



## NAP Nyrt. 2023. első félévi eredmény

Vállalati adatok	
Ajánlás	Vétel
Célárfolyam	1 570
Záróár	HUF 990
52 hetes kereskedési sáv	HUF 680 – 1 300
Piaci kapitalizáció (millió forint)	8 326
Átlagos napi forgalom (éves, darabszám)	1 794
Bloomberg-kód	NAP HB

**Árokszállási Zoltán, CFA**

Vezető Elemző

+36 1 436 7012

[zoltan.arokszallasi@equilor.hu](mailto:zoltan.arokszallasi@equilor.hu)

A NAP Nyrt. 2023 első féléves árbevétele, EBITDA-ja és nettó eredménye lényegében összhangban van az általunk idén augusztus 10-én közzétett modellfrissítésben várt, teljes 2023-as évre vonatkozó főbb számokkal. Az összehasonlíthatóságot a modellünkkel megnehezíti, hogy a társaság (a BÉT Standard kategóriába kerülés egyik előfeltételeként) áttért IFRS alapú jelentéstételre. A vállalat előtt továbbra is vannak kihívások: az elektromos áram piacán az árak továbbra is jóval alacsonyabbak a 2022-es rekordévben látottakhoz képest, és jelenleg is csökkennek, illetve a finanszírozási környezet sem kedvez a gyors portfólióbővülésnek. Nem kedvez továbbá, hogy a származási garanciák (GO-k) a MEKH megváltozott gyakorlata miatt április óta nem értékesíthetőek. Ennek ellenére a társaságot támogatja meglévő hiteleinek alacsony kamatozása, valamint a bankbetéteken elért magas kamatbevétel. Emellett az év hátralévő részében a termelt árammennyiség is növekedhet. Mindezek mellett a NAP Nyrt. a szabadpiaci portfólióját, amennyiben a piaci árkörnyezet kedvezőtlenül alakulna, vissza tudja léptetni a METÁR-KÁT rendszerbe.

Ajánlásunk a társaság részvényeire továbbra is vétel, 1 570 forintos célár mellett.

(millió Ft)*	2023 H1	2022 H1	Változás
Összes működési bevétel	1 340	1 096	+22,3%
EBITDA	1 013	882	+14,9%
EBITDA marzs	75,6%	80,5%	-4,9pp
Tárgyidőszak nettó nyeresége	667	586	+13,8%

*Forrás: NAP Nyrt., Equilor  
IFRS szerinti beszámolók alapján*

A társaság árbevétele érdemi növekedést mutatott a tavalyi első félévhez képest. Ugyanakkor az összehasonlítást megnehezíti, hogy a társaság ettől a jelentési időszaktól kezdődően már IFRS szerint jelent, míg 2022 első félévében még érdemben kisebb volt az erőmű portfóliója, mint a jelenlegi 39MW (AC).

Az árbevétel oldalán nem meglepő a társaság azon jelzése, hogy a termelési érték elmaradt az első félévben a korábban várhatótól, tekintettel a napsütéses órák számának alacsony alakulására. Ezzel a hatással már mi is számoltunk a modellünkben erre az évre. A második félévben ebben vélhetően javulás várható, tekintettel a napenergia termelése szempontjából kedvezőbbé váló időjárási körülményekre az első félév végét követően.

Az IFRS sztenderdekre való átállás következtében a társaság az NHP kedvezményes kamatozású hiteleinek piaci kamatát és a kamattámogatást bruttósítva prezentálja, szemben a magyar számviteli szabályokkal. Ennek következményeként az egyéb működési bevételek soron a társaság komoly, 100 millió forintot meghaladó értékben számol el bevételt az állami kamattámogatás miatt, ugyanakkor a pénzügyi műveletek ráfordításai soron a ráfordításokat is hasonló mértékben növelte, amik nettósított együttes értéke mutatja be a társaság valós pénzügyi műveletek ráfordítását. Mi az alacsony kamatozású hitelek hatását a modellünkben nettósítva, a pénzügyi műveletek ráfordításai soron vettük figyelembe, ami egész évre pozitív pénzügyi eredményhatást jelentene a modellünkben. Jól mutatja a pénzügyi oldalon a társaság kedvező helyzetét, hogy csupán az első félévben közel ugyanannyi (132 millió forintot megközelítő) kamatbevételt realizált, mint az egész tavalyi évben.

Költségoldalon az egyik legfontosabb, IFRS-re történő változásból eredő hatás, hogy a goodwill értékcsökkenés eltérő kezelése miatt az IFRS szerinti eredménykimutatásban jóval alacsonyabb értékvesztés kerül kimutatásra. Emiatt a modellünk által várt üzemi eredménnyel való összehasonlítás csalóka lenne. Az ezt a hatást kiszűrő EBITDA mutatót figyelve azonban a társaság az éves várakozásunknak közel 50 százalékát már teljesítette, azaz időarányosan lényegében az általunk vártnak megfelelő a teljesítés.

Az anyagjellegű ráfordítások időarányos összege elég magasnak tűnik, ugyanakkor az egyéb ráfordításoknál alig merült fel költség a NAP Nyrt.-nél az első félévben, ráadásul mi a BÉT Standard kategóriába kerülés miatt is vártunk többlet költséget idénre, azonban a Standard kategóriába kerülés idejét a társaság most már 2024-re várja. A 2023 első félévében megfigyelt költségnövekedést egyszerű tételek (IFRS átállás, valamint leányvállalati összeolvadással kapcsolatos költségek) vezérelhették. A társaság szerint a származási garancia értékesítéséből 51 millió forint árbevétel, valamint 31 millió forint ELÁBÉ származik (leányvállalatoktól, valamint 3. felektől).

A személyi jellegű ráfordításoknál idén 15 millió forint bónusz már kifizetésre került a társaságnál, ami nagyrészt magyarázza, hogy időarányosan miért tűnik magasnak a teljesítés.

Adózott eredmény tekintetében az időarányos teljesítés meghaladja az 50%-ot, ugyanakkor ismét fel kell hívni a figyelmet arra, hogy a modellünk még magyar számviteli szabályok alapján rendelkezésre álló adatok alapján készült.

(millió Ft)*	2023 H1 tény	2023 Equilor modellfeltételezés	Arány / különbség
Összes működési bevétel	1 340	2 640	51%
EBITDA	1 013	2 047	50%
EBITDA marzs	75,6%	77,6%	-2,0pp
Tárgyidőszak nettó nyeresége	667	1 208	55%

*Forrás: NAP Nyrt., Equilor  
2023 H1: IFRS szerint  
Equilor modellfeltételezések a korábban  
alkalmazott magyar számviteli szabályok szerint  
készültek*

A bevételi kilátásokkal kapcsolatban vegyes a kép. Idén év végéig a termelési érték növekedhet, ugyanakkor az árampiacon a jövő évre vonatkozó határidős árak augusztus óta folyamatosan csökkennek. A társaság árbevétele azonban jelentős részben euróban merül fel, így a forint nyár eleje óta tartó gyengélkedése kedvező az árbevétel szempontjából. További kihívást jelent, hogy a MEKH döntése értelmében a társaság nem tud jelenleg GO-kat értékesíteni, és egyelőre nem látszik, hogy ez a helyzet mikorra oldódhat meg, és a társaság számára kedvező, vagy kedvezőtlen kimenetel születik-e majd.

A csökkenő áramárak mellett érdemes megvizsgálni, hogy mikor lenne érdemes a NAP Nyrt-nek visszatérnie a METÁR-KÁT rendszerbe. A HUDEX-en az elmúlt időszakban jellemző, 120-130 EUR/MWh körüli, jövő év első két negyedévére vonatkozó határidős áramárak alapján, illetve 395-400 forintos határidős euróárfolyammal számolva 47,4-52 forintos kilowattóránkénti áramárakat lehet elérni, miközben amennyiben az általunk vártak megfelelően idén 18% lesz az átlagos infláció, úgy a METÁR-KÁT rendszerben 47,2 Ft/kWh lesz az ár. Bár a menetrendezés, a kiegyenlítő energia költségét a szerződött kereskedő belefoglalja az árba, azaz a szerződött ár a piacihoz képest alacsonyabb, a kiegyenlítő energia költségét a METÁR-KÁT rendszerben is ki kell fizetni. Emiatt arra számítunk, hogy a NAP Nyrt. egyelőre nem fogja visszavinni a szabadpiaci portfóliót a METÁR-KÁT rendszerbe.



## Equilor Befektetési Zrt.

A Budapesti, a Varsói és a Prágai Értéktőzsdék tagja

1026 Budapest, Pasaréti út 122-124.

Telefon: 430 3980 | Fax: 430 3981

[equilor@equilor.hu](mailto:equilor@equilor.hu)

[www.equilor.hu](http://www.equilor.hu)

### Elemzés

Árokszálási Zoltán  
Vezető Elemző  
(+36 1) 430 3980  
[zoltan.arokszallasi@equilor.hu](mailto:zoltan.arokszallasi@equilor.hu)

Varga Zoltán  
Senior Elemző  
(+36 1) 436 7015  
[zoltan.varga@equilor.hu](mailto:zoltan.varga@equilor.hu)

### Intézményi Üzletág

Szabó Attila József  
Sales Trader  
(+36 1) 808 9200  
[attila.szabo@equilor.hu](mailto:attila.szabo@equilor.hu)

### Értékpapír Üzletág

Vavrek Zsolt  
Prémium Befektetési  
Szolgáltatások Igazgató  
(+36 1) 430 3991  
[zsolt.vavrek@equilor.hu](mailto:zsolt.vavrek@equilor.hu)

### Private Banking

Szüle Máté  
Private Banking  
(+36 1) 808 9221  
[mate.szule@equilor.hu](mailto:mate.szule@equilor.hu)

## Jogi nyilatkozat

Jelen befektetési elemzést az EQUILOR Befektetési Zrt. (1026 Budapest, Pasaréti út 122-124.; Cg. 01-10-041431; a továbbiakban: EQUILOR) készítette. Az EQUILOR a Magyar Nemzeti Bank (1013 Budapest, Krisztina krt. 39; a továbbiakban: MNB) által felügyelt befektetési vállalkozás. A befektetési elemzés a NAP Nyrt. (a továbbiakban: NAP) megbízásából készült, a NAP által fizetett díj ellenében. A befektetési elemzést az EQUILOR függetlenül, objektív szempontok alapján készítette a vonatkozó jogszabályoknak megfelelően. Amennyiben az EQUILOR a befektetési elemzés tervezetét a közzététel előtt az EQUILOR tényszerű ellenőrzés céljából megküldte a NAP-nak, a tényszerű ellenőrzés céljából a NAP-nak megküldött tervezet nem tartalmazott értékelést, befektetési összefoglalót, ajánlást, célárát.

A jogszabályi előírásoknak megfelelően az érintett vállalat tényszerű ellenőrzése kizárólag az elemzésben szereplő adatok helyességének ellenőrzésére korlátozódik. Jelen befektetési elemzés 2023. október 4. napján 17 óra 00 perckor készült el, és publikálásának határideje 2023. október 5. napja 9 óra 00 perc.

Az EQUILOR befektetési elemzéseiben megfogalmazott ajánlások jelentése a következő:

**VÉTEL:** a részvény várhatóan 20 százalék feletti összesített hozamot ér el a következő 12 hónapban.

**TARTÁS:** a részvény várhatóan 0-20 százalék közötti összesített hozamot ér el a következő 12 hónapban.

**ELADÁS:** a részvény várhatóan negatív összesített hozamot ér el a következő 12 hónapban.

**KORLÁTOZOTT:** A pénzügyi előrejelzéseket és/vagy minősítéseket és/vagy a célárfolyam közzétételét korlátozzák compliance vagy egyéb szabályozási/jogi megfontolások, például tilalmi időszak vagy összeférhetlenség.

**FELÜLVIZSGÁLAT ALATT:** A minősítés felülvizsgálat alá kerül, amennyiben azt a cég stratégiájában bekövetkező változás indokolja.

**ÁTMENETILEG Felfüggesztve:** Az elemzést végző személyi körben bekövetkezett változások miatt a részvények minősítésének és/vagy árfolyamcéljának és/vagy pénzügyi előrejelzéseinek közzététele átmenetileg felfüggesztésre kerül.

Jelen befektetési elemzésben szereplő pénzügyi eszköz ára – eltérő rendelkezés hiányában – az előző napi, BÉT záróárfolyam alapján került meghatározásra. A célárfolyam meghatározásához használt módszerek és az árfolyamcél elérésével kapcsolatos kockázattértékelés az elemzéssel érintett vállalatról, kibocsátóról rendelkezésre álló legfrissebb jelentések, gyorsjelentések alapján kerülnek összeállításra.

Az EQUILOR egyes befektetési, pénzügyi elemzéséhez kapcsolódó jogi nyilatkozatok

Társaság	Jogi nyilatkozat
NAP	1
1	A társaság jelenleg vagy az elmúlt 12 hónapban vállalati tanácsadói vagy pénzügyi szolgáltatást kapott az EQUILOR-tól.
2	Az EQUILOR az elmúlt 12 hónapban vállalati pénzügyi vagy befektetési szolgáltatásokat kapott a vállalatától, díj ellenében.
3	Az EQUILOR az elmúlt 12 hónapban forgalmazója vagy társ-forgalmazója volt a vállalat pénzügyi eszközeinek nyilvánosan közzétett ajánlatának.
4	Az EQUILOR az elmúlt 12 hónapban közvetítőként járt el a vállalat számára.
5	Az EQUILOR a vállalat pénzügyi eszközeinek árjegyzője vagy likviditás-biztosítója.
6	Az EQUILOR az elmúlt 12 hónapban a fenti 1., 3., 4. vagy 5. pontokban felsorolt szolgáltatásokon kívül egyéb, az Európai Parlament és a Tanács 2014/65/EU irányelvének A. vagy B. szakaszában vagy I. mellékletében felsorolt szolgáltatásokat nyújtotta a vállalat számára, illetve a vállalatot díjat kapott ilyen szolgáltatásokért.
7	Jelen befektetési elemzés elkészítéséért felelős személyek, elemzők vállalati részvényeket vásároltak/kaptak a részvények nyilvános ajánlattétele előtt; a beszerzési áruk és a beszerzés dátuma fent megadásra kerültek.
8	Jelen befektetési elemzés elkészítéséért felelős személyek, elemzők közvetlenül birtokolnak a vállalat által kibocsátott értékpapírokat.
9	Az EQUILOR vagy annak kapcsolatos vállalkozásának partnere, igazgatója, tisztviselője, alkalmazottja vagy meghatalmazottja, illetve azokkal egy közös háztartásban élő személyek, a vállalat tisztviselője vagy igazgatója, illetve a vállalat tanácsadója vagy vezetőségének tagja.
10	Az EQUILOR vagy kapcsolatos vállalkozása olyan nettó hosszú vagy rövid pozícióval rendelkezik, amely meghaladja a vállalat által kibocsátott, az Európai Parlament és a Tanács 236/2012/EU rendeletének 3. cikke, illetve a Bizottság 918/2012/EU felhatalmazáson alapuló rendeletének III. és IV. fejezete szerint meghatározott részvénytőkéjének 0,5%-át.
11	A vállalat az EQUILOR vagy kapcsolatos vállalkozása teljes kibocsátott részvénytőkéjének több mint 5%-át birtokolja.

Az EQUILOR ajánlásainak teljes listája a <https://www.EQUILOR.hu/wp-content/uploads/2019/11/ajanlasok.pdf> weboldalon található. Az EQUILOR a befektetési elemzés aktualizálását az adott vállalat, ágazatra vagy piacra irányuló olyan események bekövetkezése esetén végzi el, melyek a befektetési elemzésben kifejtett várakozásokra lényeges hatást gyakorolhatnak. Az EQUILOR és a NAP közötti megállapodással összhangban az EQUILOR évente felülvizsgálja a befektetési elemzést, valamint a NAP féléves pénzügyi eredményeinek és/vagy lényeges vállalati események közzétételét követően elemzési frissítést/jegyzetet készít.

Jelen befektetési elemzés elkészítéséért felelős személyek, elemzők díjazása az EQUILOR összevételéből, így befektetési és kiegészítő befektetési szolgáltatások bevételeiből eredő üzleti eredményen alapul. Az elemzők sem a múltban sem a jövőben nem részesülhetnek olyan külön díjazásban, mely közvetlenül a befektetési elemzésben szereplő ajánlásból alapul, vagy ahhoz kapcsolódik. Az EQUILOR és kapcsolatos vállalkozásai egyéb üzleti kapcsolatban állhatnak a befektetési elemzés tárgyát képező vállalattal, és jóhiszeműen, a jogszabályi keretek figyelembevételével kereskedhetnek az elemzés tárgyát képező pénzügyi eszközökkel, akár mint megbízók, saját számlás kereskedés tekintetében vagy megbízók, ügyfeleik megbízásai alapján. Ennek megfelelően az EQUILOR vagy kapcsolatos vállalkozásai, megbízók és alkalmazottai (kivéve a jelen befektetési elemzést készítőket, illetőleg az esetleges kereskedési korlátozásban érintett személyeket) bármikor rendelkezhetnek vételi vagy eladási pozícióval az elemzés tárgyát képező pénzügyi eszközökben, vagy ezeken alapuló opciós, határidős termékekben, vagy más származtatott eszközökben. Az EQUILOR az elemzés készítése és közzététele során felmerülő összeférhetlenségi helyzeteket elkülönített adatbázisok, hozzáférések használatával, az információáramlás szabályozásával és a Belső Ellenőrzési, Compliance területek által felügyelt kínai falakkal és megfelelő szervezeti megoldásokkal kezeli. További információk honlapunkon a <https://www.EQUILOR.hu/mifid/> címen érhetők el. A jelen befektetési elemzésben szereplő információkat az EQUILOR megbízhatónak vélt forrásból állította össze, azonban az EQUILOR-ra vonatkozó információk kivételével az EQUILOR, annak kapcsolatos vállalkozásai vagy bármely más személy nem vállal és vállalhat felelősséget az információk pontosságára, teljességére vagy helyességére vonatkozóan. Az elemzésben szereplő tények, feltételezések, becslések EQUILOR általi független ellenőrzésére nem került sor. A jelen befektetési elemzésben szereplő valamennyi becslés, vélemény és egyéb információ az EQUILOR a jelen befektetési elemzés időpontjában érvényes értékelésén alapul, amelyeket az EQUILOR előzetes értesítés nélkül megváltoztathat. A befektetési elemzésben foglalt vélemény módosulásáról az EQUILOR az érintettek értesítésére jogosult, azonban nem köteles és ezért való felelősséget kizárja. Az EQUILOR értesítőt, kereskedőt és egyéb szakembereit olyan szóbeli vagy írásbeli piaci kommentárokat vagy kereskedési stratégiákat fogalmazhatnak meg, adhatnak át ügyfeleknek, amelyek a jelen befektetési kutatásban kifejtett véleményekkel ellentétes véleményt tükröznek. Az EQUILOR, annak kapcsolatos vállalkozásai hozhatnak olyan befektetési döntéseket, amelyek nem állnak összhangban a jelen befektetési kutatásban kifejtett ajánlásokkal vagy véleményekkel. Jelen dokumentum sem önmagában, sem részben nem képez ajánlatot, vagy felhívást semmilyen pénzügyi eszköz jegyzésére, vagy megvásárlására, tartására, értékesítésére és sem maga a dokumentum, sem annak bármely tartalma nem tekinthető semmilyen szerződéskötésre, vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, így a dokumentumban szereplő információk csak saját felelősségre használhatók fel. Az EQUILOR Zrt. nem vállal felelősséget arra, hogy a dokumentumban megfogalmazott előrejelzések és kockázatok a piaci várakozásokat tükrözik és a valóságban is beigaolódnak. A dokumentumban foglalt számszerű adatok kizárólag tájékoztató jelleggel bírnak, csak a szerző(k) adott időpontban készített véleményét tükrözik és későbbi módosítás tárgyát képezhetik. Jelen befektetési elemzés nem minősíthető, és semmilyen körülmények között nem értelmezhető bármely joghatóság alatt működő, az adott joghatóság szabályai szerinti szolgáltatásnyújtáshoz szükséges engedéllyel nem rendelkező személy vagy szervezet felhívásaként brókeri, értékpapírkereskedelmi tevékenység végzésére. A dokumentumban deklarált tájékoztatások kapcsán nem kerültek figyelembevételre az egyes, dokumentumhoz hozzáférő befektetők pénzügyi ismeretei, egyedi befektetési céljai, kockázatvállaló képessége.

Az EQUILOR nem vállal felelősséget a jogszabályi változásokból eredő jogkövetkezményekért, továbbá az adózással kapcsolatos vonatkozó jogszabályi rendelkezések a kiadványban szereplőtől eltérő értelmezéséből adódó esetleges következményekért sem. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy az adójogszabályok értelmezése és azok alkalmazása kizárólag az adózó felelőssége, ugyanis a tényleges, pontos adókötelezettség mértékére számos egyedi tényező lehet hatással, ezért ezt minden esetben egyedi vizsgálatnak, felmérésnek kell megelőznie.

A dokumentumhoz kapcsolódó teljes jogi nyilatkozat honlapunkon a <http://www.EQUILOR.hu/mifid/> címen Jogi nyilatkozat az EQUILOR által küldött hírlevelekhez, tájékoztatásokhoz, kiadványokhoz pontban érhető el. Kérjük, hogy a dokumentumban foglalt helyes értelmezése érdekében a teljes jogi nyilatkozatot olvassa el!