

Mercedes-Benz: A guruló luxus

Talán senkinek sem kell bemutatni a német autógyártót. Az Interbrand idei, 2022-es legerősebb márkáit rangsoroló globális elemzésében az előkelő 8. helyezést érte el.¹ Ezzel egyébiránt a legértékesebb európai márkának, valamint a második legértékesebb autómárkának számít a japán Toyota mögött. A Mercedesnél a járművek széles skáláját tervezik és gyártják: személygépkocsik, teherautók, furgonok és buszok képezik a terméklistát.

Az elmúlt években a világ autóipara több kihívással is szembe kellett nézzen. Égető problémaként jelentkezett a koronavírus-járvány kitörését követő keresletvisszaesés, a chiphiány, de az elektromobilitás felé történő fokozott elmozdulás is fejtörést okozott és okoz a mai napig is a gyártóknak. Nem is véletlen, hogy a társaság - reagálva a piaci kihívásokra - stratégiát váltott. Korábban a fő fókusz a volumenen volt, igyekeztek a lehető legtöbb járművet értékesíteni, a lehető legszélesebb skálán. 2022. elején viszont megérkezett a szemléletváltás és előtérbe kerültek a nagyobb megtérüléssel kecsegtető üzletágak. Ezért kerülhetett sor év elején a teherautó szegmens külön céggént való leválasztására, ami azóta Daimler Truck néven önálló részvénytársaságként működik. Ezzel párhuzamosan terelődött a cég figyelme a felsőkategóriás járművek irányába.² A luxusautók vevői körének érzékenysége jóval alacsonyabb, mint az olcsóbb kocsikat kereső fogyasztóké, így jobban tolerálják az esetleges áremeléseket, valamint egy recessziós időszak is kevésbé lehet hatással a vásárlási kedvükre. Azt sem nehéz belátni ellenben, hogy a luxusautók iránti kereslet kisebb. Így a szemléletváltás összességében a volumennövekedést lassíthatja, azonban a kedvezőbb termékmix miatt javíthatja a marzsokat.

A fő iparági trend jelenleg az elektromos meghajtásra való átállás, ez azonban még időt vesz igénybe. Az Európai Unióban érvényes szabályok szerint 2035-től nem lehet hagyományos robbanómotorral felszerelt gépjárműveket gyártani. A Mercedes vállalása szerint a társaság már 2030-tól beszüntetheti a benzin- és dízelmeghajtású autók értékesítését.³ Viszont addig még sok a tennivaló, hiszen jelenleg a termelt járművek csupán 16%-a elektromos, illetve a verseny is erős. Vonatkozik ez elsősorban Kínára. A távol-keleti ország a Mercedes legjelentősebb piaca, de az elektromos autók piacán a hazai, olcsóbb márkák dominálnak, a piac mintegy 80%-át kínai gyártók adják.⁴ Az erős versenyben a vállalatnak idén árat kellett

¹ [Interbrand](#)

² [MBG](#)

³ [Forbes](#)

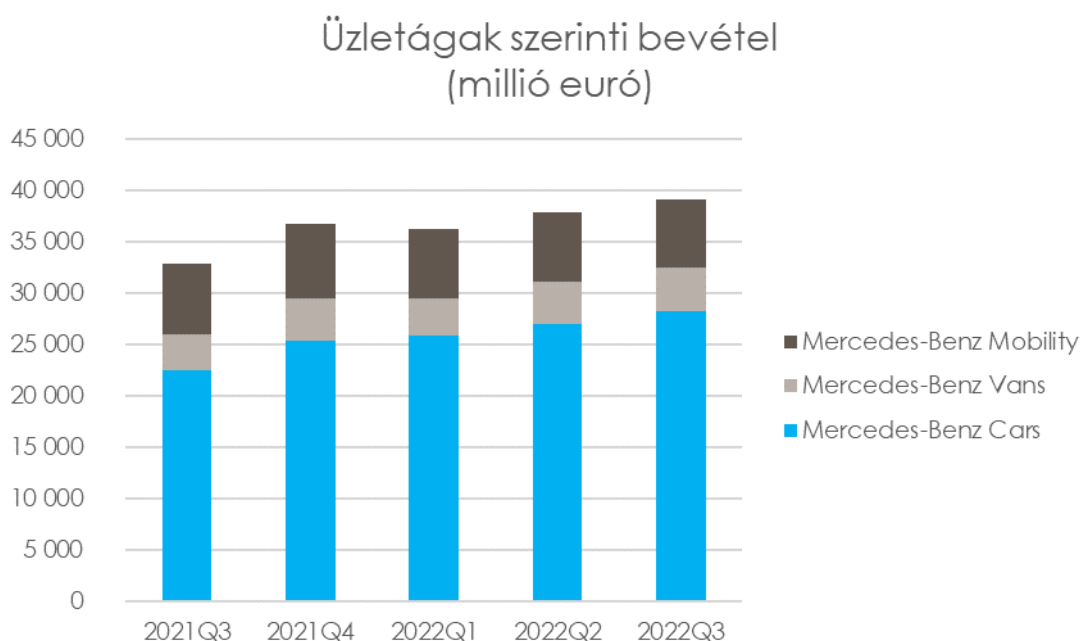
⁴ [Bloomberg](#)

csökkentenie a világ második legnagyobb gazdaságában, miután rosszul mérte fel a helyi piaci lehetőségeit.⁵ A Mercedes jelenleg a világ 16. legnagyobb elektromos autógyártója.⁶

A Daimler Truck leválasztása után három üzletág maradt házon belül: a személygépjárműveket gyártó Mercedes-Benz Cars (MBC), a furgonokat előállításával foglalkozó Mercedes-Benz Vans (MBV) és a Mercedes-Benz Mobility (MBM). Az MBC és az MBV együttesen 2,3 millió járművet szállított le 2021-ben. Az MBM a Mercedes pénzügyi és mobilitási szolgáltatásokat nyújtó részlege. Elsősorban finanszírozási, lízing és biztosítási tevékenységekkel foglalkoznak, de bérleti- és előfizetési, valamint flottakezelési szolgáltatásokat is biztosítanak. 2025-re a vezető mobilitási szolgáltatóvá kívánnak válni a luxuskategóriában.⁷

Pénzügyi számok

Erős harmadik negyedévet zárt a társaság, a folytonos működésből (a Daimler Truck számaitól szűrt) bevétel 19%-kal emelkedett.



1. ábra: Bevétel üzletágak szerinti megoszlása

Forrás: [MBG](#); MKB

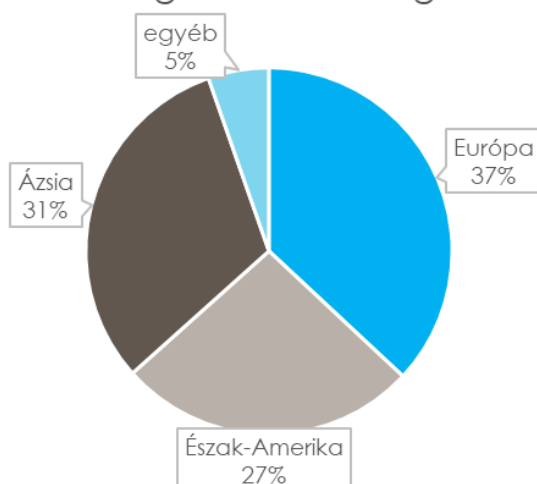
Az 1. ábrán látható a bevétel üzletágak szerinti megoszlása. Feltűnő, hogy az értékesítés közel kétharmadát a személygépjárművek adják. A furgonok a bevétel 11%, a mobilitási szolgáltatások a 17%-át adták a harmadik negyedévben. A növekedés éves alapon 26%-os volt az MBC esetében, míg az MBV szegmens 22%-os bővülést mutatott. A szolgáltatások 4%-kal visszaestek.

⁵ [Bloomberg](#)

⁶ [Bloomberg](#)

⁷ [MBG](#)

Bevétel régiók szerinti megoszlása

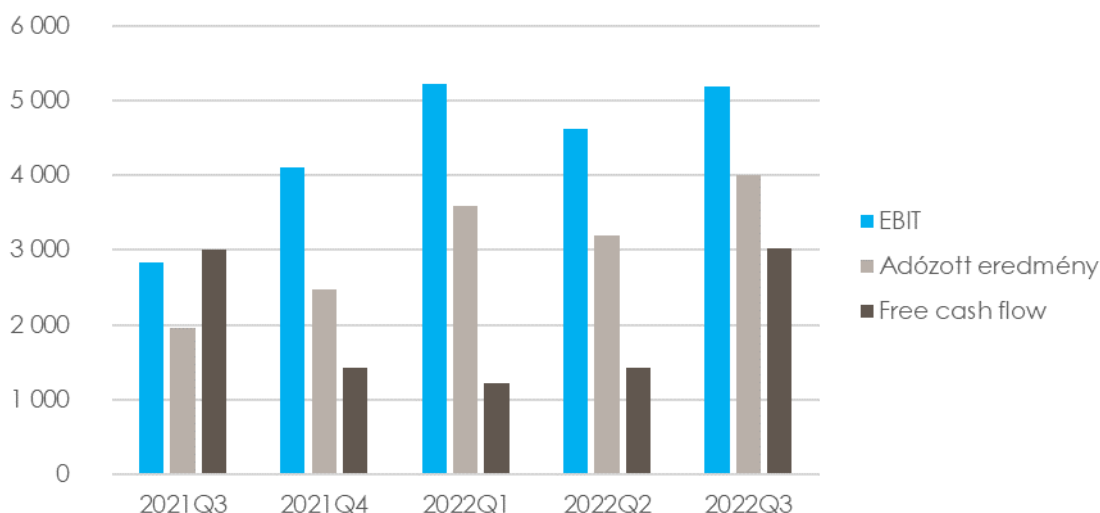


2. ábra: Bevétel régiók szerinti megoszlása

Forrás: MBG; MKB

A bevétel földrajzi megoszlását (2. ábra) vizsgálva az tűnik ki, hogy bár továbbra is Európa számít a legfontosabb piacnak, Ázsia egyre fontosabbá válik és ma már a második legnagyobb szeletet szakítja ki magának a képzeletbeli tortából (31%). Az értékesítés 27%-a Észak-Amerikában történik.

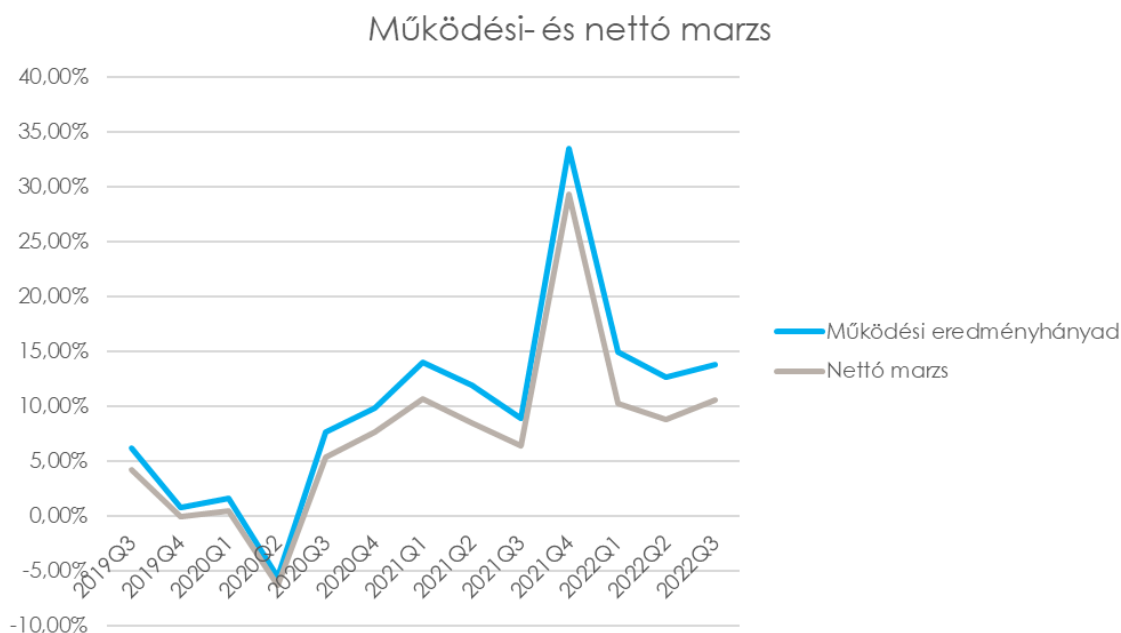
EBIT, adózott eredmény és szabad pénzáramok (millió euró)



3. ábra: EBIT, adózott eredmény és szabad pénzáramok negyedéves alakulása

Forrás: MBG; MKB

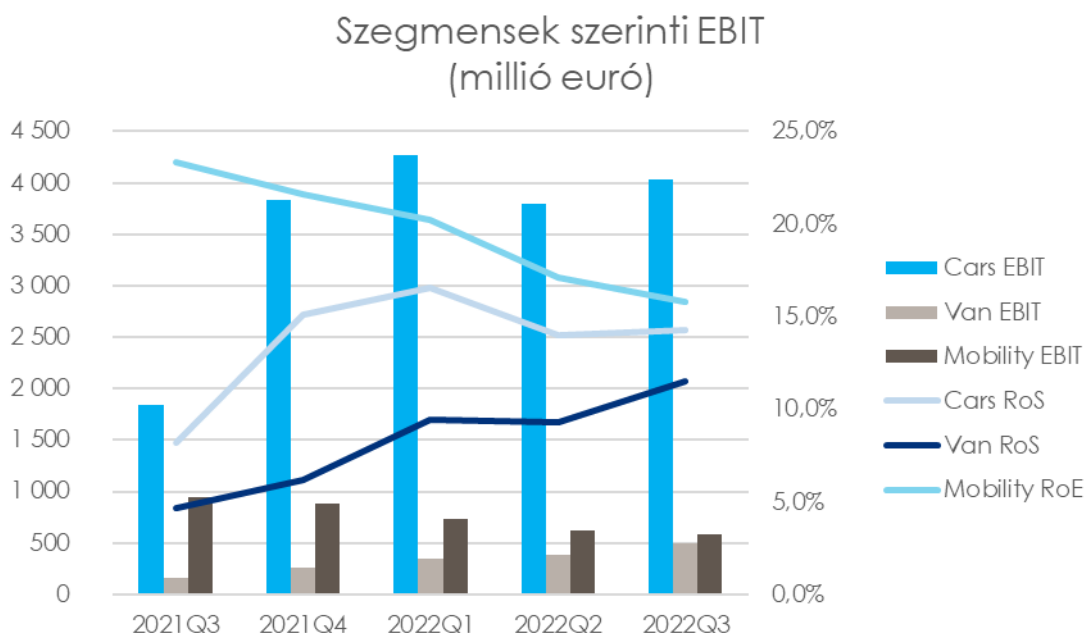
A folytonos működésből származó EBIT 83%-kal emelkedett, míg az adózott eredmény megduplázódott 2021. harmadik negyedévéhez képest. Az ipari termelésből származó szabad pénzáramok ellenben stagnáltak (3. ábra).



4. ábra: Működési- és nettó marzs

Forrás: [MBG](#); MKB

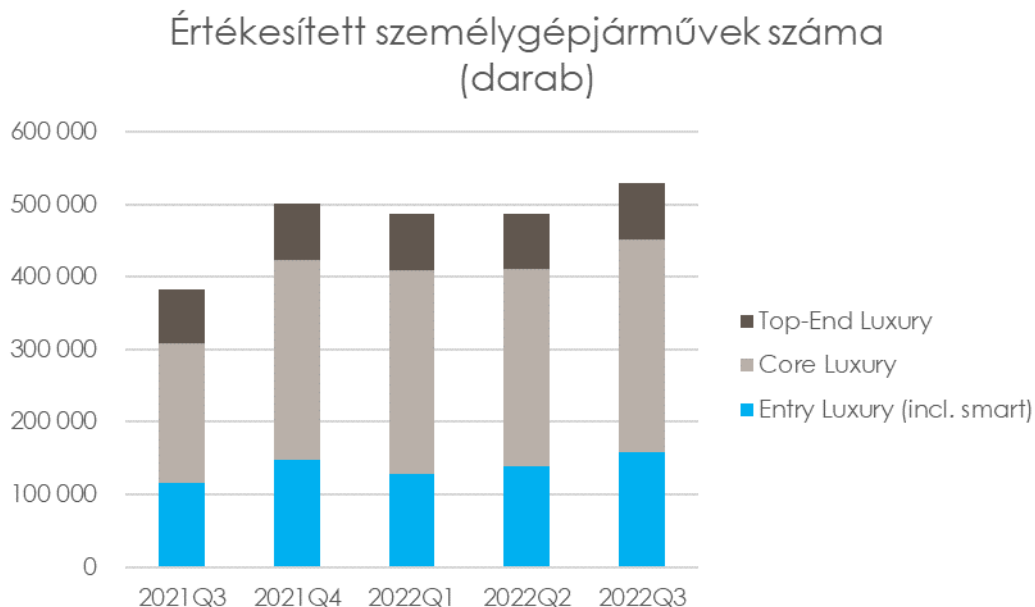
A 4. ábrán a működési eredményhányad és a nettó marzs alakulása látható. Az adatok az idei első negyedévet megelőzően a Daimler Truck eredményeit is tartalmazzák. A koronavírus járványt megelőzően egy eső trendben volt mindkét eredményhányad, majd a pandémia kirobbanását követő mélypont után kilengésekkel, de folyamatosan javulni tudott a társaság működési hatékonysága.



5. ábra: EBIT üzletágak szerinti megoszlása

Forrás: [MBG](#); MKB

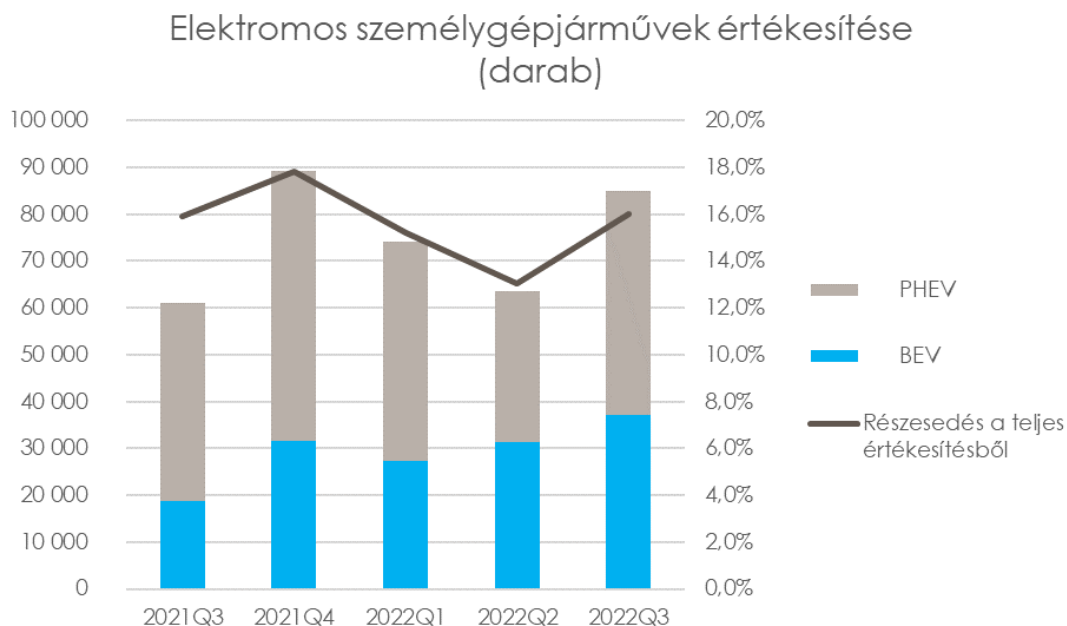
Mint a legnagyobb árbevételű üzletág, nem meglepő, hogy a működési eredményhez is a MBC járul hozzá legnagyobb mértékben, miközben a bevétel arányos jövedelmezőség (Return on Sales – RoS) 8,2%-ról 14,3%-ra emelkedett egy év leforgása alatt. Az MBV szegmens ellenben megduplázta a RoS mutatóját, 4,7%-ról 11,5%-ra javult. A szolgáltatási szegmens sajáttőke-arányos megtérülése (Return on Equity – RoE) viszont romlott (5.ábra).



6.ábra: Értékesített személygépjárművek száma

Forrás: [MBG](#); MKB

A korábban emlegetett felsőkategóriás járművek előretörése egyelőre még nem látszódik az értékesített személygépjárművek számában (6.ábra). Bár volumenében növekedett a topkategóriás autók értékesítése, arányaiban visszaesés volt tapasztalható. Egy évvel ezelőtt még az eladások 19,5%-a tartozott a legmagasabb kategóriába, addig 2022Q3-ban már csak 14,9%-a. Igaz viszont, hogy a belépő szintű járművek részesedése változatlanul 30%-ot tett ki, azaz a középkategória relatív erősödését láthattuk. Az összesített volumen 38%-kal bővült éves alapon. Mivel az autógyártás árbevétele csupán 26%-kal emelkedett, így az árképzési képesség rövidtávú romlásáról beszélhetünk.

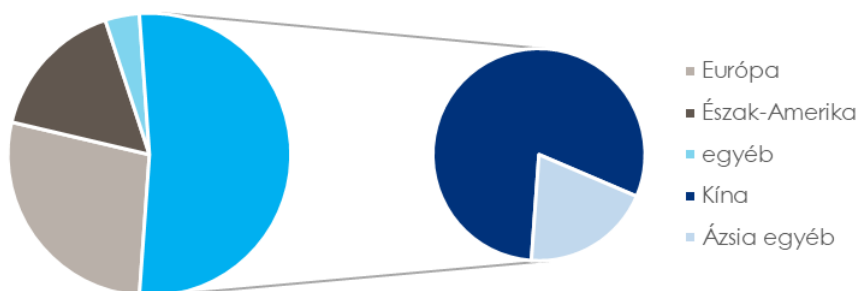


7.ábra: Értékesített elektromos személygépjárművek száma

Forrás: [MBG](#); MKB

A 7.ábra mutatja, hogy a tisztán elektromos autók egyre nagyobb súlyt kapnak a cég portfóliójában. Az elmúlt negyedévek során az elektromos (BEV) és a plug-in hibrid (PHEV) meghajtású gépjárművek az eladott új autók 13-18%-át tették ki. Az egy évvel ezelőtti helyzethez képest a tisztán elektromos meghajtású járművek értékesítési volumene 66%-kal emelkedett, míg a plug-in hibrideké 23%-kal csökkent, így a két kategória most már fej-fej mellett számokat produkál.

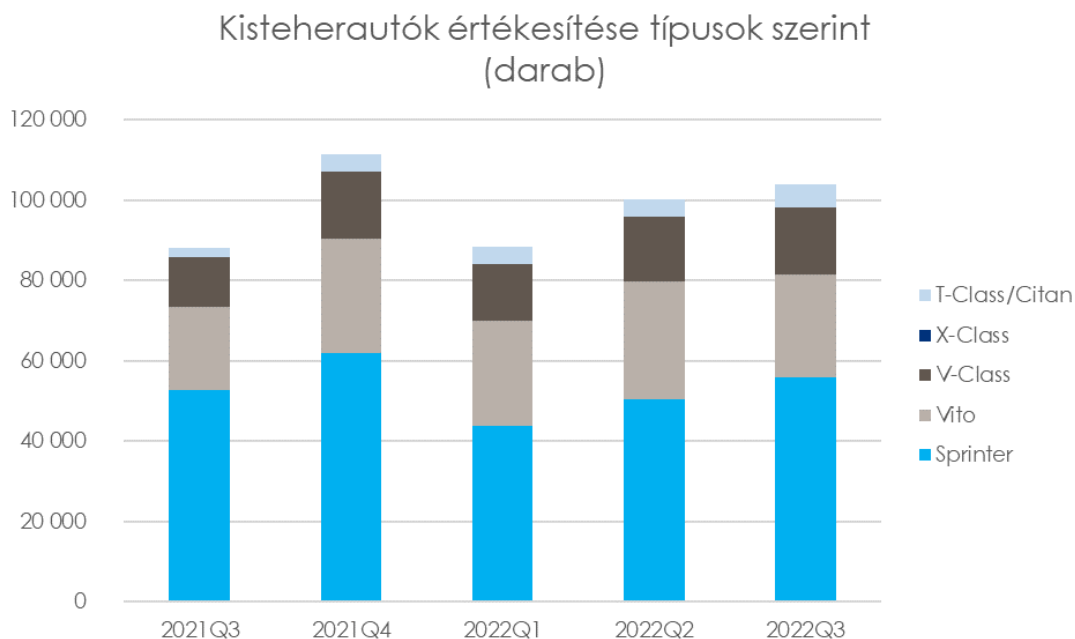
Személygépjárművek értékesítése régiók szerint



8.ábra: Személygépjárművek értékesítésének régiók szerinti megoszlása

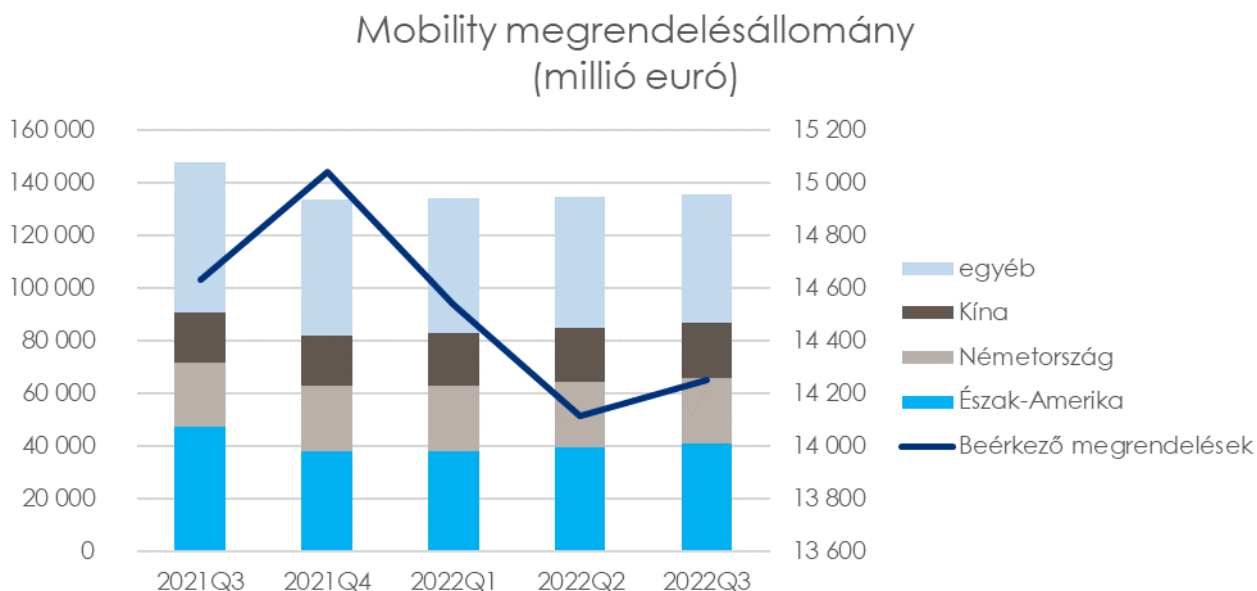
Forrás: [MBG](#); MKB

Míg összesített bevétel soron Európa volt a legjelentősebb, az autóértékesítés esetében Kína már maga alá gyűrte az „öreg kontinenst”. A legutolsó negyedév során minden második Mercedest Ázsiában értékesítettek, Kína pedig az ázsiai értékesítés 80%-áért felelős (8.ábra).



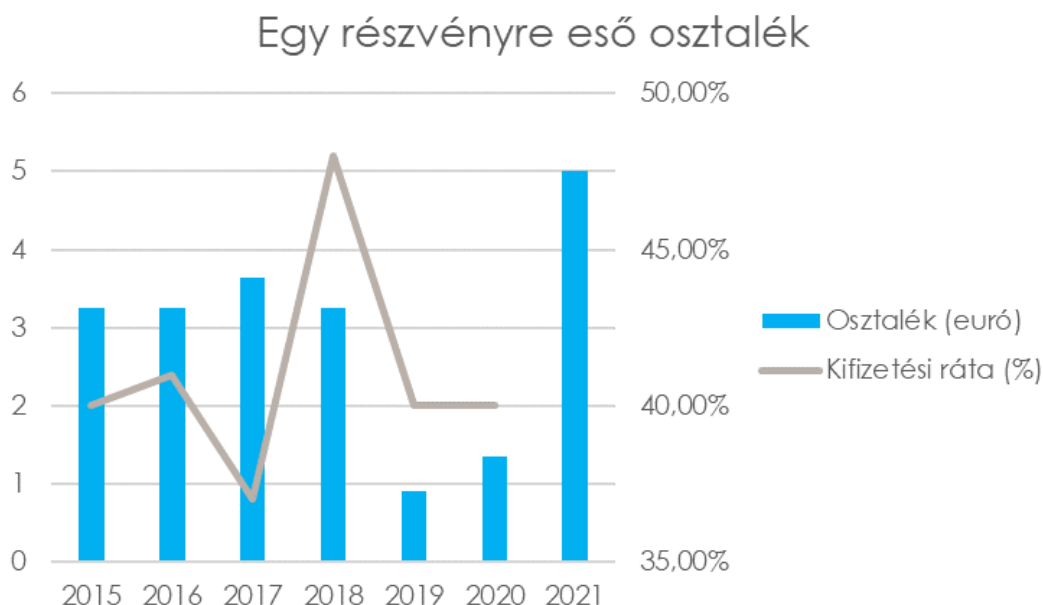
9.ábra: Kisteherautók értékesítése típusok szerint
Forrás: [MBG](#); MKB

A kisteherautó szegmens értékesítési volumene 18%-kal növekedett 2021. harmadik negyedévéhez viszonyítva (9.ábra). Az üzletág árképzési képessége pozitív volt, az innen érkező bevétel magasabb volt, mint a volumenbővülés, azonban nem tudta meghaladni az infláció mértékét.



10.ábra: Mobility üzletág megrendelésállománya
Forrás: [MBG](#); MKB

A szolgáltatási üzletág minden téren visszaesett. A bevétel 4%-kal, az EBIT 39%-kal csökkent. A negyedév során beérkező megrendelések értéke 3%-kal, a teljes megrendelésállomány 8%-kal zsugorodott (10.ábra).



11. ábra: Osztalék értéke és a kifizetési ráta az elmúlt években

Forrás: MBG; MKB

A 11. ábrán az éves osztalék mértéke és a kifizetési ráta látható. 2019-ben és 2020-ban az autóipart ért megpróbáltatások miatt a társaság eredménye is visszaesett, emiatt az osztalék is csökkent. 2021-ben viszont 5 euróra ugrott az egy részvényre fizetett osztalék mértéke, ami 7,8%-os osztalékhozamnak felel meg. A jelenlegi bizonytalan környezetben pedig felértékelődhetnek a magas részvényesi juttatások.

MBG GY Equity 90 Actions 97 Export 98 Settings							
39 ADJ Mercedes-Benz Group AG IFRS 16 2 Periodicity Annuals Cur FRC (EUR)							
1 Key Stats 2 I/S 3 B/S 4 C/F 5 Ratios 6 Segments 7 Addl 8 ESG 9 Custom							
11 BBG Adj Highlights 12 BBG GAAP Highlights 13 Company Model 14 Earnings 15 Enterprise Value 16 EV Ex Operating Leases 17							
In Millions of EUR	2018 Y	2019 Y	2020 Y	2021 Y	Current/LTM	2022 Y Est	2023 Y Est
12 Months Ending	12/31/2018	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021	09/30/2022	12/31/2022	12/31/2023
Market Capitalization	49,123.7	52,816.0	61,835.3	72,321.3	68,662.2		
- Cash & Equivalents	27,785.0	30,082.0	31,779.0	33,650.0	24,248.0		
+ Preferred & Other	-134,478.0	-143,130.0	-139,715.0	-121,061.0	-126,006.0		
+ Total Debt	144,902.0	161,780.0	154,073.0	132,228.0	123,436.0		
Enterprise Value	31,762.7	41,384.0	44,414.3	49,838.3	41,844.2		
Revenue, Adj	167,362.0	172,745.0	121,778.0	133,893.0	144,254.0	146,626.6	150,162.0
Growth %, YoY	2.0	3.2	-29.5	9.9	18.8	9.5	2.4
Gross Profit, Adj	33,067.0	29,165.0	20,522.0	31,000.0	34,246.0	34,417.7	33,930.6
Margin %	19.8	16.9	16.9	23.2	23.7	23.5	22.6
EBITDA, Adj	16,736.0	19,517.0	17,267.0	22,716.0	24,979.0	26,282.1	24,690.0
Margin %	10.0	11.3	14.2	17.0	17.3	17.9	16.4
Net Income, Adj	7,392.2	11,767.1	5,503.7	11,626.3	13,845.0	13,418.9	12,200.7
Margin %	4.4	6.8	4.5	8.7	9.6	9.2	8.1
EPS, Adj	6.91	11.00	5.15	10.90	12.94	12.64	11.36
Growth %, YoY	-24.7	59.1	-53.1	111.6	13.1	15.9	-10.2
Cash from Operations	343.0	7,888.0	22,332.0	24,549.0	17,530.0		
Capital Expenditures	-7,534.0	-7,199.0	-5,741.0	-4,579.0	-3,666.0	-7,490.5	-7,859.4
Free Cash Flow	-7,191.0	689.0	16,591.0	19,970.0	13,864.0	8,555.0	8,870.2

12. ábra: Elemzői várakozások

Forrás: Bloomberg

A menedzsment bizakodó az idei évet tekintve. A társaság útmutatása szerint a csoportszintű bevétel és működési eredmény szignifikánsan meghaladhatja majd a 2021-es számokat, az ipari tevékenységből származó szabad pénzáramok ellenben stagnálni fognak.⁸ A személygépjárművek és a kisteherautók értékesítési volumene kissé emelkedhet majd, a bevétel viszont mindkét esetben szignifikáns növekedést hozhat. A vállalat a mobilitási szolgáltatások esetében enyhe visszaesést vár. A Bloomberg által összegyűjtött elemzői konszenzus szerint (12.ábra) idén összességében 9,5%-kal nőhet a bevétel, a korrigált adózott eredmény 9,2%-kal emelkedhet.

Peer group

A társaság nem tűnik olcsónak a versenytársaihoz viszonyítva, igaz, drágának sem (13. ábra). Az előremutató P/E mutatóban nagyjából a német vetélytársaival egy szinten található, míg az amerikai gyártók általában magasabbra vannak értékelve. Hasonló a helyzet az EV/EBITDA mutató esetében is. Önmagához viszonyítva alulértékelt a Mercedes. Az elmúlt öt évben átlagosan 10,17-es előremutató P/E és 8,61-es EV/EBITDA mutatók mellett kereskedtek a cég részvényeivel.

	MBG	VOW	BMW	F	GM	STLA	RNO
P/E (TTM)	5,31	5,47	3,15	5,97	6,60	2,98	7,30
P/E (FWD)	5,81	5,90	6,15	7,29	6,36	3,26	4,12
EV/EBITDA	4,99	4,05	5,57	7,02	5,81	1,08	7,73
P/S	0,48	0,37	0,43	0,36	0,39	0,28	0,21
P/B	0,84	0,57	0,66	1,28	0,84	0,71	0,37
P/CF	3,91	2,51	2,74	5,85	3,30	2,00	2,80

13.ábra: Peer group
Forrás: [Morningstar](#); MKB

Technikai kép

A részvény október második felében áttörte az év eleje óta tartó csökkenő trendet, illetve újfent a 200 napos mozgóátlaga fölé került a kurzus. Novemberben az 50 napos mozgóátlagot is sikerült legyűrni, így most közel került a „golden cross”, azaz az 50 és a 200 napos mozgóátlag kereszteződése, ami vételi jelzést jelenthet. Mindenesetre az árfolyam emelkedését egyelőre megakasztotta a 65 eurónál húzódó ellenállási szint. Ennek áttörése esetén a 68 és 71 eurós szintek képezhetnek további akadályt. A jelenlegi bizonytalan környezetben érdemes lehet behúzni a stop-ot a 61,50 eurós szinthez, de a bátrabbak egy mélyebb, a beszállási szinttől 10%-ra lévő stop-pal is próbálkozhatnak.

⁸ [MBG](#)

Published on Investing.com, 12/Dec/2022 - 16:06:07 GMT, Powered by TradingView.
 Mercedes Benz Group AG, Germany, Xetra(CFD):MBGn, D

MA (50, close, 0)
 MA (200, close, 0)



Kockázatok

A társaságra ható külső kockázati tényezők már unalomig ismételték.⁹ Az orosz-ukrán konfliktus komolyan rányomja a bélyegét a globális ellátási láncokra. A világ megszenvedi a háborút egyrészt az autóipari beszállítói hálózat sérülésén keresztül, másrészt pedig az energetikai és nyersanyagpiaci turbulenciák éreztetik hatásukat, legyen szó akár elszálló árakról, akár hiányról. A magas inflációs környezet a kamatok további emelésére kényszerítheti a jegybankokat, ami a világgazdaságra, és így az autóipar üzleti környezetére is nyomást helyezhet. Ezek mellett a globális chiphiány sem oldódott még meg, valamint a koronavírus járvány is kockázati tényezőt jelent, főleg a szigorú kínai járványintézkedések tükrében.

A makroszintű kockázatok mellett a társasági rizikófaktorokat is meg kell említenünk. A vállalat luxuskategóriás járművekre való fókuszálásának sikeressége kulcsfontosságú a marzsok javulásának szempontjából. Az elektromobilitás előretörése is tartogat még nehézségeket, hiszen a társaság legnagyobb piacán – Kínában - egyelőre nem tudott átütő sikereket elérni a Mercedes, pedig a stratégia sikeressége nagyban függhet a világ második legnagyobb gazdaságú és legnépesebb országától. A magas osztalékráta vonzóvá teszi a céget, ellenben ennek visszavágása jelentősen rontaná a vállalat attraktivitását.

⁹ MBG

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, veszteségeikért.

4. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valóságáról, 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, hirdetőanyagokat, 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, Részvénytársasági Elemzések menüpontban: <https://www.mkb.hu/elemlzesek> Részvénytársasági 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 értékpapírtitoknak minősülő adatok kezelésére és átadására vonatkozó belső szabályzattal, 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 likviditás 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: 2022.12.12.

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 makromodellt, 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 színtiszta 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 tőke költséggel (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, ha csak 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 leírason (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 tőke költsége (weighted average cost of capital) függ az iparágtól, a kockázatmentes rátától (risk free rate), az adótól, a hitelköltségtől (cost of debt). A saját tőke költségét (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.

Célfolyamunk 12 hónapos alapon, osztalék nélkül értendő, ha csak 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).