

ECB után, Fed előtt - mibe fektessünk most?

2015. május

Tartalom

| | |
|---|----|
| Összefoglaló | 3 |
| Nemzetközi áttekintés..... | 4 |
| Mibe fektessünk a makrogazdasági kilátások alapján? | 5 |
| Magyar kötvénypiaci kitekintő | 6 |
| Hazai makrogazdasági előrejelzések | 7 |
| Mit lép a Fitch május 22-én?..... | 7 |
| Hazai részvénytőzsdéi visszatekintés..... | 9 |
| Hazai részvénytőzsdéi előrejelzések | 9 |
| Régiós részvénytőzsdéi ajánlások..... | 11 |
| Tőzsdére lép a Slovak Telekom..... | 11 |
| Nemzetközi részvénytőzsdéi ajánlásaink..... | 12 |

Összefoglaló

A központi bankok diktálják a tempót

2015 második negyedében is a központi bankok intézkedéseinek következményeit látogatja a piac. Az ECB márciustól kiterjesztette **eszközvásárlási programját** az euróövezet kormányai, intézetei és az európai intézmények által kibocsátott euróalapú, befektetésre ajánlott értékpapírokra is. A tervek szerint a program 2016. szeptember végéig tart, de a piaci szereplők szerint ha a régió gazdasága élénkül, akár korábban is befejeződhet.

Kínában is enyhítenek

A havi 60 milliárd eurós likviditásbővülést a befektetők pozitívan fogadták és mind a részvény-, mind a kötvénypiacok emelkedtek. Ez az intézkedés azonban eltörpül a **kínai lépésekhez** képest. Áprilisban a 19,5%-os kötelező tartalékrátát 18,5%-ra csökkentették, amivel a bankok mozgásteret növekedett, a lépés nagyjából 1,2 trillió kínai jüant, azaz közel 200 milliárd USD-t szabadított fel.

Parkolópályán a dollár: mit lép a Fed?

A **Fed idén már nem száll be pénznyomdába**, de az első kamatemelés továbbra is várat magára. A gazdasági és bizalmi indexek újabb élénkülést tükröznek, de a reálmutatókban még nem látható olyan fellendülés és inflációs nyomás, amely kamatemelést tenne szükségessé. A korábban nyárra várt első monetáris szigorítási lépés az év második felére tolódott, ennek megfelelően a dollár erősödése is megállt az 1,05-ös szint közelében. Az Atlanti-óceán mindkét partján az infláció lett a kulcskérdés.

A defláció reflációja vagy érzéki csalódás?

Az Egyesült Államokban a fogyasztói árindex (CPI) első látásra deflációs veszélyeket tükröz, de figyelembe kell vennünk, hogy a Fed által szorosan követett PCE-mutató még mindig **kielégítő inflációt mutat** Európában, így Magyarországon is a legfontosabb tényező a deflációs nyomás, amely némileg enyhülni látszott az év eleje óta.

Magyarország: akár 1-1,3%-ig csökkenhet az alapkamat

Nem tartjuk valószínűnek, hogy a magyar gazdaságban érvényesülő deflációs nyomás lényegesen változna a következő hónapokban, az idei egész éves átlagos inflációt 0% környékére várjuk. Júniusig 15 bázispontos vágásokkal **1,5%-ig süllyedhet a magyar alapkamat**. Ha a Fed nem kezdi meg a monetáris szigorítást nyáron, akkor véleményünk szerint – egy feltételezett nyári szünettel – a szeptemberi inflációs jelentés után újratekintődhetnek a kamatcsökkentések és 1-1,3%-os szinten állhat meg a jegybank.

Még mindig attraktívak a magyar kötvények, erős a forint

A hazai kötvénypiaci hozamokat a márciusban indult ECB monetáris lazító program hírei mozgatták az elmúlt hetekben. Véleményünk szerint **a hazai 10 éves kötvényhozam hamarosan ismét megközelítheti a januárban elért 3% alatti rekordszintet**. Az ECB mennyiségi enyhítési ciklusa az **euró/forint árfolyamot** 300 környékén tarthatja egész addig, amíg a Fed szándékai világossá nem válnak.

Rég látott rali a magyar részvénypiacon

A magyar „felzárkózási rali” több elemből áll össze: az árfolyamokat felfelé hajtja az orosz-ukrán konfliktus enyhülése, az **ECB pénznyomda indirekt hatása**, a zéró kamatkörnyezetben megnyilvánuló hozaméhség, hazánk felminősítésével kapcsolatos várakozások, az alapkamat csökkenése és a korábbinál **magasabb GDP növekedés**, amely nagyon alacsony inflációval párosul.

Nemzetközi áttekintés

Stabilizálódott az olajár

A második negyedév kulcskérdése, hogy merre mozog tovább az **olaj ára**. Az elmúlt időszakban komoly lendületet adott a világgazdaságnak az olajárak zuhanása. Az elmúlt egy évben **megkezdődött a kínálati oldal alkalmazkodása**, az amerikai kitermelő cégek a vártnál nagyobb mértékben csökkentették beruházási előirányzataikat és az OPEC-en kívüli termelőktől érkező kínálat is szűkülni látszik.

Az **olajár emelkedése nincs kőbe vésve**: az amerikai kitermelők csak fokozatosan építik le kapacitásukat, mert arra számítanak, hogy az év folyamán még magasabbra kerül a fekete arany kurzusa. Ám éppen ez az a tényező, ami leginkább hátráltatja az olajárak emelkedését. A következő OPEC-ülés június 5-én esedékes, ám itt sem várható kvóta vagy termelés-csökkentés a tagok részéről.

Egy esetleges lejtmenet nyomást gyakorolhat az ipari nyersanyagok árára, ennek ellenére a legtöbb elemzőház **60-80 dolláros olajárral** számol az év végén.

Eltérő növekedési pályák

Az alacsonyabb olajár a felhasználást stimulálja, ám a nagyobb importőr országok **GDP** növekedése épp mostanában kezdett lassulni. A feltörekvő régiók növekedési kilátásai a válság előtti szintekhez képest mérsékeltek. Az **IMF** tavaszi prognózisában 2015-ben 3,5 százalékos, 2016-ban 3,8 százalékos **globális gazdasági növekedést** jelzett előre, amely változatlan ütem a januári adatokhoz képest.

Az elemzés szerint a fejlődő gazdaságú országok együttes GDP-növekedése idén 4,3 százalékra mérséklődik a tavalyi 4,6 százalékról. Az IMF szerint az **amerikai gazdaság** bővülése a tavalyi 2,4 százalékról idén és jövőre is 3,1 százalékra nő. Ettől valamelyest elmaradva az **euróövezeti gazdaság** növekedése a tavalyi 0,9 százalékról idén mindössze 1,5 százalékra gyorsul.

Egy tényezőben azonban szinte minden vizsgált ország megegyezik: **inflációjuk 2015-ben nyomottan alakulhat**, bizonyos térségekben deflációs fenyegetés is fellép. Az alacsonyabb nyersanyagárak és a lassan növekvő világgazdaság együttesen mérséklék az inflációt, aminek mértéke rendre az egyes országok által kitűzött inflációs célok alatt alakul.

Divergáló monetáris politika

Mivel **a legfontosabb országcsoportok eltérő gazdasági ciklusban vannak**, monetáris politikájuk ebben az évben szétvált. Az USA-ban a munkaerő-piaci helyzet javulása miatt körvonalazódó béremelkedésre figyelnek, bár a Fed legtöbb tagbankja mérsékeltnak látja a gazdaság növekedését. Az **erős dollár és az alacsony olajárak** összességében kedvezőtlenül érintették a feldolgozóipart és ezen keresztül az egész gazdaságot. Bár az energiaszektorban az amerikai alkalmazottaknak csupán 0,8%-a dolgozik, a kapcsolódó szegmensekben (ipar, pénzügy, egyéb szolgáltatások) ezt meghaladó hatása van a mérsékeltebb olajáraknak. Ezért egyre inkább tolódik az első kamatemelés időpontja.

Európában ezzel szemben az ECB jelentése még márciusban is úgy fogalmazott, hogy több tényező gátolja a gazdasági fellendülés gyorsulását. Az európai szuverén adósságválság (**görögök**) és a geopolitikai feszültségek (**orosz/ukrán helyzet**) visszafogják az övezet növekedését. Egy javuló üzleti és fogyasztói hangulattal jellemzett környezet támogathatja a monetáris politikai intézkedések hatékony továbbítását a reálgazdaság felé. A legfrissebb adatok szerint a tavalyi ősz óta zajló eszközvásárlási program már jelentősen könnyítette az általános pénzügyi helyzetet.

Görög és brit aggodalmak

Épp, hogy csillapodtak a görögökkel kapcsolatos aggodalmak áprilisban, küszöbön a következő esemény. A **május 7-én esedékes brit választások** esetében nem az a kérdés, hogy marad-e a konzervatív és liberális–demokrata kormánykoalíció, hanem hogy újra **napirendre kerül-e a skót függetlenség** kérdése, amely precedenst jelenthetne más, hasonló mozgalmak számára is. Most épp a Munkáspárt a legesélyesebb, hogy vezetésével új kormány alakuljon, akik a kampány során úgy nyilatkoznak, hogy nincs esély formális koalícióra a Skócia elszakadása mellett kampányoló SNP-vel.

A kínai befektetések az év eleje óta kiemelkedően jól teljesítenek. Bár a kínai gazdaság minden jel szerint lassul (idén 7% lehet a GDP-növekedés), a gyenge adatok miatt további monetáris lazító lépésekre spekulálnak a befektetők. Egyre több, tőkeáttételt használó helyi szereplő jelent meg a piacon, a számlanyitások nagysága a 2007-es időszakra emlékeztet. A magánszemélyek vásárlási kedve mellett az ország egyre **nagyobb mértékben nyitja ki részvénypiacait** a nyugati befektetők számára (ld. sanghaji-hongkongi börze összekapcsolása).

Mibe fektessünk a makrogazdasági kilátások alapján?

Kötvénypiaci rali – van még tovább?

Véleményünk szerint **az európai kötvénypiacok túlárzottakká váltak**. Ha az inflációs mutatók a közeljövőben arra utalnának, hogy az ECB a vártnál korábban (2016. szeptember) befejezi kötvénylvásárlási programját, az azonnali eladást váltana ki a teljes európai (főként német, francia, spanyol, olasz) kötvénypiacon.

Az Egyesült Államokban a kamatemelési ciklus közeledte emeli majd a hozamokat, jelentős nyereségre tehát itt sem tehetünk szert, bár a kockázatosabb vállalati kötvénypiacon még található értékteljes befektetést.

Az elmúlt év magyar állam- és vállalati kötvény ralija után limitált potenciált látunk a magyar kötvényekben. Mégis, ha az MNB az év második felében 1,5% alá csökkenti az alapkamatot, az további ralit eredményezne ezen eszközökben. Véleményünk szerint **a hazai 10 éves kötvényhozam hamarosan ismét megközelítheti a januárban elért, 3% alatti rekordszintet**.

10 éves kötvényhozamok alakulása

| | 2014 májusban | 2015 januárban | Jelenleg |
|---------------|---------------|----------------|--------------|
| USA | 2,67% | 2,2% | 2,03% |
| Német | 1,46% | 0,55% | 0,27% |
| Brit | 2,67% | 1,78% | 1,80% |
| Francia | 1,96% | 0,83% | 0,54% |
| Olasz | 3,07% | 1,83% | 1,46% |
| Spanyol | 3,00% | 1,54% | 1,40% |
| Portugál | 3,64% | 2,63% | 2,15% |
| Magyar | 5,45% | 3,74% | 3,37% |
| Görög | 6,23% | 9,53% | 11,4% |

Forrás: Bloomberg, Equilor

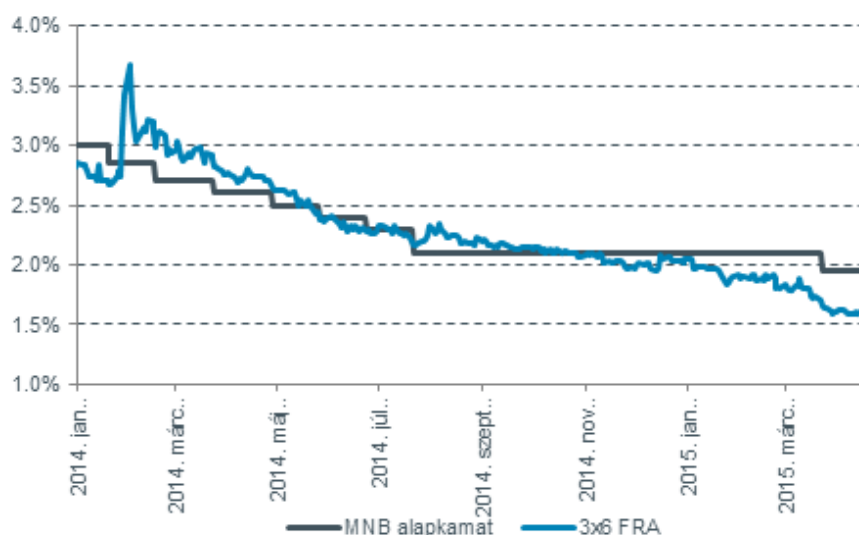
Magyar kötvénypiaci kitekintő

Jót tett az MNB és az ECB a magyar kötvényeknek

Korábbi várakozásunkkal összhangban idén is **vonzóak maradtak a magyar államkötvények a befektetők körében**. Megkezdődött az év elején beharangozott, újabb kamatcsökkentési kör: az elemzői várakozásoknak megfelelően a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa két alkalommal 15-15 bázisponttal csökkentette a jegybanki alapkamatot, így az most 1,8%-on áll. A Monetáris Tanács tagjai az elmúlt hónapokban felkészítették a befektetőket erre a lépésre. Április elején az MNB úgy nyilatkozott, hogy másodkörös deflációs hatásokra számít, és addig csökkenti az irányadó rátát, amíg az inflációs cél elérhető közelségbe nem kerül.

Véleményünk szerint **júniusig 15 bázispontos vágásokkal 1,5%-ig süllyedhet a magyar alapkamat**. A piaci szereplők ez a **kamatszintet** be is árazták már, ezért sem a kötvénypiac, sem a forint árfolyama nem reagált érdemben az MNB első lépéseire.

A piac árazása a határidős kamatok alapján



Forrás: Bloomberg, Equilor

A befektetők arra számítanak, hogy májusban és júniusban még 15-15 bázisponttal csökken az alapkamat, de mi várható azután?

Infláció vs. defláció

A kamatpálya szempontjából meghatározó az első Fed-kamatemelés időpontja. Ha a Fed nem kezdi meg a monetáris szigorítást nyáron, akkor véleményünk szerint a szeptemberi inflációs jelentés után **újrakezdődhetnek a kamatcsökkentések és 1,00-1,30%-os minimumszinten** állhat meg a jegybank. Várakozásunk szerint szeptembertől inkább finomhangolásra; több, kisebb csökkentésre készülhetünk fel, összhangban a Fed és az ECB politikájával.

Ezzel párhuzamosan a hazai 10 éves kötvényhozam hamarosan ismét megközelítheti a januárban elért, **3% alatti rekordszintet**. Nem számítunk arra, hogy a következő néhány 15 bázispontos kamatcsökkentés jelentősen gyengébb forintárfolyamot eredményezne. Rövid távon az ECB mennyiségi enyhítési

ciklusa **az euró/forint árfolyamot a 300 környékén tarthatja** egész addig, amíg a Fed szándékai világossá nem válnak vagy egy váratlan belső/ külső sokk nem rendezi át a jelenlegi egyensúlyt.

Hosszabb távon tekintve fontos változás, hogy **mérséklődik a devizás államadósság aránya**, amely következtében a forint különösebb negatív belső következmények nélkül lehet gyengébb. Mivel a Fed bizonytalansági faktort jelent a kamatpályában, megnövekedett volatilitásra számítnak a második félévben: **az EUR/HUF árfolyam 290-315 között mozoghat idén.**

Mit lép a Fitch május 22-én?

Már csak egy szereplő van hátra a tavaszi körből

A magyar adóssággal kapcsolatban a Fitch Ratings zárja a tavaszi hitelminősítési kört, miután a Moody's nem élt a nyilatkozat lehetőségével, a **Standard & Poor's azonban egy fokozattal feljebb minősítette a magyar államadósságot.** Moody's ezután július 10-én, majd november 6-án veszi górcső alá ismét a magyar adóssósztyázatokat. A Standard & Poor's felülvizsgálati menetrendjében Magyarország legközelebb szeptember 18-án kerül sorra. A kört ismét a Fitch zárja majd november 20-án.

A felminősítés küszöbén?

A **Fitch Ratings** a magyar szuverén adósbesorolást jelenleg a „BB plusz” kategóriában tartja, stabil kilátásokkal. Ez a besorolást egy fokozattal elmarad a befektetési ajánlású kategória alsó szélétől. A Fitch besorolási listáján a forintban kibocsátott hosszú futamú államadósság minősítése ennél egy szinttel jobb, „BBB mínusz”.

Április végén úgy nyilatkozott a Fitch vezető elemzője, hogy egy barátságosabb üzleti környezet javítana Magyarország hitelkockázati besorolásán. Hozzátette azonban, hogy rövid távon nem várható változás a magyar hitelminősítés kapcsán, azaz május 22-én várakozásunk szerint nem kerülünk vissza a befektetésre ajánlott kategóriába.

Az **adósbesorolás változása azonban nem csupán egyetlen tényezőtől függ**, hanem pozitív és negatív trendek következménye, tehát a májusi indoklás különösen fontos lesz, hogy tisztábban láthassunk az őszi köröket illetően.

Hazai makrogazdasági előrejelzések

Izmos makroadatok

A piaci konszenzus **2,7%-os GDP bővülést** vár idén, miközben a munkanélküliségi ráta várhatóan 7,5 százalék alatt stabilizálódik. Az éves átlagos infláció pedig az előrejelzések szerint nem éri el a nullát, -0,1%-ot jelez most előre az előrejelzések mediánja.

Az elmúlt hónapokban több gazdasági mutató is megerősítette véleményünket, hogy idén a **reálgazdaság az erősebb belső fogyasztásból** is profitálhat. Az alacsony infláció következményeképpen reálértéken magasabbak a bérek, ezért úgy tűnik, hogy a kiskereskedelmi forgalomban is visszatérhet a dinamikus bővülés. A frissen indított NHP+ a jegybank számításai szerint további 0,5%-ot adhat hozzá a GDP növekedéshez.

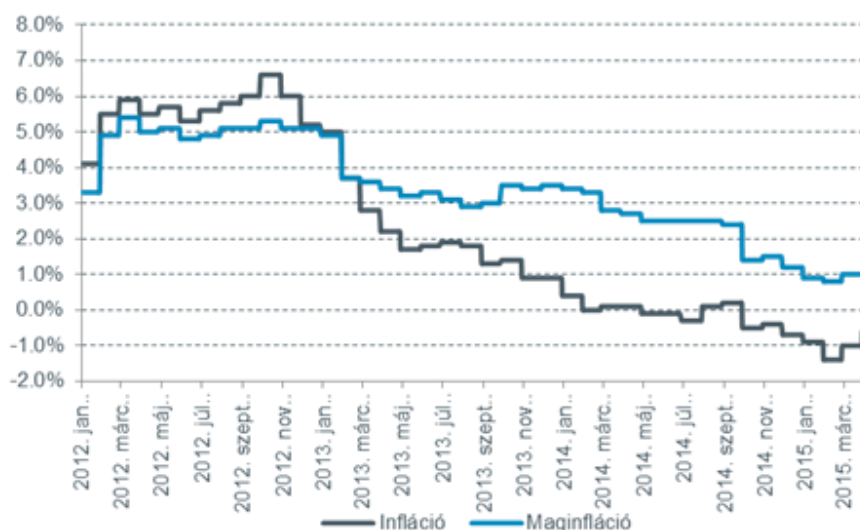
Ennek fényében a **GDP előrejelzésünket felfelé módosítottuk**: idén 2,7% helyett 3,1%-os GDP-növekedéssel számolunk. 2016-ban pedig 2,7%-os GDP-bővülést várunk.

Az infláció vonatkozásában idén 0,1%-os éves átlagos inflációt prognosztizálunk, ez 2016-ban 1,5%-ra emelkedhet majd. **Rövid távon az infláció számottevően elmaradhat a 3%-os inflációs céltől** (de a toleranciasávon belül marad), főként a nyersanyagárak jelentős csökkenése, az alacsony élelmiszer és iparcikkárak és a gyenge külső keresleti környezet következtében.

A fogyasztói árindex az őszi hónapokban emelkedhet szignifikánsan és a tūrési sáv alsó szintjét (2%) 2016 közepére érheti el. A **következő Inflációs jelentés júniusban jelenik meg**, addig a rövid távú ingadozások és az olajár változásai nem fogják befolyásolni a jegybankot a döntéshozatalban.

A kockázatok között **az orosz-ukrán konfliktus, az egész kontinensen érezhető deflációs trend és az euróövezeti fellendülés törékenysége** lehet a legfontosabb 2015 nyarán.

A hazai inflációs mutatók alakulása



Forrás: *Bloomberg*

Equilor makro előrejelzések – 2015. május

| | 2013 | 2014 | 2015e | 2016e |
|------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Reál GDP | 1,4% | 3,4% | 3,1% | 2,7% |
| Fogyasztói árindex átlag | 1,7% | -0,2% | 0,1% | 1,5% |
| Fogyasztói árindex év vége | 5,0% | -0,9% | 1,2% | 2,0% |
| Államháztartási egyenleg | -2,2% | -2,6% | -2,4% | -2,4% |
| Államadósság (GDP-arányában) | 77,3% | 76,9% | 76,4% | 76,1% |
| EUR/HUF | 296,7 | 315 | 310 | 320 |
| USD/HUF | 215,9 | 261,3 | 295 | 280 |

*tényadatok, államadósság az MNB alapján

Forrás: *Bloomberg, Equilor*

Hazai részvénytársasági visszatekintés

A magyar piac lett a sztár

Megtört az évek óta tartó lejtmenet a magyar részvénytársaságon 2015-ben. Az árfolyammozgás döntően az ECB kötvényvásárlási programjához kötődik, mivel a felszabaduló pénzek nem csupán a kötvénytársaságon, hanem a részvénytársaságon is lecsapódtak.

A befektetők a klasszikus rotációs elmélet alapján ezeket az összegeket azokra a borszerekre irányították, amik kimaradtak az elmúlt 4-5 év rallyjából. Önmagában ez nem lett volna elegendő a **BUX-index év eleje óta számított 30%-os rallyjához**, mert a magyar részvények katalizátorai januárban még nem voltak jelen.

Február elején a magyar állam, az Erste Bank és az EBRD közös megállapodás utat nyitott a **bankadó 2016-tól tervezett lépcsőzetes csökkentése** előtt, ami összességében majdnem 50%-os felértékelődést eredményezett az **OTP** kurzusában.

A **MOL** esetében az olajárak első negyedévben látott kifeneklése hozta meg a vételi kedvet, ráadásul az INA-ügy miatti óvatosság is csökkent valamelyest. Az olajáresést a finomítói és vegyipari szegmens bővülése kompenzálhatja majd, emellett a társaság esetében továbbra is rendkívül nagy az akvizíciós potenciál.

A **Richter** megítélésének javulását részben az orosz/ukrán konfliktus enyhülése és a globális gyógyszerpiaci akvizíciós hullám fellendülése okozta, de a befektetők továbbra is optimisták a folyamatban lévő Esmya/Cariprazine vizsgálatok kapcsán. További pozitívumot jelenthet a **Richter** számára a június közepén várt FDA döntés a Cariprazine-ról.

A hazai társaságok megítélését az áprilisban meglebegtetett **társaságiadó-csökkentés** is pozitívan befolyásolta (19%-ról 10%-ra), ám a kabinet a 2016-os költségvetésben nem szerepeltette ezt az ötletet, illetve a további szektoradók (távközlési adó, közműadó) ötletét sem.

Hazai részvénytársasági előrejelzések

Kifulladt a Telekom-rali

A **Magyar Telekom** esetében a jelenlegi árszinteken (410 forint) semleges az ajánlásunk. Bár a részvényárfolyam idén 20%-kal értékelődött fel, ennek nagy részét a szektoradók (távközlési, közmű) csökkentéséhez kapcsolódó várakozás vezette. Mindez azonban a 2016-os költségvetés tervezet alapján nem valósul meg, ami nagyjából 200 forintos felértékelődési potenciáltól fosztja meg a befektetőket.

Mindenknek azonban pozitív hatása is lehet, hiszen a Magyar Telekom és a szektortársak működése már idomult az extra terhekhez, ebből fakadóan a **negyedik mobilszolgáltató (DiGi) megjelenése évekkel későbbre tolódhat**, ami a fogyasztóknak kevésbé kedvező, a befektetőknek viszont egy pozitív, ám jelenleg nehezen számszerűsíthető momentum.

A Magyar Telekom 2015-ben nem fizet osztalékot, 2016-ban pedig **legalább 15 forintos osztalék** várható. Számításaink szerint az osztalék 2015-ös visszatartásával a 45,7%-os eladósodottsági mutató 2015 végén 40% közelébe, míg 2016-ban az osztalékfizetést követően 35% közelébe eshet, tehát **2017-től kezdve legalább 30 forintos osztalékra számítnak** a vállalat részéről.

Továbbra is vonzó a
MOL

A MOL felértékelődését ugyan fékezi az INA-ügy rendezetlensége, ám a jelenlegi árfolyam (15.300 forint) környékén továbbra is optimisták vagyunk. A legfrissebb hírek alapján májusban ülhetnek tárgyalóasztalhoz a felek, ám a gyors megegyezést hátráltatja, hogy **2015 végén/2016 elején ismét parlamenti választások lesznek Horvátországban**.

Mindez a horvátok részéről kisebb kompromisszumkészséget jelent, mert a régi és az új kormány számára is előnyösebb lenne, ha az INA-ügyben az új kormány döntene, Erre leghamarabb 2016 tavaszán kerülhet sor.

A MOL részvénye az év eleje óta 32%-kal értékelődött fel, ami döntően az **olajárak emelkedésének** és a finomítói marzsok tágulásának köszönhető. A helyzet furcsasága, hogy a MOL finomítói kapacitásai napi 423 ezer hordónyi kőolaj feldolgozását tennék lehetővé, ám közben a MOL olajtermelése mindössze napi 35 ezer hordóra rúg. A MOL-csoport teljes szénhidrogén-termelése 2014. negyedik negyedévében napi 103,5 ezer hordóra emelkedett, amiből kb. 69 ezer hordót tett ki a földgáz, illetve a kapcsolódó kondenzátumok felszínre hozatala. Vagyis a MOL jelenleg inkább olajfinomítónak mondható.

A pénzügyi mutatók tekintetében 2015 első negyedéve a bázishoz képest tágabb finomítói árrekeket eredményezett, további profitbővülésre a második-harmadik negyedévben számítunk. Idén 17.000 forintig emelkedhet a kurzus.

Felminősítési rali az
OTP piacán

Az **OTP** részvényei 2015 első négy hónapjában majdnem 60%-kal értékelődtek fel. A januári pangást követően február elején a magyar állam, az Erste Bank és az EBRD közös megállapodás utat nyitott a bankadó 2016-tól tervezett lépcsőzetes csökkentése előtt. Mindez kiegészült azzal a piaci várakozással, hogy **Magyarország 2015-ben a hitelminősítőknél visszakerülhet a bővliből a befektetésre ajánlott kategóriába**. Március 6-án a Moody's ugyan egy szinttel javította besorolásunkat, ám ezzel is csak a bővli kategória felső határára kerültünk. Az OTP vonzerejét emellett az **ECB márciusban elindított kötvényvásárlási programja is növelte**.

Az OTP befektetői jelenleg azzal számolnak, hogy az **orosz/ukrán működésben látott visszaesés idén megáll** és 2016/2017 folyamán ismét profitot termelnek majd a leánybankok. Az OTP motorja továbbra is hazai működés maradt, ahol a devizahiteles ügy rendezése és a bankadó tervezett csökkentése javította a csoport profitpályáját. A hazai befektetési szolgáltatókat érintő potenciális befizetések a társaság szerint 57 milliárd forint körüli veszteséget jelenthetnek, bár ez az érték még változhat a következő hónapokban. Az OTP esetében a felminősítéshez kapcsolódó várakozások és az ECB programja marad a vonzerő 2015-ben, ám az év eleje óta látott 50%-os emelkedést követően a szektortársakhoz viszonyítva érdemben csökkent a diszkont, ebből fakadóan a további felértékelődés dinamikája lassabb marad. Összességében **optimisták vagyunk az OTP részvényei kapcsán, idén 6300-6400 forintos árfolyamot prognosztizálunk**.

Richter: a nyár lesz
fontos

A **Richter**-részvények lemaradók voltak az első negyedévben (+5%), ám április első heteiben bőven ledolgozták hátrányukat a papírok. Az orosz rubel erősödése és a FÁK-piaci kockázat enyhülése mellett a befektetők a következő hónapok eseményeire koncentráltak. A menetrend szerint mind a **Cariprazine**, mind az **Esmya** vonatkozásában a nyár folyamán várható előrelépés, ami további árfolyam-emelkedést vetít előre.

A globális **gyógyszeripari fúziók elvben támogatják a Richter árfolyamát**, azonban a Magyar Nemzeti Vagyonkezelő 25%-os pakettje komoly gátat képez egy felvásárlási sztori kialakulásában. Az MNV egyébként csak közvetett tulajdonos, hiszen ezen részvénytársaság a Richter részvényeire váltható kötvények fedezetét képezi. **Összességében optimisták vagyunk a Richter részvényei kapcsán, idén 4800 forint feletti árfolyamot prognosztizálunk.**

Elmű, Émász is távozna a tőzsdéről?

A hazai tőzsdén kereskedett kis- és közepes kapitalizációjú részvények esetében továbbra is az esetleges kivásárlási spekulációk dominálnak. Az **ELMŰ** és az **ÉMÁSZ** esetében rendszeresen felröppen az a pletyka, hogy a magyar állam részben vagy egészben átvinné az RWE, illetve az EnBW pakettjét. Mindez a hatályos jogszabályok alapján az államot nyilvános vételi ajánlat megtételére kötelezné, ezen tranzakciók esetében pedig a legutolsó, auditált/konzolidált éves beszámolót kellene figyelembe venni. Ez azt jelenti, hogy az Elmű esetében 24.690 forintos, míg az Émász esetében 23.200 forintos árat kellene kínálni a részvényekért.

Régiós részvénytársasági ajánlások

Figyeljünk a CEZ osztalékára

Rövid távon komoly potenciált látunk a **CEZ** részvényében. Egy 2011 óta húzódozó ügyből kifolyólag a CEZ akár 5 milliárd koronás adó-visszatérítéshez juthat, ha a cseh bíróság implementálja az európai szervek döntését. Ez azt jelenthetné, hogy a már jelenleg is attraktív, várt 35-40 koronás osztalék akár 45 koronára is nőhet, amely **7%-os osztalékhozamot jelentene** a zéró kamatkörnyezetben.

Az osztalék emelése mellett szólhat az is, ha a CEZ a korábbi várakozásoktól eltérően nem tesz ajánlatot a Szlovák Villamos Művek részesedésére. Az osztalékról május közepéig nyilatkozik a menedzsmant, az első negyedéves eredményeket május 12-én teszik közzé.

A prágai tőzsde szempontjából nagyon kedvező tényezőt jelent a **Slovak Telekom** tőzsdére kerülése, mivel a **cseh O2** feldarabolását követően a távközlési szektor reprezentációja visszaesik a cseh parketten.

Tőzsdére lép a Slovak Telekom

A DT újabb leánya kerül tőzsdére

Nagyjából kétévnyi huzavona után a pozsonyi, illetve a londoni parketre vezetik be a szomszédos Slovak Telekom részvényeit. A távközlési szolgáltató anyavállalata megegyezik a **Magyar Telekom**éval, mindkét cég esetében a Deutsche Telekom (DT) a főtulajdonos.

A Slovak Telekomban 51%-os tulajdonos a DT, a maradék 49% pedig jelenleg szlovák állami vállalatok kezében van. A tőzsdére lépést követően ez a 49%-os pakett kerül új befektetők kezébe. Ez utóbbi 42.341.537 darab részvény jelent, a kibocsátási ársáv pedig **17,70 és 23,60 euró között van**. A nagyobb tőzsdei forgalom érdekében a részvényeket a londoni és prágai tőzsdére is bevezetik majd, ahol amerikai dollár (USD), illetve cseh korona (CZK) formájában lehet majd kereskedni a részvényekkel.

A **Slovak Telekom működése nagyban hasonlít a Magyar Telekoméra**. A szlovák vállalat 900 ezer előfizetője révén a vezetékes hangpiacon 84%-os részesedéssel rendelkezik, míg a szélessávú internet-előfizetések egyharmadát tudhatja magáénak.

A mobil hangszolgáltatások tekintetében 2,2 millió ügyfele 32%-os piaci részesedést jelent, ami nem sokkal marad el a piacvezető Orange 40%-os

arányától. A piac további szereplője az O2 (12%), illetve más, kisebb szolgáltatók (18%).

A Slovak Telekom vonzerejét az adja, hogy a Magyar Telekommal ellentétben nincs adóssága, ugyanakkor jelentős készpénzállományon csücsül. Ennek köszönhetően a menedzsment továbbra is 50-80%-os sávban szeretné tartani az osztalékfizetési rátát. A becsült osztalékhozam 2-3% körül alakulhat.

Gondot jelent, hogy a mobil hangszolgáltatási piacra nemrég két új szereplő lépett be (Swan és Benestra), akik jelentős versenyt generálhatnak ebben a szegmensben. Mindez a Slovak Telekom működésére is negatívan hathat, hiszen a profitabilitási rátát tekintve eddig **a szektor átlagát meghaladó mutatókkal** (38%-os EBITDA-marzs, 12%-os üzemi eredményhányad, 9%-os nettó eredményhányad) rendelkeztek, a verseny növekedése viszont lejjebb szoríthatja ezeket az értékeket.

Nemzetközi részvénypiaci ajánlásaink

Az elmúlt 6 hónapban a **sanghaji index 90% feletti pluszt** könyvelhetett el, japán tőzsde 30% felett emelkedett, ezt követték az európai részvények 20%-körüli plusszal. A sereghajtó ezúttal az amerikai index volt 8%-os, saját devizában mért teljesítményével. A kínai növekedési kilátások megtorpanása miatt a következő negyedévben inkább **Japánra** és **Európára** koncentrálnánk.

A szegmenseket tekintve alkalmazkodunk az európai pénznyomda logikájához és nem is iparágakra, hanem azokra az országokra koncentrálnunk, amelyek a legtöbbet nyerhetnek: **Németország** a kedvencünk.

Az iparágakat tekintve főként az európai **bank/pénzügy**, a **tartós fogyasztási cikkek**nél, ezen belül az **autóiparban** illetve egyes **IT** iparágakban látunk fantáziát.

Ha autó, akkor Daimler

Az **autógyártók** az egyre növekvő kereslet mellett **fokozatosan javítják profitabilitási mutatóikat**, azaz az árbevétel mind nagyobb százalékát tudják nyereségként elkönyvelni. Ez pedig az egy részvényre jutó nettó profit növekedését vonja magával. Meglátásunk szerint **ez a tendencia 60-70 dolláros olajár mellett is fennállhat**. Tavaly az olcsóbb üzemanyag miatt felszabaduló források egyik nyertese az autógyártók szektora volt, soha nem látott kereslet mutatkozott a német gyártók modelljei iránt.

A három nagy német autógyártó közül **a Daimlerben látjuk a legnagyobb potenciált**. A Daimler német konkurensekkel szembeni értékeltisége EV/EBITDA és P/E alapon is magasabb, ugyanakkor növekedési kilátásai is kedvezőbbek a BMW-nél és különösen a Volkswagennél.

A Daimler cégvezetése a több rekordot is felállító 2014-es évet követően szignifikáns növekedésre számít 2015-ben is a főbb eredményesorok tekintetében (részleteket egyelőre nem közöltek). Az első negyedéves gyorsjelentés erős évkezdést jelzett (árbevétel +16%, EBIT +63%, nettó profit +89%), mely mindenképpen pozitívum az éves kilátások tekintetében. A Daimler 2020-ig tartó középtávú stratégiája egyre kifizetődőbbnek látszik, az idén indított Next Stage program pedig tovább javíthat az eredményességen.

A Daimler új Mercedes-Benz modellekkel kívánja növelni az értékesítéseket, a teljes forgalom idén 5-10%-kal emelkedhet; amely kedvezőbb, mint a Volkswagen évi 4%-os várakozása. Az értékesítések növelése érdekében idén kerül a szalonokba a CLA Shooting Brake, a BMW X6-es konkurensének számító GLE Coupe, illetve a feltámasztott Maybach luxuslimuzin és az AMG GT sportautó.

| | Piaci kapitalizáció (mrd EUR) | Előretekintő P/E | EV/EBITDA | Bruttó profit-marzs | EBITDA marzs |
|---------------------|-------------------------------|------------------|-------------|---------------------|---------------|
| Daimler | 93,61 | 11,31 | 4,9 | 21,99% | 12,50% |
| Volkswagen | 108,41 | 9,01 | 3,6 | 19,55% | 14,63% |
| GM | 51,53 | 7,34 | 3,0 | 12,30% | 8,79% |
| Ford | 56,45 | 9,43 | 4,7 | 12,92% | 6,87% |
| BMW | 69,20 | 10,99 | 4,5 | 20,01% | 13,50% |
| Renault | 27,63 | 9,12 | 4,8 | 18,90% | 10,02% |
| Peugeot | 13,40 | 15,5 | 2,7 | 16,50% | 8,39% |
| Szektorátlag | -- | 10,38 | 4,03 | 17,45% | 10,67% |

Forrás: Bloomberg, Equilor

Félvezetőkől vezetők

Az autóipar fellendüléséből a beszállítók is profitálnak. Az autóvásárlók nem csak a menetteljesítmények terén várnak el fokozatos javulást az új modellek terén, hanem a vezetőt támogató infrastruktúrát illetően is. Éppen emiatt ezek a járművek egyre „okosabbá” válnak, a technológia exponenciális térnyerése pedig megkérdőjelezhetetlennek látszik. Ebből következően a beszállítók közül a félvezetők szektorában látunk potenciált.

Az Infineon az idei évben jelentős növekedést érhet el. Az árbevétel 24%-kal, az EBITDA 26%-kal emelkedhet, a nettó profit 20%-os emelkedést mutathat. Megítélésünk szerint az Infineon idei éves előrejelzése túlságosan óvatos, a vállalat csupán 10-14%-os bevétel növekedéssel számol. Érdeemes megjegyezni, hogy az Infineon előrejelzési általában konzervatívak, a januári pozitív korrekció előtt 6-10%-os bevétel növekedéssel számoltak.

Ez pedig azt jelenti, hogy a részvényárfolyam jelenleg a vállalat saját növekedését tükrözi, ám a konszenzus jóval nagyobb potenciált lát a működésben. A vállalat első negyedéves jelentésével megjelenő éves kilátásait várhatóan felfelé korigálja, amely lökést adhat az árfolyamnak.

A szigorodó károsanyag-kibocsátási normák miatt az autógyártók az alternatív üzemű járművek felé fordulnak, a hibridhajtás egyre nagyobb teret nyer. A hibrid és elektromos autók rendszeréhez szükséges félvezetők piacán több, mint 20%-os részesedéssel bíró Infineon számára ez kedvező.

Az elektromos autók más megközelítésben

A tisztán elektromos hajtású autók pedig még több elektronikai megoldást igényelnek, melyet a megfelelő portfólióval rendelkező Infineon ki tud szolgálni. Az Infineon árbevételének közel 50%-át adó autóiipari szegmens növekedése a csoport szintű eredményeket is javíthatja. Az Infineon néhány stratégiai partnere az autóiiparban (mely szinte lefedi az összes nagy beszállítót): Bosch, Delphi, Continental, Denso, Hyundai, Magneti Marelli, Valeo.

Az Infineon második legnagyobb szegmense, **az árbevétel körülbelül 30%-át adó energiagazdálkodási ágazat szintén kedvező kilátásokkal rendelkezik.** Ezt erősíti a tabletek és a mobiltelefonok iránti növekvő kereslet, valamint a kínai 4G/LTE hálózat kiépítése is. A gyorsabb hálózaton kommunikálni tudó készülékek alkatrészigénye magasabb, mely készülékenként is nagyobb bevételt jelent az Infineon számára. Stratégiai partnerek között vannak a legnagyobb kínai telefongyártók (ZTE, Huawei), az LG, a Dell, az Ericsson, az IBM és a Samsung.

Az Infineon két kisebb divíziójával kapcsolatban is optimisták vagyunk. Az **ipari energiaszabályozási** részleg felfutását a kínai szélerőmű telep kiépítése, valamint a Tesla autógyártó megrendelése támogatják. További partnerek még az európai szélerőművek piacán vezető Vestas, a Siemens, a Schneider Electric, az ABB és a Toshiba.

A **chipkártyák és biztonsági üzletág** számára a bankkártyás vásárlások egyre szélesebb körű felhasználása jelent előnyt, valamint az elektronikus útlevelek elterjedése is. Emellett a mobiltelefonokban alkalmazott biztonsági megoldásokban is képviselteti magát az Infineon. Egyebek mellett elnyerte a **Samsung S6 és S6 Edge** biztonsági rendszerének kidolgozását, mely fokozatosan jelenik meg a készülékekben (a Samsung több beszállítótól is rendel). A jelenlegi számítások szerint a boltokba kerülő S6-os készülék fele már az Infineon rendszerét tartalmazza, ez az arány pedig javulhat a jövőben.

Mindent lát a Mobileye

Őrületes tempóban zajlik az **önjáró autókhoz szükséges eszközök fejlesztése** az izraeli Mobileye nevű vállalatnál. Bár a társaság csak 2014-ben jelent meg a tőzsdén, a nagy autógyártókkal kötött partneri megállapodásai hosszú évekre nyúlnak vissza.

A **Mobileye különlegessége**, hogy az adaptív tempomatot, a közlekedési táblák felismerését, a vészfékezést és a sávelhagyásra figyelmeztető jelzéseket **egyetlen kamerába és a hozzá tartozó chipbe integrálta a társaság**, míg a konkurens termékek jelenleg 2-3 kamerát és komplex rendszereket használnak. A Mobileye jelenleg 18 autógyártóval áll szerződésben, jövőre összesen 247 modellben találkozhatunk a társaság fejlesztéseivel. A Mobileye az elmúlt éveket nullszaldó körül zárta, ám a következő időszakban termőre fordulhatnak a fejlesztések, ami jelentős ugrást eredményezhet a következő 1-2 évben.

Kapcsolat

| | |
|--------------------------------|--|
| Elemzési kapcsolattartó | Kuti Ákos akos.kuti@equilor.hu + 36 1 436 7015 |
| Belföldi részvény desk | + 36 1 430 3985, + 36 1 430 3991, + 36 1 430 3999 |
| Állampapír/Kötvény desk | + 36 1 436 7018 |
| Intézményi desk | + 36 1 808 9201 |
| Derivatív desk | + 36 1 430 3995 |
| Private Banking | + 36 1 436 7019 |
| Front Office | + 36 1 430 3980 |

Kiadó



Equilor Befektetési Zrt.

H-1037 Budapest, Montevideo u 2/C

Tel: + 36 1 430 3980, Fax: + 36 1 430 3981

equilor@equilor.hu, www.equilor.hu

Lezárva: 2015. május 4. **FONTOS FIGYELMEZTETÉS**

JELEN BEFEKTETÉSI ELEMZÉS HIRDETÉSNEK MINŐSÜL ÉS NEM A BEFEKTETÉSI ELEMZÉS FÜGGETLENSÉGÉNEK ELŐMOZDÍTÁSÁT CÉLZÓ JOGI KÖVETELMÉNYEKNEK MEGFELELŐEN KÉSZÜLT, EGYÜTTAL NEM VONATKOZIK RÁ A BEFEKTETÉSI ELEMZÉS TERJESZTÉSÉT, KÖZZÉTÉTELÉT MEGELŐZŐ ÜGYLETKÖTÉSRE VONATKOZÓ TILALOM.

JELEN DOKUMENTUM SEM ÖNMAGÁBAN, SEM RÉSZBEN NEM KÉPEZ AJÁNLATOT, VAGY FELHÍVÁST SEMMILYEN TŐKEPIACI INSTRUMENTUM JEGYZÉSÉRE, VAGY MEGVÁSÁRLÁSÁRA, ÉS SEM MAGA A DOKUMENTUM, SEM ANNAK BÁRMELY TARTALMA NEM TEKINTHETŐ SEMMILYEN SZERZŐDÉSKÖTÉSRE, VAGY KÖTELEZETTSÉGVÁLLALÁSRA TÖRTÉNŐ ÖSZTÖNZÉSKÉNT. A DOKUMENTUM, VAGY ANNAK TARTALMÁNAK ILYEN FELHASZNÁLÁSÁBÓL, ILLETVE AZZAL ÖSSZEFÜGGÉSBEN BÁRMELY MÁS MÓDON KELETKEZŐ ESETLEGES VESZTESÉGEKÉRT AZ EQUILOR ZRT. FELELŐSSÉGET NEM VÁLLAL.

A DOKUMENTUMBAN FOGLALT INFORMÁCIÓK TÖBB, KÜLÖNBÖZŐ FORRÁSBÓL SZÁRMAZNAK, ÉS AZ EQUILOR NEM GARANTÁLJA AZOK PONTOSSÁGÁT, VAGY TELJESSÉGÉT. EZEN INFORMÁCIÓK FRISSÍTÉSE, VAGY A JELEN DOKUMENTUMBAN TÁRGYALTAK ALAPJÁN TÖRTÉNŐ TANÁCSADÁS NEM TARTOZIK AZ EQUILOR FELADATAI KÖZÉ.

AZ EQUILOR BEFEKTETÉSI ZRT. MUNKAVÁLLALÓI ÉS ÜGYFELEI AZ ELEMZÉSBEN SZEREPLŐ BEFEKTETÉSI TERMÉKEK ÉS SZÁRMAZTATOTT INSTRUMENTUMOK TEKINTETÉBEN POZÍCIÓKKAL RENDELKEZHETNEK, MELYEK AZ ELEMZÉSTŐL FÜGGETLENÜL BÁRMIKOR MEGVÁLTOZHATNAK.

MIELŐTT BÁRMILYEN BEFEKTETÉSI INSTRUMENTUMBAN POZÍCIÓT VÁLLAL, FELTÉTLENÜL GYŐZŐDJÖN MEG, HOGY MEGÉRTETTE A PIAC MŰKÖDÉSÉT ÉS KOCKAZATÁT, S AZ TELJES MÉRTÉKBEN MEGFELEL SAJÁT – BEFEKTETÉSI - CÉLJAINAK ÉS ELVÁRÁSAINAK.

© 1990-2015 Equilor Befektetési Zrt. - www.equilor.hu