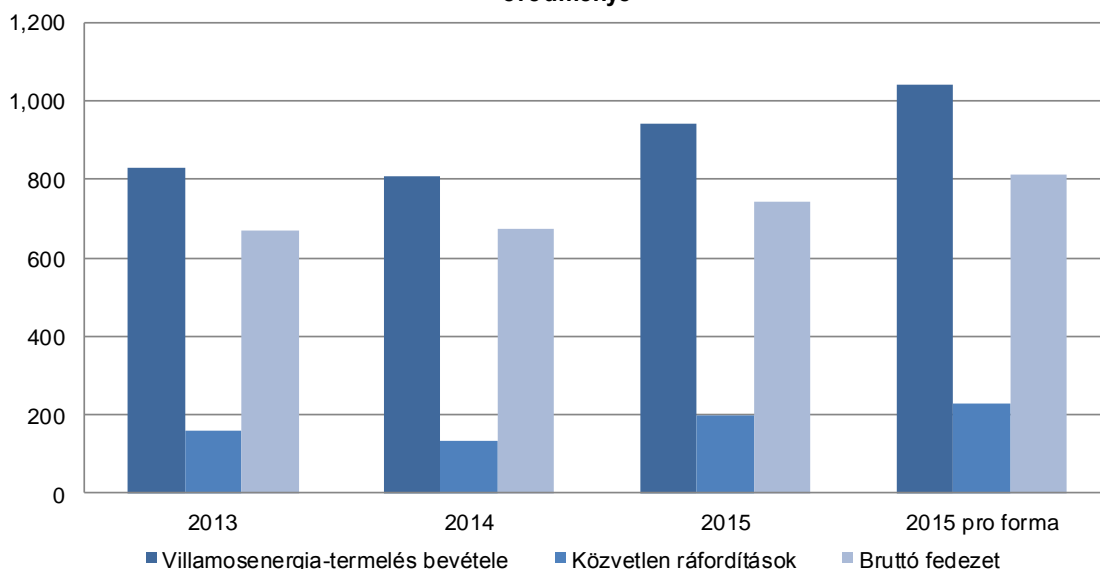
Az új szabályozásban az 1 MW feletti, megújuló energiát használó erőművek az ártámogatást pályázaton nyerhetik el, az áramot pedig a szabadpiacon értékesíthetik, vagyis egy versenyzetetéses ajánlattételi eljárás jön létre. A pályázaton kiosztható mennyiségeket a METÁR működtetésének keret-feltételeire vonatkozó miniszteri rendelet rögzíti majd éves bontásban 5 éves intervallumokra, mely mennyiségek évente felülvizsgálatra kerülnek. A METÁR-ban elnyerhető támogatások legfeljebb 20 évre szólnak majd.

Az új szabályozás azoknak a piaci szereplőknek kedvez, akik magasabb piaci árat tudnak érvényesíteni, illetve akik a támogatott időszakot követően jobban tudják hasznosítani az erőművet. Várakozásunk szerint az ALTEO a megújuló, METÁR rendszerben üzemeltetett erőműveket is be fogja kapcsolni virtuális erőművi portfóliójába, így próbálva meg magasabb értékesítési árra szert tenni, ami versenyelőnyt jelenthet számára.

A csoport megújuló energia portfóliójában vannak szél- és vízerőművek, illetve az időjárástól független, depóniagázt hasznosító erőművek is. Utóbbi esetben a hulladéklerakókon képződő gázt hasznosítják villamos energia előállítására.

A szegmens aránya az árbevétel és a bruttó eredmény tekintetében sem számottevő, azonban a jövőben jelentős kapacitásbővítést készül a társaság végrehajtani. A 2015-ös növekedést az okozta, hogy a Sinergy tranzakcióval két vízerőművel bővült a portfólió.

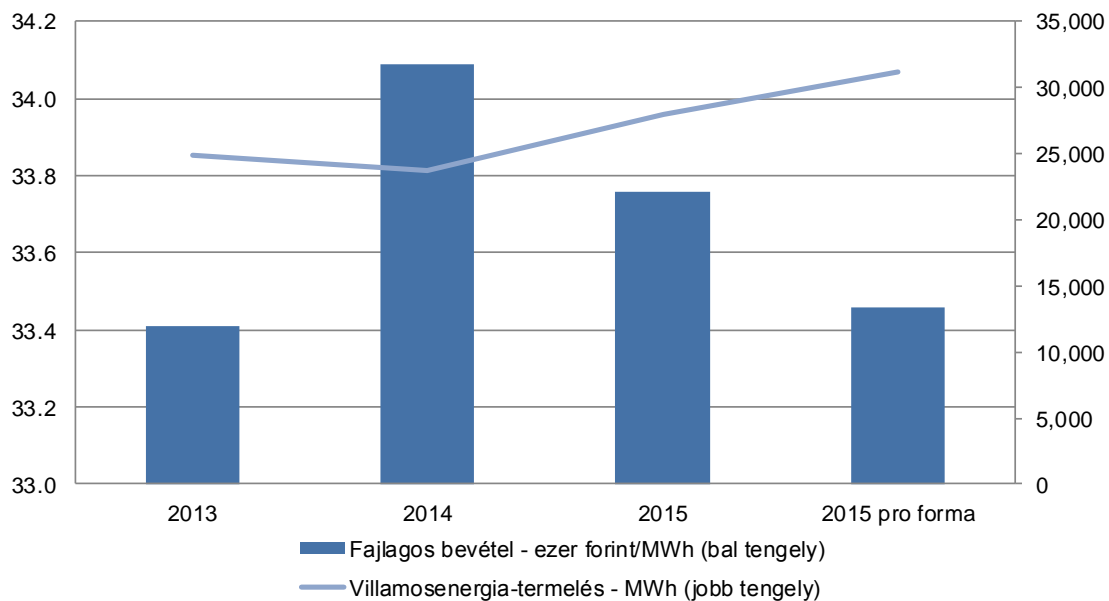
A KÁT rendszerben értékesített, megújuló alapú energiatermelés szegmens eredménye



Forrás: ALTEO, Erste

2015-ben az átlagos átvételi árak csökkenését a termékmix megváltozása okozta, ugyanis a portfólióba bekerültek vízerőművek is, melyek alacsonyabb fajlagos bevétellel rendelkeznek az alacsonyabb átvételi ár miatt. A vízerőművek megjelenésével magyarázható, hogy a villamosenergia-termelés bővült.

A KÁT rendszerben értékesített villamosenergia-termelés és fajlagos bevétel



Forrás: ALTEO, Erste

A szegmenshez a következő erőművek tartoznak:

- Ácsi és pápakovácsi szélerőművek
- Jánossomorjai szélerőmű
- Törökszentmiklósi szélerőmű
- Felsődobszai vízerőmű
- Gibárti vízerőmű
- Debreceni kiserőmű (depóniagáz)
- Nyíregyházi kiserőmű (depóniagáz)

Piaci alapú (KÁT rendszeren kívüli) energiatermelés

Jellemzően földgáz felhasználásával villamos energiát és hőt termelnek, melyet az országos hálózatba, vagy ipari fogyasztók részére közvetlenül értékesítenek. A gázmotorok egyszerre állítanak elő villamos energiát és hőenergiát is, utóbbi kapacitásokat gázkazánok is kiegészítik.

Ehhez a szegmenshez tartozik a Sinergy Energiakereskedő és az ALTEO csoport egyes villamosenergia-termelő kapacitásait összefogó virtuális erőmű is, ami rendszerszintű szolgáltatásokat nyújt a MAVIR részére.

A virtuális erőmű lehetővé teszi, hogy a kiserőművek egységesen irányítva, önálló entitásként kezelhető nagy termelőként tudjanak működni. Ennek előnye, hogy a rendszerbe kapcsolt kiserőművek is megjelenhetnek a rendszerszintű szolgáltatók piacán. A Sinergy Energiakereskedő akvizíciójával lehetővé vált az ALTEO csoport kiserőműveinek bekapcsolása a virtuális erőműbe. A virtuális erőmű kereskedelmi és termelési

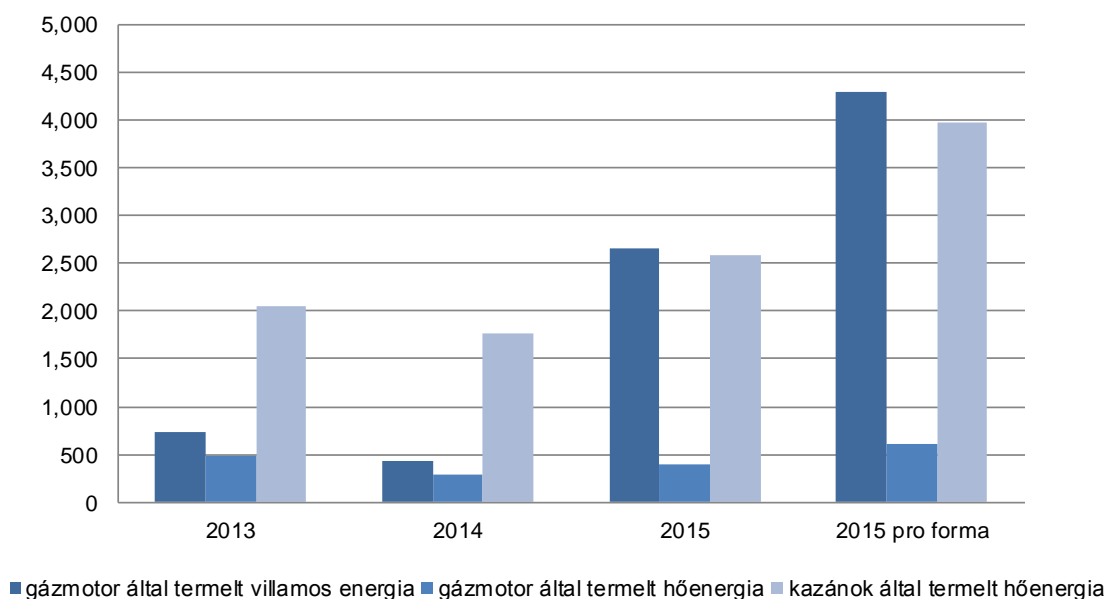
szabályozóként is működik, irányítja az erőművek villamosenergia-termelését és összehangoltan értékesíti az előállított villamos energiát. A rendszerbe kapcsolt kiserőművek alkalmasak arra, hogy a rendszerszintű túl-, illetve alultermelést kezelni tudják, így egy magas hozzáadott értékű piacon működhetnek, ami az átlagosnál kedvezőbb megtérülést tesz elérhetővé.

A Virtuális Erőmű portfólió 2016 első félévében 14, kapcsoltan hő- és villamos energiát termelő kiserőmű egységgel, összesen mintegy 50 MW beépített villamosenergia-termelő kapacitással rendelkezett. A portfólió kibővítésének technológiai akadálya nincs, pénzügyi vonatkozása pedig elenyésző.

Kiskereskedelmi tevékenységet a Soproni Erőműtől eltekintve nem végeznek, de ennél az erőműnél is csak kismértékű a lakossági fogyasztók kiszolgálása, ráadásul ennek megszüntetését már kezdeményezték is.

2015-ben nagyot ugrott a szegmens árbevétele, ennek oka a Sinergy akvizíció által a csoportba újonnan bekerülő gázmotorok és gázkazánok miatt megugró kapacitás volt. Különösen a hőtermelésre igaz, hogy szezonális okok miatt a negyedik és az első negyedévben magas az árbevétel és a profitabilitás is. Ennek megfelelően a pro forma számok lényegesen meghaladják a tényleges 2015-ös eredményt.

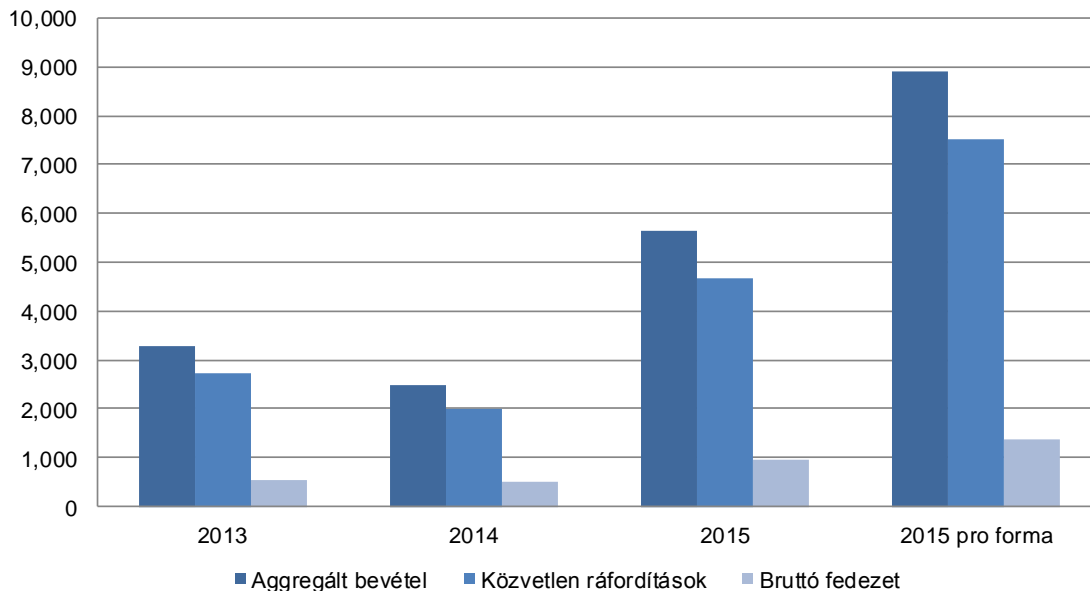
Az új gázmotorok és kazánok megnövelték az árbevételt



Forrás: ALTEO, Erste

A nagyobb árbevétel magával húzta az bruttó fedezet is, ami 2015-ben több mint megduplázódott. A 2014-ben elért 497 millió forintról 964 millió forintra emelkedett, annak ellenére is, hogy a marzs némileg csökkent.

Az árbevétellel együtt nőtt a bruttó fedezet is



Forrás: ALTEO, Erste

A szegmenshez a következő erőművek tartoznak:

- Győri erőmű
- Kazincbarcikai erőmű
- Ózdi erőmű
- Soproni erőmű
- Tiszaújvárosi fűtőerőmű
- Agria Park kiserőmű (Eger)
- Zuglói erőmű
- MOM Park (Budapest)
- Kisújszállási kiserőmű
- Tiszaújvárosi kísérleti biomassza kazán
- Virtuális erőmű

Energiakereskedelem

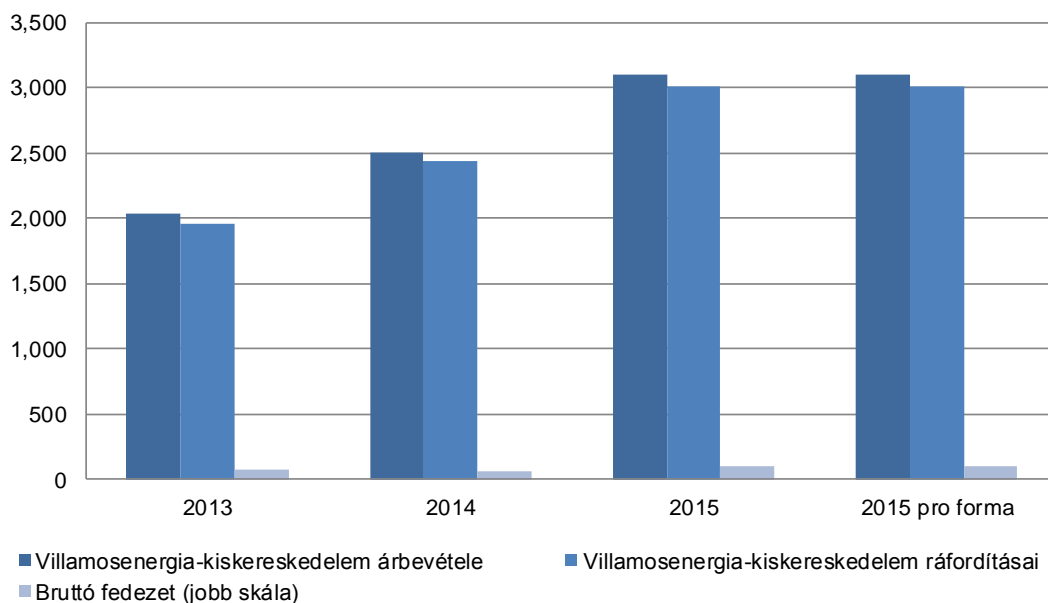
A társaság villamosenergia-kereskedelmi tevékenységének keretében kizárólag a szabad piacon értékesít villamos energiát. Ügyfélköre elsősorban irodaházakból, bevásárlóközpontokból, ipari parkokból, illetve KKV-kból áll. A társaság jogosult lakossági fogyasztók ellátására is, azonban ezzel érdemben nem foglalkozik. A vevői kör bővülésének köszönhetően 2015-ben a tulajdonosi kör számára értékesített villamos energia már csak a teljes értékesített mennyiség 20%-át tette ki.

Földgáz kereskedelmi tevékenységét várhatóan 2016. október 1-jével kezdi meg a társaság. A tervek szerint ügyfélköre a villamosenergia-kereskedelmi partnerek közül kerülhet majd ki.

Mivel az energiakereskedelmi tevékenység csak minimális mértékben érinti a lakossági ügyfeleket, így a rájuk vonatkozó árszabályozások sem érintik érdemben az ALTEO csoportot.

Az üzletágban jelentős a rendszerhasználati díjelemek aránya, amelyek átfolyó tételként jelennek meg mind a bevételi, mind ráfordítás oldalon. Az ilyen rendszerhasználati díjelemeknek nincs hatása az eredményre, de növelik a bevételi és a kiadási oldalt is. Nagyságrendileg 20% azon felhasználók aránya az árbevételen belül, ahol a rendszerhasználati díjak fizetése a társaságon keresztül történik, ez magyarázza az üzletág alacsony marzsait.

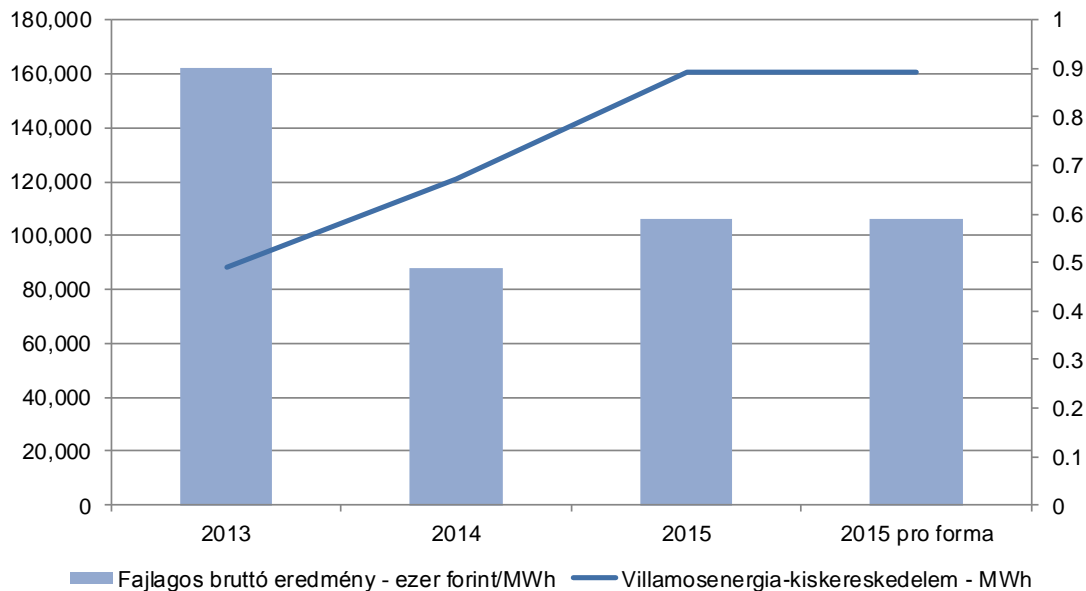
A rendszerhasználati díjak csökkentik a marzsot



Forrás: ALTEO, Erste

A bruttó árrést a szabályozói környezet változása és az aktuális piaci viszonyok alakítják, ezért az árrés hirtelen tud változni. A társaság közlése szerint a 2015-ös és a 2014-es bruttó árrés a várakozások normál intervallumán belül alakult.

Voaltilis fajlagos bruttó eredmény



Forrás: ALTEO, Erste

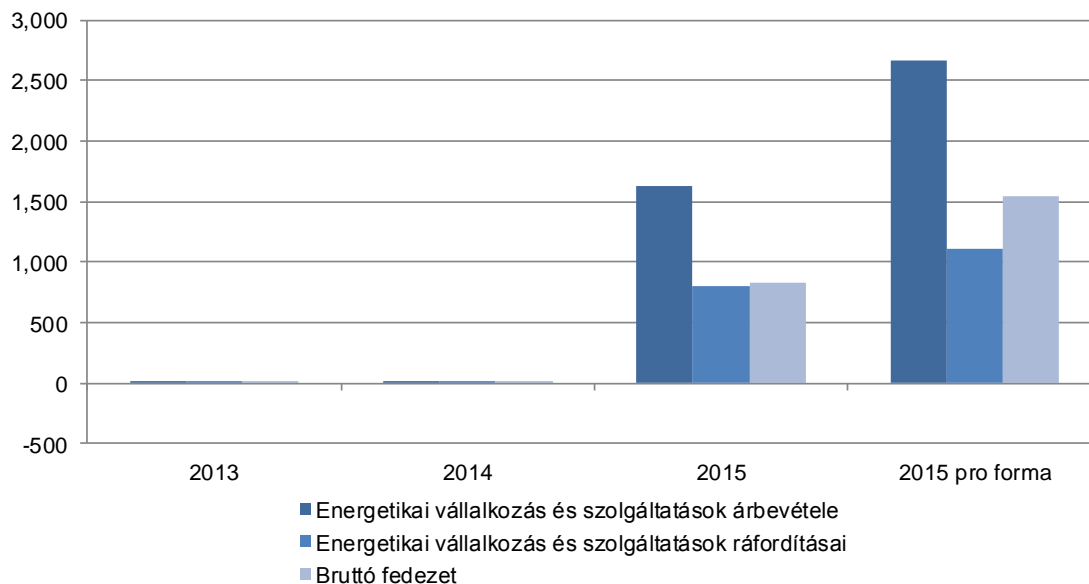
Energetikai vállalkozás és energetikai szolgáltatások

Az üzletág hosszú távú szerződések keretében látja el egyes idegen tulajdonú energetikai létesítmények, valamint a csoport saját tulajdonában álló egyes erőművek üzemeltetési és karbantartási feladatait. A karbantartási tevékenység keretében a szükséges alkatrészcsereket és felújítási munkákat, valamint a rendkívüli meghibásodások elhárítását végzik. A csoport szolgáltatásait veszi igénybe például a TVK és a BorsodChem erőműve is.

Az erőművek üzemeltetésén és karbantartásán túl a társaság energetikai beruházásokkal és fejlesztésekkel kapcsolatos mérnöki és kivitelezési szolgáltatásokat is nyújt az ügyfelek részére. Jelenleg egy új kazántelep létesítését végzik a MOL Petrolkémia Zrt. részére, az átadás 2107-ben várható.

Ez az üzletág a Sinergy csoport felvásárlását megelőzően minimális szerepet játszott, így az egy évvel ezelőtti tranzakció hatalmas növekedést generált. Itt kerül feltüntetésre a lízingbe adott eszközök után járó kamat is. A ráfordítások legnagyobb részét az emberi erőforrás és az igénybevett külső szakértői munkák teszik ki.

Most már külső szolgáltatást is nyújt az Alteo csoport



Forrás: ALTEO, Erste

Előkészítés alatt álló projektek

A társaság és annak leányvállalatai is több projekt előkészítésén dolgoznak, azonban nem garantálható, hogy a tervek ténylegesen meg is valósulnak. A tájékoztató alapján az előkészítés alatt álló ügyletek mindegyike megújuló energiahordozókra épülő erőmű megvalósítását célozza. Jelenleg a következő projektek állnak előkészítés alatt:

- Kecskeméti naperőmű (Graboplastnak egy 140 KW-is kiserőmű)
- Debreceni depóniagázos erőmű II. üteme (499 KW kiserőmű)
- Kazincbarcikai biomassza üzem (18MW)
- Tiszaújvárosi biomassza projekt (18 MW)
- Balassagyarmati biogáz erőmű (1 MW)
- Gibárti vízerőmű rekonstrukció

Piaci helyzet, a csoport versenyhelyzete

2014-ben a Magyarországon megtermelt villamos energia 34,6%-át fosszilis energiahordozót felhasználó erőművek, 52,4%-át a paksi atomerőmű, 9,6%-át megújuló energiaforrásokat, 0,6%-át hulladékot, 2,6%-át pedig egyéb energiaforrásokat használó erőművek termelték. Az EU-s irányelvek miatt 2020-ra az energiafogyasztás 13%-át megújuló energiaforrások felhasználásával kell megtermelni. A 2010-es kormányzati terv még ennél is magasabb, 14,65%-os arányt tűzött ki célul.

A megújuló energiát felhasználó erőművek finanszírozása jelenleg a KÁT rendszerben történik, melynek helyét 2017 elejétől átveszi az úgynevezett METÁR rendszer, annyi kiegészítéssel, hogy a már KÁT rendszerben működő vállalatok választhatnak a támogatási rendszerek között. Az METÁR rendszerben a megújuló erőforrást hasznosító erőművek piacon, piaci áron értékesítenek, és a működési támogatást a piaci referencia áron felül fizetett felárként, prémiumként kapják, melyet aukción kell elnyerniük, vagyis a ténylegesen realizált összbevétel projektenként eltérően alakulhat.

A különböző működési területek esetén nagyon különböző a piac jellege, és ebből következően nagyon eltérő a verseny jellege is.

- Az időjárásfüggő megújuló energiaforrást hasznosító erőművek elterjedésével és az igazán nagy zsinórám felhasználók háttérbe szorulásával párhuzamosan egyre nagyobb igény mutatkozik a hatékonyan működtethető, rugalmas energiatermelési és energiátárolási megoldásokra. Ezen a területen a virtuális erőművek a könnyű szabályozhatóság miatt jól pozícionáltak.
- A KÁT rendszerben értékesített, megújuló alapú villamosenergia-termelés esetében például abszolút nem beszélhetünk versenyről, hiszen a MAVIR meghatározott támogatott áron köteles átvenni a megtermelt villamos energiát, vagyis a termelők végtelenül rugalmatlan kereslettel szembesülnek. Ez azonban a METÁR bevezetésével a korábban leírt módon változni fog.
- Az ALTEO csoport a jövőben nem kívánja folytatni tevékenységét a távhőszolgáltatói piacon, ezért a csoport egyetlen ilyen tevékenységet végző tagja, a Soproni Erőmű kezdeményezte a távhőszolgáltatói tevékenységének megszüntetését, helyette csak az ipari és kereskedelmi fogyasztók ellátására fog koncentrálni, ami egyedi hosszú távú szerződések alapján történik. Illetve távhőtermelői minőségben továbbra is aktív marad.
- A rendszerszintű szolgáltatások piacán az ALTEO csoport erőművei saját vagy más virtuális erőművel jelennek meg a piacon, és nagy kapacitással rendelkező, jól szabályozott erőművekkel versenyeznek. Megrendelői oldalon a termék jellegéből és a jogi szabályozásból fakadóan a MAVIR monopolhelyzetben van, mert a szabályozási tartalékok biztosítása a MAVIR, mint rendszerirányító feladata Magyarországon. A kiegyenlítő szabályozás érdekében beszerzendő tartalékokra a MAVIR meghatározott időközönként tendert ír ki. Ezekre a tenderekre az ALTEO csoport is részt vesz.
- Az energetikai létesítmények üzemeltetése és karbantartása piacán nagyszámú vállalkozás van jelen, így erős verseny jellemzi ezt a területet. A teljes magyar villamosenergia-termelői kapacitás alapján az ALTEO csoport üzemeltetési és karbantartási tevékenysége 1% alatti piaci részesedést jelent. Kizárólag a kiserőműveket figyelembe véve pedig 2-5% közötti a piaci részesedés nagysága.
- Az energetikai vállalkozások és mérnökszolgáltatások piacán számos vállalat tevékenykedik, azonban átfogó, komplex szolgáltatást mindössze néhány képes nyújtani. A menedzsment megítélése szerint mindössze 2-3 jelentős versenytársuk van jelenleg a piacon. Ezen a tevékenységen belül az ALTEO csoport elsődleges ügyfélköre a közepes és nagyméretű vegyipari és élelmiszeripari vállalatok.

2016. I. féléves eredmény

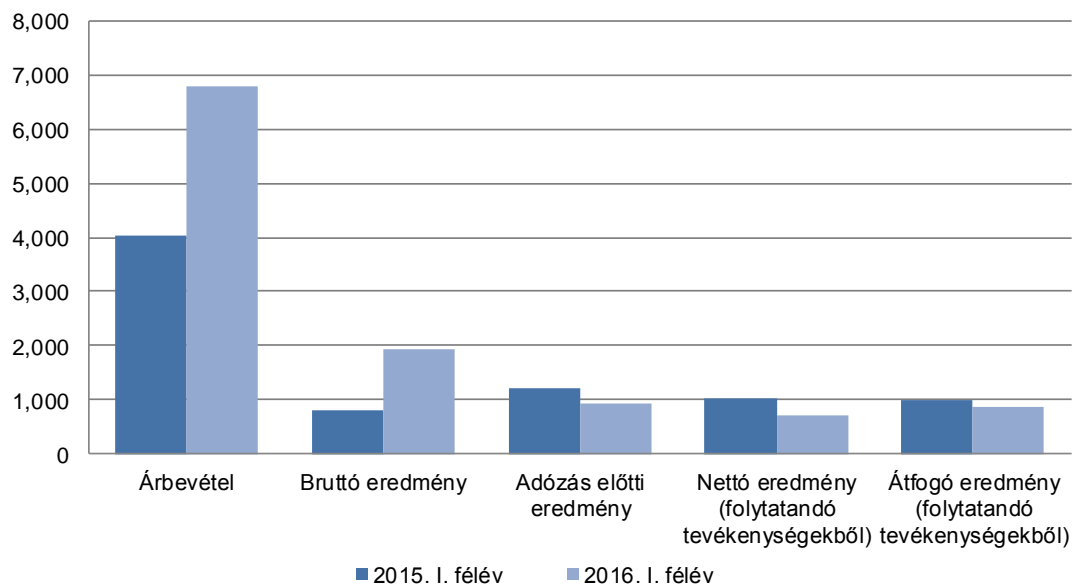
A 2016. I. féléves eredményt nagyban befolyásolta a Sinergy cégcsoport integrálása, ami tavaly a második negyedévben valósult meg, így ennek megfelelően hatása a bázisidőszaki értékekben csak részben, a májusi és júniusi hónapokban szerepel.

Az első félévben az árbevétel 6,8 milliárd forintra bővült, ami 68%-os emelkedésnek felel meg. Ennek fő oka a Sinergy megvásárlása, melynek hatásaként az árbevételi szerkezet is átalakult. A hő- és villamosenergia-kereskedelem aránya csökkent az árbevételen belül, miközben a villamosenergia-termelés részaránya emelkedett. A Sinergy megvásárlásával egy új, a társaság tevékenysége közt korábban nem szereplő szolgáltatás, a külső erőműveknek nyújtott üzemeltetési és karbantartási szolgáltatások is megjelent.

A bővülő árbevétel és az emelkedő bruttó eredmény ellenére az adózás előtti eredmény és a nettó eredmény is visszaesett. Ennek oka, hogy a bázisidőszakban 1,46 milliárdnyi egyszeri bevétel keletkezett negatív goodwill elszámolásából, ami a mostani félévben nem ismétlődött meg.

A csoport 2016. június 30-án öt évvel meghosszabbította az Audi Hungaria Motor Kft.-vel kötött hőszolgáltatási szerződését. Ezzel összefüggésben a csoport áttekintette termelő kapacitásait, és összesen 198 millió forint értékben selejtezett le eszközöket, illetve számolt el értékvesztést azokra az eszközeire, amelyek a jövőben már nem szükségesek a szerződések teljesítéséhez.

A főbb eredménysorok alakulása 2016. I. félév (millió forint)



Forrás: ALTEO, Erste

A tranzakció bemutatása

A társaság az új részvények kibocsátása útján 3 milliárd forint értékben tervez forrást bevonni, amelyet elsősorban tervezett befektetések finanszírozására, továbbá mérlegszerkezetének erősítésére kíván felhasználni. Túljegyzés esetén az új részvények kibocsátásán túl értékesítésre felajánlott részvények is allokálásra kerülhetnek. Az új részvények értékesítése két részből tevődik össze: a nyilvános és a zártkörű értékesítésből.

A nyilvános és a zártkörű értékesítés során együttesen összesen maximum 900.000 darab részvény kerül értékesítésre azzal a megkötéssel, hogy a Wallis Asset Management még a megszerezhető részvények maximális számának értékesítése esetén is legalább többségi részesedést (50%+1 részvényt) fog megtartani.

Az értékesítési ár a befektetők által a zártkörű értékesítés során leadott ajánlatok alapján, a zártkörű értékesítési időszak utolsó napján kerül meghatározásra. Ez az ár vonatkozik a nyilvános értékesítés során leadott jegyzési igényekre is, annyi megkötéssel, hogy a nyilvános értékesítési ár csak az előzetesen rögzített ársávon belül alakulhat. Ennek alja 4.600 forint a maximális értékesítési ár pedig 4.900 forint.

A nyilvános értékesítés során 25.000 és 300.000 darab részvény közötti mennyiség kerülhet kibocsátásra. Amennyiben az értékesítés során kevesebb, mint 300.000 részvényre adnak le jegyzési megbízást, akkor a nyilvános értékesítés során leadott részvényigénylések teljes mértékben kielégítésre kerülnek. Túljegyzés esetén kártyaleosztásos módszerrel kerülnek allokálásra a részvények.

A tőkeemelésből befolyt összeg felhasználása

Az új részvények kibocsátásával bevont tőke elsősorban új beruházási projektek saját erő igényének biztosításához szükséges. A társaság célja, hogy a projektek átlagos saját tőke igénye 20% és 40% között legyen, a maradék 60-80%-ot pedig idegen forrásból (hitel, kötvény, pályázati forrás) egészítse ki. A menedzsment várakozása szerint a beruházásokra fordítható források nagyságrendje 10-14 milliárd forint körül alakulhat 2018-ig. A cég által közzétett elvárt beruházási megtérülési ráták és a potenciális beruházási lehetőségek megoszlása alapján a beruházások 1,5-3,5 milliárd forint közötti EBITDA növekedést okozhatnak.

A társaságtól kapott tájékoztatás alapján a 2017-ben lejáró körülbelül 3 milliárd forintnyi kötvény refinanszírozására készül a társaság.

A társaság által elvárt megtérülési időket a következő táblázatban foglaltuk össze. Az elvárt megtérülési idő kiszámításakor az egyes beruházásoknál az egyszeri kiadásoktól tisztított EBITDA van figyelembe véve. Így az elvárt megtérülési idő a következő képlettel határozható meg:

$$\text{Elvárt megtérülési idő} = \frac{\text{befektetés teljes megvalósítási költsége vissza nem térítendő támogatások nélkül}}{\text{normalizált éves EBITDA}}$$

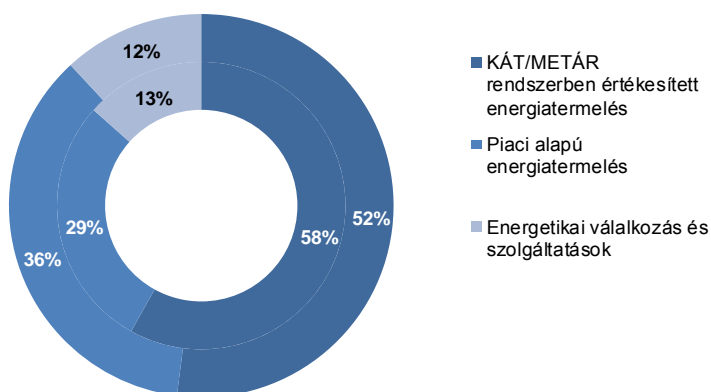
A beruházások megtérülése

Tevékenységi terület	Elvárt megtérülési idő
Megújuló villamosenergia-termelés (KÁT rendszerben)	5-8 év
Energiatermelés (KÁT rendszeren kívül)	3-6 év
Energetikai szolgáltatások	5-8 év
Energia kereskedelemben eszközölt befektetés	2-4 év

Forrás: ALTEO, Erste

A társaság több befektetési és beruházási lehetőséget is azonosított, melyek beruházási értéke közel 38 milliárd forint, saját erő igénye pedig nagyságrendileg 12 milliárd forint. Ezen összegek üzletágankénti bontását a következő ábra mutatja. Ahogy az ábrán is látható, a beruházási terveket a KÁT/METÁR rendszerben értékesített energiatermelési eszközök dominálják, a teljes beruházási érték 52%-át ebben a kategóriában azonosították, és ahogy a folyamatban lévő projektek bemutatásánál láthattuk, jelenleg a társaság csak ilyen jellegű projektek előkészítésén dolgozik.

Potenciális beruházási lehetőségek megoszlása
beruházás értéke (külső kör), saját erő szüksége (belső kör)



Forrás: ALTEO, Erste

Az Erste Brókerek munkanapokon 8:30 és 22:00 óra között várják tőzsdei megbízásait telefonon és személyesen

Angyal Krisztián	1-235-5852	Farkas László	1-235-5895	Kis Dániel	1-235-5873
Balog Enikő	1-235-5114	Háhn Gábor	1-235-7564	Kovács Zsolt	1-235-5175
Baráth Tibor	1-235-5854	Izbéki Ottó	1-235-5123	Lojis László	1-235-5849
Bereczk Zoltán	1-235-5860	Kababik József	1-235-5124	Rácz Gábor	1-235-5857
Bézsényi Zoltán	1-235-5855	Kerényi Eszter	1-235-5886	Varjú Péter	1-235-5111
Czene Tamás	1-235-5121	Kéri Lajos	1-235-5874		
Csillag Zsigmond	1-235-5850	Kincse Áron	1-235-5858		

USA piaci üzletkötőink

Szelőcei Sándor	1-235-5848	Wiesner Alex	1-235-5856	Zakár Tivadar	1-235-5153
-----------------	------------	--------------	------------	---------------	------------

Címünk: 1054 Budapest, Szabadság tér 14.

Honlap: www.ersteinvestment.hu, www.erstemarket.hu **e-mail:** info@ersteinvestment.hu

A kiadványban foglalt információk az Erste Befektetési Zrt. - 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: E-III/324/2008 és III/75.005-19/2002, tőzsdetagság: Budapesti Értéktőzsde és Deutsche Börse (Társaság) által hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azokért a Társaság szavatosságot vagy felelősséget nem vállal. A kiadványban foglaltak nem minősíthetők befektetésre való ösztönzésnek, befektetési tanácsadásnak, értékpapír jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó felhívásnak vagy ajánlatnak. A tőkepiaci és makrogazdasági helyzetet, a befektetések és azok hozamai alakulását olyan tényezők alakítják, melyre a Társaságnak nincs befolyása, a befektető által hozott döntés következményei a Társaságra nem háríthatók át. A kiadványban foglaltak – teljes vagy részleges – felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a Társaság előzetes írásos engedélyével lehetséges. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.ersteinvestment.hu, ügyletek előtti tájékoztatásról szóló Hirdetményben.

A kiadvány nem a befektetési elemzések függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, nem vonatkozik rá a befektetési elemzések terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.

A fenti információk nem teljeskörűek, a részvényjegyzés részletes feltételei és a befektetési döntés meghozatalához szükséges további információk az ALTEO részvények nyilvános forgalomba hozatalával kapcsolatos tájékoztatásban részletesen megismerhetők. A tájékoztató megtekinthető a kibocsátó és a forgalmazók honlapján, így a www.ersteinvestment.hu/hu/Alteo_reszveny_jegyzes_informaciok.html weboldalon is.

Az Erste Befektetési Zrt. társ-forgalmazóként jár el az ALTEO Nyrt. („Kibocsátó”) részvényeinek nyilvános forgalomba hozatalával kapcsolatban. A Tájékoztatóért kizárólag a Kibocsátó vállalt felelősséget, ezért a Kibocsátó részvényeinek nyilvános értékesítésre történő felajánlása a befektetők szempontjából a szokásostól eltérő kockázatúnak minősül. A jelen tájékoztatás a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény szerint kereskedelmi kommunikációnak minősül. Kérjük, hogy befektetési döntése meghozatala előtt óvatosan mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatát, díjait, továbbá a számlavezetéshez kapcsolódó díjakat és költségeket.
