

ÖSSZEFOGLALÁS

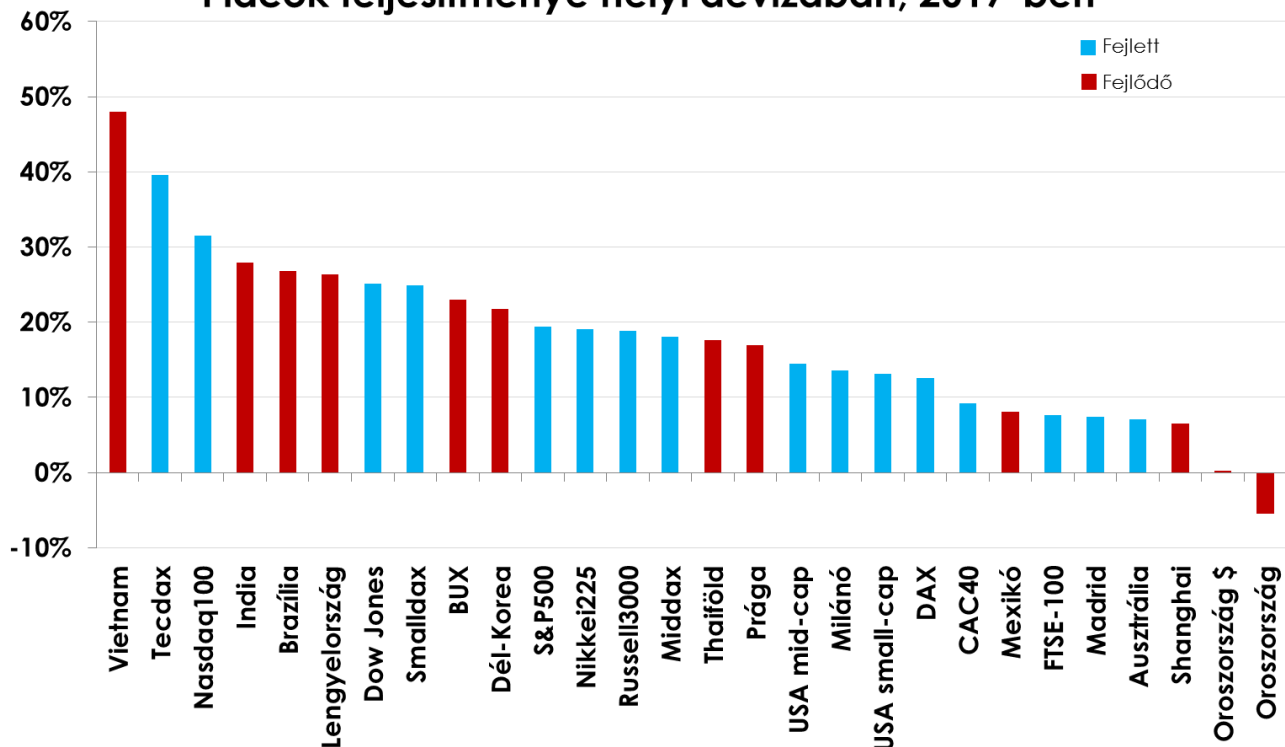
Az elmúlt év tanulságos volt a részvénypiacok szempontjából. Egyrészt majdnem minden napnak az volt a vezető híre, hogy a részvényindexek új csúcstöt ütöttek; hasonlóan remek év legutoljára 2013-ban volt. Másrészt a befektetők részéről egyre többször merül fel, hogy a részvénypiacok nem értek-e el olyan szintet ahol már egyáltalán nem érdemes befektetni.

Olcsó szektort, cégeket valóban nehéz találni, vélhetően ez az oka annak, hogy a value investing, azaz az érték alapú befektetési forma alulteljesített az év(ek) folyamán. Hasonlóan a passzív és aktív vagyonkezelés témakörében felmerült vitákhoz, a növekedési és értékalapú befektetési formákban is felfedezhető egyfajta dilemma. Ez persze nem meglepő, hiszen a value investing, azaz az olcsó cégek kiválasztása alapvető fontosságú az aktív alapkezelés esetében.

TÖMÖREN 2017-RŐL

Az elmúlt évben a fejlett piaci indexek átlagosan 15-20%-kal emelkedtek, míg a fejlődő piacokon nem volt ritka a 25-50%-os árfolyamnyereség sem.

Piacok teljesítménye helyi devizában, 2017-ben

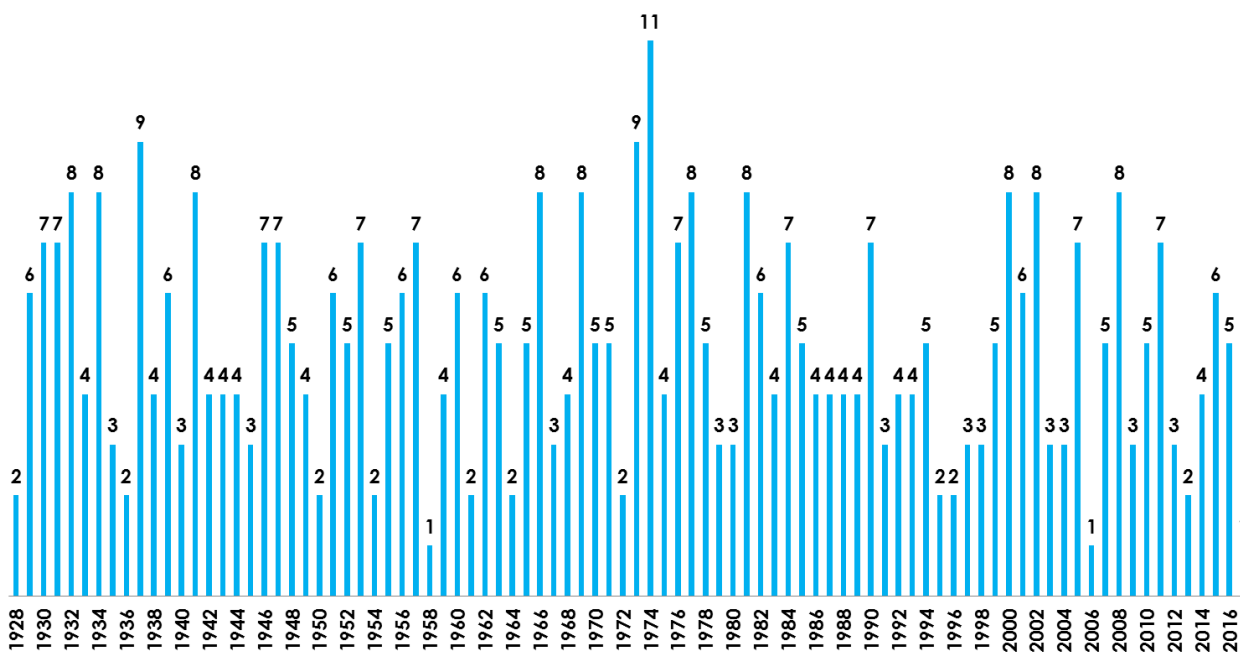


Forrás: Bloomberg, MKB

A befektetőknek nem kellett sokat foglalkozniuk a kockázatkezeléssel, hiszen a piaci indexek szinte egyenes vonalú emelkedést mutattak, alig volt olyan időszak, amikor a korrekció minimális jelét láttuk volna. A legnagyobb amerikai cégeket tömörítő index (S&P500) például csak egy hónapban könyvelt el negatív hozamot, az is jelentéktelen, -

0,03% volt. Az alábbi ábrán látszik is, hogy ilyen év utoljára 2006-ban, előtte pedig 1958-ban volt, azaz nem sűrűn fordul elő.

Nulla, vagy negatív hozamú hónapok száma az adott évben az S&P500 indexben



Forrás: Bloomberg, MKB

Az év egészét tekintve a legmarkánsabb hozam a történelmi értékekhez viszonyítva az őszi időszakban keletkezett. Általában a szeptember és november közötti időszak negatív a tőzsdéken; ez 2017-ben nem volt igaz, ekkor a történelmi átlaghoz képest jelentősen felülteljesített az index. Akkor a korábbi évek azonos hónapjaihoz viszonyítva 1,7-3,0%-kal magasabban zárt az S&P500.

Az S&P500 index havi hozamainak statisztikája 1928-tól

Hónap	Minimum	1. kvartilis	Medián	Átlag	3. kvartilis	Maximum	Havi hozamok 2017-ben	Az átlag és a 2017-es hozamok különbsége
Január	-8,6%	-2,7%	1,5%	1,1%	4,1%	13,2%	1,8%	0,6%
Február	-18,4%	-2,4%	0,3%	0,0%	2,4%	11,4%	3,7%	3,7%
Március	-25,0%	-1,4%	1,0%	0,6%	3,3%	11,7%	0,0%	-0,7%
Április	-20,2%	-1,5%	0,9%	1,2%	3,9%	33,8%	0,9%	-0,3%
Május	-24,0%	-2,3%	1,1%	0,0%	3,2%	23,1%	1,2%	1,2%
Június	-16,5%	-1,8%	0,1%	0,7%	3,4%	24,7%	0,5%	-0,2%
Július	-11,5%	-1,6%	1,4%	1,5%	4,8%	36,1%	1,9%	0,4%
Augusztus	-14,6%	-2,2%	0,8%	0,6%	3,1%	39,1%	0,1%	-0,6%
Szeptember	-29,9%	-3,3%	-0,4%	-1,0%	2,5%	14,4%	1,9%	3,0%
Október	-21,8%	-1,9%	1,0%	0,5%	3,9%	16,3%	2,2%	1,7%
November	-13,4%	-1,5%	1,1%	0,7%	3,9%	12,0%	2,8%	2,1%
December	-14,5%	0,0%	1,5%	1,4%	3,5%	11,2%	1,0%	-0,4%

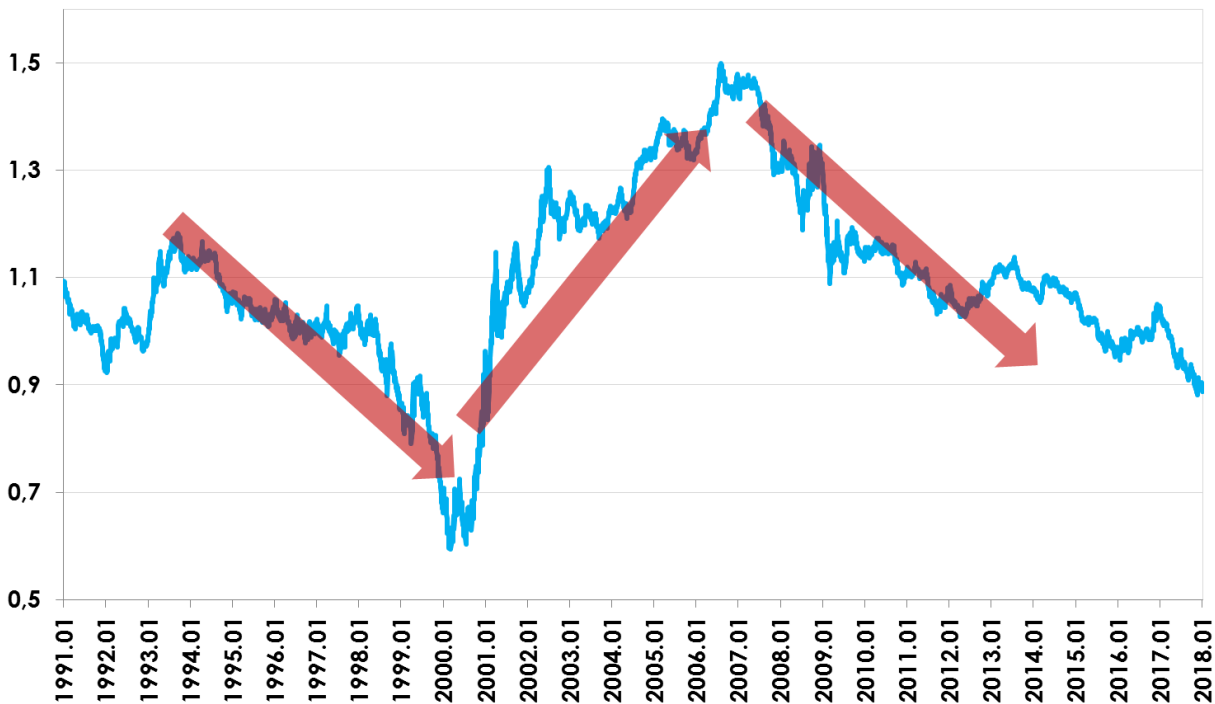
Forrás: Bloomberg, MKB

A rendkívüli év azonban több kérdést is felvet. Drágák-e a piacok és találunk-e olyan szektort vagy egyedi részvényt, amelyek olcsók?

ÉRTÉK VS. NÖVEKEDÉS

Az értékalapú befektetés nagymértékű türelmet kíván, amit hajlamos az ember feladni. Elég az, hogy nem mozdul az árfolyam vagy tovább csökken a részvények értéke és máris megválhatunk a befektetéstől. Ráadásul a közvélemény, a mainstream média sem segítség, hiszen az általában azt harsogja, ami éppen közkedvelt, az pedig nagyrészt nem más, mint az éves szinten jelentősen növekedő cégek.

Russell1000 value/Russell1000 growth



Forrás: Bloomberg, MKB

Az értékalapú befektetés (value investing) olyan stratégia, amely során a befektető valamilyen mutatószám alapján (P/E, P/BV, P/S, EV/EBITDA) olcsónak számító társaság részvényei t vesz meg. Az ilyen cégek egy ideje nem tudnak árbevételét növelni, esetleg piacot veszítenek. Valami negatív történik velük, ami miatt olcsóvá válnak.

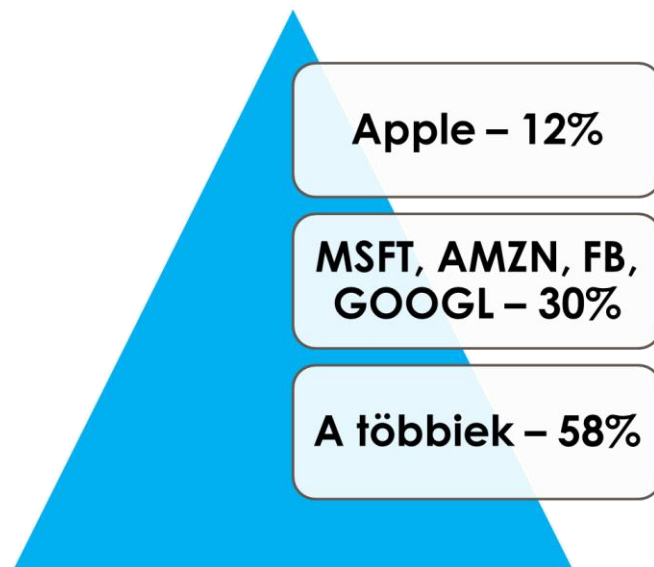
Ez a stratégia ellentéte a növekedési sztorik keresésének (growth), ahol olyan társaságokat választunk ki, amelyek hosszabb távon az árbevételüket, piacrészüket, nettó eredményüket jelentősen növelik. Tipikusan ilyenek a fiatal, induló vállalkozások. Mivel a vállalatok élete is ciklusokban mérhető, az eredmény vagy profithányad egy idő után általában visszatér az átlaghoz. Ebben rejlik a value investing eredményessége.

A fenti ábra a Russell1000 (az 1000 legnagyobb amerikai tőzsdei társaság) értékalapú (value) és növekedési (growth) cégeiből összeállított indexek arányát szemlélteti. Az ábrán három jól elkülöníthető időszak vehető ki: az 1990-es évek elejétől a növekedési részvények felülteljesítettek, amely a 2000-es technológiai lufiban fulladt ki. Innentől előtérbe kerültek az értékalapú társaságok és egészen a 2007-es válságig domináltak.

Azóta megsokasodtak az ETF-ek, amelyek nagy része passzív alapkezelést folytat, a bejövő pénzt a követett index súlyának megfelelően súlyozza és nem törekszik egyedi ismérvek alapján történő részvénykiválasztásra.

Továbbá olyan cégek, mint a Facebook, Amazon, Netflix, Google, Microsoft, Apple és társai dominálnak, amelyek éves szinten jelentős mértékben tudták növelni a bevételeiket (az elmúlt öt évben évenként átlagosan 8%-50%-os mértékben), a hozzájuk kapcsolódó növekedési sztorik miatt ezek a vállalatok az indexek húzónevei. Mint látható ezek a cégek alkotják a Nasdaq100 index több mint 40%-át.

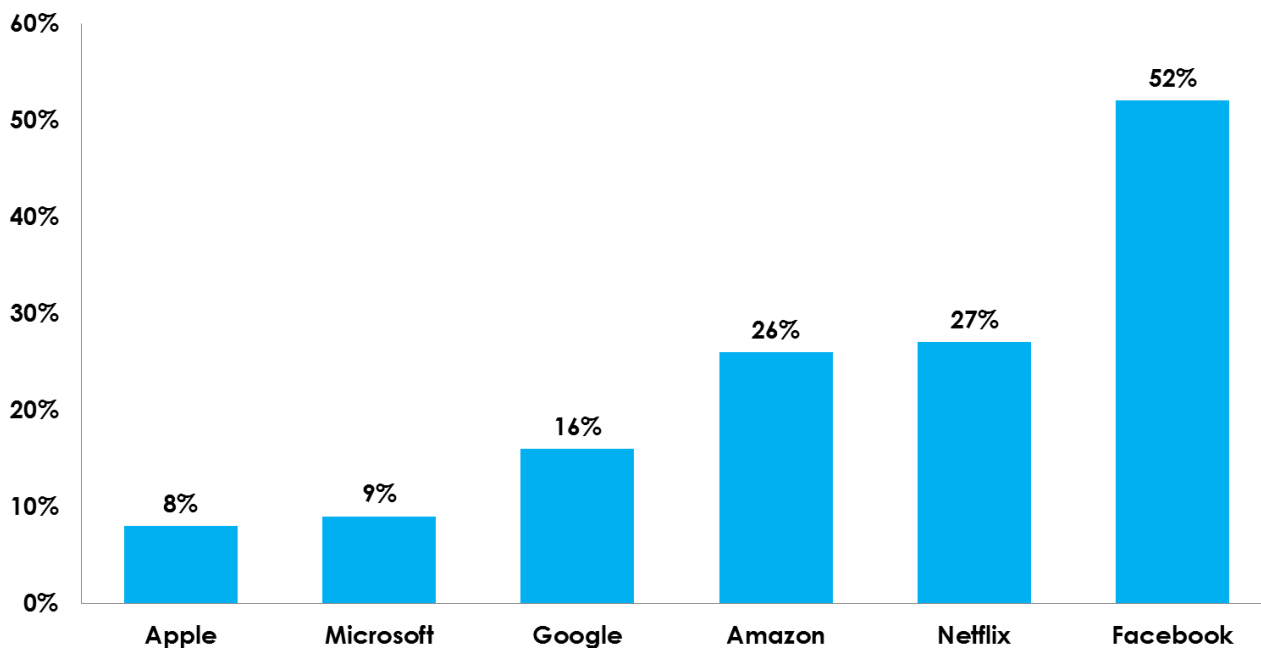
A NASDAQ 100 összetétele



A magas növekedésű vállalatok bevételeiket jelentősen növelni tudják akár több éven keresztül is. Azonban a magas profithányad új társaságokat irányít ezekbe a szektorokba, vagyis idővel elolvadhat a versenyelőny. Ezzel szemben azokból a szektorokból, ahol a társaságok növekedése lelassul, esetleg csökken az eredményük, néhányan távozhatnak, így a verseny csökken, így egy-egy adott társaságnál több profit csapódhat le.

Bár jelenleg nehéz elképzelni, hogy az online hirdetési piacról valaki letaszítja a Google-Facebook párost, hangsúlyozni kell, hogy sokáig az Apple-nek sem volt versenytársa az okostelefonok piacán, manapság pedig egyre szaporodnak a jobbnál jobb gyártók, elég csak a kínai Huawei vagy Xiaomi-ra gondolni.

A legnagyobb technológiai cégek 5 éves átlagos árbevétel növekedése



Forrás: Bloomberg, MKB

MEGPRÓBÁLNI A LEHETETLENT, MEGKERESNI AZ OLCSÓ PAPÍROKAT

Sok ismérv alapján lehet meghatározni azt, hogy egy cég olcsó-e vagy sem. Ezek nagy része szubjektív is lehet, most azonban három faktor alapján tesszük ezt meg. Egyrészt az EV/EBITDA alapján az olcsó cégeket keressük, 10 alatti értékkel. Az EV/EBITDA hasonló a P/E mutatóhoz, viszont sokkal jobban követi az értékteremtés alakulását. Az EV a társaság teljes értéke, amely a piaci kapitalizáció és a hitelek összessége, valamint egyéb külső tulajdonosok összege csökkentve a készpénz állományával.

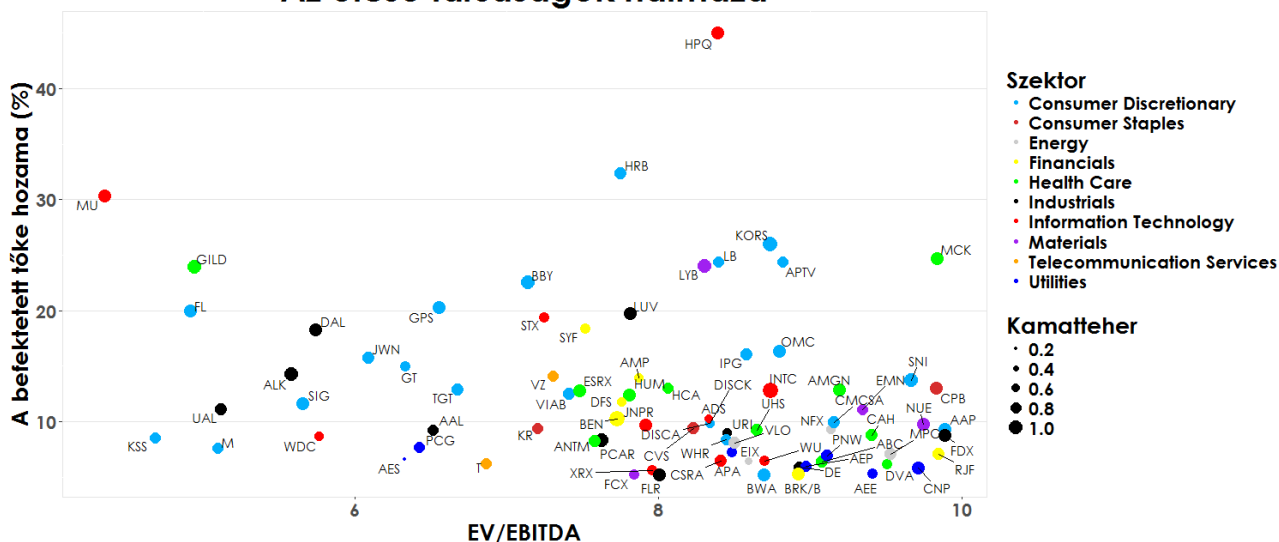
A második ismérv az, hogy a társaság milyen hozamot teremt a befektetett tőkére vetítve (ROIC), lehetőleg 10-15% felett legyen. Harmadrészt mivel közeledik az emelkedő kamatok időszaka, megvizsgáljuk, hogy milyen kamatteherrel néz szembe a társaság, ami az adózás előtti eredmény és az adózás valamint kamatfizetés előtti eredmény hányadosa ad meg. Minél magasabb ez a szám, a társaság annál kevesebbet költ kamatfizetésre, azaz külső forrásra.

A szűrés alapján az S&P500 index 80 tagja számít valamilyen módon olcsóbbnak. Ezek közül is mennyiségben kiemelkednek a hagyományos kiskereskedők: Macy's (M), Target (TGT), Foot Locker (FL), Nordstrom (JWN), GAP (GPS). 2017-ben sokan leminősítették és temették a szektort, melyre a hivatkozási alap az online értékesítés előretörése és az Amazon jelenléte volt. Azonban online vonalon sokan erősítenek, például a legnagyobb Walmart is, valamint az Amazon 2017-es aránya az USA teljes kiskereskedelmi forgalmából 4% volt. ¹Ez soknak tűnik, de ha megnézzük, egyáltalán nem arról van szó, hogy a

¹ <https://www.cnbc.com/2018/01/03/amazon-grabbed-4-percent-of-all-us-retail-sales-in-2017-new-study.html>

fogyasztók csak és kizárólag online vásárolnának. Az online értékesítésben már 44%-os volt az Amazon aránya, de pont ez a tényező az, amit fentebb vázoltunk: ha valami jövedelmező, akkor oda sokan belépnek, így alakul ki az értékalapú és a növekedési közötti harmónia. Persze vitatkozni lehet azon, hogy az Amazon jövedelmező-e, hiszen pont semmilyen profitot nem ér el, amit meg igen, azt is a felhőalapú szolgáltatásokon, ahol egyre fokozódik a verseny.

Az olcsó társaságok halmaza



Az iparon belül a légitársaságok jelenleg olcsónak számítanak, melyeknél tényleg kiemelt tényező az olcsó hitel és az alacsony kamatkörnyezet. Itt jelentősen megnövekedett a verseny, ráadásul az utóbbi időszakban nőtt az üzemanyag és bérköltség, amely megtépázta az ilyen társaságok eredményét 2017-ben. Az adóreform és az abból keletkező alacsonyabb társasági adó azonban jó szolgálatot tehet a szektornak, hiszen a légitársaságok, főképp a belföldi áru- és utasforgalmat bonyolítók 35%-os társasági adót fizetnek, azonban ez a jövőben 21%-ra csökken.

A memória, tárhely-gyártók, mint a Micron (MU) és a Western Digital (WDC), Seagate (STX) is olcsónak számítanak. Ez azonban egy nagyon gyorsan változó szektor, ahol a növekedés, majd az visszaesés 2-3 éven belül lezajlik. A naponta keletkezett adat mennyisége azonban megköveteli a folyamatos innovációt és a tárhelyek gyártását, elég csak a felhőalapú szolgáltatások által támasztott igényre gondolni.

Néhány egészségügyi cég is pozitív jövőképpel rendelkezik. Az egészségügyi szolgáltatók, mint az Express Scripts (ESRX), vagy az Anthem (ANTM), illetve a Gilead (GILD). A szolgáltatókat a belföldi légitársaságokhoz hasonlóan az adóreform is fűtheti, hiszen ez a szektor kiemelkedő mértékben adózik (35% felett), így annak csökkenése jelentős eredménygeneráló hatású lehet.

A legtöbb társaság esetében a kamatteher még tolerálható szinten van. A fent felsorolt vállalatok a 0,65-0,9 közötti sávban mozognak, azaz a külső forrásokra kifizetett összeg az adózás előtti eredmény 10-35%-át emészti fel. Ez nem sok, de kamatemelés esetén számolni kell az arány negatív irányba történő elmozdulásával.

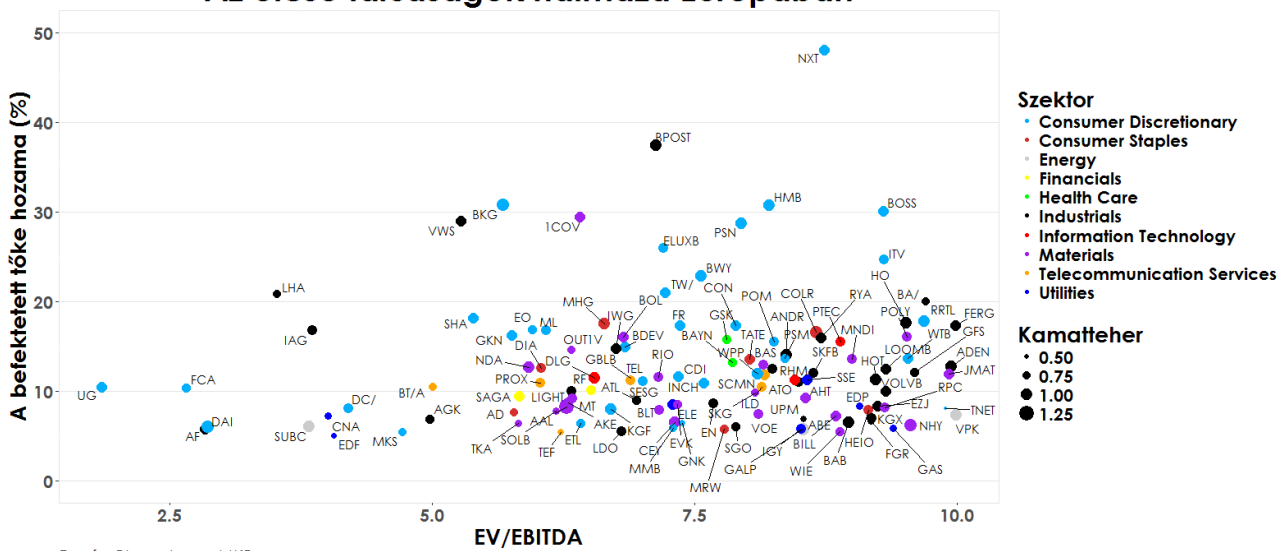
MI A HELYZET EURÓPÁBAN?

Az öreg kontinens részvénytársaságainak értékeltségi helyzete nem nagyon különbözik az USA-ban tapasztaltaktól. A vizsgált 600 társaságból 126 számít olcsónak a fent megállapított három faktort figyelembe véve. Itt is a fogyasztási cikkek szektora dominál, azok közül is a tartós eszközök. Így a legolcsóbb társaságok a Stoxx600-ban (a 600 legnagyobb európai céget tömörítő index) az autógyártók, mint a Peugeot (UG), Fiat (FCA), Daimler (DAI), valamint az iparágat fontos beszállítói, mint a Schaeffler AG (SHA), GKN Plc (GKN) vagy a Valeo (FR).

Európában is olcsónak számítanak az légitársaságok Lufthansa (LHA), International Consolidated Airlines (IAG). A fenti két szektorral kapcsolatban azonban óvatosságnak kell lenni, hiszen az autóipar lehetséges, hogy iparági ciklusa a csúcsa közelében jár. [Erről született is egy elemzésünk²](#), amely megállapításait azóta is érvényesnek gondoljuk. A légitársaságok Európában is a növekvő költségek (bér és üzemanyag), valamint a verseny miatt nem annyira közkedveltek, de ez 2018-ban könnyen változhat.

További kiemelt célpont a kiskereskedelem, mint például a Next (NXT), a Hugo Boss (BOSS), vagy a lazactenyéztéssel foglalkozó Marine Harvest ASA (MHG).

Az olcsó társaságok halmaza Európában



Összefoglalva: egyre kevesebb az olcsóbb cég. Ahol ilyen találunk, azt a szektort általában kiélezett verseny jellemzi vagy valamilyen költségek markáns növekedése fenyegeti (pl.: bér vagy üzemanyagköltségek). Az emelkedő kamatok miatt fontos szem előtt tartani az idegen forrás költségeit is és hogy az mennyivel csökkenti az eredményt.

Kedvencünk továbbra is a kiskereskedelem, ahol azt gondoljuk az Amazon-hatás (vagyis az, hogy szinte minden kiskereskedelmi részvénytől szabadulnak a befektetők, mert azt gondolják, hogy az Amazon uralja az egész piacot) kicsit túlzott, továbbá a magas adózású, de olcsó cégek, mint az egészségügyi szolgáltatók és a légitársaságok.

² https://www.mkb.hu/sw/static/file/Heti_reszvenypiaci_kitekinto_2017.04.21.pdf

ELEMZÉS:

Vezető elemző	Elemző	Elemző
Kuti Ákos, CFA	Debreczeni Csaba	Rácz Balázs
+36-1-268-7940	+36-1-268-8323	+36-1-268-7388
kuti.akos@mkb.hu	debreczeni.csaba@mkb.hu	racz.balazs@mkb.hu

KERESKEDÉS:

<i>Dénes Szilárd</i>	<i>Gyűrűs Péter</i>	<i>Kasza Tamás</i>
+36-1-268-8481	+36-1-268-7185	+36-1-268-7433
denes.szilard@mkb.hu	gyurus.peter@mkb.hu	kasza.tamas@mkb.hu
<i>Köber Péter</i>	<i>Lukács Miklós</i>	<i>Muraközy Zsolt</i>
+36-1-268-7655	+36-1-268-7814	+36-1-268-7587
kober.peter@mkb.hu	lukacs.miklos@mkb.hu	murakozy.zsolt@mkb.hu
<i>Takács Judit</i>	<i>Zölde Zsombor József</i>	<i>Kovács Zsófia</i>
+36-1-268-7090	+36-1-268-6744	+36-1-268-7793
takacs.judit@mkb.hu	zolde.zsomborJozsef@mkb.hu	Kovacs.zsolia1@mkb.hu
<i>Csizmadia Borbála</i>		
+36-1-268-7561		
csizmadia.borbala@mkb.hu		

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MKB Bank Zrt. (tev. eng. sz.: III/41.005-3/2001., a Budapesti Értéktőzsde tagja) készítette.
2. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azok valóságáért, pontosságáért és teljességéért az MKB Bank Zrt. felelősséget nem vállal. A megjelenő vélemények a kiadványt készítő szakemberek saját megítélését tükrözik, amelyek újabb információk megjelenése esetén külön értesítés nélkül megváltozhatnak.
3. Az árfolyamok múltbeli alakulásából nem lehetséges azok jövőbeni alakulására vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. A befektetőknek önállóan (vagy független szakértő igénybe vételével) kell felmérniük és megérteniük az egyes pénzügyi eszközök és befektetési szolgáltatások lényegét, valamint kockázatait. Javasoljuk, hogy a befektetők 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! Javasoljuk továbbá, hogy tájékozódjon a termékkel, befektetéssel kapcsolatos adójogi és egyéb jogszabályokról!
4. A kiadványban szereplő információk nem minősülnek vételi vagy eladási ajánlatnak, sem befektetési tanácsadásnak, sem befektetésre, szerződéskötésre vagy kötelezettségvállalásra történő ösztönzésnek. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek. Az MKB Bank Zrt. kizárja a felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért.
5. Az MKB Bank Zrt. jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani.
6. Jelen kiadvány a szerzői jogról szóló 1999. évi LXXVI. törvény szerinti védelem alatt áll, ezért kizárólag az MKB Bank Zrt. előzetes írásbeli engedélyével lehet azt többszörözni, terjeszteni, egyéb módon nyilvánosságra hozni, valamint felhasználni. Az MKB Bank Zrt. valamennyi szerzői jogon alapuló jogát fenntartja.
7. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.mkb.hu, ügyletek előtti tájékoztatásról szóló Hirdetményben.