

2019. augusztus 28.  
OPUS GLOBAL Nyrt.

OPUS GLOBAL Nyrt., Magyarország, Holding Társaságok

**Magyarország, Holding Társaságok**

Vállalatok





## A vállalat bemutatása

Az OPUS GLOBAL Nyrt. holding magyar befektetés társaság. A csoport 2019-ben az OPUS és a Konzum vállalatok egyesülésével alakult meg. 300 milliárd forinttal (1 milliárd euró) a magyar tőzsdei piacon az ötödik legnagyobb gazdálkodó szervezet.

A csoport befektetési filozófiája a holding többségi pozícióján alapszik. Az ipar, élelmiszerfeldolgozás, energia és turizmus négy nagy ipari és gazdasági szektorban van jelen. A hosszútávú 'vásárolj és növekedj' megközelítésének eredményeként az OPUS célja, hogy meghatározza a kedvezőtlen helyzeteket és lehetőségeket, majd ennek eredményeként növekedést érjen el és eredményeket mutasson fel. Mindezt a leányvállalataira gyakorolt szigorú ellenőrzés is támogatja és segíti. A csoport 10 egyéni résztvevővel rendelkezik mind a négy stratégiai befektetési területen, kiegészülve kisebb pozíciót betöltő eszközkezelő vállalkozásokkal.

A Scope hitelminősítése	A Scope értékelése			
	2018	2019F	2020F	2021F
Az összes felmerülő költségfedezet (x)	0,6	3,4	4,1	4,5
LTV (hitelfedezeti érték) (Scope-adj. kintlévőség/ portfólió piaci érték) (%)	38	30	<30	<30
Likviditás (%)	0	>300	>400	>600

Alapadatok (a holding könyvelési adatait figyelembe véve)

## Minősítési hányados

**A Scope Ratings kijelöli a BB minősítést kiállító céget a magyarországi központú OPUS GLOBAL Nyrt. holding vállalat (a továbbiakban: OPUS) részére. A hitelminősítés stabil kilátásokkal (Stabil Outlook) rendelkezik. A kielégítési sorrendben elől álló fedezetlen adósság minősítése BBB-**

A minősítések tükrözik az OPUS gyors növekedéséről kialakított véleményünket, amely a két korábbi különálló vállalatára (az OPUS és a Konzum) egyaránt kiterjednek, valamint az újonnan összeolvadt csoportra is hasonlóan vonatkoznak ezen értékelések. A minősítési eredményeket a csoport jelentősen megnövekedett és folyamatosan növekvő bevétele egyaránt támogat. Ennek eredményeként, valamint a költségcsökkentő struktúrának köszönhetően, mi úgy hisszük, hogy az OPUS teljes költségfedezetének 2019-ben több, mint hatszorosa várható, amely a minősítések tekintetében nagyon erős szintnek felel meg.

A minősítések szintén tükröződnek azon álláspontunkban, amely szerint az OPUS konzervatív és hosszútávú 'vásárolj és növekedj' befektetési megközelítése a növekedést és az eredményeket támogatja. Mindezt a leányvállalataira gyakorolt aktív működési kontrol is elősegíti.

A holdingcégek értékelése során nagyon fontos mutatónak számít a portfólió-diverzifikációra az elmúlt két évben a különböző érdekeltségekben végrehajtott jelentős beruházások, valamint az egyesülés igen jó hatással voltak. Ugyanakkor továbbra is jelentős koncentráció tapasztalható két szegmensben (főleg az építőipari és az élelmiszer-feldolgozási ágazatban), az újonnan beolvadt gazdasági egységben a diverzifikáció még mindig nem megfelelően kiegyensúlyozott. Hiszünk abban, hogy az OPUS jelenléte négy elkülönült, a gazdasági ciklusok hatásaitól viszonylag mentes és egymáshoz kevésbé kapcsolódó szektornak való kitétsége egyaránt alátámasztja és igazolja a csoport üzleti kockázati profilját. Továbbá a leányvállalatok többsége esetében jelentős növekedésre van lehetőség, egyrészt annak köszönhetően, hogy a megrendelésállománya jelentős mértékű. Például az 51%-os tulajdonban lévő Mészáros és Mészáros Kft. (M+M) esetében, nagy, jelentős és terjeszkedő tőkeberuházások történnek, melyre példa az élelmiszerfeldolgozó KALL és Viresol vállalat.

## Hitelminősítés és kitekintés

A vállalkozás hitelminősítése BB/Stabil

Fedezetlen, nem alárendelet BBB besorolás-

## Elemzések

Olaf Töke

+49 69 6677389 11

[o.toelke@scoperatings.com](mailto:o.toelke@scoperatings.com)

## Vonatkozó eljárás módszer

A vállalat hitelminősítési besorolás eljárás módszere

## Scope Ratings GmbH

Neue Mainzer Straße 66-68

60311 Frankfurt am Main

Tel. +49 69 6677389 0

## Székhely

Lennestraße 5

10785 Berlin

Tel. +49 30 27891 0 Fax

+49 30 27891 100

[info@scoperatings.com](mailto:info@scoperatings.com)

[www.scoperatings.com](http://www.scoperatings.com)



HYPERLINK

"[https://twitter.com/scopergroup\\_](https://twitter.com/scopergroup_)"  
v Bloomberg: SCOP

Ebből következően a koncentráció kockázata jelenleg még mindig magas. A kettő fontos szektor jelentőségét tükrözi: az ipar és az energia szektorok – amelyeknek konszolidált értékesítései 80% körül vannak. A koncentráció kockázata az osztalékjövdelemre tekintettel még mindig magasabb, az M+M (Mészáros és Mészáros Kft.) és az R-Kord a várható osztalékjövdelemhez 2019-ben előreláthatólag 90%-kal járul hozzá. A következő években várható, hogy mindez mérséklődni fog, különösen, mivel az élelmiszeripari vállalatok, mint a Kall and Viresol, profitabilitásuk jelentős mértékű növekedését jelzik. Véleményünk szerint a minősítéssel kapcsolatosan ezt egyelőre korai még kijelenteni, mivel a kiemelkedő befektetési programot követően legalább három évre van szükség az osztalékfizetés lehetőségére. Ennélfogva, a jövdelem szerinti portfólió diverzifikáció jelenleg nem támasztja alá a minősítést, ugyanakkor az érték szerinti diverzifikáció sokkal jobb, mivel a vállalatok azzal a megoldással, hogy nem fizetnek ki osztalékot jelentős értékkel növelik a minősítést. A költségek fedezése szempontjából az OPUS nem függ az 5 milliárd Ft M+M (Mészáros és Mészáros Kft.) osztalékjövdelemtől – amely nem tartalmazza a továbbra is várható 2019-es és 2020-as évek négyszeres költségfedezetét. A bemutatott magas osztalék-koncentráció további mérséklését valósítja meg. Mindez az összeolvadást követő jelentős költségcsökkentő OPUS struktúrájának köszönhető. Valamint annak a ténynek, hogy jelenleg a vállalat nem fizet a részvényeseinek osztalékot. A minősítés tükrözi a csoport fejlődő formáját és struktúráját, a további befektetésekre való felkészültségét, de ennek ellenére úgy gondoljuk, hogy a leglényegesebb tényező a megvalósult összeolvadás. Mivel a közelmúltban lezajlott növekedés jelentős mértékben tőke-finanszírozással valósult meg a Scope a minősítés során szintén figyelembe veszi az OPUS mérleg szerinti csökkent adósságállományát. A jelenlegi év során a 28,6 millió Ft értékben megvalósuló tervezett kötvénykibocsátás fogja jelenteni az OPUS első jelentősebb adósságállományát. Tudomásul vesszük, hogy a csoport eddigi terjeszkedése megvalósult és azt, hogy a menedzsment a portfólió potenciális növekedésére koncentrál a közeljövőben. Mivel az akvizíció jelenleg is folyamatban van, bármilyen jelentősebb további portfólió lehetősége még távoli. Véleményünk szerint, amennyiben további jelentősebb akvizíció történik úgy valószínű, hogy a következő akvizíció is jelentős tőketámogatással valósul meg.

Ameddig az OPUS-nak nincsenek nyilvánvaló költségfedezeti problémái addig a portfóliójának a rugalmas bevezetése a Budapesti Értéktőzsdén lehetséges. Az OPUS piac-időzítés aspektustól függetlenül történő minősítés előnyét élvezi bármilyen elidegenítés vonatkozásában, amely további költségfedezettel járhat. Az LTV (hitelfedezeti érték) szerint a tőkeáttétel aránya – a Scope-korrigált adósság viszonyítva a portfólió nettó eszközértékhez – 30% körüli értékre várható a 28,6 milliárd forint értékben történő kötvénykibocsátást követően. Ez lesz az első olyan alkalom, amikor a csoport hosszúlejáratú hitelt vesz fel, mivel az alapító felek, az OPUS és a Konzum, majdnem hitelmentesek voltak az elmúlt néhány év során, és befektetéseiket főleg saját tőkével valósították meg.

Mivel a csoport 2019 második felében 28,6 milliárd forint értékben kötvény kibocsátását tervezi, végrehajtottuk a megtérülési értékelést a fedezetlen, nem alárendelt adósság tekintetében. Ehhez az értékeléshez hipotetikus alapforgatókönyvet készítettünk, amely alapján kaptunk egy olyan likviditási mutatót, amelyet összehasonlítottuk a kötvény értékével annak visszafizetési rátájának meghatározása érdekében. Az OPUS esetében kiszámoltuk a kötvény teljes megtérülését, amelyet főként a kisebb fedezettel rendelkező bankadósság és a portfólió társaságok viszonylag nagy piaci értéke támasztott alá. Még akkor is, ha ezt az értéket 50% -kal diszkontáljuk, és kb. 33 milliárd forint összegű garanciát és kezesi biztosítékot vállalunk, a kötvény valószínűleg továbbra is teljes mértékben megtérül. Ezért az adósságállományt két fokkal a kibocsátói minősítés fölé emeltük, tükrözve a jobb megtérülési előrejelzéseket.

### Kilátás

A Stabil Kilátás (Stabil Outlook) az alábbiakat foglalja magába: egy nagyjából változatlan befektetési portfólió minősítése az elkövetkező egy-két évre vonatkozóan; az OPUS részvényesei részére jelentős osztalékfizetés nem történhet; összpontosítás a meglévő portfólió fejlesztésére; nem végezhet jelentős M&A tevékenységet; valamint másfélszeresnél nagyobb költségfedezettel kell rendelkeznie.

A pozitív minősítést garantálja egyrészt a koncentrációs kockázattal kapcsolatos, valamint a holdingot érintő üzleti kockázat fejlesztése. A Scope nem lát erre vonatkozóan anyagi változásokat sem rövid, sem középtávon. A leminősítés abban az esetben áll fenn, ha a teljes költségfedezet tartósan 1,0x alá esik vissza.

### Minősítési tényezők

Pozitív minősítési tényezők	Negatív minősítési tényezők
<ul style="list-style-type: none"> <li>Konzervatív 'vásárolj és növekedj' stratégiai</li> <li>Erős költségfedezet arány</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Újonnan kialakított struktúra</li> <li>Magas osztalék-koncentráció</li> </ul>

### Minősítést befolyásoló tényezők

Pozitív minősítést befolyásoló tényezők	Negatív minősítést befolyásoló tényezők
<ul style="list-style-type: none"> <li>Jelentősebb diverzifikáció/alacsonyabb összefonódási arány</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nagy adósság-finanszírozott vállalatfelvásárlás</li> <li>A teljes költségfedezet tartósan 1,0x alá esik vissza.</li> </ul>

A Scope hitelminősítése	2018	A Scope értékelése		
		2019F	2020F	2021F
A felmerülő költségfedezet összege (x)	0,6	3,4	4,1x	4,5x
A nem-felmerülő költség fedezet összege (x)	0,6	6,4	4,1	4,5
LTV (hitelfedezeti érték) (%)	38	30	<30	<30
Likviditás (%)	0,1	>300	>400	>600
Cash flow (millió forintban)	2018	2019F	2020F	2021F
Felmerülő cash inflow	285	6.315	8.337	9.287
Nem-felmerülő cash inflow	74	3.000	0	0
Mérleg / adósság (millió forintban)	2018	2019F	2020F	2021F
Nettó vagyontárgy érték	172.142	200.232	200.232	200.232
Bruttó pénzügyi kintlévőség	10.958	31.957	31.957	31.957
Veszteség: rendelkezésre álló készpénz	-581	-4.728	-7.665	-12.792
Garanciák és biztosítékok	55.000	32.173	32.173	32.173
Scope-korrigált adósság (SaD)	65.377	59.402	56.466	51.340

Konzervatív befektetési  
eljárás

## Üzleti kockázat bemutatása

Az OPUS hosszútávú és eredményorientált 'vásárolj és növekedj' befektetési megközelítést vall, amely a leányvállalatokra gyakorolt szigorú ellenőrzéssel párosul. Ennek eredményeként a vállalati kiválások nagyon ritkán fordulnak elő. Az OPUS a magánvállalkozó tulajdonosokhoz hasonlóan aktív vállalkozói szellemiséget folytat. A csoport többségi pozícióra törekszik, amely az ellenőrzést is lehetővé teszi. A csoport saját mérleget használ a leányvállalatok megalapításánál és azok finanszírozásánál egyaránt. Az OPUS a leányvállalatainál meglévő jelentősebb adósság refinanszírozása érdekében az OPUS kötvények kibocsátását tervezi.

Középtávon az OPUS osztalékjövödelmet a jelentősebb és fő leányvállalataitól kap. Jelenleg ez kizárólag a csoporthoz tartozó néhány vállalatra vonatkozik. A többi vállalat, mint például az élelmiszerfeldolgozó vállalatok, a Viresol és a Kall, kapacitásnövekedésen és reorientáción mennek keresztül – a lignitről az újrahasznosítható energiára történő áttéréssel. Ahogyan az a minősítésből is látszik az osztalékfizetésük nem biztosított.

Véleményünk szerint, az OPUS befektetési módszere konzervatív és kevésbé kockázatos, mint egyéb időzítés-érzékeny kereskedési eljárások. Mindez az OPUS esetében költségcsökkentő struktúrával párosul – az OPUS részvényesek nem részesülnek osztalékfizetésben –, amely a költségfedezetet viszonylag függetleníti a magas kifizetett osztaléktól.

A származtatott jövedelem további elemeként ki kell emelni az OPUS azon tevékenységét, melynek kapcsán a leányvállalatai számára szintén egyre nagyobb számban nyújt management szolgáltatásokat. A minősítés szintén tükrözi azon álláspontunkat, mely szerint az OPUS konzervatív és hosszútávú 'vásárolj és növekedj' befektetési megközelítése a növekedést és az eredményeket támogatja azáltal, hogy a leányvállalataira szintjén aktív működési kontrollt gyakorol.

## A portfólióba tartozó főbb vállalkozások

**Mészáros es Mészáros Kft.** (M+M (Mészáros és Mészáros Kft.)); 51%-os mértékű, közvetett tulajdonrész; 2018-as árbevétele: 51 milliárd Ft): A társaság jellemzően nagyobb, közbeszerzés keretében megvalósuló építési beruházások, így közszolgáltatási létesítmények (víz, hulladékkezelés, infrastruktúra), vízi- és föld alatti építmények, utak és vasutak kivitelezésében részt vevő fővállalkozó.

**R-Kord Kft.** (51%-os mértékű, közvetett tulajdonrész, 2018-as árbevétele: 36 milliárd Ft): Nagyobb, közbeszerzés keretében megvalósuló vasútépítési beruházások fővállalkozója.

**Wamsler SE** (100%-os tulajdon, 2018-as árbevétele: 7 milliárd Ft): Német kandalló- és tűzhelygyártó; vezető szerepet játszik a Kelet-Közép-Európa régió országaiban, piaci részesedése 7% körüli (ennek körülbelül harmada Magyarország területén realizált).

**KALL Ingredients Kft.** (83%-os mértékű tulajdonrész, 2018-as árbevétele: 9 milliárd Ft): Széleskörű (az izocukor- és folyékony cukrok előállítását is magában foglaló) termékportfólióval rendelkező kukoricafeldolgozó vállalat, ami nemrégiben létesített modern üzemet 160 millió eurós beruházással.

**Viresol Kft.** (53%-os mértékű tulajdonrész, 2018-as árbevétele: 1 milliárd Ft): széleskörű termékportfólióval (keményítők, ipari alkohol, glutén és takarmány-alapanyagok) rendelkező gabonafeldolgozó vállalat.

**Mátrai Erőmű Zrt.** (40%-os mértékű, közvetett tulajdonrész, 2018-as árbevétele: 74 milliárd Ft): Magyarország második legnagyobb (főként barnaszén-alapú) erőműve, amely két

A portfólióban szereplő  
vállalatok viszonylag  
mentesek a gazdasági  
ciklusoktól.

lignitbányát is üzemeltet; az üzem átállításra kerül megújuló energiaforrások felhasználására.

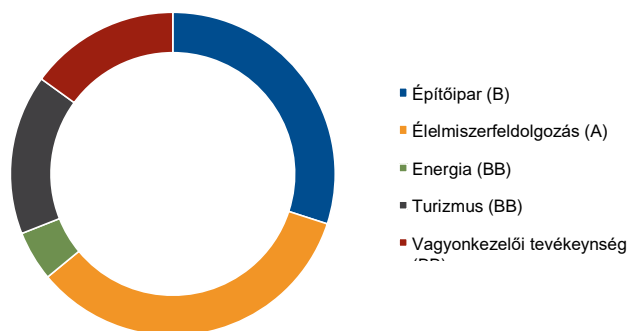
**Hunguest Hotels Zrt.** (100%-os mértékű, közvetett tulajdonrész, 2018-as árbevétel: 24 milliárd Ft): a társaság 25 helyszínen (Magyarországon, Ausztriában, Montenegróban és Romániában) üzemeltet szállodákat. A 2018-as, jelentős volumenű felvásárlások eredményeként a vállalkozás 62%-kal bővült.

Az OPUS négy elkülönült, a gazdasági ciklusok hatásaitól viszonylag mentes és egymáshoz kevésbé kapcsolódó szektornak való kitettsége mind egyaránt alátámasztja és igazolja a csoport üzleti kockázati profilját. A portfólióban megjelenő iparágak többségét a ciklikusság alacsony vagy közepes szintje jellemzi. Az OPUS leányvállalatai jelentős mértékben részesednek a közszféra beruházásaiból (mint például a vasútépítés, távközlési- és közműhálózatokhoz kapcsolódó munkák), ami előnyös egy lassabb makrogazdasági periódusban is.

Ezen túlmenően, a leányvállalatok többsége jelentős növekedési potenciált rejt, ami részben a tekintélyes megrendelésállománynak köszönhető (például az M+M (Mészáros és Mészáros Kft.) esetében), részben pedig a közelmúltban a terjeszkedésre fordított tőkeberuházásoknak (mint a KALL és a Viresol esetében).

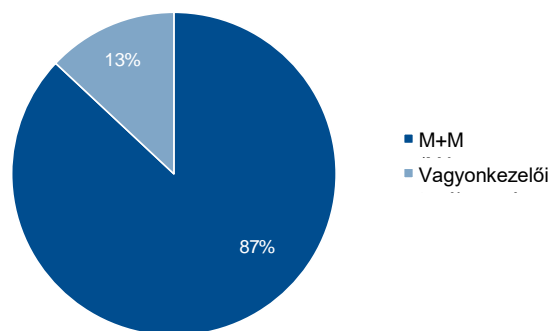
A csoport legjelentősebb jelenléte – egyaránt a beruházási érték és az eszközérték tekintetében – az ipar és az élelmiszerfeldolgozás szegmenseiben tapasztalható, melynek mértéke 70-80%-os. Bár idővel a fenti érték változása várható, a holdingtársaság alapvető iparági jelenléte az alacsony értékkelű építőipari tevékenységek és a magasan értékelt élelmiszerfeldolgozás keveréke. Meggyőződésünk szerint az OPUS jelenlegi, társasági részesedésekből álló portfólióját jól jellemzi a vegyes BB kockázati szint.

1. ábra: Két meghatározó iparág (NAV)



Forrás: OPUS

2. ábra: Osztalékbevétel – 2019-es adatok



Forrás: OPUS

### Magas koncentrációs kockázat

A portfólió diverzifikáltságának értékelése nem pusztán a csoport részesedéseinek számán keresztül vizsgálható. Figyelembe kell venni a vagyoni eszközök minőségét, a szóban forgó iparági és földrajzi adottságokat, az osztalékfizetéshez kapcsolódó lehetőségeket és a nettó eszközértékben rejlő koncentrációs kockázatot is.

A holdingcégek értékelése során nagyon fontos mutatónak számít a portfólió-diverzifikációra az elmúlt két évben a különböző érdekeltségekben végrehajtott jelentős beruházások, valamint az egyesülés igen jó hatással voltak. Ugyanakkor továbbra is jelentős koncentráció tapasztalható két szegmensben (főleg az építőipari és az élelmiszerfeldolgozási ágazatban), az újonnan beolvadt gazdasági egységben a diverzifikáció még mindig nem megfelelően kiegyensúlyozott.

Ennek a jelenségnek a csúcsa az osztalék koncentrációja (ami közel 90%-ban az M+M-től és az R-Kordtól származik). Azonban, nézőpontunk szerint, az osztalék koncentrációjának kérdése az OPUS szempontjából nem túlzottan jelentős, mert a kellően költségtakarékos működés akár 1,3-szoros fedezetet is biztosíthat, ha az M+M (Mészáros és Mészáros Kft.) osztalékát nem számítjuk.

Az OPUS tulajdonában álló vállalkozások többsége tőzsdén nem jegyzett. Ez az esetlegesen szükségessé váló értékesítési folyamatok végrehajtása szempontjából negatívan értékelhető, másrészt viszont ez lehetővé teszi a piaci időzítéssel kapcsolatos követelményektől és az esetleges tőzsdei árfolyamingadozásoktól való függetlenséget (volatilitás). Az OPUS (a rendelkezésre álló, kiszámítható mértékű költségfedezet miatt) nincs túlzott mértékben értékesítési folyamatokra utalva. Ugyanakkor, a vagyonkezelői tevékenységi ágon keresztül (amely körülbelül három, tőzsdén jegyzett cégben bír kisebbségi részesedéssel) rendelkezik rugalmas tartalékkal. Az OPUS adatai szerint ezen divízió nettó eszközértéke körülbelül 20 milliárd Ft (a csoport teljes befektetett értékének nagyjából 10%-a).

#### Semleges vállalatirányítás

Megítélésünk szerint az OPUS besorolása és minősítése szempontjából a vállalatirányítás semleges tényezőnek tekinthető. Nincs többségi természetes személy tulajdonos, bár a Mészáros család a szavazati jogok több mint 30%-ával rendelkezik. Tekintve, hogy az OPUS a Budapesti Értéktőzsdén jegyzett egyik legnagyobb vállalat, a vonatkozó átláthatósági és közzétételi előírások hatálya alá tartozik. Ennélfogva meggyőződésünk, hogy az összeolvadás eredményeként létrejövő társaság kapcsán a megfelelő vállalatirányítás a meglévő struktúrák révén biztosítható.

#### Pénzügyi kockázati profil

#### Megbízható hitelminősítők

Arra számítunk, hogy 2019-ben a hitelmutatók viszonylag magas szinten állnak majd. Ez az OPUS jelentősen megnövekedett ismétlődő jövedelemtermelő képességének köszönhető. Az M + M (Mészáros és Mészáros Kft.) és az R-Kord osztalékai jelentős mértékűek (kb. 5 milliárd forintot kapott már 2019 első felében), és valószínűleg további vállalatok is elérik az osztalékfizetés szintjét az elkövetkező öt éven belül. Ezen túlmenően a költségek továbbra is viszonylag alacsonyok - a két vállalat korábbi költségcsökkentő hozzáállásának köszönhetően – amelyhez nagyban hozzájárult az a tény, hogy a vezetőség jelenleg nem fizet osztalékot az OPUS részvényeseinek. Ezenkívül a holdingtársaság valószínűleg több kezelési díjbevételel fog szerezni a vállalatcsoportoknak nyújtott szolgáltatások révén. Emiatt körülbelül négyszeres teljes költségfedezettséggel számolunk. Azt tervezzük, hogy 2020-ban az összköltségek éves összehasonlításban megduplázódnak, beleszámítva az újonnan tervezett kötvény kamatköltségeit is, míg a várhatóan négyszeres (2019-es körülbelül hatszorosról visszaeső) költségfedezettség továbbra is viszonylag magas szintet mutat majd a minősítés és a besorolás tekintetében. Arra számítunk, hogy ez 2020-tól erőteljes hatást gyakorol a költségekre, mivel a jövedelemhez viszonyítva alacsonyabb lesz a bázis. Ugyanakkor a jövedelmet befolyásolja majd az OPUS részére visszafizetendő kötvénykamat, figyelembe véve annak leányvállalatokat finanszírozó szerepét is.

2018-ig nem túl nagy hangsúlyt fektettünk a pénzügyi kockázatok felmérésére, mivel az a két önálló vállalat, az OPUS és a Konzum teljesítményével volt összefüggésben. Az egyesülés első „kezdő” éve 2019.

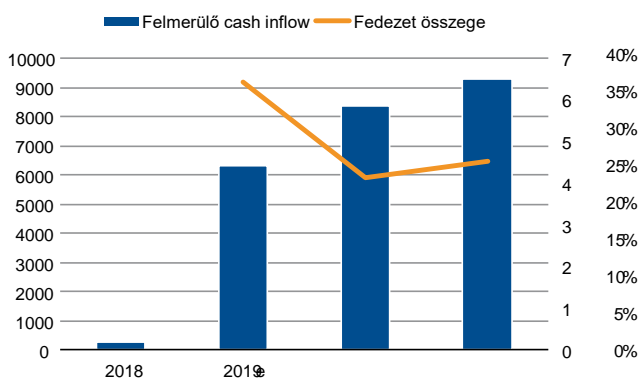
A magas osztalékkoncentráció miatt két érzékenységi forgatókönyvet is figyelembe vettünk:

1. Teljes költségfedezet az M + M/R-Kord osztalék nélkül: a 2019-es 5 milliárd forintos jövedelem nélkül 2019-ben előreláthatólag 1,2 milliárd forint lenne a holdingtársaság

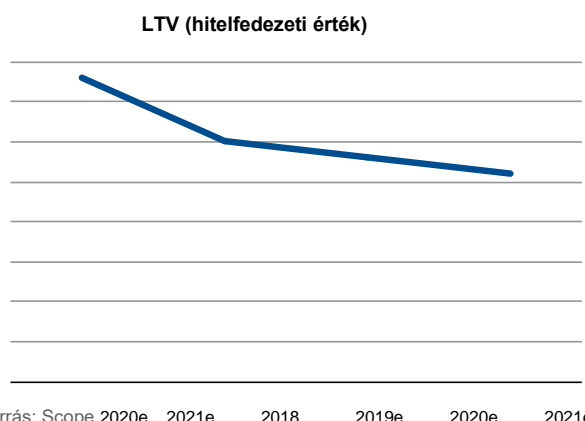


bevétele. Az ugyanazon évre várható 1 milliárd forint összegű holdingvállalati költségekhez képest a költségfedezettség továbbra is meghaladja annak teljes összegét.

- A teljes költségfedezettség, feltételezve, hogy középtávon az OPUS részére a kifizetések aránya 50%: ez kb. 5-6 milliárd forintra növeli a költségeket a 9 milliárd forintos ismétlődő bevételhez képest, és több mint másfélszeres költségfedezettséget eredményez.

**3. ábra A jövedelem mérséklése**


Forrás: Scope értékmeghatározás

**4. ábra: Az LTV (hitelfedezeti érték) tervezett mérsékelt csökkenése**


Forrás: Scope 2020e 2021e 2018 2019e 2020e 2021e

### 30%-os tervezett LTV (hitelfedezeti érték)

Előrejelzésünk szerint az LTV (hitelfedezeti érték) a következő években fokozatosan 30% alá csökken a változatlan adósságállományra (főleg a kötvény), valamint az osztalékbevételekből származó növekvő készpénzállományra tekintettel. E számítás alapján a portfólió eszközértékét egy állandó, körülbelül 200 milliárd forint összegben állapítottuk meg.

### Semleges pénzügyi politika

Úgy gondoljuk, hogy a pénzügyi politika jelenleg nem releváns a minősítések szempontjából. Ennek az oka az, hogy az új vállalatnak és a nemrég bemutatott felsővezetésnek nem volt még ideje megfelelő eredményeket elérni a közelmúltban történt egyesülés miatt. Az egyesülésben részt vevő felek múltját pozitívnak tekintjük, mivel mindkettő Tőkefinanszírozással oldotta meg a portfólió bővítését. Azonban ki kell várni, hogy ez igaz lesz-e az új vállalatra is. A vezetőség kijelentette, hogy konzervatív filozófiája a közeljövőben nem fog változni, azonban megjegyezte, hogy nagyobb méretű felvásárlások nem várhatóak a jövőben, mivel a hangsúlyt az integrációra, valamint a leányvállalati szinten történő növekedésre és bevételszerzés növelésére helyezik.

### Fedezetlen, nem alárendelt adósság jobb hasznosíthatósága

Megtérülési értékelést végeztünk a fedezetlen, nem alárendelt adósságokra vonatkozóan, mivel a társaság 28,6 milliárd forint értékű kötvény kibocsátását tervezi 2019 második felében. Ehhez az értékeléshez hipotetikus alapforgatókönyvet készítettünk, amely alapján kaptunk egy olyan likviditási mutatót, amelyet összehasonlítottuk a kötvény értékével annak visszafizetési rátájának meghatározása érdekében. Az OPUS esetében kiszámoltuk a kötvény teljes megtérülését, amelyet főként a kisebb fedezettel rendelkező bankadósság és a portfólió társaságok viszonylag nagy piaci értéke támasztott alá. Még akkor is, ha ezt az értéket 50% -kal diszkontáljuk, és körülbelül 33 milliárd forint összegű garanciát és kezési biztosítékot vállalunk, a kötvény valószínűleg továbbra is teljes mértékben megtérül. Ezért az adósságállományt két fokkal a kibocsátói minősítés fölé emeltük, tükrözve a jobb megtérülési előrejelzéseket. Értékelésünk nem tartalmaz keresztfelmondási záradékot a portfólió társaságok adósság-dokumentációjában.

### Kilátás

A Stabil Kilátás (Stabil Outlook) az alábbiakat foglalja magába: egy nagyjából változatlan befektetési portfólió minősítése az elkövetkező egy-két évre vonatkozóan; az OPUS részvényesei részére jelentős osztalékfizetés nem történhet; összpontosítás a meglévő portfólió fejlesztésére; nem végezhet jelentős M&A tevékenységet; valamint másfélszeresnél nagyobb költségfedezettel kell rendelkeznie.

A pozitív minősítést garantálja egyrészt a koncentrációs kockázattal kapcsolatos, valamint a holdingot érintő üzleti kockázat fejlesztése. A Scope nem lát erre vonatkozóan anyagi változásokat sem rövid, sem középtávon. A leminősítés abban az esetben áll fenn, ha a teljes költségfedezet tartósan 1,0x alá esik vissza.



**Scope Ratings GmbH**

**Székhelyek Berlin**

Lennéstraße 5  
D-10785 Berlin

Telefon: ++49 30 27891 0

**London**

Suite 301  
2 Angel Square  
London EC1V 1NY

Telefon: +49 20 3457 0444

**Oslo**

Haakon VII's gate 6 N-0161  
Oslo

Telefon: +47 21 62 31 42

[info@scoperatings.com](mailto:info@scoperatings.com)  
[www.scoperatings.com](http://www.scoperatings.com)

**Nyilatkozat felelősség  
kizárásáról**

**Frankfurt am Main**

Neue Mainzer Straße 66-68  
D-60311 Frankfurt am Main

Telefon: +49 69 66 77389 0

**Madrid**

Paseo de la Castellana 95  
Edificio Torre Europa E-  
28046 Madrid

Phone +34 914 186 973

**Paris**

1 Cour du Havre F-75008  
Paris

Telefon: +33 1 8288 5557

**Milan**

Via Paleocapa 7  
IT-20121 Milan

Telefon: +39 02 30315  
814

© 2019 Scope SE & Co. KGaA és leányvállalatai, beleértve a Scope Ratings GmbH-t, a Scope Analysis GmbH-t, a Scope Investor Services GmbH-t és a Scope Risk Solutions GmbH-t (továbbiakban együttesen: Scope). Minden jog fenntartva. A Scope minősítéseit, minősítési jelentéseit, minősítési véleményeit és a kapcsolódó kutatásokat és hitelminősítési véleményeket alátámasztó információk és adatok a Scope által megbízhatónak és pontosnak tartott forrásokból származnak. A Scope azonban nem ellenőrzi külön az információk és adatok megbízhatóságát és pontosságát. A Scope minősítéseit, minősítési jelentéseit, minősítési véleményeit vagy a kapcsolódó kutatásokat és hitelképességi véleményeket „úgy ahogy van” nyújtja, bármiféle garanciavállalás nélkül. Scope vagy annak igazgatói, tisztviselői, munkavállalói és egyéb képviselői semmilyen körülmények között sem felelnek harmadik személlyel szemben okozott közvetlen, közvetett, véletlen vagy egyéb kárért, költségért vagy veszteségért, amelyek a Scope minősítéseinek, minősítési jelentéseinek, besorolásainak, ahhoz kapcsolódó kutatásainak vagy hitelminősítésének bármilyen felhasználásából származnak. A Scope által kiadott minősítéseket, kapcsolódó kutatásokat vagy hitelminősítéseket a feleknek úgy kell tekintenie, mint viszonylagos hitelkockázatra vonatkozó véleményeket, azok nem tekinthetők tényadatoknak vagy ajánlásoknak, amelyek értékpapírok vásárlására, birtoklására vagy eladására vonatkoznak. A múltbeli teljesítmény nem feltétlenül jelzi előre a jövőbeli eredményeket. A Scope által kibocsátott jelentések nem minősülnek hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokra vagy azt kibocsátó szervezetekre vonatkozó tájékoztatónak vagy hasonló dokumentumoknak. A Scope hitelminősítéseket és kapcsolódó kutatásokat, valamint véleményeket bocsát ki azzal a céllal és elvárással, hogy az azokat felhasználók önállóan tudják értékelni az egyes értékpapírok befektetési vagy átruházási célokra való alkalmasságát. A Scope hitelminősítései a relatív hitelkockázatra vonatkoznak, nem foglalkoznak más kockázatokkal, mint például piaci, likviditási, jogi vagy volatilitási (ingadozási) kockázatokkal. Az itt szereplő információkat és adatokat szerzői jog és más törvények védik. Az itt található információk és adatok sokszorosítása, továbbítása, átruházása,



terjesztése, fordítása, újra-értékesítése vagy későbbi felhasználás céljából történő tárolása céljából, kérjük vegye fel a kapcsolatot a Scope Ratings GmbH-val a Lennéstraße 5 D-10785 Berlin címen.

Scope Ratings GmbH, Lennéstraße 5, 10785 10785 Berlin, District Court (Kerületi Bíróság) for 10785 Berlin (Charlottenburg) HRB 192993 B, Ügyvezető Urak: Torsten Hinrichs és Guillaume Jolivet.