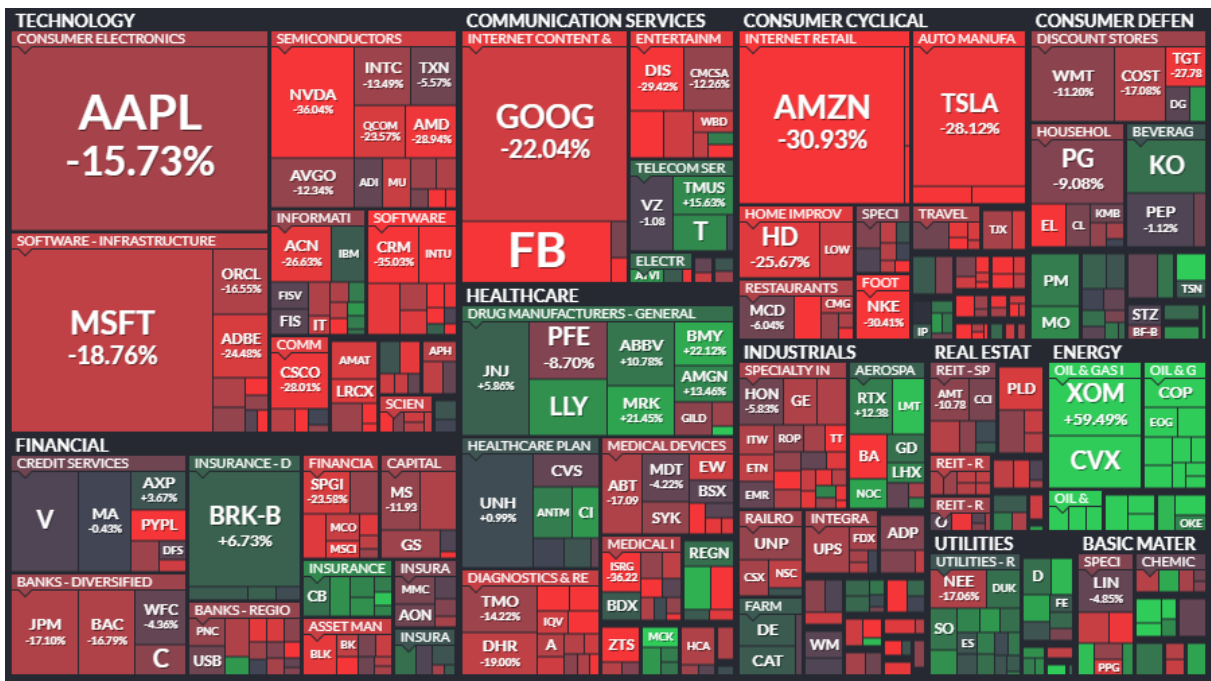


Az amerikai részvénypiac

A kamatemelési ciklussal járó gazdasági lassulás feltételezésével azt érdemes áttekinteni, hogy mely szektorok, cégek termékeire vagy szolgáltatásaira van kereslet recessziós környezetben is, ugyanis a piac is ezt fogja árazni. A másik fontos kiindulópont a likviditás és az eredményesség, és így az osztalék kérdése. Amikor a hitelhez jutás nehezebbé válik a cégek számára (a növekvő alapkamat, kamatpálya és az emelkedő vállalati hitelkockázatok miatt), a készpénz és a likviditás szerepe megnő, és a hitelezési környezettől erősen függő növekedési részvények háttérbe szorulnak. Így az említett okok és a makrogazdasági környezet miatt szárnyaló energiaszektor cégei mellett az úgynevezett „fejőstehenek” (cashcow) töltik be a középponti szerepet a piacokon a következő időszakban, hiszen ezeknek a cégeknek már nincs akkor szüksége nagy méretű hitelezésre, üzleti ciklusuk olyan szakaszában járnak, hogy jelentős készpénztermelő képességgel jár a működésük. **Így elsősorban az energia és a nem ciklikus fogyasztói cikk szektor (Consumer staples) részvényei jelenthetik a legjobb befektetéseket.**



Az S&P 500 egyes szektorainak „hőtérkép”-e az év kezdete óta¹

¹ FINVIZ.com - Stock Screener

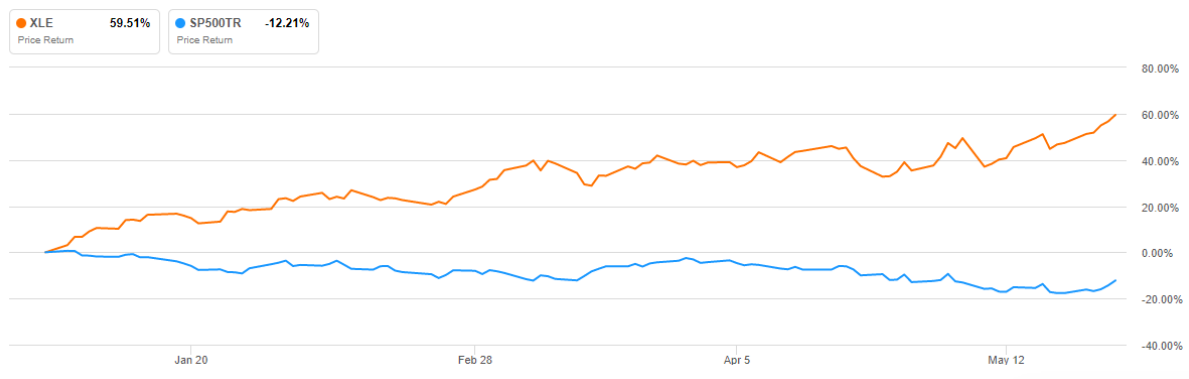
A szektorok áttekintése



A Vanguard Value és Growth ETF-ek hozamai az utóbbi 1 évben ²

Az utóbbi időszakban mutatkozó jelenség a szektorrotáció, mely annyit takar, hogy a tőke az értékalapú részvényekbe kezdett áramlani a profit nélküli cégek, vagy a szinte végtelen évre beárazott növekedési pályájú papírokból. Ez a folyamat jól látható a fenti ábrán is. Az utóbbi hónapokban a növekedési részvények felülteljesítése megfordult, míg az értékalapú (value) részvények továbbra is nőni tudtak 1 éves viszonylatban. Amennyiben a Fed kitart célja mellett – vagyis az infláció minden áron való letörése – ez az állapot hosszú távon velünk maradhat, így az ilyen jellegű értékalapú, vagy value részvényektől számíthatunk a magasabb hozamokra, jó pénzügyi teljesítményre.

Energia



Az S&P 500 és az energia szektor indexét követő ETF (XLE) hozamai az év kezdete óta ³

Jelenleg a piacok főszereplői az energiaszektorban található cégek, mely a bevezetőben említett indokok következménye. Az olajipari cégek a megemelkedett, illetve várhatóan jövőben is magas olajáraknak köszönhetően, kedvező értékeltségeken forognak. Ezeknél a vállalatoknál azt érdemes fontolóra venni, hogy ez a magasabb profitabilitást magával hordozó, átmenetinek tűnő időszak pontosan meddig tarthat. Amennyiben az olajárak

² [Seeking Alpha | Stock Market Analysis & Tools for Investors](#)

³ [Seeking Alpha | Stock Market Analysis & Tools for Investors](#)

stabilizálódnak, azzal az eredmény és az értékeltési mutatók is romlani fognak. **Az agresszív trend azonban folytatódik és véleményünk szerint ezek a cégek jó befektetésnek bizonyulhatnak rövid, illetve középtávon, azonban a kockázatosság miatt stopok használata erősen ajánlott.**

Ciklikus fogyasztási javak (Consumer Discretionary)

Ebben a szektorban olyan cégek találhatóak, melyek teljesítménye erősen függ a gazdaság állapotától és a fogyasztástól. Ide tartozik például az autóipar (Tesla, Ford), a ruházati cikkek (NIKE), szállás (Airbnb, Marriott), vagy az éttermek (DPZ, MCD). **Természetükből adódóan várhatóan nem ennek a szektornak lesznek a legmagasabb hozamai, azonban előfordulhat pár kivétel**, mint a profitábilis, és így osztalékot fizető részvények, például a McDonalds.

Nem ciklikus fogyasztási javak (Consumer Staples)

A nem ciklikus fogyasztási cikkek szektora lesz véleményünk szerint az egyik legjobban teljesítő a következő egy évben, köszönhetően jövedelmezőségüknek, illetve **várhatóan a gazdaság lassulásával sem jelentősen csökkenő pénzügyi teljesítménynek**. Az ebben a szektorban található minőségi és osztalékot fizető részvények, mint a Procter&Gamble (PG), a British American Tobacco (BTI), vagy a PepsiCo (PEP) várhatóan az S&P 500 index feletti hozamokat érhetnek el a recessziós kockázatok növekedésének ellenére is.

Bankok, pénzügy

A tengerentúli bankok az utóbbi időben nem mutattak erős teljesítményt, valószínűsíthetően azért is, mert a tech cégekhez hasonlóan jelentős hozamokat értek el a 2020. márciusában elindult rallyban, ezzel magasabb értékeltési szintekre kerülve.

Alapvetően az alapkamat növekedése pozitívum lehet a kereskedelmi, illetve a befektetési és kereskedelmi bankok számára, hiszen növekednek a marzsai – ezzel lehetőséget biztosítva nagyobb nyereség elérésére – , ám a várható gazdasági lassulás - mely a kamatemelési ciklus következménye is - rosszul érintheti ezeket az intézményeket, így kevésbé ajánlanánk ezeket a részvényeket.

A befektetési bankok jelentősebben is sérülhetnek egy medve piac esetén, ez azonban az egyes cégeknél eltérő, hiszen különbözőek a kitétségeik.

Egészségügy

Ahogy korábban kiemeltük, az elkövetkező időszak egyik főszereplője a „cashcow” részvények lesznek, melyekből az egészségügyi szektorban jócskán akad. A szektor alapvető kilátásai recessziós időszakban sem romlanak jelentősen, a kereslet az inflációs nyomás és a kamatkörnyezet mellett sem igazán változik.

A biotechnológiai cégek jövője kérdéses. Ezekbe a papírokba már jóval a Fed héjává válása előtt elkezdtek beleadni a befektetők, ráadásul a magasabb kamatkörnyezet ezen tőkeigényes iparág számára egyáltalán nem kedvező. A kedvezőtlen körülmények ellenére

azonban érdemes lehet figyelni a biotech cégeket, hiszen egyre kedvezőbb értékeltségen forognak részvényeik.

Technológia

A technológiai részvények lehetnek az elkövetkező időszak legnagyobb vesztesei. A hitelhez jutás nehezedésével a **szektorra jellemző növekedési részvények rosszabb helyzetbe kerülnek**, és a **növekedési pálya laposodásával ezt a részvényáruk is tükrözhetik** (tükrözik). A technológiai szektor magasabb bétával rendelkezik társainál. A béta azt mutatja meg, hogy a benchmark – jelen esetben az S&P 500 – egységnyi mozgására hány egységgel mozog az adott értékpapír. Így a magasabb bétából adódóan általánosságban a tech részvények emelkedő piaci környezetben az index feletti hozamot produkálnak, azonban medve piaci időszakban jelentősebben is zuhannak.

Telekommunikáció és média

A defenzív részvénynek számító telekommunikációs szolgáltatók - mint az AT&T és a Verizon - várhatóan továbbra is állni fogják a sarat, köszönhetően jövedelmezőségüknek és a magas osztalékhozamnak. A csaknem technológiai cégnek tekinthető streaming vállalatok - mint a Netflix, (Disney) - illetve a hirdetési bevételekre építő (ad revenue) cégek - mint a Facebook - azonban a magasabb kamatkörnyezet mellett átárazott növekedési pálya miatt nincsenek kedvező helyzetben. Ez alapvetően nem jelenti azt, hogy ezek a vállalatok nem fognak jól teljesíteni, de a befektetők elsősorban nem az ilyen részvényeket kereshetik. A növekedési pálya átárazására – ugyan ez nem is feltétlenül a makrokörnyezet miatt alakult ki – jó példa a Facebook és Netflix esése, rendre 41,99 és 67,6 százalékkal kerültek lejjebb az év kezdete óta.

Ingtalan

Míg az ingatlanpiac gyakran van emlegetve infláció elleni védekezőeszközként, a kamatemelés és a gazdaság lassulása itt is jelentős fenyegetést jelent. A szektorból válogatva elsősorban olyan REIT-ek teljesíthetnek jól, melyek kevésbé függenek a hitelezéstől/nem rendelkeznek jelentős tőkeáttétellel.

Véget ért az első negyedéves gyorsjelentési szezon

Túl vagyunk a 2022-es év első negyedéves vállalati gyorsjelentési szezonon az USA-ban, Európában és idehaza is. Sokan nagy elánnal vetették bele magukat a jelentésekbe, majd azt követő sajtótájékoztatókba, megpróbálva kiolvasni a sorok között, hogy mire is számíthatunk, mit tartogathat a jövő. Ez különösen aktuális most, hiszen az utóbbi egy évben felpörögtek az események: elszálló infláció, járványból való kilábalás, az ellátási láncok nehézségei, kínai lezárások az alacsony megbetegedések mellett is, orosz-ukrán konfliktus, emelkedő hozamkörnyezet. Kihagytunk valamit? Lehetséges. Csak néhány főcím, ami eszünkbe jutott hirtelen.

A napi globális történések mellett az egyedi sztorikra is figyeltünk. Az MKB Elemzési Központban minden negyedévben körülbelül 100 tőzsdei nagyvállalat gyorsjelentését vizsgáljuk meg. Igaz,

a piacon sokan erre kevesebb figyelmet szentelnek és megelégednek azzal, ha az előző bekezdésben lévő felsorolásból néhány hatását beépítik a kereskedési stratégiájukba.

Ugyanakkor a vállalati jelentések napi főcíme sem biztos, hogy közelebb visz minket az igazsághoz. Azok általában az elemzői várakozásokhoz viszonyított bevételek nettó eredmény kommentálásáig jutnak el, ez pedig a mai világban már lekereskedhetetlen, nem rendelkezik előrejelző funkcióval. Kis történelem: míg a 80-as években az eredmény felülteljesítése, azaz, hogy a vállalat mennyivel ért el jobb eredményt, mint amit vártak az elemzők, 10 nap alatt épült be az árfolyamba; ez most azonnal megtörténik. Az alábbi ábra ezt mutatja be:

Az elemzői várakozások felülteljesítésének beépülése az árfolyamba 1983-1989 között

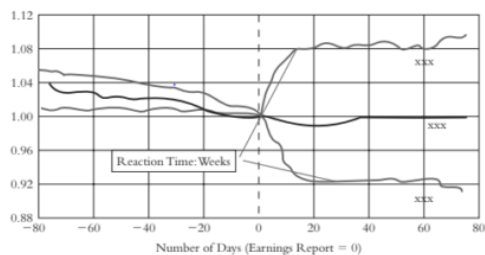


Figure 4.5 Earnings surprises before the Web, 1983–1989. Take your time. Skip a week, have a beer.
Source: Bob Butman, DAIS Group (1999).

Az elemzői várakozások felteljesítésének beépülése az árfolyamba 1995-1998 között

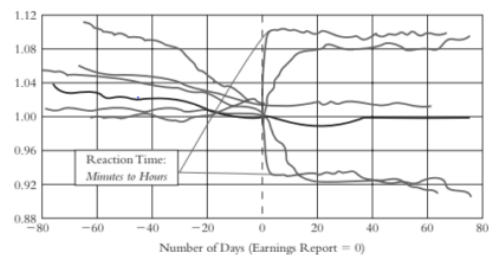


Figure 4.6 Earnings surprises after the Web, 1995–1998. Move it or lose it.
Source: Bob Butman, DAIS Group (1999).

Forrás: David Leinweber – *Nerds on Wall Street*

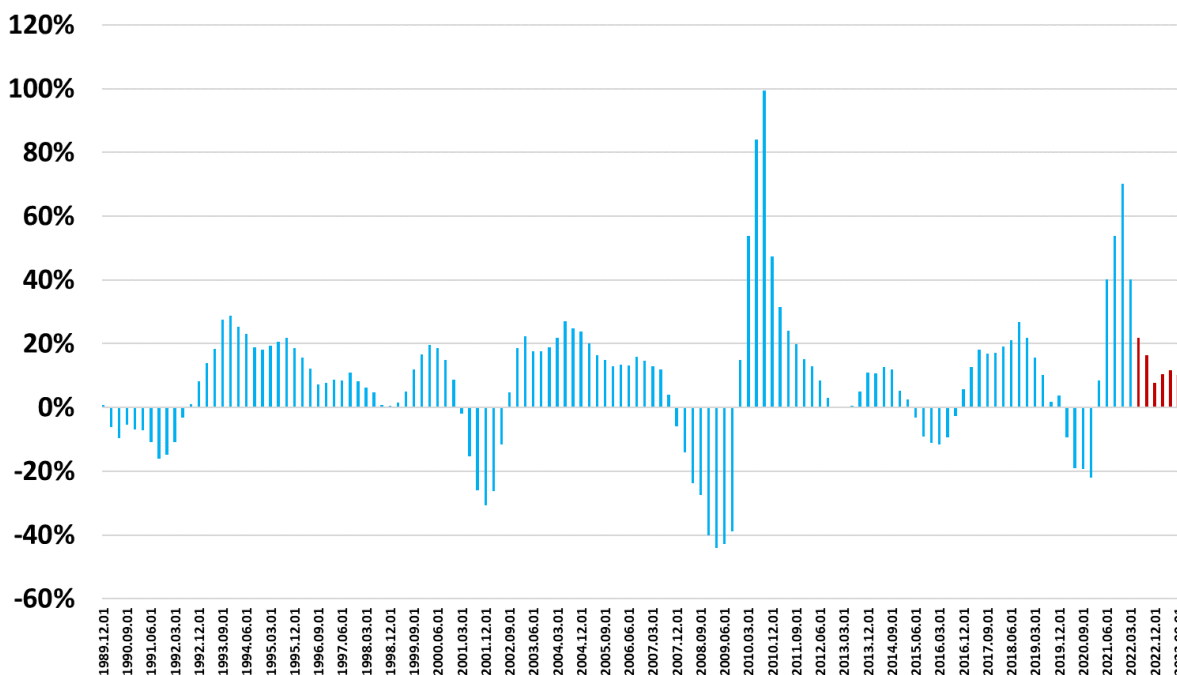
Vagyis egy vállalati jelentés esetében ma már sokkal fontosabb az, hogy a menedzsment mit vár a jövőre vonatkozóan, bár ez is könnyen és gyorsan változhat. Vagy egész egyszerűen nincs ilyen, ahogy 2020. tavaszán a koronavírus európai és USA-beli megjelenésekor a legtöbb cég visszavonta azt.

De nézzük mit látunk és mit várhatunk a közeljövőben!

Az S&P500 vállalatai éves alapon növelni tudták működési eredményüket, méghozzá nem csekély mértékben: 40%-kal. Azonban ez visszatekintő adat, így nem sokat mond el a jövőről. Főleg annak fényében nem, hogy az elmúlt két év a koronavírus-járvány utáni gazdasági nyitásokról és így a termelés, fogyasztás felpörgéséről szólt. Ez az alábbi ábrán is látszik: a vállalatok nagy részénél 2021/2022-ben nem volt ritka az olyan negyedév, ahol 40% feletti bővülést lehetett látni.

Az alábbi ábrán vörössel az elemzők előrejelzései láthatók. Itt jelenleg nem látunk olyat, ami említésre méltó lenne. Az S&P Global elemzői szerint az átlagos működési eredménynövekedés 10% körül alakulhat, ami beleillik a hosszútávú trendbe, vagyis ha mindez bekövetkezik, akkor azon cégek értékeltsége, amelyek valós eredményt tudnak felmutatni reálisnak tűnik.

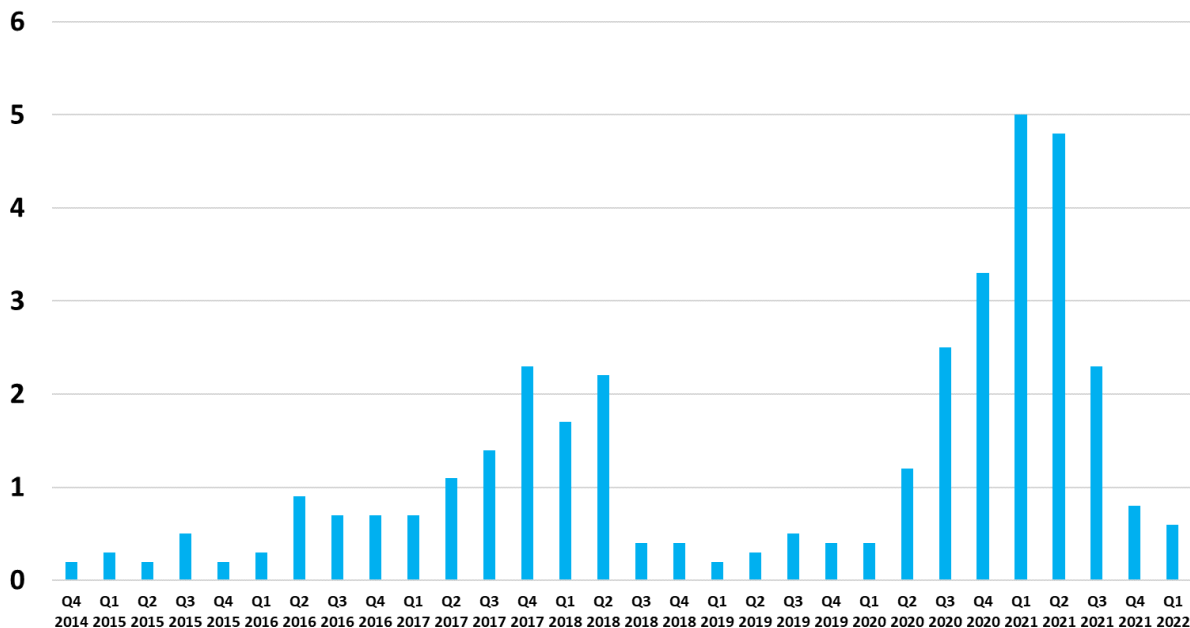
Az S&P500 vállalatainak működési eredmény változása év/év alapon (vörössel az elemzői várakozások 2023 év végéig)



Forrás: Bloomberg, MKB

A menedzsment előrejelzések azonban már más képet mutatnak, és ahogy említettük talán ez a fontosabb adat. Ahogy az alábbi ábrán látható, a negyedéves eredményt közlétező vállalatok menedzsmentjeinek árbevétel várakozása jelentősen csökkent. Azaz míg például 2021. első negyedévében (5-ös érték) minden ötödik optimista menedzsmentre jutott egy pesszimista, addig ma ez az arány 0,6. Vagyis ma többen vannak a pesszimista oldalon.

Az S&P500 alkotó vállalatok menedzsmentjeinek adott előrejelzése (emelkedő bevétel várakozás/csökkenő bevétel várakozás)



Forrás: Bloomberg, MKB

Ugyanakkor mindez a gyorsjelentési szezon végére vált világossá. Az első jelentők még optimisták voltak, aztán a szezon végéhez közeledve egyre többen váltak negatívvá. Ehhez az is hozzátartozik, hogy nagyon gyorsan zajlanak az események, a gyorsjelentési szezon közepén Fed döntés is volt, ahol 50 bázisponttal emelkedett az alapkamat, ráadásul megismerhettük a legújabb inflációs adatot is, és ezeket az információkat nem csak mi befektetők, hanem a vállalatvezetők is figyelik, és egészen biztosak vagyunk abban, hogy várakozásaik alakításában komoly szerepet töltenek be.

Természetesen a fenti adatok is aggregált számok és aggregált elemzésből sok esetben nehéz jó következtetést levonni. Nem azt mondjuk, hogy nem lehet, de a lényeg sokszor a csillagos, apróbetűs, lábjegyzetes részben keresendő. Hogy tudd, mikor látsz zajos adatsort, vagy az eredmények nem megfelelő értelmezését. Egy költségcsökkentési döntést egészen addig nem kell megindokolni, amíg az nem mond ellent az általános közgazdasági elméleteknek.

A legutóbbi gyorsjelentési szezon alatt is történt egy magyar híroldal esetében, amely tényként közölte, hogy a Pepsi új itallal próbálja egyre gyengébb eredményét javítani. Aki követi a Pepsit, azonnal tudta itt valami nincs rendjén, hiszen a cég évek óta 5-10%-os organikus növekedést (értsd, nem felvásárlásokkal hajtott növekedést) tud felmutatni. Megkerestük a hír forrását: a Pepsi nem a gyengülő bevétel miatt hozott új terméket, hanem egy adott korcsoportban visszaeső eredmény miatt. A kettő nem ugyanaz, sőt...

De nézzük, mi várható a piacokon?

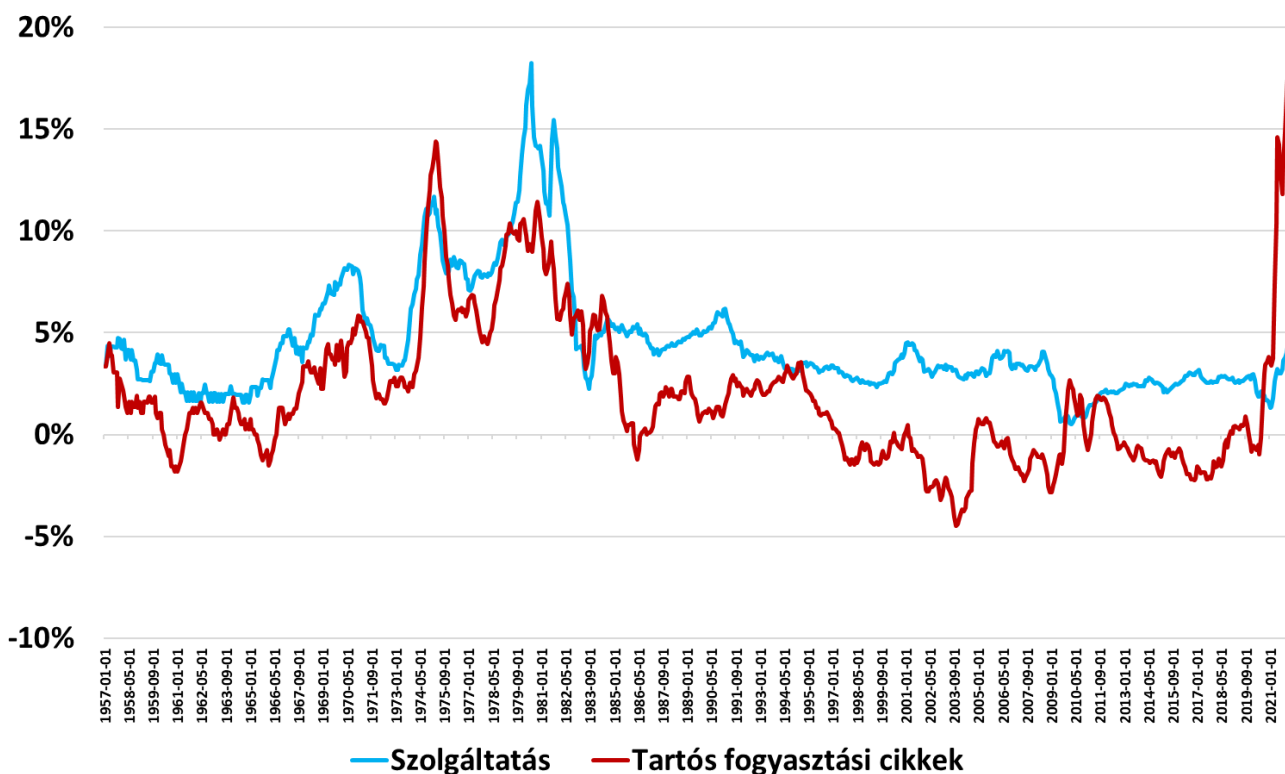
Ez mindig nehéz kérdés, manapság pedig különösen. Miért? Mert az elmúlt 10 évben megszokhattuk, ha piaci turbulencia alakul ki, akkor a FED (és a világ jegybankjai) a gázpedálra lépnek: kamatcsökkentés (már ahollehetett még), QE, azaz a piacok pénzzel való elárasztása. A koronavírus járvány alatt pedig színre lépett az állam is, a fiskális politikán keresztül. Emlékszünk még, a 2010-es évek közepén Mario Draghi akkori EKB elnök néhány sajtótájékoztatón azt ecsetelte, hogy a monetáris politika elment a falig, innentől a fiskális politikának is lépnie kell! Az az üzenet sokáig süket fülekre talált, aztán a járvány mindent megváltoztatott. Sőt! Olyan mennyiségű elkölthető pénzt kaptak a fogyasztók (élen az USA-val), hogy volt olyan pont, ahol egyszerűen nem akart visszamenni dolgozni a lakosság bizonyos része. Ennek most vége.(?)

Ma a legnagyobb kockázat, hogy nem számíthatunk a fiskális politikára, de a monetárisra sem, miközben nem csak a koronavírus-járványból nem kerültünk még ki, hiszen itt van Kína, aki egész metropoliszokat zár le, ha talál néhány fertőzöttet. Dúl az orosz-ukrán háború, amely kihatással van az autóiparra, acéliparra, chipgyártásra, mezőgazdaságra, hogy csak néhányat említsünk. Nyakunkon az inflációs nyomás (ami nem, nem a háború következménye, az csupán ráerősített), ami ellen a jegybankok kamatemeléssel, devizaerősítéssel küzdenek. Eközben pedig a mennyiségi lazítás (QE) is a végéhez közeledhet. A dollár erősödése pedig halálos fegyver a feltörekvő, fejlődő piacoknak, akik sokszor dollárban finanszírozzák magukat, mert a helyi devizában kibocsátott kötvények nem sok befektető fantáziáját mozgatják meg. Ilyen vérzivataros időszakban meg aztán végképp nem.

Évtizedekig hallhattuk a pénzügyi szlengben a FED put kifejezést, (Greenspan put, Bernanke put, Yellen put) azaz, hogy a monetáris politika nem hagyja esni a piacokat, hiszen a magas árfolyamok pozitívan hatnak a vagyoni helyzetre. Most egy másik szlenggel kell megismerkedni: Powell call. Azaz a FED-nek jelenleg nem célja a magas piaci értékeltség (részvények, ingatlan, kriptodeviza stb.). Lehetséges, hogy a FED célja a pénzügyi kondíciók enyhe romlása egy bizonyos szintig. Ez lehet a megoldás az infláció letörésére. Ha úgy tetszik, lehetséges, hogy a FED egy sokkterápiát választ most. Az inflációs nyomás ugyanis már jelentősen begyűrűzött. Nem csak arról van szó, hogy magasak az ingatlánárak, magasak a termékek árai, hanem a szolgáltatások árai is 30 éve nem látott mértékben drágulnak.

Ahogy az alábbi ábrán is látható, a szolgáltatások év/év alapon 5%-kal, a tartós fogyasztási cikkek pedig 15%-kal (!) drágultak.

Szolgáltatások és tartós fogyasztási cikkek inflációja az USA-ban



Az S&P500 indexet jelenleg a 4100-as értéknél kereskedik. Komolyabb támaszok 3900, 3700 és 3550 pontos értékeknél láthatóak. A jelenlegi esés éppen 2022. fordulója óta tart és a Covid-rally több mint felét már visszaadta az index.



Forrás: Investing

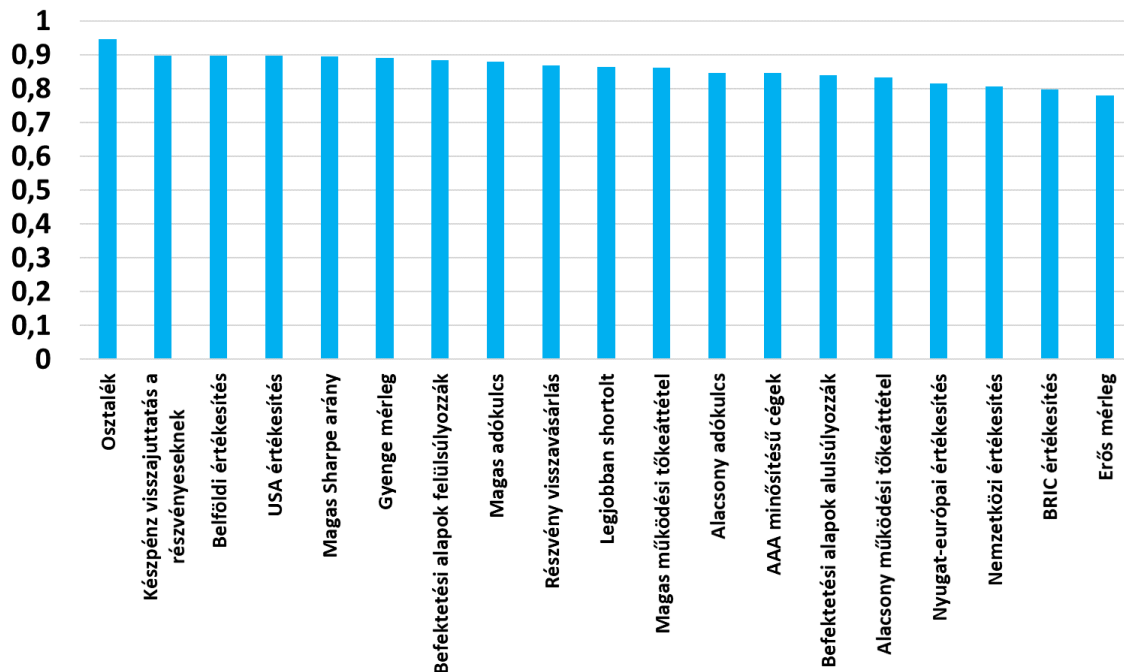
Valószínűleg mindenki a fedezéket keresi a jelenlegi helyzetben. Az elmúlt 10 évben az alacsony hozamoknak köszönhetően a kötvények nem jöhettek számításba és más olyan konstrukció sem nagyon, ahol a kötvények a portfólió jelentős részét adták, vagy annak a

finanszírozását biztosították. A következő években sem lesz egyszerűbb a helyzet, hiszen nagy általánosságban azt mondhatjuk, hogy a részvények és kötvények közötti korreláció inkább negatív, azaz amikor a részvények esnek, a kötvények árfolyama emelkedik, mert a befektetők a „safe-haven”-t, a biztonságot keresik. Csakhogy napjainkban a részvénypiaci eséssel együtt elkezdődött a kamatemelés, méghozzá évekig nyomott szintről. Ez pedig a kötvények árfolyamának emelkedése ellen hat.

Az alábbi ábrán néhány ismérv alapján összeállított portfólió 2022. év eleje óta tartó eredménye látható. A legjobban az osztalékfizető papírok teljesítettek, ők „csak” kb. 5%-ot veszítettek értékükből. A lista elején nem meglepő módon azok a papírok vannak, amelyek pénzt juttatnak vissza a részvényesekhez vagy osztalék vagy részvény-visszavásárlás (vagy mind a kettő) formájában. Látható, hogy azok a cégek, akik az USA-ban, vagy belföldön értékesítenek, azok kedveltek, de például a jó minőségű AAA papírok nem, ahogy a nyugat-európai, a BRIC piacokon és a nemzetközi piacokon értékesítők sem.

Más anomália is felfedezhető a lenti ábrán. A magas működési tőkeáttétellel rendelkező cégek jobban teljesítenek, mint az alacsonyabb tőkeáttétellel rendelkezők. Ennek egy recessziós helyzetben fordulnia kellene, hiszen a magas tőkeáttételű cégek fix költsége magas, azaz ezek akkor is felmerülnek, ha a bevétel csökken. Ezzel szemben az alacsony tőkeáttételű cégeknél a változó költség domináns, ami a bevételek csökkenésével együtt csökken (het).

Portfóliók teljesítménye



Forrás: Bloomberg

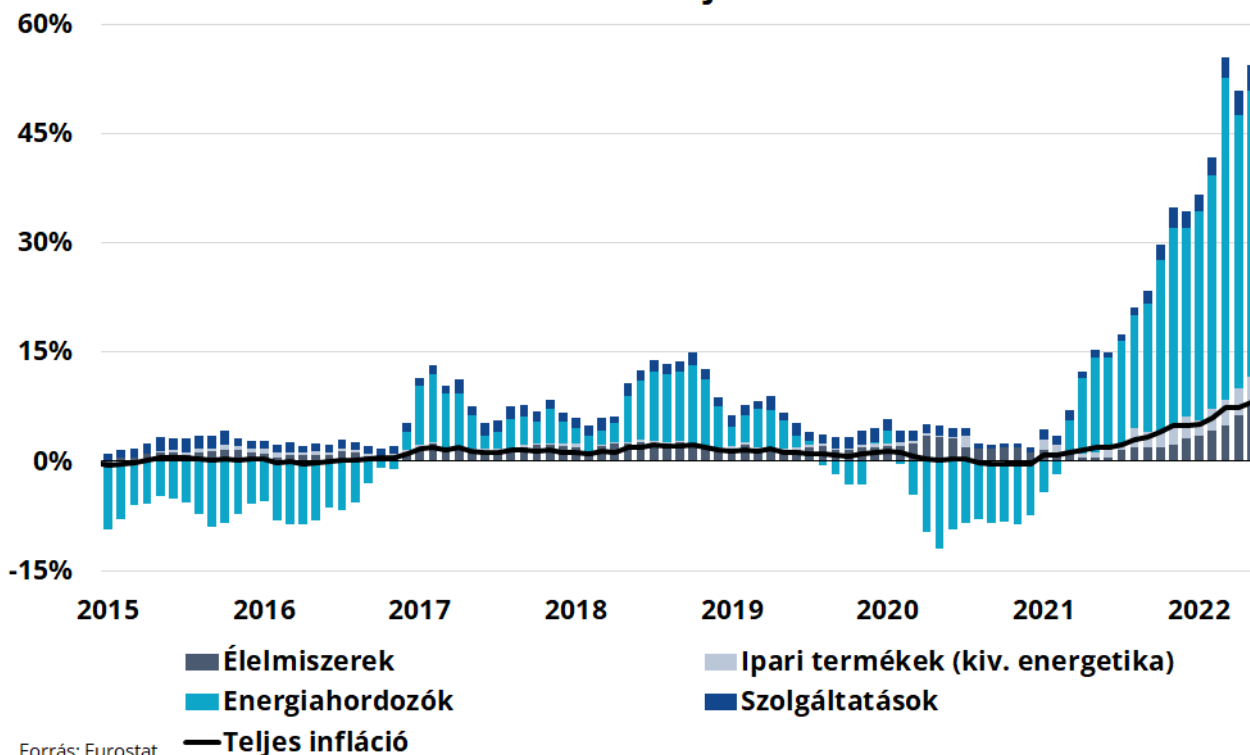
Konklúzió: a fentiek értelmében nehéz tisztán látni. Amíg a kötvények nem nyújtanak értelmezhető hozamot, addig a részvénynek nincs alternatívája, de jelenleg valahol a köztes úton lehetünk: kötvényt még nem éri meg venni, a részvénypiacok pedig csökkenő trendben vannak, igaz néhány value (érték) alapú sztorit már lehet találni.

Továbbra is az AAA minősítésű cégeket, az alacsony működési tőkeáttételű cégeket és az osztalékot fizető és saját részvényt visszavásárló cégeket tartjuk befektetésre érdemesnek.

Az európai részvényt piac

Kijutott az izgalomból Európában is az év első három hónapjában. Az infláció az USA-hoz hasonlóan évtizedek óta nem látott magasságokba emelkedett. A legnagyobb drágulást az energiaárak mutatták fel.

Az eurózána éves inflációjának felbontása



Forrás: MKB

Az európai energiakrízis még a tavalyi év második felében robbant ki, amikor is kiderült, az európai gáztározók feltöltöttsége túl alacsony és ez veszélyezteti az ellátást. Az orosz-ukrán háború tovább rontott a helyzeten. A holland határidős földgázárak március elején 345 euróig emelkedtek. Csak hogy érezzük az árrobbanás mértékét: 2021. márciusában még 20 euró környékén kereskedtek a földgázzal. Azóta kissé megnyugodtak a kedélyek és 85-90 euró környékén mozognak a határidős árak, de még ez is négyszerese az egy évvel ezelőtti áraknak.

Az olaj szintén komoly ralin van túl. A Brent-olaj ára 2021. első negyedében 70 dolláron tetőzött, idén márciusban viszont 140 dollárig drágult.

Az EU energiafüggősége magas, a felhasznált energia közel 60%-át importáljuk. Az import nagy része az oroszoktól jön. 2019-ben az EU-ba érkező szén 46,7%-a, a földgáz 41,1%-a, míg a kőolaj 26,9%-a Oroszországból érkezett, míg a második legnagyobb importpartner részesedése

ezen értékek felét sem tette ki. A függés azonban kölcsönös. Tavaly az orosz gázexport nagyjából háromnegyede az európai OECD országokban került értékesítésre.

Az energiaválság nem úgy néz ki, hogy a végéhez közeledne. Az oroszokról történő leválás hosszadalmas és költséges folyamat, ráadásul a kínálat sem emelkedik olyan ütemben, ahogy szükséges lenne. Az olajkitermelés nem gyorsítható tovább, a zöld átállás miatt az olajipari vállalatoknak nem vonzó a hosszútávú beruházások. Láthattuk ezt a pandémia alatt is, amikor az alacsony olajárak miatt az olajcégek visszavágták a CAPEX-üket és növelték a készpénzállományukat.

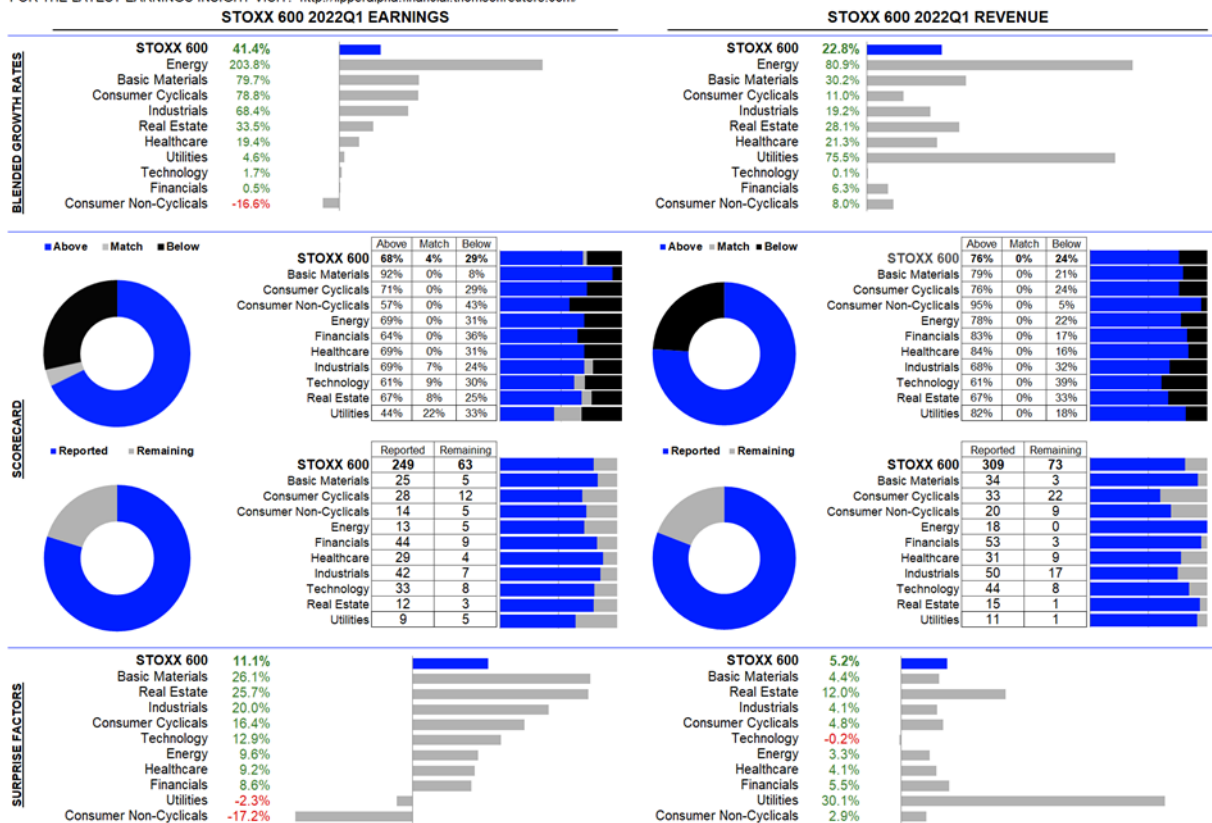
Nincs könnyű dolga tehát az EKB-nak, amikor az inflációra kell megoldást találnia. Az EKB vezetői folyamatosan hangsúlyozzák, hogy az infláció a kínálat oldali hatások miatt magas. Hiába emelne kamatot a jegybank, attól még a cégek nem fognak több mikrocsipet, olajat stb. termelni. Mindeközben az európai növekedési kilátások is romlanak, és a jegybank nem akarja szigorításával még jobban visszafogni a gazdaságot. Az euró gyengesége a dollárral szemben viszont már lépésre kényszerítheti a jegybankot. 2021. elején az EUR/USD árfolyam még az 1,23-as szinten volt, mostanra viszont közel került a paritás. Christine Lagarde már be is lengette, hogy a harmadik negyedév végére pozitív tartományba kerülhet a jelenleg -0,50%-os alapkamat. A piacok már egy ideje árazzák ezt a lépést...

REFINITIV STOXX 600 2022Q1 EARNINGS DASHBOARD

Source: Refinitiv I/B/E/S data

REPORTING ANALYST: Tajinder Dhillon, CFA
FOR THE LATEST EARNINGS INSIGHT VISIT: <http://lipperalpha.financial.thomsonreuters.com/>

May 24, 2022



Forrás: [Refinitiv](https://www.refinitiv.com/)

A cégek jelentős része már jelentett. Nézzük meg, hogy a STOXX Europe 600-as indexet – az S&P500 -hoz leginkább hasonlító európai indexet – alkotó cégek milyen negyedévet zártak! Az indexben szereplő cégek 76%-a bevételnövekedésről számolt be, míg 24%-uknál csökkent a bevétel. Árbevétel soron átlagosan 22,8%-os növekedést könyvelhettek el. A legnagyobb bővülést nem meglepő módon az energetikai cégek, illetve a közművek mutatták, előbbieknél közel 81%-os, utóbbiak 75,5%-os növekedést hoztak össze, köszönhetően a kilövő energiaáraknak. A legnagyobb arányban a technológiai cégek adtak számot csökkenő bevételről, nem véletlen, hogy a szektor aggregált bevételei stagnáltak.

Az eredménynövekedés 41,4%-os értéket ért el a negyedév alatt. A fő hajtóerő itt is az energetikai szektor volt, több, mint 200%-kal emelkedett a szektor eredménye. A bevételnél élen járó közművek viszont visszafogott, 4,6%-os bővülést tudtak csak felmutatni, ami a beszerzési költségek növekedésének a számlájára írható. A nem ciklikus fogyasztási cikkek gyártói közel 17%-os eredménycsökkenésről számoltak be. A bevételekhez képest itt már kevesebben jelentettek pozitív változást, a társaságok csupán 68%-a tapasztalt bővülést, míg 29%-a visszaesést tapasztalt. A vállalatok 4%-a stagnált az eredmény terén.

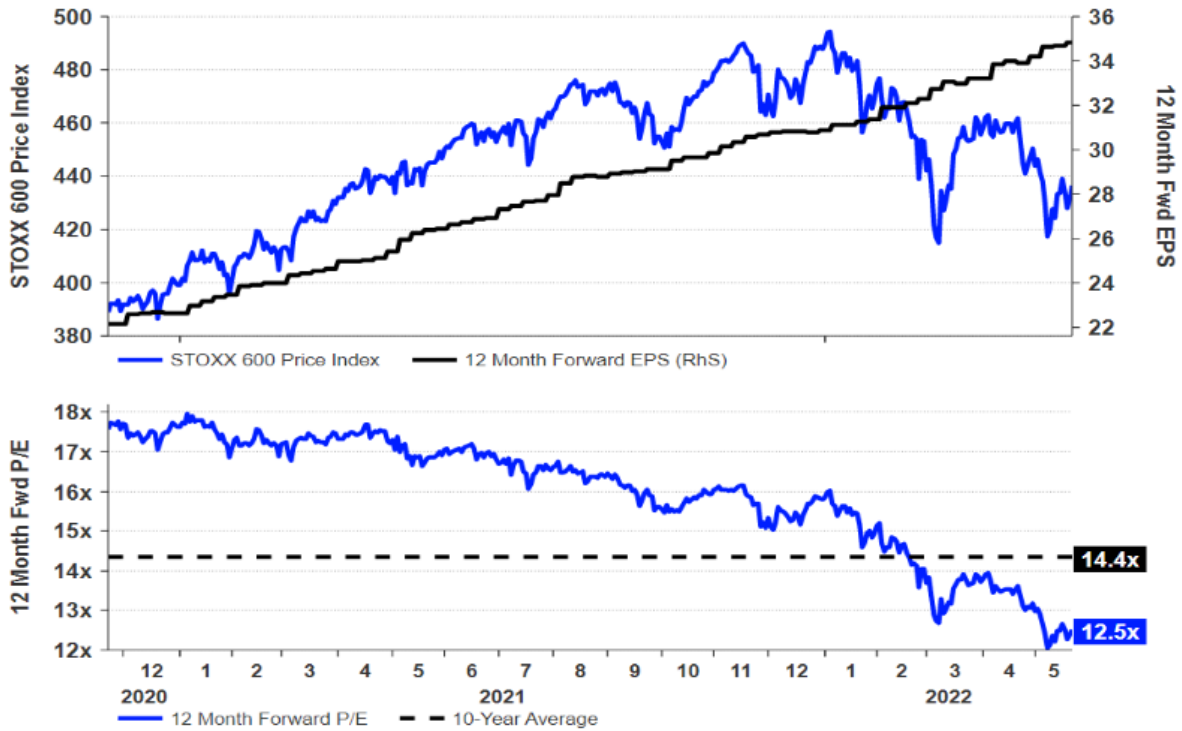
A bevételek összességében 5,2%-kal, míg az eredmények 11,1%-kal múlták felül a Refinitiv által összegyűjtött elemzői konszenzust. A bevételek esetében a legnagyobb pozitív meglepetést a közművek hozták össze, 30%-kal teljesítették túl a várakozásokat. Alulteljesítő egyedül a technológiai szektor volt. Az eredményt vizsgálva az alapanyaggyártók lepték meg leginkább az elemzőket, 26%-kal teljesítették felül, miközben a közművek 2,3%-kal, a nem-ciklikus fogyasztási cikkek gyártó cégek 17,2%-kal maradtak el a konszenzustól.



Forrás: TradingView

A STOXX Europe 600 index az év eleji csúcsról március elejére 18%-ot esett, ezzel a koronavírus előtti, 2020. eleji szintek alá került. Azóta kissé visszapattant a kurzus, de továbbra sem törte meg az eső trendet. Az index jelenleg a 417-464-es sávban mozog.

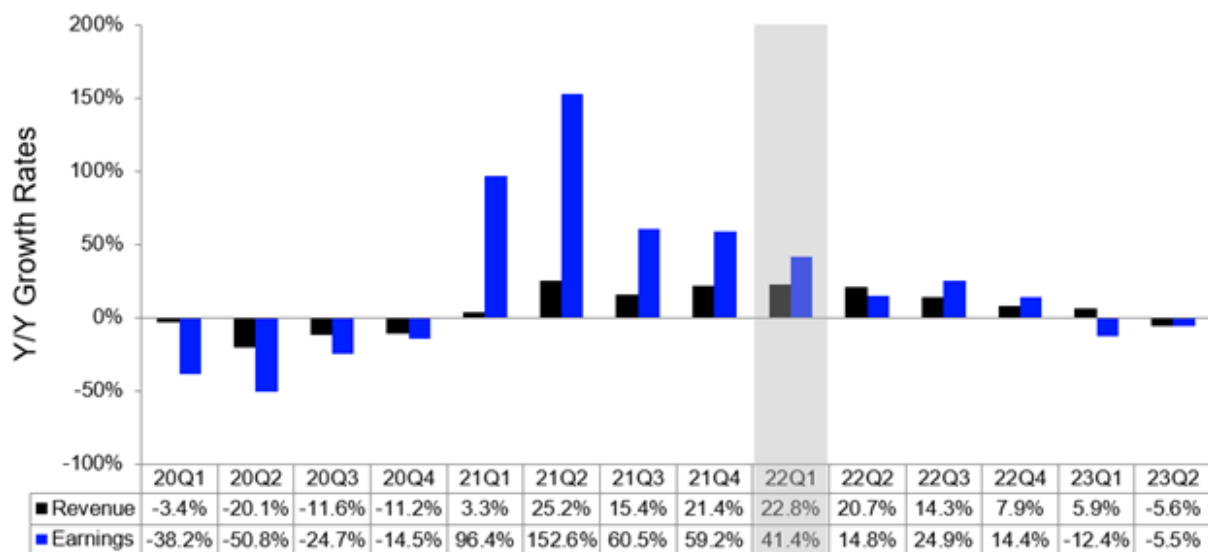
Exhibit 17A. STOXX 600: 12-month Forward Price/Earnings Ratio



Source: Refinitiv Datastream

Forrás: [Refinitiv](#)

Az index esését nem követte a fundamentumok romlása, így az teljes egészében a makrokörnyezeti kihívásokkal magyarázható. Az indexben szereplő cégek 12 hónapos forward EPS-e tovább növekedett. A forward P/E 12,5-es értéke nem csak a 2020. végi 18-as szorzótól marad el, de a 10 éves átlagot jelentő 14,4-es P/E-hányadtól is.



Forrás: [Refinitiv](#)

A külföldi elemzők a következő negyedévekre még emelkedést várnak, azonban ennek üteme mind a bevétel, mind pedig az eredmény esetében elmaradhat majd a korábbi időszakokétól. 2023. első felében mindkét esetben visszaesés jöhet majd.

De hogyan látják a helyzetet a cégvezetők? Fentebb már bemutattuk, hogy mennyire fontosak az előrejelzések a kereskedés során. A várakozások horgonyként szolgálnak a befektetők számára. Egy adott részvény alul-, vagy felülteljesítése pillanatok alatt jelenik meg az árban. A társaságok gyorsjelentéseik során a kockázatok megemelkedését hangsúlyozták, amik az eredményességre is hatással lehetnek.

Az orosz-ukrán háború jelentős hatást gyakorol a kontinens cégeire. Részben azért, mert a nemzetközi vállalatok jelentős része rendelkezik oroszországi és/vagy ukrain leányvállalattal. A szankciók miatt viszont egyre több társaság függeszti fel oroszországi tevékenységét, vagy vonul ki végleg az orosz piacról. Általánosságban az orosz működés a bevételeknek viszonylag kis szeletét adja, így ezek a lépések csupán egy-két százalékos negatív hatást jelenthetnek. A működési eredményre és a pénzáramlásra viszont jelentősebb befolyással van a kivonulás. A háború a beszállítói láncok akadozásán, illetve az energia- és nyersanyagárak emelkedésén keresztül is érződik. Sok európai cég beszállítói között található orosz vagy ukrán gyárak, amik a jelenlegi helyzetben nem képesek a vevők igényeinek kielégítésére. Az infláció - legyen akár az alapanyagokkal, energiával, vagy a bérekkel kapcsolatban – növeli a működési költségeket, ami a marzsok romlása felé hathat.

A társaságok kiemelték továbbá, hogy a koronavírussal továbbra is számolni kell. Jelenleg a kínai zéró-Covid politikajelenti az egyik legnagyobb kockázatot. Igaz ez a keresleti és a kínálati oldalra is. A kínai járványügyi szabályozás nagyon szigorú, így már alacsony esetszám esetén is részleges lezárásokra kerül sor, ami ideiglenes gyárleállásokat eredményez. Persze ez a keresletre is hatással van, a karantén idején az emberek vásárlási lehetőségei is csökkennek, ha nem mennek sehová, úgy autót sem vesznek, aki otthoni szórakoztató-elektronikai vagy munkaeszközöket akart venni, az már megtette a pandémia korábbi hullámai során.

Ha az USA piacon nehéz biztosat mondani, akkor ez még inkább igaz az európai piacokra. Az energiakrízis nem ért még véget, a német tíz éves államkötvények hozama a negatív tartományokból +1% fölé emelkedett, de a pozitív reálkamattól távol vagyunk. Az infláció pedig nem úgy néz ki, hogy lassítana, a német infláció az ország újraegyesítése óta sosem volt olyan magas, mint most. Mindeközben a makrokörnyezeti hatások a gazdasági növekedés lassulását idézhetik elő. Ráadásul az EKB is most kezdhet óvatos szigorításba. A negatív reálkamatok miatt a kötvények továbbra sem jelenthetnek alternatívát a részvények számára. A magas kockázatok miatt érdemes lehet a továbbiakban is inkább az egyedi sztorikat előnyben részesíteni az indexbefektetésekkel szemben.

De mi teheti vonzóvá Európát? Többek között az, hogy az USA-hoz képest alulértékelt a kontinens. Miközben a STOXX Europe 600 index forward P/E mutatója 12,5-re süllyedt, addig az S&P 500 cégekkel átlagosan 17,4-es P/E hányados mellett kereskednek. Erre rátehető még a monetáris politika. Korábban már említett tettünk a pénzügyi szlengben terjedő Powell call fogalmáról, azaz arról, hogy az amerikai jegybanknak nem a piaci értékeltségek fenntartása, hanem az infláció letörése lehet a fő célja, így lehetséges, hogy sokterápiát alkalmaz. Ez Európában nem valószínű, hogy megtörténne. Az amerikai és az európai gazdasági helyzet

eltér egymástól. A külföldi elemzők szerint az USA növekedési kilátásai kedvezőbbek, mint az EU-é, az amerikai munkaerőpiac feszes, miközben az EKB-nak figyelemmel kell lennie a tagállamok közötti észak-dél ellentétre (jegyezzük meg azonban, hogy a déli államok gazdasága sokkal jobb állapotban van, mint volt 2008-ban, a GDP arányos államadósságuk és a kamatköltségeik is alacsonyabbak). A stagfláció – azaz amikor a gazdasági stagnálás magas inflációval párosul – elkerülése érdekében az EKB a Fed-hez viszonyítva valószínűleg nem törekszik az európai gazdaság sokkolására.

Bár a piacok továbbra is csökkenő trendben vannak, találhatunk olyan egyedi történeteket, melyek képesek lehetnek profitálni a jelenlegi turbulens környezetből. Itt van például az energetikai krízis. Még március legvégén jelentkeztünk egy Shellről készült anyaggal. Akkor 25 euró környékén kereskedtek a cégrészvényeivel az amszterdami tőzsdén, ma a 28 euró szintet ostromolja a kurzus. A Shell esetében a cseppfolyósított földgáz üzlet most a legnagyobb sztori, de az orosz olajembargó a kőolajbizniszt is fellendítheti. Persze nem csak a Shell profitál a magas gáz-, illetve olajárakból, hanem az egész iparág (a teljesség igénye nélkül pl.: BP, TotalEnergies, Equinor stb). Az európai energiaszektorban továbbra is látunk fantáziát. A kontinens cégei között sok alacsony értékeltésgű, de erős fundamentális alapokon álló társaság található. Ilyen például az SAP is. A rövidtávú kilátások csalódást keltőek, az orosz piacról való kivonulás meg fog látszani a társaság eredményén, a korábban jelzett középtávú célokat viszont előreláthatólag teljesíteni tudják majd. Idén a befektetők 3,3% körüli jutásra számíthatnak részvényvisszavásárlás, illetve osztalék formájában, igaz, ez tartalmaz egy egyszeri, jubileumi kifizetést is. Az SAP technológiai részvényként komoly pofonokat kapott idén. A novemberi 130 euró környéki csúcsról egészen 87 euróig zuhant május közepére. Jelenleg 94 eurónál kereskednek a papírral. Felfelé való kitörés esetén újra emelkedő trendbe kerülhetne a társaság. Érdekes választás lehet az Airbus is. A sztori itt is adott. Egyrészt az európai katonai fejlesztések, másrészt a polgári légi közlekedés fellendülése növelheti a keresletet a társaság termékei iránt. Az elmúlt egy év nem hozott látványos elmozdulást az Airbus árfolyamában. Jelenleg a 100-120 eurós sávban mozog a kurzus. Ha felfelé törne ki, úgy megtámadhatná a pandémia előtti 140 eurós szintet.

A hazai részvénypiac

OTP

Az orosz-ukrán háború fényében izgalmas volt az OTP május elején publikált első negyedéves gyorsjelentése. A bankcsoport történetének harmadik legnagyobb negyedéves veszteségéről (-33,4 milliárd forint) adott számot, de az egyszeri tételektől tisztított eredmény 88,6 milliárd forint volt, amely arról árulkodik, hogy a társaság alapvető folyamatai továbbra is kedvezőek. 122 milliárd forintos egyszeri tétel is terhelte a bankot, orosz goodwill leírásból, az orosz kötvények értékvesztéséből, éves bankadó egész évre történő elszámolásából és a MOL-lal kötött swap megállapodásból adódó veszteségből tevődik össze. Az orosz és ukrán operációk miatt a céltartalékképzés is jelentősen megugrott és elérte a 80 milliárd forintot.

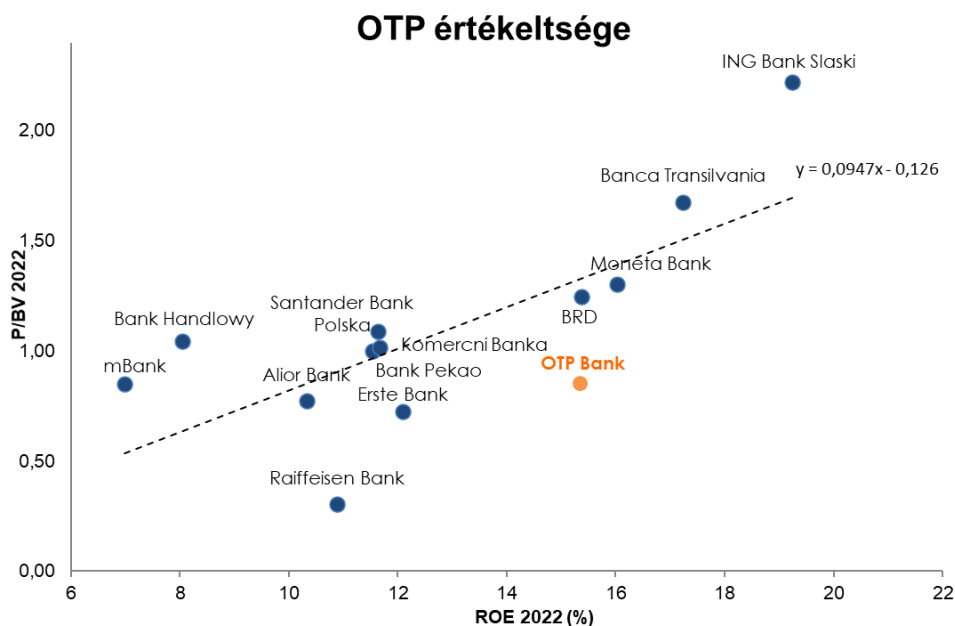
A kedvező alapvető folyamatok azt jelentik, hogy a hitelállomány folyamatosan növekszik, negyedéves alapon 3% volt a bővülés. A nettó kamatmarzs az orosz operáció miatt kicsit visszaesett, 19 bázisponttal 3,43 %-ra. A magyar, a bolgár, a horvát, a szerb és a szlovén

operációk eredménye 15 és 116 % közötti növekedést mutatott. A bank továbbra is fenntartja a korábban közölt éves prognózisát, mely szerint az orosz és az ukrán operációt leszámítva a hitelállomány organikus növekedése megközelítheti a 10 %-ot, a kamatmarzs stabilizálódhat, a korrigált jövedelmezőségi mutató 18 %-ostőkearányos megtérülést mutathat. A leírások után Oroszországban az év hátralévő részében már profitot vár a bank.

Hónapokon keresztül a 9500-10000 forintos támaszóna felett oldalazott az OTP. Az erős szint elesett, miután a kormány a bankszektorra is vonatkozó különadókat jelentett be. Az árfolyam 9000 forint alá esett, ahol 2020. májusában járt utoljára. A következő erős támasz 7900 forintnál húzódik, ez pedig a 2020. áprilisi mélypont, amely a koronavírus első hullámának kirobbanása utáni esés minimuma. Rövidtávon van még tér lefelé, újabb mélypontokat is kialakíthat az árfolyam. A vételi pontokat a 8000-9000 közötti zónában érdemes keresni, a fundamentális tényezőket is figyelembe véve a jelenlegi szinteknél magasabb árfolyam indokolt.

Az alábbi ábrán az OTP értékeltsége látható a P/BV és a ROE függvényében. A szektortársakkal összehasonlítva nem nevezhető drágának az OTP. A részvény jelenleg 0,85-ös könyv szerinti értékeltségen mozog, miközben a 15,6-os várható ROE mellett a szektortársakra jellemző értékeltséget figyelembe véve 1,24 lenne indokolt. Ez pedig közel 50%-os felértékelődési potenciált jelent.

A banki különadó azonban még nem szerepel az előrejelzésekben, így érdemes a mutatószámok alapján kalkulált emelkedési potenciált konzervatívabban kezelni. Nagy Márton gazdaságfejlesztési miniszter szerint az OTP-re eső különadó 82,5 milliárd forint lehet, amely a tisztított profit 16%-át jelentené. Ennek az intézkedésnek csak mérsékelt negatív hatása van az OTP-re nézve.



Forrás: Bloomberg

Az alábbi táblázatban is látható, hogy az OTP alulértékelt a szektortársak mutatóiból képzett medián értékhez képest, miközben magasabb megtérülés mellett működik a bank.

	P/BV 2022	ROE 2022	P/E 2022	5 éves átlagos ROE
Median	1,02	11,67	7,07	10,84
OTP	0,85	15,34	6,47	17,68
Bank Zachodni	1,00	11,53	7,07	8,70
ING Bank	2,22	19,23	7,86	12,16
mBank	0,85	6,99	6,66	2,64
Bank Handlowy	1,05	8,04	8,70	7,61
BRD Groupe	1,25	15,37	7,25	16,86
Moneta Money Bank	1,31	16,02	8,65	14,17
Alior Bank	0,77	10,33	3,55	6,56
Erste Group	0,73	12,09	7,07	10,84
Bank Pekao	1,02	11,67	6,47	8,37
Raiffeisen Bank	0,31	10,88	5,14	10,40
Banca Transilvania	1,68	17,23	7,48	18,22
Komercni Banka	1,09	11,64	8,74	12,39

Forrás: Bloomberg

Az OTP árfolyama hónapokon keresztül táncolt a 9500-10000 forintos támasz felett. A különadóról szóló bejelentéslökést adott az árfolyamnak, és néhány nap leforgása alatt 8500 forint környékére zuhant a kurzus. 2020. áprilisában járt utoljára ezen a szinten az árfolyam, alatta pedig 7900 forintonál található erősebb támasz. Rövidtávon negatív az OTP technikai képe, arra érdemes figyelni, hogy melyik támaszról sikerül az árfolyamnak elrugaszkodni felfelé.

Az OTP árfolyamának alakulása:



Forrás: Investing

MOL

Az első negyedévben a MOL dinamikus növekedést tudott felmutatni az előző év hasonló időszakához képest. A társaság közel 50 %-kal emelkedő tisztított EBITDA-ról, 147 %-kal növekvő

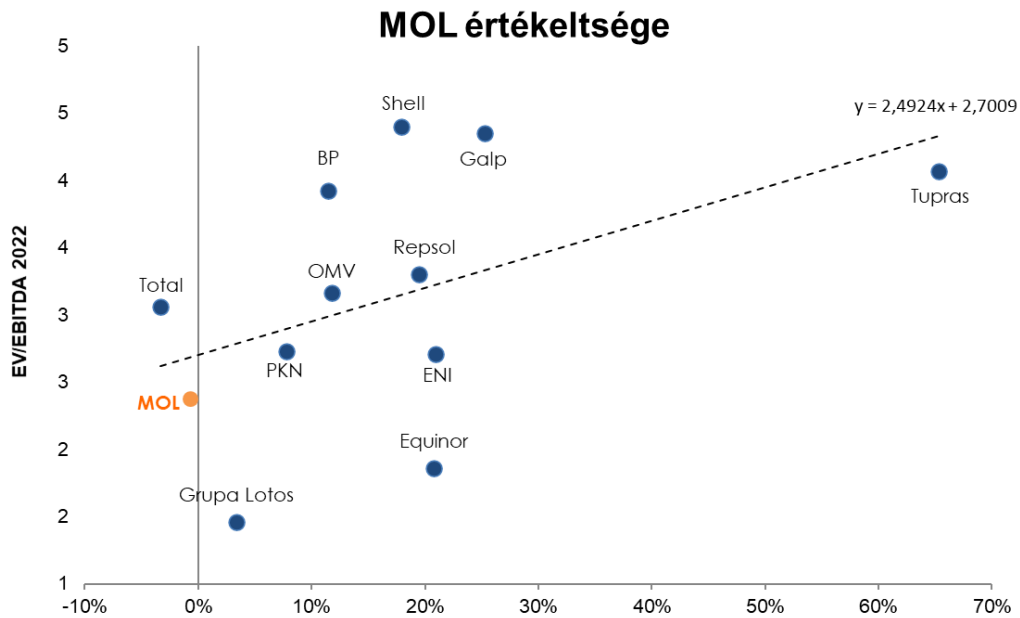
EBIT-ről és 72 %-kal bővülő nettó eredményt publikált. Az Upstream (kutatás-kitermelés) üzletág EBITDA-ja 120 %-kal, a Downstream szegmens (finomítás-kereskedelem) 11 százalékkal nőtt, a Fogyasztói szolgáltatások eredménye viszont 40 %-kal csökkent. Az elemzői várakozásokhoz képest elmaradtak a negyedéves számok annak köszönhetően, hogy a Mol megállapodást írt alá a Waldorffal a teljes Upstream portfóliójának eladásáról az Egyesült Királyságban. A társaság teljes kitermelése napi 94 ezer hordóegyenértékesre esett vissza. Az értékesített eszközökkel tisztítva a számokat, a társaság eredménye viszont már a várakozások felett alakult.

Az olaj árfolyamának dinamikus emelkedése miatt a realizált szénhidrogén ára 93,6 dollár/hordóegyenértékes szintre emelkedett, a tavalyi 45,2 dollárról. A társaság finomítói marzsa márciusban valósággal felrobbantak, az orosz-ukrán háború miatt az Ural/Brent árres kitágulásának köszönhetően. A MOL 12 dolláros első negyedéves finomítói marzsról adott számot, ennek jelentős többségét márciusban realizálta a társaság (33,9 dollár/hordó volt a havi marzs).

Egyrészt az Egyesült Királyságban található eszközök eladása, másrészt az árbefagyasztásból származó veszteség rontotta a társaság eredményét, amelyet ellensúlyozott a kedvező külső környezet.

A menedzsment abban látja a legnagyobb kihívást, hogy a vállalat megőrizze az ellátásbiztonságot és fenntartsa a vállalat profitabilitását. A cégvezetés egy pont kivételével megerősítette a korábban meghatározott 2022-es célkitűzéseket. A korábbi 105 ezer hordó helyett 90 ezer hordó kőolajegyenértékes kitermelését várja, amely az északi-tengeri eszközök eladásával van kapcsolatban. A 2021-es 3,53 milliárd dolláros eredmény után a társaság vezetése arra számít, hogy a tisztított EBITDA eléri, vagy akár meg is haladhatja a 2,8 milliárd dollárt. A beruházások pedig a tavalyi szintnek megfelelően alakulhatnak 2022-ben (1,7-1,8 milliárd dollár).

Az alábbi ábrán a MOL értékeltsége látható a EV/EBITDA és az EBITDA növekedés függvényében. A szektortársakkal összehasonlítva némileg alulértékelt a részvény. A MOL jelenleg 2,38-as EV/EBITDA értékeltségen mozog, miközben a szektortársakra jellemző értékeltséget figyelembe véve 2,68-as EV/EBITDA lenne indokolt. A Bloomberg által megkérdezett elemzők nem számítanak EBITDA növekedésre a következő években, ráadásul a különadó negatív hatását ezek az előrejelzések még nem tartalmazzák, így fundamentális alapon 5-10%-os felértékelődési potenciál lenne indokolt az aktuális árfolyamszintekről.



Forrás: Bloomberg

A MOL árfolyama április közepére már 3170 forintig emelkedett, ezen a szinten 2019. közepén járt utoljára a kursus. A csúcstról lefordulva május közepére már 2700 forintig esett az árfolyam, ahonnan tovább zuhant a különadók bejelentésének hírére. 2350 forintnál egy nagyon erős támasz húzódik, amíg a szint felett tud maradni az árfolyam, addig a vételi pontokat érdemes keresni a MOL-ban.

A MOL árfolyamának alakulása



Forrás: Investing

Richter

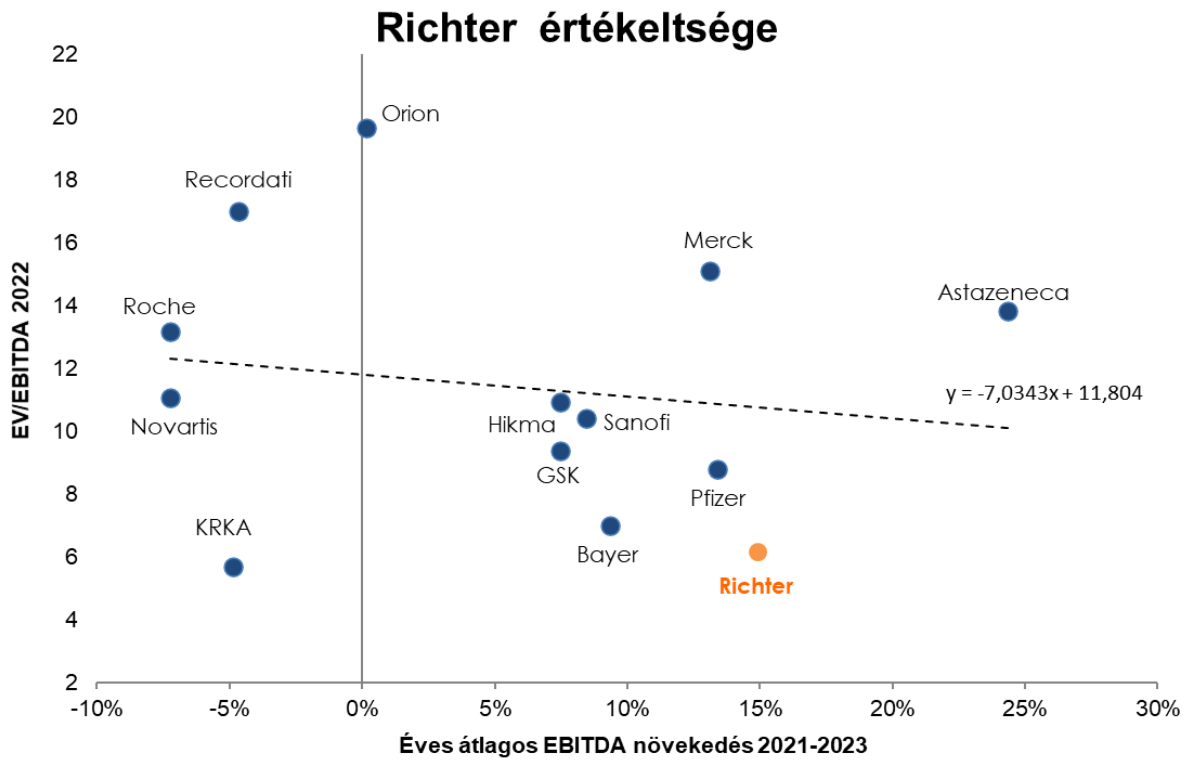
A társaság első negyedéve kiválóan sikerült, az egy évvel ezelőtti bázishoz képest jelentős árbevétel- és profinnövekedésről adott számot a társaság, és az elemzői konszenzust is sikerült

valamennyi eredmény soron felülmúlta. Az amerikai Vraylar értékesítése az első negyedévben is jelentősen segítette az eredményt.

Az első negyedéves számok helyett sokkal fontosabb kérdés, hogyan érintette az orosz-ukrán háború a Richtert, illetve milyen kilátásokat lát jelenleg a menedzsment. Az elmúlt években folyamatosan csökkent az orosz piac súlya, az első negyedévben az árbevétel 11,6%-a származott Oroszországból. A cég gyorsjelentésében az is olvasható, hogy humanitárius okok miatt nem vonulnak ki az orosz piacról. A jóval kisebb súlyú ukrán értékesítéseket azonban muszáj volt leállítania a társaságnak.

A társaság a gyorsjelentést követő sajtótájékoztatóján beszélt az idej kilátásokról: az orosz-ukrán háború, az ellátási láncokban tapasztalható költségnyomás és a szállítási problémák komoly kockázatokat vetítenek előre, amelyek az első negyedévben még nem hatottak. A termelői árak, az energiaárak és a bérköltségek növekedésének begyűrzése is negatívan hat és ez a gyógyszeriparsajátosságai miatt akár több évig elhúzódhat. Konkrét előrejelzést továbbra sem ad a menedzsment az idej évre vonatkozóan. Orbán Gábor vezérigazgató szerint az idej év forintban számolva nem lesz gyengébb a tavalyi évnél, kivéve, ha valamilyen számottevő törés nem következik be a világban.

Az alábbi ábrán a Richter értékeltsége látható a EV/EBITDA és az EBITDA növekedés függvényében. A szektortársakkal összehasonlítva alulértékelt a részvény. A Richter jelenleg 6,14-es EV/EBITDA értékeltségen mozog, miközben a szektortársakra jellemző értékeltséget figyelembe véve 10,75-ös EV/EBITDA lenne indokolt. A Bloomberg által megkérdezett elemzők jelentős EBITDA növekedésre számítanak a következő években, illetve várhatóan a különadóknak sem lesz számottevő negatív hatása. A Richter esetében továbbra is a legfontosabb hajtóerő a cariprazine sztori, de a jelenlegi bizonytalan tőkepiaci hangulatban érdemes konzervatívabb előrejelzést megfogalmazni. Jelenleg fundamentális alapon 40-50%-os felértékelődési potenciál lenne indokolt az aktuális árfolyamszintekről.



Forrás: Bloomberg

A Richter árfolyama 6500-7700 forint között sávozik hónapok óta. 6200-6500 forint között több erős támasz is húzódik, így ez egy jó vételi zóna lehet. Amennyiben a sávból sikerül felfelé kitörnie az árfolyamnak, akkor 7600 forint felett szintén jó vételi lehetőség adódna. Ellenállások 8400, illetve 8900 és 9100 forint magasságában húzódnak.

Richter árfolyamának alakulása

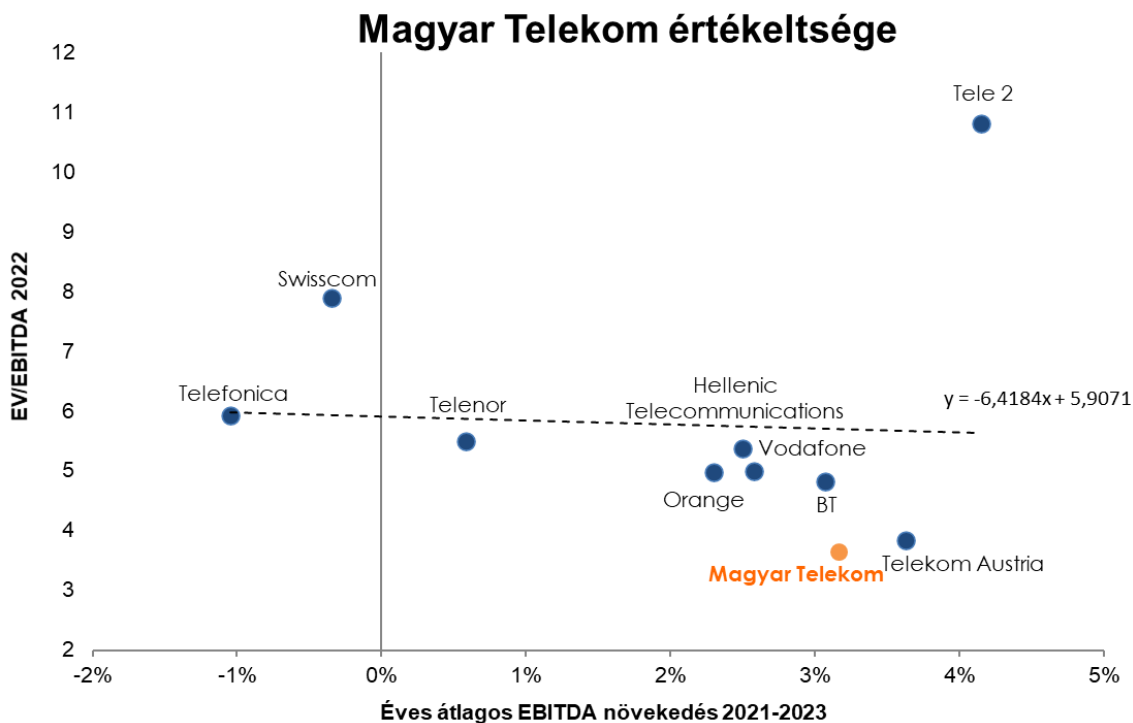


Forrás: Investing

Magyar Telekom

Az idei első negyedév nagyon erősen sikerült a társaságnál, a tavalyi bázishoz és az elemzői várakozásokhoz képest is látványosan felülteljesített a Magyar Telekom. A vállalat növekedését két fő tényező segítette, egyrészt a bővülő ügyfélkör, másrészt az erős kereslet a mobil adat, a nagy sávzélességű szélessávú csomagok és a mobil készülékek iránt. Az eredmény növekedését, egy egyszerű tétel, egy leányvállalat értékesítése is segítette, de ezt kiszűrve is figyelemre méltó volt a növekedés. A társaság megerősítette a 2022-re vonatkozó várakozásait.

Az alábbi ábrán a Magyar Telekom értékeltsége látható a EV/EBITDA és az EBITDA növekedés függvényében. A szektortársakkal összehasonlítva nem nevezhető drágának a Telekom. A részvény jelenleg 3,64-es EV/EBITDA értékeltségen mozog, miközben a 3,16-os éves átlagos EBITDA növekedés mellett a szektortársakra jellemző értékeltséget figyelembe véve 5,7 lenne indokolt. Ez pedig közel 60%-os felértékelődési potenciált jelent. A különadó negatív hatását ezek az előrejelzések még nem tartalmazzák, így ennél konzervatívabb emelkedési potenciált érdemes meghatározni.



Forrás: Bloomberg

A különadók bejelentése után mélyrepülés indult a Magyar Telekom árfolyamában. 420 forintról egészen 373 forintig zuhant a kurzus, ezen a szinten tavaly decemberben kereskedtek utoljára a részvényrel. A fundamentumok alapján hosszabb távon van tere az emelkedésnek, de rövidtávon negatív hangulat uralkodik a részvény piacán, és a grafikon alapján egy erős támaszhoz érkezett az árfolyam 340 forintról. A szinten érdemes figyelni a vevők megjelenését, és támaszról történő fordulás esetén kedvező belépési pontok adódhatnak.

Magyar Telekom árfolyamának alakulása:



Forrás: Investing

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MKB Bank Nyrt. (székhely: 1056 Budapest, Váci u.38.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-040952; tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001.; a Budapesti Értéktőzsde tagja; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1054 Budapest, Szabadság tér 9.sz.; továbbiakban: a Bank) készítette.

2. Jelen dokumentumban közölt megállapítások, mint befektetési elemzés a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alapján objektív vagy független magyarázatnak, azaz befektetéssel kapcsolatos kutatásnak minősül, továbbá az Európai Parlament és a Tanács 596/2014/EU rendelete szerint befektetési ajánlásnak minősül. A jelen dokumentumot a Bank az ügyfelei vagy a nyilvánosság körében kívánja terjeszteni, vagy más személyek számára oly módon biztosít hozzáférést, amely alapján jelen dokumentum nyilvánosságra kerülhet.

3. A jelen kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, jegyzésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek, felhívásnak, ajánlattételnek, továbbá nem minősül adótanácsadásnak. A tájékoztatás nem teljes körű, a kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. A kiadvány nem minősül befektetési tanácsadásnak abban az esetben sem, ha a dokumentum bármely része egyes pénzügyi eszköz vonatkozásában annak lehetséges árfolyam-, hozam-alakulásával kapcsolatos ismertetést tartalmaz. Jelen dokumentum nem veszi figyelembe az egyes befektetők egyedi igényeit, körülményeit és céljait, így személyre szóló ajánlás hiányában nem minősül befektetési tanácsadásnak.

A Bank kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségekért.

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valódiságáról, pontosságáról, helytállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított szakmai megítélését tükrözik, amelyek újabb információk, a piaci viszonyok, gazdasági körülmények változása esetén külön értesítés és figyelmeztetés nélkül megváltozhatnak. A Bank fenntartja a jogot, hogy a jövőben előzetes értesítés nélkül módosítsa a jelen dokumentumban foglalt megállapításokat, ajánlásokat.

5. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybevételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők a befektetésre vonatkozó döntés meghozatala előtt az adott pénzügyi eszközre és a befektetési szolgáltatásra vonatkozó üzletszabályzatot, tájékoztatót, egyéb szerződéses feltételeket, hirdetményeket, kondíciós listát figyelmesen olvassák el, mert csak ezen dokumentumok és információk ismeretében dönthető el, hogy a befektetés összhangban áll-e a befektető kockázattűrő képességével és befektetési céljaival, továbbá körültekintően mérlegelje befektetése tárgyát, kockázatait, a díjakat, költségeket és a befektetésekből származó esetleges veszteségeket, károkat! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról, valamint a befektetésre vonatkozó döntésének meghozatalát megelőzően forduljon munkatársainkhoz, vagy keresse fel banki tanácsadóját!

További tájékoztatás elérhető a Bank fiókjaiban, valamint az www.mkb.hu honlapon.

6. Ajánlások:

- **Overweight: (felülsúly):** Az „Overweight (felülsúly)” besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan meghaladja az iparág átlagos hozamát vagy az index referenciaértékét a következő 12 hónapban.
- **Underweight (alulsúly):** Az „Underweight” (alulsúly) besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan az egész iparág átlagos hozama vagy az index referenciaértéke alatt marad a következő 12 hónapban.
- **Equal weight:** Az equal weight besorolás azt jelenti, hogy a részvény hozama várhatóan megegyezik a teljes iparág átlagos hozamával vagy az index referenciaértékével a következő 12 hónapban.
- **Vétel (Buy):** a teljes megtérülés várhatóan meghaladja a 10% -ot a következő 12 hónapban.
- **Semleges (Neutral):** A teljes megtérülés várhatóan -10 - + 10% között lesz a következő 12 hónapban.
- **Eladás (Sell):** A teljes megtérülés várhatóan -10% alatt lesz a következő 12 hónapban.
- **Felülvizsgálat alatt (Under revision):** Ha új információk látnak napvilágot, ez várhatóan jelentősen megváltoztatja az értékelést.

Az előző 12 hónapos időszakban terjesztett elemzések elérhetőek a Bank honlapján az Elemzések, Részvénypiaci Elemzések menüpontban: <https://www.mkb.hu/elemezsek> Részvénypiaci Elemzések.

7. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.

A Bank továbbra is jogosult jóhiszeműen és a piacépzés szokásos módja szerint a jelen dokumentumban szereplő pénzügyi eszközök vonatkozásában kereskedésre, ügyletkötésekre vagy kereskedésre árjegyzőként az árjegyzés szokásos menete szerint, valamint egyéb befektetési tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást, illetve egyéb pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatást nyújtani a kibocsátónak és egyéb személyeknek.

8. A Bank rendelkezik a befektetési szolgáltatási tevékenységekkel kapcsolatosan potenciálisan felmerülő összeférhetlenségi helyzetek leírására, illetve az ilyen helyzetek kezelésére vonatkozó Összeférhetlenségi Politikával, illetve a bank-és értékpapíritoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabállyal, mely intézkedések az Európai Bizottság 2016/958 felhatalmazáson alapuló rendeletében írt, az összeférhetlenségek megelőzésére és elkerülésére létrehozott hatékony belső szervezeti és igazgatási megoldásoknak, valamint információs korlátoknak minősülnek. Az elemzés elkészítésében részt vevő személyek javadalmazása nem kapcsolódik közvetlenül a 2014/65 EU irányelv 1. számú melléklet A és B szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatási tevékenységek nyújtásához vagy a Bank vagy más, vele azonos pénzügyi csoporthoz tartozó jogi személy által végzett tranzakciókhoz, illetve a Bank vagy a vele azonos pénzügyi csoporthoz tartozó vállalkozás által kapott jutalékhoz.

9. A jelen dokumentumban érintett termék/pénzügyi eszköz kibocsátója nem rendelkezik a Bank teljes jegyzett tőkéjének 5%-át meghaladó részesedéssel. A Bank a jelen dokumentum tárgyát képező pénzügyi eszköz tekintetében árjegyzőként vagy likviditási biztosítójaként nem jár el. A Bank a kibocsátó pénzügyi eszközei bármilyen nyilvános kibocsátásának vezető szervezője vagy társ-vezetőszervezője nem volt az előző 12 hónapban. A Bank a 2014/65/EU irányelv I. mellékletének A. és B. szakaszában meghatározott befektetési szolgáltatások nyújtására vonatkozóan a kibocsátóval kötött megállapodásnak nem részes fele. A Bank nem rendelkezik a jelen dokumentumban érintett kibocsátó teljes jegyzett tőkéjének 0,5 %-át kitevő küszöböt meghaladó nettó hosszú vagy rövid pozícióval.

10. A Bank megfelelő belső eljárásrendet alakított ki a (i) befektetéssel kapcsolatos kutatás elkészítésében részt vevő pénzügyi elemzők és egyéb érdekelt személyek személyes ügyleteire vonatkozóan; (ii) a befektetési elemzések elkészítésében részt vevő pénzügyi elemzők és egyéb érdekelt személyek fizikai elkülönítésének biztosítására; ezen felül a megfelelő információs korlátok is felállításra kerültek (iii) az ösztönzők elfogadására és a javadalmazásra vonatkozóan.

11. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag a Bank előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. A Bank valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.

12. A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadvány elkészítésének időpontja: 2022. 06. 13.

13. Az alkalmazott értékelési eljárások:

EV/EBITDA

Az EV/EBITDA mint értékelési mutató annak az eldöntésében segít, hogy egy adott részvény (vagy a részvényekből összeállított index) drága-e vagy sem. Hasonló a P/E rátához, csak ebben az esetben a nevező az EBITDA, azaz a kamat, adófizetés és amortizáció előtti eredmény. Mivel ezek az időben és értékben is ingadozást mutató tételek kiszűrésre kerülnek, nem annyira volatilis, mint a P/E, hiszen az egy részvényre jutó nettó eredményt egyes egyedi tételek jelentősen befolyásolhatnak.

A számlálóban lévő EV, azaz „enterprise value” a cég tartós finanszírozásának piaci értéke, amely nem más, mint a teljes részvénykapitalizáció és a teljes pénzügyi adósság összege, amelyből le kell vonni a mérlegben lévő készpénz- és készpénzegyenértékesek értékét.

A mutató alakulása független a tőkeszerkezettől, hiszen ha egy vállalat bankhitelt vesz fel vagy kötvényt bocsát ki, akkor a P/E mutatója alacsony lesz és így olcsónak tűnik. Ellenben, ha a cég részvényt bocsát ki és abból kifizeti az adósságát, akkor a P/E mutatója magasabb értéket mutat, miközben a társaság „enterprise value”-ja nem változik. Az EV tartalmazza a részvények és az adósság értékét is, így független a tőkeszerkezettől.

P/E MUTATÓ

Az árfolyam/nyereség (P/E) mutató a részvény árfolyama és az egy részvényére jutó adózott nyeresége hányadosaként értelmezhető. Jelentése leegyszerűsítve az, hogy hány év alatt termeli meg az adott cég az árfolyamának megfelelő nyereséget.

ROE (SAJÁTTŐKE-ARÁNYOS NYERESÉG)

A részvényesek számára egy kiemelten fontos jövedelmezőségi mutató. Azt mutatja meg, hogy egységnyi saját tőkére vetítve mekkora profitot termel a társaság. A ROE gyakorlatilag a befektetés megtérülését fejezi ki.

Technikai elemzés

A technikai elemzés alapján egy pénzügyi instrumentum múltbeli árfolyammozgásaiból készített grafikonból vonhatók le következtetések az árfolyam jövőbeli irányát illetően. A technikai elemzés az instrumentum várható mozgásával kapcsolatos előrejelzéseket fogalmaz meg. Ehhez számos eszköztár áll rendelkezésre, de alapvetően négy fő csoportot lehet megkülönböztetni. A japángyertya- és trendelemzést, a grafikonokon vizsgált alakzatokat és a matematikai formulából álló indikátorokat.

Makromodell

Az MKB Elemzési Központban a szakértők felépítettek egy előrejelzésre és szimulációra alkalmas strukturális makromodell, amely segítségével még pontosabb előrejelzéseket tudnak készíteni a hazai gazdaság jövőbeli dinamikájával kapcsolatban. A modell legfőbb erénye, hogy statisztikai összefüggések felhasználása mellett egyedi információkat is képes felhasználni az előrejelzés során. Ezen egyedi tényezők nagy befolyásoló erővel bírnak a jövő szempontjából, de a múltban még nem számítottak releváns tényezőnek, így a szintizta statisztikai modellek nem tudják kezelni őket.

Diszkontált cash flow értékelés

A diszkontált cash flow alapú értékelési (discounted cash flow valuation) módszer egy vállalat (vagy projekt, eszköz, üzlet stb.) értékelésére szolgál a szabad pénzáramlások időértéke alapján. A modell előrejelzi a vállalat által megtermelt szabad cash flow-kat, és azt a súlyozott átlagos tőkealkötséggel (weighted average cost of capital - WACC) diszkontálja. A szabad cash flow a vállalkozás által megtermelt és a befektetők között felosztható pénzmennyiség. A WACC a befektetők által elvárt megtérülési rátát jelenti. Ha egy vállalkozás kockázatosabb, a számított megtérülési ráta, a WACC magasabb lesz.

Diszkontált cash flow modell (DCF)

A vállalatokat jellemzően ötéves előrejelzési időszakot értékelve elemezzük. Bizonyos esetekben az előrejelzési időszak eltérhet az öt évtől. Ebben az esetben jelezzük az eltérést. A cash flow-kat a vállalat WACC-jával diszkontáljuk, hacsak ezt másképp nem jelezzük.

Az első lépésben a vállalat pénzáramlását kell előrejeleznünk. A vállalat szabad pénzáramlása (free cash flow to firm - FCFF) a kamat- és adófizetés előtti eredményen (EBIT), az adókulcson, az értékcsökkenési leíráson (D&A), a működőtőke nettó változásán és a tőkebefektetéseken (CAPEX) alapul. A modell maradványértékkel is kalkulál (terminal value), amely alapulhat a hosszú távú növekedésen vagy olyan mutatószámokon, mint az EV/EBITDA, vagy az EV/EBIT. A maradványérték előrejelzése kulcsfontosságú, mivel jellemzően a nettó jelenérték több mint 50%-át teszi ki.

Diszkontráta (WACC)

A vállalat súlyozott átlagos tőkealkötsége (weighted average cost of capital) függ az iparágtól, a kockázatmentes rátától (risk free rate), az adótól, a hitelalkötségtől (cost of debt). A saját tőke alkötségét (cost of equity) a CAPM-modell segítségével számítják ki, ahol a független változók a kockázatmentes hozam (risk free rate), az ipárg-specifikus tőkeáttételes (vagy tőkeáttétel nélküli) béta (industry specific (levered) beta) és a részvénykockázati premium (equity risk premium). A WACC a tőkeszerkezettől függ, ezért a tulajdonosi tőke/adósság arányának előrejelzése döntő fontosságú.

Ezt követően megkapjuk a vállalatértéket (enterprise value - EV). Az utolsó lépésben az EV-t csökkentenünk kell a nettó adóssággal. Ezeket a számokat elosztva a forgalomban lévő részvényekkel megkapjuk a részvények célárát.

A diszkontált cash flow modell érzékenységi elemzést (sensitivity analysis) tartalmaz, amely a WACC, a hosszú távú növekedés, vagy az alkalmazott mutatószámok változásának hatásait veszi figyelembe, amelyen a maradványérték alapul.

Célárfolyamunk 12 hónapos alapon, osztalék nélkül értendő, hacsak nem kerül másként meghatározásra.

Peer group (összehasonlító csoport) értékelés

Összehasonlításként peer group értékelést használunk. Az elemzés olyan fontos mutatókon és szorzókon alapul, mint a P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT, piaci kapitalizáció, P/S, EBITDA árrés, nettó adósság EBITDA-hoz viszonyítva, EBITDA növekedés, osztalékhozam és ROIC. Ha az érintett iparág indokolja, más szorzókat is használhatunk. Az összehasonlító csoportot a vállalatok fő tevékenységének iparága szerint állítjuk össze, tekintettel a régióra (DM vagy EM piac).