



# DM-Ker Nyrt.

Vállalatértékelés  
2020. december 4.

## STABIL NÖVEKEDÉSI PÁLYÁN

- A DCF alapú értékelés szerint a DM-Ker saját tőke értéke megközelíti a 10 milliárd forintot, míg az egy részvényre jutó belső érték 79 Ft.
- A DM-Ker a bizonytalan gazdasági környezet ellenére is képes volt 15,41%-kal növelni az árbevételét 2020 első félévében az előző év azonos időszakához képest, a 2020 évi árbevétele a modellben szereplő becslés szerint 9 százalékkal múlja felül a 2019-es teljesítményét.
- Az iparági előrejelzéseket alapul véve és a közelmúlt beruházásainak eredményeként átlagosan 6-7%-kal növekedő árbevétellel és évi átlagosan 50 m Ft-tal növekedő EBITDA-val került meghatározásra 2025-ig.
- A COVID hatása elsősorban a készletezési gyakorlatot változtatta meg a cégnél, emellett jelentős tárgyi eszköz beszerzés is történt a cégnél az elmúlt év során, amelyek rövid távon negatívan hatottak a társaság szabad pénzáramlására és az értékcsökkenési leírás növekedésén keresztül az adózott eredményre is
- A cég jelenleg dolgozik egy hosszú távú osztalékpolitika kialakításán, így ennek hiányában a modell a következő évekre nem számolt osztalékkal.
- A hatékonysági mutatók vizsgálata alapján a DM-Ker várhatóan a peer vállalatokhoz hasonló saját tőke arányos nyereséggel fog működni a közeljövőben. Az EBIT és EBITDA margin jelenlegi értéke ugyanakkor elmarad a hasonló vállalatok átlagos értékeitől elsősorban amiatt, hogy a peer-eknél a magasabb marginnal rendelkező bérbeadás üzletág lényegesen nagyobb súlyt képvisel, mint a DM-Ker esetében.
- A társaság a részvénykibocsátásból befolyó összeget eszközparkjának bővítésére és további beruházásokra fordította, ezzel is megalapozva a következő időszak stabil árbevétel növekedését. A továbbiakban stratégiai céljai között szerepel a külpiazi terjeszkedés, melynek első lépését egy szlovák leányvállalat létrehozása jelenti. Emellett a társaság a mezőgazdasági gépek piacán kíván piacot bővíteni akár a kisebb versenytársak felvásárlásával is, ugyanakkor konkrét akvizíciós terv hiányában ezek egyelőre nincsenek figyelembe véve a modellben.

Saját tőke értéke (millió Ft)		9 985	
Részvényenkénti érték (Ft)		79	
	Saját tőke értéke (millió Ft)	Egy részvényre jutó érték (Ft)	
DCF alapú értékelés	9 985	79	
Mutatószám alapú értékelés	7 330	58	
Ft ezer	2019	2020E	2021E
Nettó árbevétel	10 068 133	11 012 470	11 781 943
EBITDA	617 329	571 671	603 371
Üzemi eredmény	406 338	359 309	384 648
Adózott eredmény	276 627	266 396	301 037
EBITDA marzs	6,13%	5,19%	5,12%
Üzemi eredmény hányad	4,04%	3,26%	3,26%
Nettó eredmény-hányad	2,75%	2,42%	2,56%
EPS	2,19	2,11	2,38
BVPS	19,26	21,37	23,75
P/E	32,17	33,41	29,56
P/BV	3,66	3,30	2,97
Záró részvényár (2020/12/04) [Ft]	70,5		
BÉT kereskedési kód	DMKER		
Részvények száma [ezer]	126 231 000		
Piaci kapitalizáció [Ft]	8 899 285 500		
Szakmai tulajdonosok	88,21%		
Közkezhányad	11,79%		



## Jogi nyilatkozat

A Vállalatértékelés a DM-Ker Nyrt. megbízásából készült és további felhasználásáról, publikálásáról a Megrendelő rendelkezik. A Vállalatértékelés semmilyen formában nem jelent befektetési ajánlást, vagy erre vonatkozó tanácsadási jelentést, így az nem szolgálhat kizárólagosan üzleti döntés alapjául. A Vállalatértékelés kizárólag publikus információk és adatok alapján készült. Ennek megfelelően a Navigator Zrt. nem tesz nyilatkozatot a Vállalatértékelésben szereplő adatok vagy más információk pontosságáról és teljességéről és azokkal kapcsolatban semmilyen felelősséget vagy kötelezettséget nem vállal sem a Megrendelő, sem tanácsadói, sem pedig további harmadik felek felé.

Tekintettel a Vállalatértékelés jellegére, valamint a fent említett korlátozásokra, nem vállalunk felelősséget a tekintetben, hogy az eddigi munkánk során az összes olyan információ rendelkezésünkre állt, amelyet a Megrendelő lényegesnek tekintene. A fellelt információkat nem állt módunkban teljesszűrésen ellenőrizni, ezért az általunk összegyűjtött publikus információ tartalmazhat valótlan adatokat. Továbbá a Vállalatértékelésben nem érintett, vagy a megbízásunk tárgyát nem képező témákért semmilyen felelősséggel nem tartozunk. A Navigator nem vonható felelősségre jelen dokumentum, vagy a benne foglalt információk felhasználásával kapcsolatosan felmerülő közvetlen, közvetett, járulékos, következményes, vagy bármilyen egyéb kárért, valamint egyéb veszteségért sem, legyen az szerződéses, jogszabály szerinti vagy például gondatlanságból fakadó.



## Tartalom

1.	A vállalatérték meghatározása .....	4
1.1.	Értékelés a DCF módszerrel .....	4
	Tőkeköltség számítása .....	6
	Jelenérték számítás .....	6
1.2.	Szorószámú értékelés .....	7
2.	A vállalat bemutatása .....	11
2.1.	A DM-Ker története .....	11
2.2.	A vállalat üzleti tevékenysége .....	12
	Építőipari és mezőgazdasági gépek értékesítése .....	13
	Gépértékesítésen kívüli üzletágak .....	14
	Költségzárkódás .....	14
3.	Piaci környezet és versenytársak .....	15
3.1.	Globális trendek az építőipari és mezőgazdasági gépek piacán .....	15
3.2.	Magyarországi trendek .....	17
	Építőipari gépek piaca .....	17
	Mezőgazdasági gépek piaca .....	19
4.	A DCF modell alapját adó üzleti terv (becslés) .....	22



## 1. A vállalatérték meghatározása

A vállalat becsült értékének meghatározása két módszertan alapján történt, amely számítások eredményének átlaga adta ki a végső értékbecslést. Ezek voltak (1) a társaság várható jövőbeli szabad pénzáramlásából kiinduló diszkontált cash-flow módszer, (2) az azonos iparágban tevékenykedő társaságokkal való összehasonlításra épülő mutatószám alapú értékelés.

### 1.1. Értékelés a DCF módszerrel

A DM-Ker diszkontált cashflow (DCF) módszerrel történő értékelésnek az üzleti cash-flow és a szabad cash-flow becslés jelenti a kiindulópontját. A felhasznált pénzügyi adatok alapján az időszávos elemzések alapja a 2019-es év, mint kezdő 0. év. A DCF modell összeállítását az 1. táblázatban feltüntetett feltételezések alapján történt. Az egyes értékek becslése 2025-ig történt meg, majd az azt követő időszakra a modell egy hosszú távon stabil 2,5%-os árbevétel növekedési ütemmel számolt.

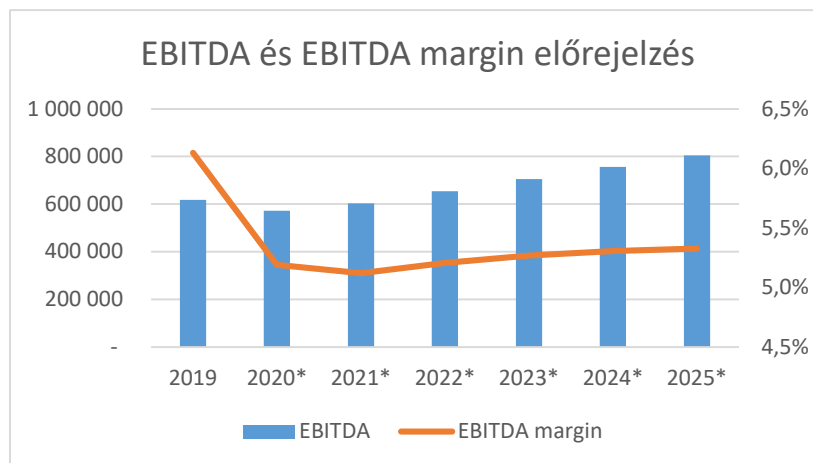
A DCF modell alapvetései								Terminal
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	value
Értékesítés nettó árbevétele	10 068 133	11 012 470	11 781 943	12 575 389	13 394 008	14 239 057	15 111 859	15 489 656
EBIT	406 338	359 309	384 648	442 566	499 640	555 393	609 130	624 358
EBITDA	617 329	571 671	603 371	654 761	705 514	755 581	804 910	825 033
Adózott eredmény	276 627	266 396	301 037	365 950	426 029	488 357	550 206	563 961
NOPLAT	382 884	353 512	374 940	426 018	477 069	526 990	575 218	589 598
Értékesítési árbevétel növekedési ütem	25,00%	9,38%	6,99%	6,73%	6,51%	6,31%	6,13%	2,50%
Front margin	11,37%	11,73%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%	12,00%
Üzemi fedezeti ráta	4,04%	3,26%	3,26%	3,52%	3,73%	3,90%	4,03%	4,03%
EBITDA margin	6,13%	5,19%	5,12%	5,21%	5,27%	5,31%	5,33%	5,33%
Effektív adórátá	5,77%	1,61%	2,52%	3,74%	4,52%	5,11%	5,57%	5,57%
Nettó adósság (ND)	1 500 971	1 625 765	1 536 366	1 489 257	1 419 999	1 033 167	534 964	534 964
Nettó adósság/saját tőke	61,74%	60,27%	51,24%	44,27%	40,68%	25,97%	11,81%	11,81%
Nettó adósság/ vállalat érték	38,17%	37,61%	33,88%	30,68%	28,92%	20,61%	10,56%	10,56%

1. Táblázat: A DCF modell alapvetései (saját szerkesztés, adatok ezer Ft-ban)

Az árbevétel növekedés becslésének alapját egyrészt a vállalat által korábban közzétett üzleti tervek, másrészt az iparág globális és regionális növekedési ütemére vonatkozó szakértői előrejelzések adták (lásd még a **4. Piaci környezet és versenytársak** fejezetben). Az 2019 évi 25%-os kiemelkedő árbevétel emelkedést 2020-ban várhatóan 9% körüli növekedés követi, mely elsősorban a felpörgő gépértékesítésből (8%-os éves növekedés) és az egyéb üzletágak közel 20%-os növekedéséből adódik össze. Az ezt követő években az új gépek értékesítésénél 5%-os éves növekedéssel számolunk, de a másodlagos üzletágak gyors növekedése miatt a teljes árbevétel növekedés várhatóan évi 6-7%-ot tesz ki 2025-ig.

Az árbevételhez szorosan kapcsolódó EBITDA a 2020 évi enyhe csökkenést követően a következő években évi közel 50 m Ft-tal fog növekedni. A várható front árrés az új gépek értékesítése esetén átlagosan 12% körül alakul, míg a személyi jellegű ráfordítások a gépértékesítés növekedésével összhangban évi 5%-kal fognak növekedni.

Az EBITDA és az EBITDA margin várható változását a 2. ábra szemlélteti:



2. Ábra: EBITDA és EBITDA margin várható alakulása (saját szerkesztés)

2019-ről 2020-ra csökkenést mutat az EBITDA margin, mely az anyagjellegű ráfordítások jelentős növekedésére és az egyszeri 10%-os bérfejlesztésre vezethető vissza. A közeljövőben az anyagköltség várhatóan alkatrész értékesítés árbevétel növekedését követve fog emelkedni, míg az eladott áruk beszerzési értékének változása összhangban lesz a 12%-os front árréssel. A fentiek eredményeként az EBITDA margin várhatóan 5,3% körüli értéken fog stabilizálódni az elkövetkező években.

Az üzemi eredmény (EBIT) az EBITDA változását követi, 2020-as csökkenéséhez azonban hozzájárul az értékcsökkenési leírás növekedése is, mely a 2019 évi nagyobb volumenű tárgyeszköz beruházásból ered. A 2020-2025 időszakra vonatkozó diszkontált cashflow modellt a 3. táblázat szemlélteti:

DCF modell							Terminal
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	value
<b>EBIT</b>	<b>359 309</b>	<b>384 648</b>	<b>442 566</b>	<b>499 640</b>	<b>555 393</b>	<b>609 130</b>	<b>624 358</b>
<b>Értékcsökkenés</b>	<b>212 362</b>	<b>218 722</b>	<b>212 195</b>	<b>205 873</b>	<b>200 189</b>	<b>195 780</b>	<b>200 675</b>
<b>EBITDA</b>	<b>571 671</b>	<b>603 371</b>	<b>654 761</b>	<b>705 514</b>	<b>755 581</b>	<b>804 910</b>	<b>825 033</b>
d Készletek	991 758	36 952	245 042	254 482	264 394	274 801	281 671
d Követelések	-993 688	51 620	63 539	65 555	67 672	69 894	71 641
d Aktív időbeli elhatárolások	-93 597	5 261	5 440	5 629	5 827	6 036	6 186
<b>d Forgóeszközök</b>	<b>-95 526</b>	<b>93 832</b>	<b>314 022</b>	<b>325 666</b>	<b>337 892</b>	<b>350 730</b>	<b>359 499</b>
d Céltartalékok	-2 553	3 306	-2 529	3 330	-2 503	3 358	3 442
d Vevőktől kapott előlegek	40 396	32 916	33 941	35 018	36 149	37 336	38 269
d Kötelezettségek árusz. és szolgált.	-63 518	61 894	63 823	65 847	67 973	70 206	71 961
d BNP Paribas faktoring	-22 794	80 680	-16 247	-13 021	-9 633	-6 076	-6 228
d Egyéb RL kötelezettségek (kivéve BNP)	-121 364	-109 227	-98 305	0	0	0	0
d Passzív időbeli elhatárolások	56 823	36 972	28 554	20 142	11 734	3 331	3 414
<b>d Kötelezettségek</b>	<b>-113 009</b>	<b>106 540</b>	<b>9 237</b>	<b>111 317</b>	<b>103 719</b>	<b>108 154</b>	<b>110 858</b>
<b>Működőtőke</b>	<b>17 483</b>	<b>-12 708</b>	<b>304 785</b>	<b>214 349</b>	<b>234 173</b>	<b>242 576</b>	<b>248 641</b>
<b>Tőkeköltség</b>	<b>586 066</b>	<b>443 068</b>	<b>226 250</b>	<b>48 295</b>	<b>67 540</b>	<b>5 208</b>	<b>5 338</b>
<b>FCFF (üzleti cash-flow)</b>	<b>-31 879</b>	<b>173 011</b>	<b>123 725</b>	<b>442 869</b>	<b>453 868</b>	<b>557 126</b>	<b>571 055</b>
+ RL adósságállomány (hitel, kölcsön) növekedése	-216 491	34 605	36 335	38 152	40 059	42 062	43 114
+ HT adósságállomány növekedése	187 340	-39 661	-35 694	-32 125	-28 913	-26 021	-26 672
+ Tőkeemelés	0	0	0	0	0	0	0
+ Értékpapírok értékesítése	0	0	0	0	0	0	0
+ Pénzügyi műv. eredménye	-88 545	-75 817	-62 401	-53 455	-40 715	-26 486	-27 149
- Adó	-4 369	-7 795	-14 215	-20 157	-26 321	-32 438	-33 249
<b>FCFE (szabad cash-flow)</b>	<b>-153 943</b>	<b>84 343</b>	<b>47 750</b>	<b>375 285</b>	<b>397 979</b>	<b>514 243</b>	<b>527 099</b>

3. Táblázat: A DCF modell által előre jelzett cashflow értékeinek részletes számítása (adatok ezer Ft-ban)

2020-ban jelentős növekedés figyelhető meg a készleteknél, mely a DM-Ker tudatos lépését tükrözi, amikor a járványhelyzetben a beszerzési csatornák bizonytalanná válása miatt pótlólagos készletezésre



kezdezt. Ezen készletállomány értékesítése ad alapot a jelentős árbevétel növekedésnek is 2020-ban. Ezzel ellentétesen a követelések állománya közel 1 milliárd Ft-tal csökken 2020-ban, ezen változás azonban csupán technikai okokra vezethető vissza, ugyanis a 2019 decemberében kibocsátott részvények ellenértéke akkor még egyéb követelésként jelent meg a vállalat könyveiben.

A 2019-ben bevont friss tőke felhasználása időlegesen komoly nyomás alá helyezte a cash-flow-t, így a 2020-as évre a korábbinál pesszimistább cashflow-ra számítottunk. Az üzleti cashflow (FCFF) és a szabad cashflow (FCFE) 2020-ban várhatóan negatív értéket fognak felvenni, azonban 2021-től újra pozitívba fordulnak.

Elemzésünk során nem számoltunk akvizícióval és osztalékfizetéssel a közeljövőben meglévő osztalékpolitika hiányában.

### Tőkeköltség számítása

A társaság saját tőkéjének, illetve adósságának tőkeköltsége a magyarországi kockázatmentes hozam, illetve a magyar részvénytőkepiac empirikus adatai alapján megfigyelt részvény kockázati felár segítségével került meghatározásra (forrás: Bloomberg). Az iparági béta a Damodaran statisztikai adatbázis alapján került meghatározásra elsősorban az építőipari, mezőgazdasági, valamint a gépgyártás szektorális adatainak eredőjeként. Értéke az egész időszak alatt stabil 0,76.

Az átlagos tőkeköltség (WACC) átlagos értéke a 2020-2025 közötti időszakban 6,14 százalék, amely a saját tőkétől átlagosan elvárt 7,44 százalékos hozam és az adósság 3,01 százalékos tőkeköltségének súlyozott átlaga.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Terminal value
<b>Tőkeköltség kalkuláció</b>							
Adósságtól elvárt hozam	2,60%	3,10%	2,86%	2,79%	3,00%	3,68%	3,68%
Kockázatmentes hozam	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Tőkeáttétel nélküli béta	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76	0,76
Részvénykockázati felár (ERP)	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Részvényektől elvárt tőkeáttétel nélküli hozam	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%
Részvényektől elvárt hozam	8,31%	7,74%	7,63%	7,54%	6,98%	6,46%	6,46%
Eszköktől elvárt hozam	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%	6,16%
WACC	6,15%	6,14%	6,13%	6,13%	6,13%	6,14%	6,14%

4. Táblázat: Tőkeköltség kalkuláció (saját szerkesztés)

### Jelenérték számítás

**Számításaink szerint a DM-Ker egy részvényre jutó saját tőke értéke 84 forint az FCFF diszkontálásával, míg az FCFE diszkontálásával 75 forint. A két számítási módszerből adódó átlag 79 forintos egy részvényre jutó saját tőke értéket ad.**

A diszkontált FCFF és FCFE alapú cégérték számítást a 5. táblázat tartalmazza:



Értékelés - FCFF							Terminal
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	value
FCFF (üzleti cash-flow)	-31 879	173 011	123 725	442 869	453 868	557 126	571 055
WACC	6,15%	6,14%	6,13%	6,13%	6,13%	6,14%	6,14%
Cégérték	12 373 554	13 168 140	13 792 698	14 507 029	14 925 938	15 359 536	15 711 612
Saját tőke érték	10 747 789	11 631 773	12 303 441	13 087 030	13 892 772	14 824 572	15 176 648
Részvények darabszáma	126 231 000						
<b>Saját tőke érték - 2020.09.30</b>	<b>10 564 590</b>						
<b>Egy részvényre jutó saját tőke érték</b>	<b>84</b>						

Értékelés - FCFE							Terminal
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	value
FCFE (szabad cash-flow)	-153 943	84 343	47 750	375 285	397 979	514 243	527 099
Részvényektől elvárt hozam	8,31%	7,74%	7,63%	7,54%	6,98%	6,46%	6,46%
Saját tőke értéke	9 595 378	10 559 784	11 285 759	12 094 923	12 602 890	13 057 379	13 353 032
Részvények darabszáma	126 231 000						
<b>Saját tőke érték - 2020.09.30</b>	<b>9 405 718</b>						
<b>Egy részvényre jutó saját tőke érték</b>	<b>75</b>						

<b>Saját tőke érték (ezer Ft)</b>	<b>9 985 154</b>
<b>Egy részvényre jutó saját tőke érték</b>	<b>79 Ft</b>

5. Táblázat: FCFF és FCFE alapú cégérték meghatározása

Ugyanakkor megjegyeznénk, hogy a DCF alapú cégértékelés során a vizsgált vállalat közgazdasági értelemben akkor termel profitot, ha a súlyozott átlagos tőke költségét meghaladja a befektetett tőkére jutó nyeresége (ROIC>WACC). Ez jelenleg még nem áll fenn a DM-Ker esetében, hiszen a közelmúlt beruházásainak növekvő értékcsökkenése, valamint az nyrt-ve alakulás és átszervezés költségei csökkentették a nyereséget. Másrészt a saját tőkéje és kötelezettségei jelentősen növekedtek nagyrészt a jelentős tőkebevonás hatására, aminek produktív felhasználása a jövedelmezőségben csak hosszabb távon fog megmutatkozni. Mindezek ellenére úgy látjuk, hogy a társaság befektetett tőkére vetített nyeresége folyamatosan javulni fog a következő években és 2025 után már meg is haladhatja a súlyozott tőkeköltség mértékét.

## 1.2. Szorzószámos értékelés

Elemzésünkben szorzószám alapú megközelítést is alkalmaztunk, ahol a DM-ker eredménytermelő képességét vetettük össze a versenytársaival, valamint iparági átlagokat is alkalmaztunk, hogy reprezentatívabb képet kapjunk az iparágban átlagosnak tekinthető mutatószámokról. A kiválasztott mutatószámok a vállalatérték/árbevétel - EV/Sales - és a vállalatérték/(üzemi eredmény + értékcsökkenés) – EV/EBITDA – voltak. Ezen mutatók a finanszírozási szerkezet, tőkeszerkezet és adózási környezet hatásait kiszűrve teszik összehasonlíthatóvá a vizsgált vállalatok eredménytermelő teljesítményét. Mivel a DM-Ker jelentős beruházásokat eszközölt a közelmúltban, ezért eredménytermelő képessége a következő években fog megmutatkozni, így az összehasonlításhoz a szorzószámok 2020-2022 évi becsült értékeinek átlagát vettük alapul.





Az összehasonlító elemzéshez olyan tőzsdén jegyzett vállalatok kerültek kiválasztásra, amelyek fő profilja építőipari, illetve mezőgazdasági nehézgépek kereskedelme, bérbeadása. A kiválasztott peer cégek a következők voltak:

1. Wajax (Kanada): A Wajax Corp új és használt berendezéseket értékesít, ad bérbe, főleg az építőiparban, a bányászatban, az erdőgazdálkodásban, az energia- és anyagkezelésben érdekelt. A társaság a Hitachi, a JCB, a Bell, a Hyster, a Palfinger és mások multiline forgalmazója. A társaság villamosenergia-rendszereket és ipari alkatrészeket is értékesít.
2. FerreyCorp (Peru): Ferreycorp S.A.A. új és használt eszközöket importál, bérel és ad bérbe, valamint szolgáltatásokat nyújt az építési, bányászati, mezőgazdasági és közlekedési piacokon. A Ferreycorp Közép- és Dél-Amerikában aktív.
3. H&E Equipment Services (USA): A H&E Equipment Services, Inc. integrált berendezéseket szolgáltató vállalként működik, amely a nehéz építőipari és ipari berendezésekre fókuszál. A társaság gépeket és alkatrészeket értékesít, bérbeadással foglalkozik, valamint szerviztámogatást nyújt a felvonó- és emelőkosár-felszerelések, daruk, földmunkagépek és ipari tehergépkocsikat igénybevevő ügyfelek számára.
4. Megakrán (Magyarország): A Megakrán a hazai daruzási és emelőtechnikai piacon tevékenykedik. Két fő tevékenysége az emelőtechnikai szolgáltatások (pl. daruzási szolgáltatások mobil autódarukkal, személy- és teheremelő gépek bérbeadása), valamint a termelő vállalatok számára biztosított komplett géptelepítési szolgáltatások.

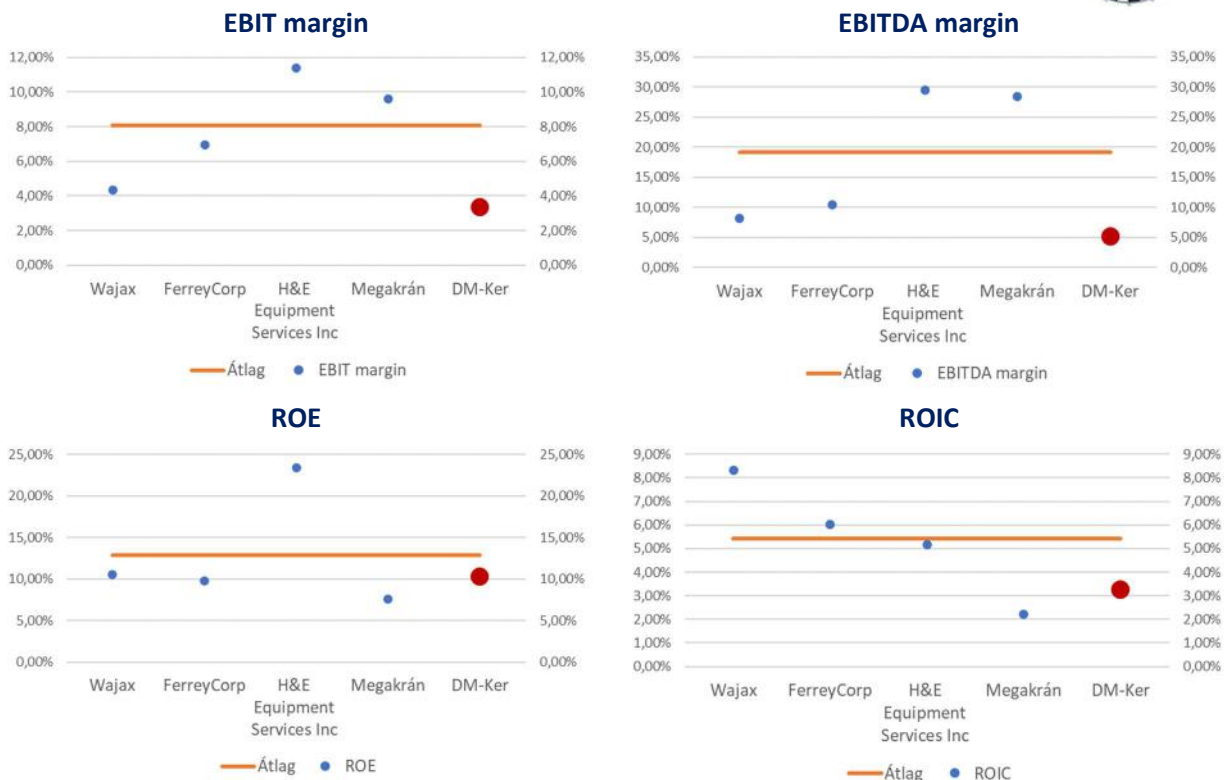
A peer cégek vizsgálatánál fontos kiemelni, hogy az összehasonlítást némileg torzíja, hogy míg a DM-Ker esetében a bevétel legnagyobb része a gépértékesítésből származik, addig az összehasonlításban szereplő többi cég esetében lényegesen magasabb súllyal szerepel a gépbérbeadási szolgáltatás, amely az értékesítésnél magasabb marginnal rendelkező tevékenység. Így a peer group cégeinél a hatékonysági mutatók természetesen jobbak, mint a DM-Ker esetében. Figyelembe kell ugyanakkor venni, hogy a társaság által a közelmúltban végrehajtott számottevő tárgyi eszköz beszerzés jelentős részben a bérbeadási üzletág felfuttatását célozza.

Ennek hatására a hatékonysági mutatók vizsgálatánál a DM-Ker várhatóan a peer vállalatokhoz közelítő saját tőke arányos nyereséggel fog működni a vizsgált időszakban. Az EBIT és EBITDA margin értéke ugyanakkor továbbra is elmarad majd a hasonló vállalatok átlagos értékeitől.

Korábban már említésre került, hogy a DM-Ker jelenleg magasabb súlyozott tőke költség mellett működik, mint a befektetett tőkére jutott megtérülése, mely hosszútávon nem tartható fenn. A peer vállalatok esetén jól látható, hogy a fejlettebb piacokon operáló vállalatok esetén már a ROIC értéke meghaladja a WACC-ét, ugyanakkor a hazai piac két kiválasztott szereplője még nem érte el ezt a kívánatos finanszírozási helyzetet.

Összességében a korábban kifejtettek szerint a peer group-tól némileg eltérő üzleti modellből fakadó jövedelmezőségi különbségek miatt az értékelés során az árbevétel alapú szorzószám 60%-os súllyal, míg az EBITDA alapú szorzószám 40%-os súllyal került figyelembevételre. Ezen hatékonysági mutatók összevetése az 6. ábrán látható.





6. Ábra: Hatékonysági mutatók a DM-Ker és a peer vállalatok vizsgálatánál (2020-2022 átlagolt értékek)

A DM-Ker bányászati-, építőipari gépek nagykereskedelmével foglalkozik és üzleti modellje alapján a kiskereskedelmi tevékenység is része a tevékenységének. E speciális tevékenységre nincs nyilvános statisztika, így a tevékenységéhez legközelebb álló iparágak nyugat-európai szorzószámait alkalmaztuk megfelelő súlyozással.

Iparágak súlyozása relevanciájuk alapján a következő:

- 1 – Peer vállalat
- 2 – átlagos relevanciájú iparág
- 3 – magas relevanciájú iparág, a DM-Ker tevékenységéhez a legszorosabban kapcsolódik

A szükséges átlagolások elvégzése után az árbevétel alapú értékeléshez **0,9763-es** és az EBITDA alapú értékeléshez **8,0922-os** szorzószámot kaptunk (6. táblázat).



EV / Sales - EV / EBITDA			
	EV / Sales	EV / EBITDA	Súlyozás
Wajax	0,4	5,3	1
FerreyCorp	0,7	6,5	1
H&E Equipment Services Inc	1,5	5,0	1
Megakrán	2,2	8,0	2
Retail (Automotive)*	0,4	9,2	3
Retail (Building Supply)*	0,9	8,5	3
Retail (Distributors)*	1,1	11,2	3
Retail (General)*	0,6	8,4	2
Construction Supplies*	1,3	8,6	3
<b>Átlag szorzószám :</b>		<b>0,9763</b>	<b>8,0922</b>
<b>DM-Ker szorzószám</b>		<b>0,9763</b>	<b>8,0922</b>

\*- [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)

7. Táblázat: Peer vállalatok és releváns iparágak átlagos mutatói súlyozva (saját szerkesztés)

A kapott átlagok és a szorzószámok ismeretében a kapott cégértékek a következők:

<b>Cégérték</b>	
Árbevétel alapú	11 511 m Ft
EBITDA alapú	4 936 m Ft
<b>Átlagos cégérték</b>	<b>8 881 m Ft</b>
<b>Saját tőke értéke</b>	
Árbevétel alapú	9 960 m Ft
EBITDA alapú	3 385 m Ft
<b>Átlagos saját tőke érték</b>	<b>7 330 m Ft</b>
<b>Egy részvényre jutó saját tőke</b>	
Árbevétel alapú	79 Ft
EBITDA alapú	27 Ft
<b>Átlagos egy részvényre jutó saját tőke</b>	<b>58 Ft</b>

A DM-Ker átlagos cégértéke a két mutatószám által kapott érték fentiek szerinti súlyozott átlagolásának eredményeként 8 881 millió forintot tesz ki. Ebből a nettó adósságállomány levonásával kapjuk az 7 330 millió forintos saját tőke értéket, amely alapján az egy részvényre jutó saját tőke érték 58 forint.



## 2. A vállalat bemutatása

### 2.1. A DM-Ker története

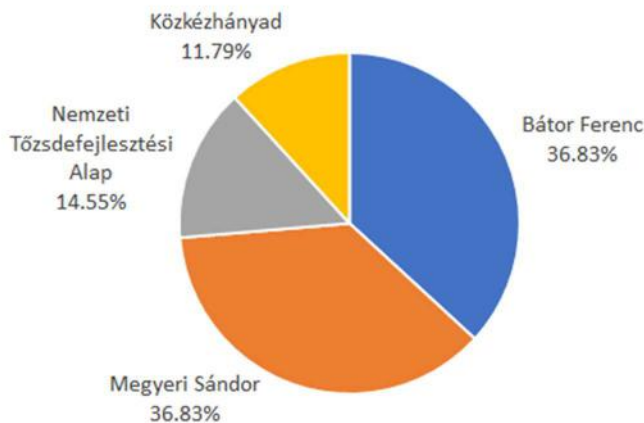
A DM-Ker Nyrt. jogelődje a DM-Ker Kft. 2008-ban alapult és fő tevékenységként bányászati és építőipari gépek nagy- és kiskereskedelmével kezdett el működni. Nagykereskedőként a gépgyártó üzemekből közvetlenül szállítja a megrendelt gépeket, melyeket kiskereskedelmi tevékenysége részeként közvetlenül a gépeket használó vállalkozásoknak és egyéni vállalkozóknak is értékesít. A kereskedelmi tevékenység része a márkaképviselés, így a DM-Ker számos nemzetközi gépgyártó vállalat termékeit forgalmazza Magyarországon. A Bobcat és a Doosan csoport termékeit 2011 óta szerződéses partnerként forgalmazza, 2019 októberétől azonban a DM-Ker már kizárólagos forgalmazója lett Magyarországon a Doosan és a Bobcat valamint később az Arbos gépeknek.

A fő kereskedelmi tevékenység mellett a társaság gépek, gépjárművek szervizelését, üzembe helyezését, alkatrészellátást, kölcsönzést, tárolást, tanácsadást, bontási és építési tevékenységeket is végez. Ezen felül gép bérbeadás és bér munka is kiegészíti a kínált szolgáltatásokat.

A vállalat jelenlegi két fő tulajdonosa, Bátor Ferenc és Megyeri Sándor 2010-ben vették át a céget és ezzel együtt megkezdték a Doosan és Bobcat munkagépek forgalmazását együttműködési szerződés keretében elsősorban az ipar és építőipar számára. Bátor Ferencnével és Dr. Hajnal Tamással kiegészülve alkotják jelenleg a társaság Igazgatóságát.

A DM-Ker Közgyűlése 2019. november 6. napján döntött a társaság működési formájának megváltoztatásáról nyilvánosan működő részvénytársasággá és a részvények a regisztrációjáról a Budapesti Értéktőzsde Xtend piacára. A DM-Ker részvényeivel a Budapesti Értéktőzsde Xtend piacán 2020. január 30 óta lehet kereskedni.

#### **A DM-Ker tulajdonosi szerkezete az Xtend bevezetést követően**



8. Ábra: A DM-Ker tulajdonosi struktúrája 2020.09.30-án (saját szerkesztés)



## 2.2. A vállalat üzleti tevékenysége

A DM-Ker több mint 11 éves piaci tapasztalattal rendelkező, magyar tulajdonú, építőipari és mezőgazdasági gépek forgalmazásával, szervizelésével, bérbeadásával valamint alkatrészek forgalmazásával foglalkozó középvallalkozás. Tevékenységi területe jelenleg főként Magyarországra terjed ki, ahol négy telephellyel is rendelkezik. Az értékesítés jellemzően belföldre történik, export árbevételt főként a Doosan Csoport garanciális javításának elvégzéséből realizál a vállalat.

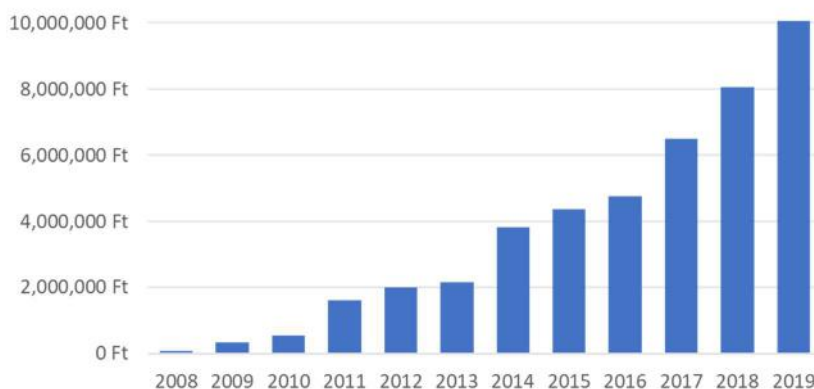
### A cég fő szolgáltatási területei



A legnagyobb árbevételt a gépértékesítés képviseli 87% feletti árbevétel részesedéssel és bár a többi üzletág is növekedésnek indult, várhatóan a gépértékesítés marad a DM-Ker jövőbeni értékesítésének fő eleme.

A cég árbevétele dinamikusan emelkedett az elmúlt évtizedben, és 2019-ben meghaladta a 10 milliárd forintot. A 2017-ről 2018-ra mért 23,8%-os emelkedést 2019-ben 25%-os növekedés követett.

### A DM-Ker értékesítés nettó árbevételének alakulása 2008-2019 között



9. Ábra: A DM-Ker értékesítés nettó árbevételének alakulása 2008-2019 között (saját szerkesztés)

Az árbevétel növekedése három fő tényezőre vezethető vissza. Az értékesített mennyiség nőtt, szorosan összefüggve az építőipari gépek iránti jelentős keresletbővüléssel. Az egységárak emelkedtek, mert a Doosan Csoport eladási árának éves 1-1,5%-os emelkedését a társaság beépítette az értékesítési árakba, azokat a piaci gyakorlattal összhangban mindig áthárította vevőire. Árfolyam hatás is jelentkezett az EUR erősödése miatt. Bár a társaság forintban számláz, az üzletkötések során az árak EUR-ban kerültek meghatározásra.

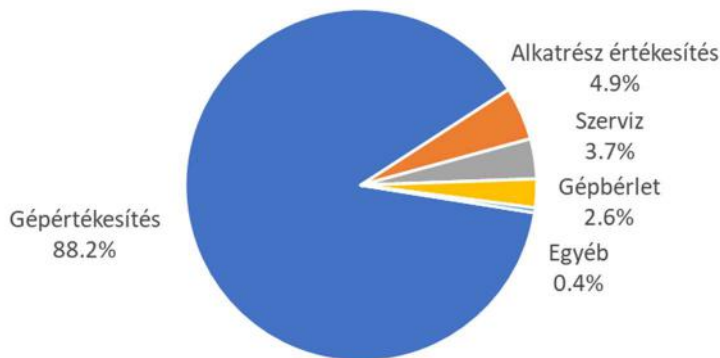
A társaság dinamikus növekedése a COVID 19 egészségügyi járványhelyzet ellenére sem lassult, így a 2020. I. félévi árbevétel 15,41%-kal haladta meg az előző év azonos időszakát. Az árbevételt általában gyenge szezonális jellemzi, viszont a 2020. évben a koronavírus és a rá adott kormányzati válaszok miatt kialakult helyzet jelentősen torzíthatja. A társaság árbevételét ciklikusság jellemzi, az elmúlt évek alapján az első negyedévben realizálódik az árbevétel átlagosan 16,4%-a, az első félévben pedig 45,3%-a. A koronavírus



miatt ezt a világméretben, így Magyarországon is megjelenő, jelentős áruellátási fennakadások erősen befolyásolták. A második negyedévben eddig tapasztalt növekedést nem engedte érvényesülni a COVID 19. Ezek a tényezők a külfiacon és belföldön egyaránt éreztették hatásukat. Ugyanakkor a gépbeszerzésekre vonatkozó állami támogatások, jellemzően az év második felére koncentrálnak, ami várhatóan pozitív irányba befolyásolhatja a társaság második féléves teljesítményét.

A társaság üzletágai közül továbbra is a gépértékesítés adta a forgalom jelentős részét, így ezen üzletág teljesítménye van a legnagyobb befolyással a cég általános teljesítményére. A gépértékesítésből származó bevétel új- és használt gépek, valamint ezekhez kapcsolódó adapterek értékesítését tartalmazta. Ezek közül a meghatározó az új gépek értékesítése közel 85,3%-os részarányt képviselt a teljes árbevételekben belül.

**A nettó árbevétel megoszlása üzletágak szerint (2019)**



10. Ábra: Nettó árbevétel megoszlása az üzletágak között 2019-ben (saját szerkesztés)

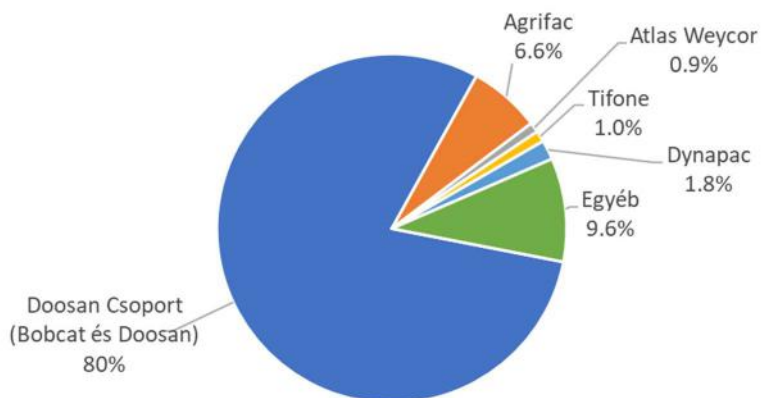
**Építőipari és mezőgazdasági gépek értékesítése**

A DM-Ker mind az építőipari mind a mezőgazdasági szegmensben rendelkezik diverzifikált termékportfólióval, melyet az adott szegmensben népszerű gyártók termékeiből állított össze. Jelenleg a társaság az építőipari szegmensben rendelkezik nagyobb árbevétellel, de az ennél jóval nagyobb piacot jelentő mezőgazdasági szegmensben is növekedést ért el az utóbbi években. Jelenleg az értékesített gépek és munkaeszközök 62-65% az építőiparnak, a fennmaradó rész pedig a mezőgazdaságnak kerül értékesítésre.. A forgalmazott gépeket a DM-Ker közvetlenül a gyártótól szerzi be, majd a munkagépek értékesítésekor a vevők többféle közvetített hitel, illetve lízing konstrukcióból is választhatnak finanszírozási segítséget. A lízingkonstrukciókban lehetőség van mind zárt végű, mind nyíltvégű pénzügyi lízing igénybevételére. A folyamatos üzletmenet biztosításának céljából a DM-Ker különböző finanszírozási formákat vesz maga is igénybe.

A gépértékesítések több mint háromnegyede a Bobcat és Doosan gépek értékesítéséből származott. A legjelentősebb egyéb forgalmazott márkák az Agrifac, Atlas Weycor, Tifone és a Dynapac. A Bobcat és Doosan márkák a koreai Doosan Csoport tulajdonában vannak. A Kibocsátó „dual dealer”, vagyis mindkét márkát forgalmazhatja.



**A géptértékesítés megoszlása a főbb forgalmazott márkák szerint**



11. Ábra: A géptértékesítés megoszlása a főbb forgalmazott márkák szerint (saját szerkesztés)

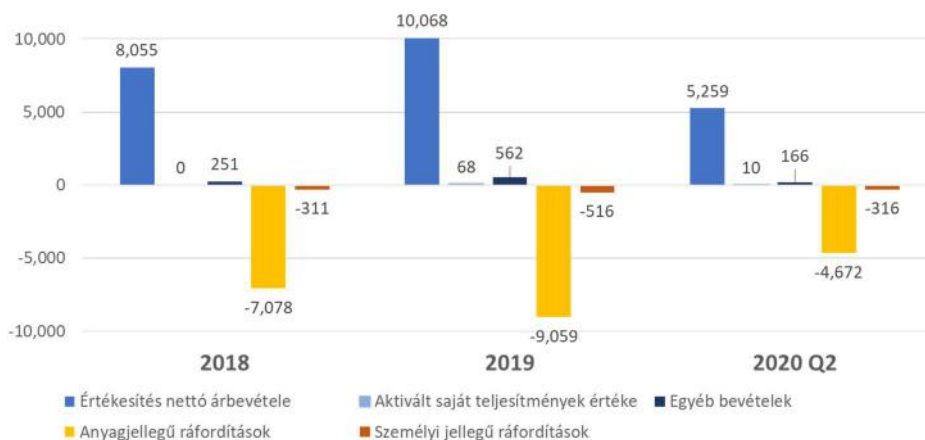
Géptértékesítésen kívüli üzletágak

A géptértékesítésen túl a DM-Ker törekedett a kiegészítő üzletágak fejlesztésére is az utóbbi években, ennek megfelelően a gépbérlés, alkatrész értékesítés és a szerviz is dinamikus növekedésnek indult és 2019-re az árbevétel megközelítőleg 12%-át tette ki. Ezen tevékenységek az árbevétel növelésén túl az értékesítéshez is hozzájárulnak, lehetőséget biztosítva a kiszemelt gépek kipróbálására a gépbérlés valamint a házon belüli javításra a szerviz és alkatrész értékesítés esetén. A vállalat igyekszik vevői számára a finanszírozásban is segítséget nyújtani, ezzel is alátámasztva a teljeskörű szolgáltatást.

Költséggazdálkodás

Az árbevétel dinamikus emelkedésével ellentétben az árbevétel arányos eredmény folyamatosan csökkent. Míg 2017-ben 5,61% volt a nettó haszonkulcs, addig egy évvel később 4,76%-ra csökkent, míg 2019-ben ugyanez 2,61% volt.

**A bevételek és költségek alakulása 2018 – 2020. 1. félév között**



12. Ábra: A bevételek és költségek alakulása 2018 – 2020. 1. félév között (saját szerkesztés)



Egy részben természetes folyamat, hiszen a dinamikus emelkedés törvényszerűen hozza maga után a haszonkulcs mérséklődését. Másrészt – különösen a 2019-es esztendő esetében – a csökkenés egyszerű tételeknek volt köszönhető, amelyek a vállalat működési rendszerének átalakításához köthetőek.

Ez különösen jól látszik a személyi jellegű ráfordítások alakulásán. Míg 2018-ban a személyi jellegű ráfordítások az árbevétel 3,9 %-át tették ki, addig ez a mutatószám 5,1 %-ra emelkedett egy évvel később. A korábban klasszikus KKV-ként működő cég a szervezetét tudatosan alakította át, egy transzparens tőzsdei vállalt szervezeti és vezetési integrált rendszerévé azzal a céllal, hogy egy belföldi és külföldi operációval egyaránt rendelkező, de magyarországi központi irányítással növekvő nemzetközi orientációjú vállalattá fejlődjön. A szervezetfejlesztés eredményeként ugyanakkor a személyi jellegű ráfordítások dinamikusan emelkedtek. 2017 és 2018 között 76 mFt-al, 32,4%-kal emelkedtek a vállalat ilyen költségei. 2019-ben további 65,6%-kal nőttek ezen ráfordítások meghaladva az 515 millió forint egész évre vetített értéket. Számos pozícióban történt személyi csere, hogy olyan alkalmazottak lássák el a kulcsfeladatokat, akik a szervezeti növekedéshez kellő szakértelemmel rendelkeznek. Az új alkalmazottak magasabb béreket kaptak, emiatt pedig a korábbi alkalmazottak bérének emelése is szükségessé vált. Ezzel együtt megalapozottnak tűnik az a feltételezés, hogy a relatív személyi jellegű költségek elmúlt években tapasztalható dinamikus emelkedése megáll és a következő években csak a standard piaci átlagnak megfelelő ütemben emelkedik.

### 3. Piaci környezet és versenytársak

#### 3.1. Globális trendek az építőipari és mezőgazdasági gépek piacán

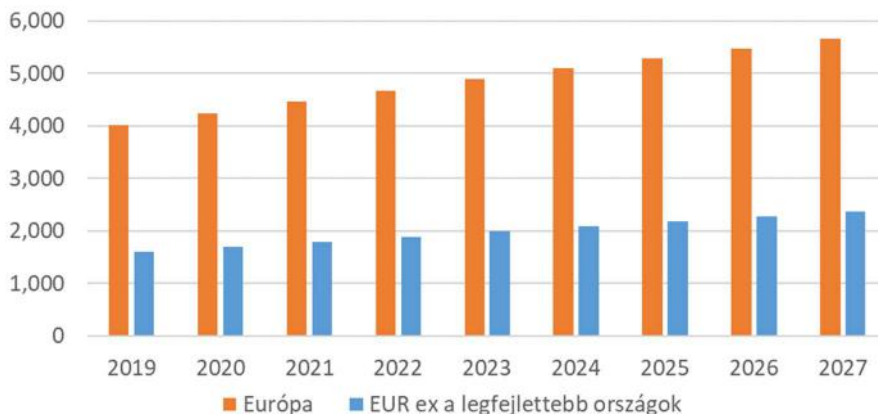
A társaság jövőbeli eredményességének kulcsa az árbevétel meghatározó részét adó gépértékesítés várható alakulása, amit nagyban befolyásol, hogy az értékesítendő gépek és berendezések piaca, kereslete hogyan fog alakulni a jövőben, különös tekintettel a cég számára meghatározó Doosan Csoport tekintetében.

Az építőipari gépek, amelyek a DM-Ker értékesítésének nagyobb részét adják egy globálisan folyamatosan növekvő piaccal rendelkeznek. A globális piac a következő években átlagosan éves 4,3 százalékkal bővíthet és 2027-re elérheti az éves 261 milliárd dolláros értékesített mennyiséget. A teljes piacon belül a társaság számára elsősorban a kompakt építőipari gépek piaca a releváns (mint pl. az egyik márka, a Bobcat piaca). Ez a szegmens a teljes piacon belül egy relatív kisebb szeletet jelent a valamivel több mint 20 milliárd dolláros éves értékesített mennyiséggel. Ennek a szegmensnek a piaca a következő évtizedben azonban várhatóan a teljes piac átlagánál gyorsabban fog növekedni, a növekedés üteme globális elérheti az 5,9 %-ot. Természetesen ez a növekedés földrajzi szempontból nem egyenleges eloszlású, így sokkal relevánsabb, mi várható Európában, azon belül is a régióban. Az európai piac bővülésének éves üteme hozzávetőlegesen 4,2 – 4,9 % között várható.





**Az építőipari gépek iránti kereslet várható alakulása 2020-2027 között (Millió USD)**



13. Ábra: Az építőipari gépek iránti kereslet várható alakulása 2020-2027 között (Millió USD)  
 Forrás: Allied Market Research, 2020

A mezőgazdasági gépek piacán a DM-Ker még nem rendelkezik olyan komoly szereppel, mint a építőipari gépek piacán, de a cég stratégiai célja, hogy ezen a piacon is folyamatosan emelkedő árbevételre tegyen szert. Éppen ezért fontos megismerni a mezőgazdasági gépek piacának globális trendjeit is.

**A mezőgazdasági gépek globális piacának várható bővülési üteme 2020-2024 között**



14. Ábra: A mezőgazdasági gépek globális piacának várható bővülési üteme 2020-2024 között  
 Forrás: Global Research & Data Services from Statzon, United Nations Industrial Statistics Database and United Nations Comtrade

Az építőipari gépek piacával ellentétben a mezőgazdasági gépek piacát a következő években a stagnálás fogja jellemezni, a piac éves bővülés átlagosan alig 0,3 százalékos lesz globálisan köszönhetően részben annak is, hogy a mezőgazdaságot a jelen krízishelyzet a várakozások szerint mélyebben érinti, mint az építőipart.



## 3.2. Magyarországi trendek

### Építőipari gépek piaca

A DM-Ker kereskedelmi tevékenységének legfontosabb szegmense az építőipari gépek piaca. Ezen szegmensben 2018-ban 6,5 milliárd forintos árbevétellel rendelkezett és ezzel a megközelítőleg 70 milliárd forint méretű piac 3. legnagyobb szereplője volt.

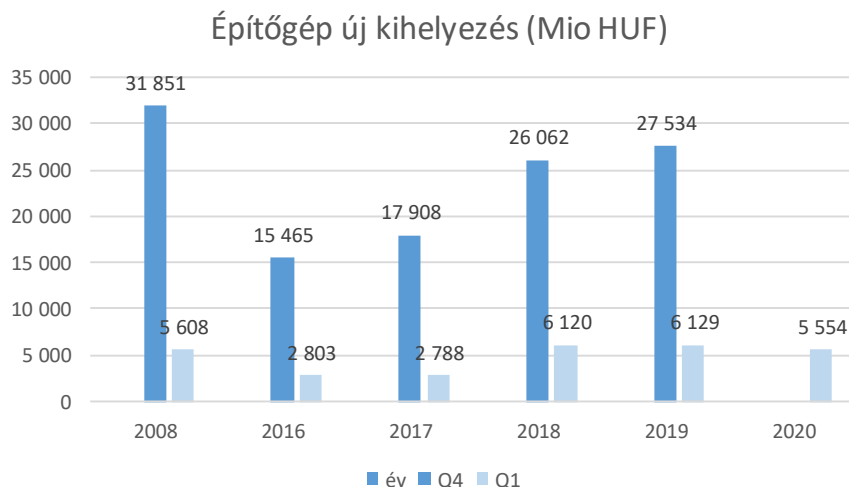
Az építőipar 2016 óta – és azon belül az építőgépipar - jelentős növekedésnek indult, melyhez jelentős mértékben hozzájárult a kedvező gazdasági környezet, ami a gazdasági szereplők növekvő építési aktivitásában nyilvánult meg, pótlólagos fejlesztésekre ösztönözve az építőiparban tevékenykedő vállalkozásokat. Elsősorban az üzleti, bérbeadást szolgáló ingatlanfejlesztések (pl. raktárak, kereskedelmi egységek), a továbbra is élénk – nagyrészt uniós forrásból finanszírozott – állami infrastrukturális beruházások, valamint a lakóépület-beruházások emelkedése készítette az építőipari vállalkozásokat a termelési kapacitásaik bővítésére. 2018-ban a nemzetgazdaság összes építési beruházásának volumene – ami elsősorban az építőipari vállalkozások tevékenységének eredménye – 22%-kal meghaladta a 2017. évit. Az építőipari beruházások anyagi-műszaki összetételét tekintve az építési beruházások 9,2, a konjunktúrában jobban érintett gép- és berendezésberuházások viszont ennél erőteljesebben, 28%-kal nőttek. Utóbbin belül az importból származó járművekhez köthető beruházások bővülése (34%) volt a legjelentősebb. (KSH) A DM-Ker import gép forgalmazóként ezen kedvező folyamatok nyerteseként biztosította a növekedését az utóbbi években.

Az előzetes adatok alapján 2019-ben 212,9 milliárd forintot fordítottak a beruházásokra az építőiparban, összehasonlítva áron 28%-kal többet az egy évvel korábbinál. A gép- és berendezésberuházások terén 22%-os éves növekedés volt tapasztalható, melyet elsősorban a belföldi gyártásból származó gépekhez köthető beruházások váltottak ki. A gépberuházások nagyobb része (66%-a) – a korábbi évekhez hasonlóan – importból származott, illetve a gép- és berendezésbeszerzések legnagyobb hányada (49%-a) 2019-ben is a feldolgozóiparban realizálódott (KSH). A 2016-2019 között tartó konjunktúra a gépberuházások terén már 2019-ben mérséklődésnek indult, azonban a 2020-ban bekövetkezett járványhelyzet és gazdasági visszaesés hatására torpant meg igazán, 2,2%-os csökkenést eredményezve 2020 első negyedében (KSH).



15. Ábra: A beruházások volumenváltozása anyag-műszaki összetétel szerint (Forrás: KSH)

A Magyar Lízingszövetség adatai szerint 2019-ben a lízingelt építőipari gépek piacán 6%-os növekedés volt tapasztalható, mellyel 27,5 milliárd forintos csúcst ért el a szektor, folytatva a korábbi évek növekedési trendjét. 2020 első negyedévében 9%-os csökkenés volt tapasztalható, mely összhangban volt a forgalmazók előzetes elvárásával. A lízingelt építőgépek piacát a következő ábra szemlélteti:



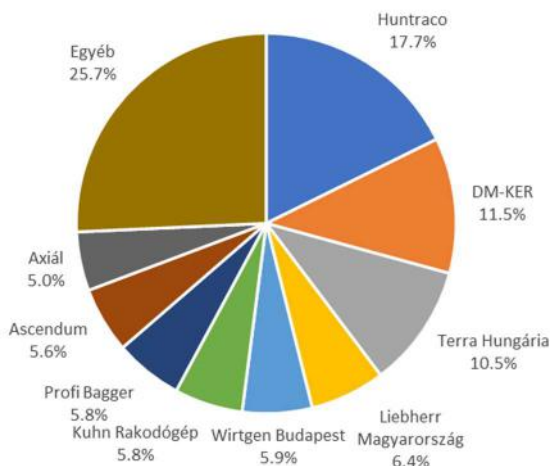
9. Ábra: Építőgép új lízingelt kihelyezések (Forrás: Magyar Lízingszövetség)

Az építőipar fellendülését a DM-Ker sikeresen követte az elmúlt években, a 2020-ban bekövetkezett visszaesés azonban kihívás elé állítja a társaságot. A szektor növekedéséhez nagyban hozzájárulhatnak az újonnan bejelentett kormányzati intézkedések – mint például a kedvezményes lakásáfa a barnamezős beruházások esetén -, melyek elejét vehetik egy hosszantartó visszaesésnek.

Az építőipari gép piac mérete (gép+alkatrész) a piaci szereplők nyilvánosan elérhető beszámolóinak adataiból kiindulva, a DM-Ker korábbi saját számításai szerint, meghaladja a 70 Mrd Ft-ot. A vállalat korábban nyilvánosságra hozott piaci ismeretei alapján az építőipari gépek piacán új gép forgalmazásával körülbelül húsz társaság foglalkozik.



**Az építőipari gép értékesítők magyarországi piacának szerkezete (2018)**



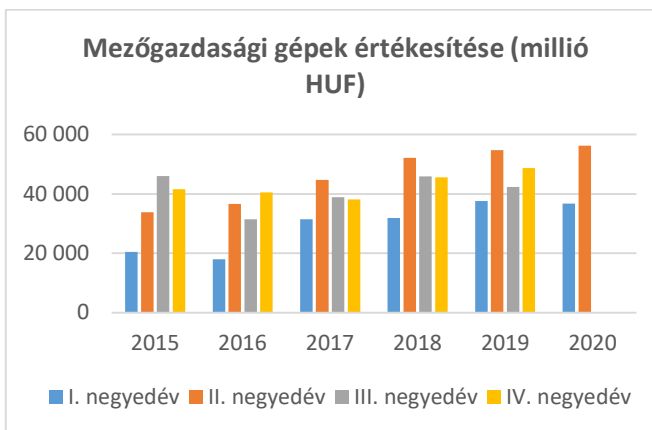
16. Ábra: Az építőipari gép értékesítők magyarországi piacának szerkezete (2018)  
 Forrás: Bismode, e-beszámoló.im.gov.hu

A DM-Ker 11,5 %-os részesedésével dobogós a Terra Hungáriával közel azonos értékesítési eredménnyel, míg a Huntraco kiemelkedik 17,7 milliárd forintos árbevételeivel. A piac nagyon fragmentált, domináns szerepe egyetlen vállalatnak sincsen.

**Mezőgazdasági gépek piaca**

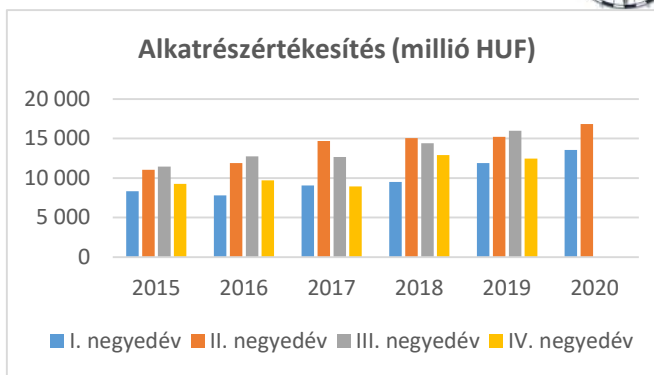
A gazdák 2019-ben minden eddiginél többet költöttek mezőgazdasági gépek beszerzésére és a gépparkjuk megújítására. A magyarországi mezőgazdasági gépértékesítés a megelőző években tapasztalt dinamikus növekedést követve 2019-ben újabb rekordot ért el, a gép- és alkatrészforgalom meghaladta a 236 milliárd forintot.

2020 első félévében a kialakuló járványhelyzet hatására megtorpant a gépértékesítés, az alkatrészértékesítés 12%-os növekedése azonban összességében 3%-kal magasabb értékesítést eredményezett a korábbi év azonos időszakához képest. A végfelhasználóknak történő mezőgazdasági gép és eszközértékesítések 73 %-át a vizsgált





idő-szakban 10 cég bonyolította le. A piac koncentráltóságát jelzi a tény, hogy a három legnagyobb agrárgép-kereskedő az összes magyarországi mezőgazdasági gépeladás 58 %-át bonyolította 2020. I. félévben. A gazdálkodók továbbra is új erőgépek beszerzésére költötték a legtöbbet, ami a vizsgált időszakban a mezőgazdasági gépberuházás összértékének 58 százalékát tette ki (NAIK).

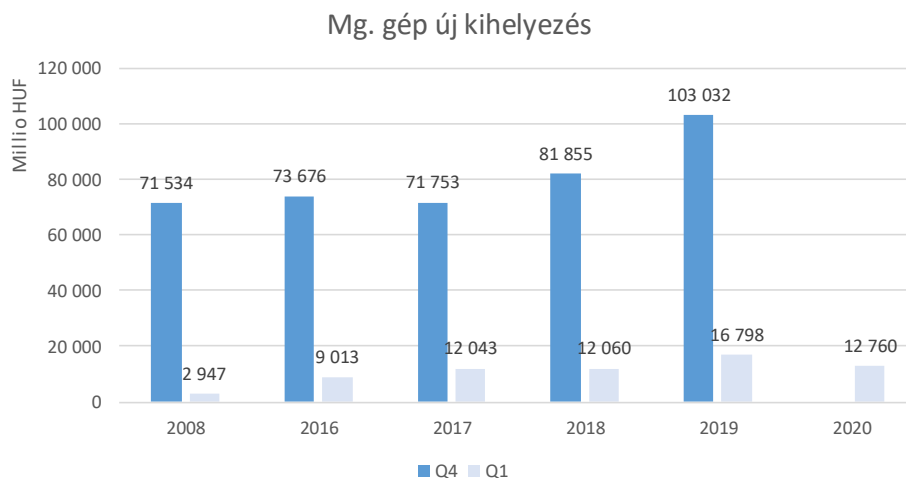


17. Ábra: Forgalmi adatok a mezőgazdasági gép- és alkatrészértékesítéshez kapcsolódóan (forrás: NAIK)

2020 első félévében a kialakuló járványhelyzet hatására megtorpant a gépértékesítés, az alkatrészértékesítés 12%-os növekedése azonban összességében 3%-kal magasabb értékesítést eredményezett a korábbi év azonos időszakához képest. A végfelhasználóknak történő mezőgazdasági gép és eszközértékesítések 73 %-át a vizsgált idő-szakban 10 cég bonyolította le. A piac koncentráltóságát jelzi a tény, hogy a három legnagyobb agrárgép-kereskedő az összes magyarországi mezőgazdasági gépeladás 58 %-át bonyolította 2020. I. félévben. A gazdálkodók továbbra is új erőgépek beszerzésére költötték a legtöbbet, ami a vizsgált időszakban a mezőgazdasági gépberuházás összértékének 58 százalékát tette ki (NAIK).

Az erőgépek közül a traktorok rendelkeztek a legnagyobb részaránnyal a teljes értékesítésen belül (34%). Az újonnan forgalomba helyezett traktorok közül a John Deere, New Holland és Claas márkák voltak a piacvezetők 2019-ben, pozíciójukat 2020 első 7 hónapjában is megőrizték. A teljes traktorpiacot közel 10%-os csökkenés jellemezte az említett időszakban az eladott járművek számában (MEGFOSZ).

A mezőgépek forgalmazás 2019-ben a Magyar Lízingszövetség szerint is rekordmagas volt, számításaik szerint a lízingelt mezőgépek forgalma 26%-kal nőtt az időszakban, ezzel pedig elérte a 103 milliárd forintot. 2020 első negyedévében ezt egy 24%-os visszaesés követte, mellyel a piac visszaállt a 2017-18-as szintre. A mezőgépek lízing finanszírozásánál az NHP 96%-os részesedéssel bír (Magyar Lízingszövetség).



18. Ábra: Mezőgazdasági gép új lízing kihelyezések (Forrás: Magyar Lízingszövetség)



A NAIK Agrárgazdasági Kutatóintézet adatai alapján a mezőgazdasági gép piac mérete 2018-ban (gép+alkatrész) 227 Mrd (ebből a gépértékesítés 175 Mrd) volt, a szereplők száma pedig meghaladta a 160-at (új gép vagy adapter forgalmazók, gyártók). A DM-Ker piaci részesedése jelenleg viszonylag alacsony mintegy 1,5 Mrd forintos éves forgalmával nincs a legnagyobb 20 szereplő között. A piacon kiemelkedik a KITE, amelyet messze lemaradva követ az Axiál. A piac sajátossága, hogy sok a kis családi vagy egyyszemélyes vállalkozás, ahol az árbevétel nem éri el a pár száz millió Ft-ot. A piac az elmúlt 4 évben átlagosan 8%-kal bővült és ez a tendencia várható a következő években is, mert egyre jobban terjed a gépesítettség a mezőgazdaságban is.



## 4. A DCF modell alapját adó üzleti terv (becslés)

## Eredménykimutatás előrejelzés

Pénznem: eFt	2019 Tény	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Gépértékesítés	8 879 124	9 589 454	10 068 927	10 572 373	11 100 992	11 656 041	12 238 843
Alkatrész értékesítés	490 004	650 004	800 004	950 004	1 100 004	1 250 004	1 400 004
Szervíz	369 104	419 104	469 104	519 104	569 104	619 104	669 104
Gépbérlés	263 908	353 908	443 908	533 908	623 908	713 908	803 908
Egyéb	65 993	-	-	-	-	-	-
<b>Értékesítés nettó árbevétele</b>	<b>10 068 133</b>	<b>11 012 470</b>	<b>11 781 943</b>	<b>12 575 389</b>	<b>13 394 008</b>	<b>14 239 057</b>	<b>15 111 859</b>
<b>Alapítás-átszervezés aktivált értéke</b>	<b>68 192</b>	<b>20 474</b>	-	-	-	-	-
Anyagköltség	(321 700)	(426 744)	(525 223)	(623 702)	(722 180)	(820 659)	(919 138)
Igénybe vett szolgáltatások értéke	(323 214)	(270 323)	(298 543)	(328 455)	(360 163)	(393 772)	(429 399)
Egyéb szolgáltatások értéke	(44 351)	(45 238)	(46 143)	(47 066)	(48 007)	(48 967)	(49 946)
Eladott áruk beszerzési értéke	(8 270 285)	(9 010 723)	(9 564 659)	(10 139 692)	(10 736 876)	(11 357 320)	(12 002 186)
Eladott (közvetített) szolgáltatások értéke	(99 334)	(104 301)	(109 516)	(114 992)	(120 741)	(126 778)	(133 117)
<b>Anyagjellegű ráfordítások</b>	<b>(9 058 884)</b>	<b>(9 857 329)</b>	<b>(10 544 083)</b>	<b>(11 253 906)</b>	<b>(11 987 967)</b>	<b>(12 747 497)</b>	<b>(13 533 786)</b>
Béreköltség	(400 775)	(490 861)	(515 404)	(541 175)	(568 233)	(596 645)	(626 477)
Személyi jellegű egyéb kifizetések	(33 380)	(40 883)	(42 927)	(45 074)	(47 327)	(49 694)	(52 178)
Bérfelrakások	(81 611)	(99 956)	(104 953)	(110 201)	(115 711)	(121 497)	(127 571)
<b>Személyi jellegű ráfordítások</b>	<b>(515 766)</b>	<b>(631 700)</b>	<b>(663 285)</b>	<b>(696 449)</b>	<b>(731 272)</b>	<b>(767 835)</b>	<b>(806 227)</b>
Egyéb bevételek	562 389	322 497	329 267	336 089	343 168	350 517	358 149
Egyéb ráfordítások	(506 735)	(294 741)	(300 471)	(306 362)	(312 423)	(318 661)	(325 085)
<b>EBITDA</b>	<b>617 329</b>	<b>571 671</b>	<b>603 371</b>	<b>654 761</b>	<b>705 514</b>	<b>755 581</b>	<b>804 910</b>
Értékcsökkenési leírás	(210 991)	(212 362)	(218 722)	(212 195)	(205 873)	(200 189)	(195 780)
<b>EBIT</b>	<b>406 338</b>	<b>359 309</b>	<b>384 648</b>	<b>442 566</b>	<b>499 640</b>	<b>555 393</b>	<b>609 130</b>
<b>Pénzügyi műveletek bevételei</b>	<b>73 651</b>	<b>106 062</b>	<b>5 696</b>	<b>10 659</b>	<b>13 852</b>	<b>22 766</b>	<b>34 557</b>
<b>Pénzügyi műveletek ráfordításai</b>	<b>(186 417)</b>	<b>(194 606)</b>	<b>(81 513)</b>	<b>(73 060)</b>	<b>(67 306)</b>	<b>(63 481)</b>	<b>(61 043)</b>
<b>Pénzügyi műveletek eredménye</b>	<b>(112 766)</b>	<b>(88 545)</b>	<b>(75 817)</b>	<b>(62 401)</b>	<b>(53 455)</b>	<b>(40 715)</b>	<b>(26 486)</b>
<b>Adózás előtti eredmény</b>	<b>293 572</b>	<b>270 764</b>	<b>308 831</b>	<b>380 165</b>	<b>446 186</b>	<b>514 678</b>	<b>582 644</b>
Adófizetési kötelezettség	(16 945)	(4 369)	(7 795)	(14 215)	(20 157)	(26 321)	(32 438)
<b>Adózott eredmény</b>	<b>276 627</b>	<b>266 396</b>	<b>301 037</b>	<b>365 950</b>	<b>426 029</b>	<b>488 357</b>	<b>550 206</b>

## Főbb mutatószámok

Ft ezer	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2024E
Nettó árbevétel	10 068 133	11 012 470	11 781 943	12 575 389	13 394 008	14 239 057	15 111 859
EBITDA	617 329	571 671	603 371	654 761	705 514	755 581	804 910
Üzemi eredmény	406 338	359 309	384 648	442 566	499 640	555 393	609 130
Adózott eredmény	276 627	266 396	301 037	365 950	426 029	488 357	550 206
EBITDA marzs	6,13%	5,19%	5,12%	5,21%	5,27%	5,31%	5,33%
Üzemi eredmény hányad	4,04%	3,26%	3,26%	3,52%	3,73%	3,90%	4,03%
Nettó eredmény-hányad	2,75%	2,42%	2,56%	2,91%	3,18%	3,43%	3,64%
EPS	2,19	2,11	2,38	2,90	3,37	3,87	4,36
BVPS	19,26	21,37	23,75	26,65	27,65	31,52	35,88
P/E	32,17	33,41	29,56	24,32	20,89	18,22	16,17
P/BV	3,66	3,30	2,97	2,65	2,55	2,24	1,96





## Mérleg előrejelzés

Pénznem: eFt	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Alapítás átszervezés aktivált értéke	177 122	149 715	122 308	94 901	67 494	40 087	12 680
Vagyoni értékű jogok	27 343	26 937	26 531	-	-	-	-
<b>Immateriális javak</b>	<b>204 465</b>	<b>176 652</b>	<b>148 839</b>	<b>94 901</b>	<b>67 494</b>	<b>40 087</b>	<b>12 680</b>
Ingatlanok és a kapcsolódó vagyoni értékű jogok	600 593	1 104 218	1 081 209	1 058 697	1 036 652	1 026 808	1 015 852
Műszaki berendezések, gépek, járművek	1 216 514	1 433 882	1 512 183	1 433 123	1 355 234	1 289 916	1 170 254
Egyéb berendezések, felszerelések, járművek	20 173	13 030	9 897	8 462	7 225	6 147	2 600
Beruházások, felújítások	287 438	-	200 000	371 000	342 000	313 000	284 000
<b>Tárgyi eszközök</b>	<b>2 124 718</b>	<b>2 551 131</b>	<b>2 803 289</b>	<b>2 871 283</b>	<b>2 741 112</b>	<b>2 635 871</b>	<b>2 472 705</b>
Befektetett pénzügyi eszközök	24 895	-	-	-	-	-	-
<b>Befektetett eszközök</b>	<b>2 354 078</b>	<b>2 727 783</b>	<b>2 952 128</b>	<b>2 966 184</b>	<b>2 808 606</b>	<b>2 675 958</b>	<b>2 485 385</b>
Anyagok	1 573	1 573	1 573	1 573	1 573	1 573	1 573
Áruk	3 047 139	4 038 897	4 075 849	4 320 891	4 575 373	4 839 767	5 114 568
<b>Készletek</b>	<b>3 048 712</b>	<b>4 040 470</b>	<b>4 077 422</b>	<b>4 322 464</b>	<b>4 576 946</b>	<b>4 841 340</b>	<b>5 116 141</b>
Követelések áruszállításból és szolgáltatásból (vevők)	1 010 987	881 880	943 500	1 007 039	1 072 594	1 140 266	1 210 160
Egyéb követelések	1 224 581	360 000	350 000	350 000	350 000	350 000	350 000
<b>Követelések</b>	<b>2 235 568</b>	<b>1 241 880</b>	<b>1 293 500</b>	<b>1 357 039</b>	<b>1 422 594</b>	<b>1 490 266</b>	<b>1 560 160</b>
Pénztár, csekkek	693	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000	5 000
Bankbetétek	358 687	200 435	284 778	332 528	407 812	805 792	1 320 035
<b>Pénzeszközök</b>	<b>359 380</b>	<b>205 435</b>	<b>289 778</b>	<b>337 528</b>	<b>412 812</b>	<b>810 792</b>	<b>1 325 035</b>
<b>Forgóeszközök</b>	<b>5 643 660</b>	<b>5 487 786</b>	<b>5 660 700</b>	<b>6 017 031</b>	<b>6 412 353</b>	<b>7 142 398</b>	<b>8 001 336</b>
Bevételek aktív időbeli elhatárolása	81 813	67 721	72 452	77 332	82 366	87 562	92 930
Költségek, ráfordítások aktív időbeli elhatárolása	84 575	5 071	5 600	6 161	6 756	7 386	8 055
<b>Aktív időbeli elhatárolások</b>	<b>166 388</b>	<b>72 791</b>	<b>78 053</b>	<b>83 493</b>	<b>89 122</b>	<b>94 949</b>	<b>100 984</b>
<b>Eszközök</b>	<b>8 164 126</b>	<b>8 288 360</b>	<b>8 690 881</b>	<b>9 066 709</b>	<b>9 310 081</b>	<b>9 913 305</b>	<b>10 587 706</b>
Jegyzett tőke	631 155	631 155	631 155	631 155	631 155	631 155	631 155
Tőketartalék	880 513	880 513	880 513	880 513	880 513	880 513	880 513
Eredménytartalék	455 040	717 537	983 933	1 284 969	1 350 919	1 776 948	2 265 306
Lekötött tartalék	201 822	201 822	201 822	201 822	201 822	201 822	201 822
Adózott eredmény	262 497	266 396	301 037	365 950	426 029	488 357	550 206
<b>Saját tőke</b>	<b>2 431 027</b>	<b>2 697 423</b>	<b>2 998 459</b>	<b>3 364 409</b>	<b>3 490 438</b>	<b>3 978 796</b>	<b>4 529 001</b>
Céltartalék a várható kötelezettségekre	11 362	8 809	12 115	9 586	12 917	10 413	13 771
<b>Céltartalék</b>	<b>11 362</b>	<b>8 809</b>	<b>12 115</b>	<b>9 586</b>	<b>12 917</b>	<b>10 413</b>	<b>13 771</b>
<b>Hátrasorolt kötelezettségek</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Beruházási és fejlesztési hitelek	356 455	396 605	356 945	321 250	289 125	260 213	234 191
Egyéb hosszú lejáratú hitelek	322 500	192 500	192 500	192 500	192 500	192 500	192 500
Egyéb hosszú lejáratú kötelezettségek	272 810	550 000	550 000	550 000	550 000	550 000	550 000
<b>Hosszú lejáratú kötelezettségek</b>	<b>951 765</b>	<b>1 139 105</b>	<b>1 099 445</b>	<b>1 063 750</b>	<b>1 031 625</b>	<b>1 002 713</b>	<b>976 691</b>
Rövid lejáratú kölcsönök	-	-	-	-	-	-	-
Rövid lejáratú hitelek	908 586	692 095	726 700	763 035	801 186	841 246	883 308
Vevőktől kapott előlegek	430 685	471 081	503 997	537 938	572 956	609 105	646 441
Kötelezettségek áruszállításból és szolgáltatásból (szállítók)	949 331	885 813	947 707	1 011 530	1 077 377	1 145 351	1 215 557
BNP Paribas *	1 235 194	1 212 400	1 293 080	1 276 833	1 263 812	1 254 179	1 248 103
Egyéb rövid lejáratú kötelezettségek (kivéve BNP) *	1 213 636	1 092 272	983 045	884 741	884 741	884 741	884 741
<b>Rövid lejáratú kötelezettségek</b>	<b>4 737 432</b>	<b>4 353 661</b>	<b>4 454 529</b>	<b>4 474 076</b>	<b>4 600 072</b>	<b>4 734 621</b>	<b>4 878 149</b>
<b>Kötelezettségek</b>	<b>5 689 197</b>	<b>5 492 766</b>	<b>5 553 973</b>	<b>5 537 826</b>	<b>5 631 697</b>	<b>5 737 333</b>	<b>5 854 840</b>
Bevételek passzív időbeli elhatárolása	13	19 137	20 474	21 853	23 275	24 744	26 261
Költségek, ráfordítások passzív időbeli elhatárolása	12 312	6 562	7 247	7 973	8 743	9 559	10 424
Halasztott bevételek	20 213	63 662	98 612	125 061	143 010	152 460	153 409
<b>Passzív időbeli elhatárolások</b>	<b>32 538</b>	<b>89 361</b>	<b>126 333</b>	<b>154 887</b>	<b>175 029</b>	<b>186 762</b>	<b>190 093</b>
<b>Források</b>	<b>8 164 124</b>	<b>8 288 360</b>	<b>8 690 881</b>	<b>9 066 709</b>	<b>9 310 081</b>	<b>9 913 305</b>	<b>10 587 706</b>