

Részvény neve: Pepco Group

A vállalat rövid bemutatása:

A Pepco Group viszonylag fiatal entitás, 2015-ben alakult Lengyelországban, gyökerei azonban 1990-ig nyúlnak vissza. A társaság 3+1 üzletágon keresztül működik:

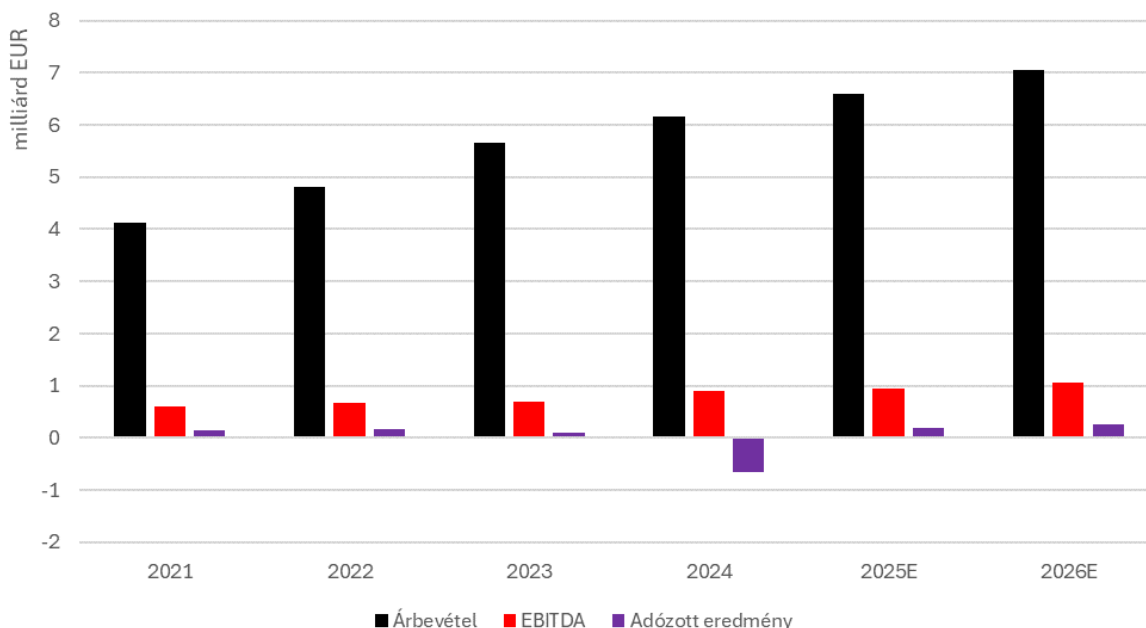
- Pepco: gyorsan növekvő diszkont-kiskereskedő, első üzlete 2004-ben nyílt Lengyelországban. Mára körülbelül 3800 üzlet tartozik alá 19 különböző európai országban. A Pepco brand alá tartozó üzletek havonta mintegy 30 millió vásárlót érnek el, akiknek elsősorban ruházati cikkeket, háztartási termékeket és játékokat értékesítenek.
- Dealz: a csoport legfiatalabb tagja, 2018 óta van jelen a lengyel piacon. Jelenleg 330 üzlet tartozik a márka alá, és már Írországból is megvetette a lábát. Kínálatában főként tisztítószer, kozmetikumok, irodaszerek, lakásdekorációk találhatók meg.
- Poundland: ez a márka az egyedüli nem lengyel alapítású a csoport berkein belül. A brand első üzlete 1990-ben nyitott meg az angliai Burton-upon-Trent-ben. Mára több, mint 830 üzletben várják a fogyasztókat, akik mintegy 17 különféle termékkategóriából válogathatnak, amelyek közé tartoznak például az élelmiszerek, egészség- és szépségápolási termékek, háztartási kellékek, kertészet, könyvek, állattartás stb.
- Pepco Global Sourcing (PGS): ez az üzletág a kakuktktozás, az egyedüli szegmens, amely nem kiskereskedelemmel foglalkozik. A PGS a csoport saját beszerzési részlege, amely az árubeszerzésért, termékfejlesztésért és a technikai szolgáltatásokért felelős. A PGS megközelítőleg 1,5 milliárd USD értékben szállít árut Kínából, Bangladesből, Pakisztánból vagy Indiából a fent felsorolt márkák alá tartozó üzletekbe.

A vállalat üzleti modelljéből érdemes kiemelni egy-két irányt, amik erősségei (lehetnek) a csoportnak. Egyrészt ott van a PGS szerepe. Azzal, hogy a PGS-en keresztül a társaság közvetlenül tudja megvalósítani a beszerzést, egyrészt hatékonyabbá teheti a működést, ezáltal javíthatja a marzsokat. Másrészt a vertikálisan integrált modellnek köszönhetően nagyobb kontrollt tud gyakorolni a beszállítói láncokra és rugalmasabb tud lenni a beszerzések során. A csoport üzleteiben diverzifikált termékportfólió található, melyek nagy része az úgynevezett gyorsan forgó fogyasztási cikkek (FMCG) közé tartozik. Kiemelhető még az üzletek elhelyezkedése. A csoport értékesítőhelyei nem csak a nagyvárosokban lelhetők fel, hanem kis- és közepes méretű településeken is, azaz olyan piacokat is megcélznak, ahol valamivel enyhébb versennyel találkozhatnak.

Pénzügyi elemzés:

Igencsak felemásan sikerült a társaság elmúlt pár éve (itt jegyezzük meg, hogy a csoport szeptember végével zárja az üzleti évet). Egyrészt a felső eredmény soron dinamikus bővülést láthatunk, évente újabb és újabb rekordszintre emelkedik az árbevétel, miközben az EBITDA is fokozatosan emelkedik. Másrészt viszont ott van az a tény, hogy eközben a csoport profitabilitása romlik, az adózott eredmény 2023-ban visszaesést mutatott, a 2024-es pénzügyi évben a nettó veszteség meghaladta a 660 millió eurót. A helyzetet tovább nehezíti, hogy az árbevétel növekedési üteme is lassul.

A számok mögé nézve több problémát is észlelhetünk. Az árbevétel 10%-os 2024-es növekedése annak tudható be, hogy jelentős mértékben nőtt a boltok száma. Ha kiszűrnénk az újonnan nyílt üzleteket, és csak azokat vizsgálnánk, amik már 2023 szeptembere előtt is működtek, akkor forgalomcsökkenésről kellene beszámolnunk az összes brand esetében, bár az év vége felé látszódtott némi javulás.

A Pepco pénzügyi helyzete

A probléma fő forrása a Poundland, ami a csoport bevételeinek közel harmadát adja. Az angol fogyasztók esetében nem vált be az a stratégiaváltás, hogy a Poundland átálljon/erősítse a Pepco-s termékeket a kínálatában (a Poundland eddig megtartotta a '90-es évek óta bevált márkákat). A brit márka gyengélkedése miatt kénytelenek voltak 775 millió euró értékvesztést elkönyvelni, ami negatívba fordította az adózott eredményt. A gondok pedig egyelőre nem látszódnak enyhülni, 2025 első pénzügyi negyedévében tovább estek a Poundland értékesítésszámai, ami meghaladta a Pepco és a Dealz együttes pozitív eredményét, így az árbevétel csökkent éves bázison. A brand jövője bizonytalan. A menedzsment korábban úgy nyilatkozott, hogy minden stratégiai lehetőséget megvizsgálunk, és nem zárták ki az üzletág értékesítését sem. Erről részletesebb információk a csoport március 6-i Capital Markets Day rendezvényén érkezhettek.

Eközben az elemzők többnyire bizakodók a társaság jövőjét illetően, a következő két évre bővülést várnak minden fontosabb eredmény soron, azonban a 2022-ben látott profitabilitási szint visszatérésére egyelőre kevés esély mutatkozik. A Bloomberg által összegyűjtött elemzői konszenzus 23,69 zloty-s célárfolyamot jelöl ki, ami 17%-os felértékelődési potenciállal kecsegtet. Igaz, a célárfolyam szórása nagy, a legalacsonyabb várakozás 13,50 zloty, a legmagasabb pedig 38 zloty.

Peer-group elemzés:

A Pepco Group esetében két versenytársi csoportot azonosítottunk: az egyiket a közvetlen európai kihívók jelentik, a másikat a hasonló üzleti modellel rendelkező globális szereplők. Talán nem lehetünk meglepve, hogy míg a Pepco az európai porondon a nagyobb cégek közé tartozik, addig globálisan az alsó fertályban található a piaci kapitalizáció tekintetében. Emellett szembevetű, hogy az általánosságban alulértékelt lengyel piachoz hasonlóan a Pepco relatív értékelési mutatói is jócskán elmaradnak a többi hasonló céghez viszonyítva, és ebben az sem oszt vagy szoroz, hogy az európai vagy a globális mezőnyhöz mérjük-e. Kivételt ez alól csupán a P/B ráta jelent. Összességében kijelenthető, hogy a versenytársak értékeltségi szintjeinek tükrében a Pepco alulárazottságot mutat.

	Piaci kapitalizáció	P/B	P/S	P/E	Előremutató P/E	EV/EBITDA	Előremutató EV/EBITDA	P/FCF	Osztalék (%)
PEPCO GROUP NV	9 784	4,58	0,38	-	11,69	2,38	3,73	4,65	-
B&M EUROPEAN VALUE RETAIL SA	14 734	3,93	0,52	8,94	8,26	5,86	5,43	6,94	10,28
CLAS OHLSON AB-B SHS	6 120	8,13	1,44	21,43	19,58	11,25	9,01	11,65	0,85
EUOPRIS ASA	4 777	3,27	1,02	15,49	14,33	8,10	6,33	9,53	4,09
TOKMANNI GROUP CORP	3 500	3,48	0,52	20,11	16,02	7,80	6,59	7,86	5,34
átlag	7 783	4,68	0,78	16,49	13,97	7,08	6,22	8,13	5,14
medián	6 120	3,93	0,52	17,80	14,33	7,80	6,33	7,86	4,72
SERIA CO LTD	5 096	1,80	0,81	16,97	-	6,05	-	-	2,77
FIVE BELOW	20 209	3,12	1,32	18,55	18,60	8,37	12,30	50,99	-
DOLLAR TREE INC	65 090	2,13	0,52	13,95	13,96	10,00	9,13	19,11	-
DOLLAR GENERAL CORP	66 578	2,27	0,41	12,46	13,16	7,01	11,31	10,09	3,12
DOLLARAMA INC	112 459	31,96	6,52	36,63	35,38	22,04	20,02	31,35	0,26
ABDULLAH AL OTHAIM MARKETS	9 952	7,01	0,87	17,99	22,09	13,25	10,88	26,30	5,79
ARCS CO LTD	4 121	0,81	0,24	13,30	13,30	4,02	3,94	12,57	2,72
OLLIE'S BARGAIN OUTLET HOLDI	26 093	4,03	2,90	32,09	32,34	16,34	19,22	77,90	-
WALMART DE MEXICO SAB DE CV	190 696	4,18	1,01	18,04	16,55	10,20	8,65	24,02	3,89
átlag	51 008	6,19	1,50	20,00	19,68	9,97	11,02	28,55	3,09
medián	23 151	3,58	0,84	17,99	16,55	9,18	10,88	24,02	2,95

Technikai kép:



Fontos támasz/ellenállás szint (17 zloty) közelében táncol a kurzus, azonban egyelőre nem látszik egyértelmű belépő. Az árfolyamnak rövid távon jót tenné, ha tartósan meg tudna maradni e szint felett. A különféle indikátorok alapján sincs jelenleg vételen a papír. Érdekes beszálló akkor alakulhatna ki, ha a kurzus tartósan át tudná törni a 200 napos mozgóátlagot, és ki tudna alakítani egy nagyobb emelkedő trendet.

Konklúzió:

A társaság jelenleg alulértékeltnek tűnik a versenytársak tükrében, azonban ennek megvan a maga oka. A csökkenő profitabilitás, a lassuló növekedési pálya, a Poundland helyzetének bizonytalansága mind-mind olyan kockázat, melyeket a piac beáraz. Bár a tavalyi üzleti évhez képest bizonyára javulást fogunk tapasztalni idén, ez még önmagában nem oldja meg a problémákat. Érdemes figyelemmel kísérni a Poundland-hez kapcsolódó fejleményeket, és várni a hírekre, amik katalizátorként szolgálhatnak az árfolyamnak.

Kockázatok:

A fent részletezett Poundland jelentette kockázaton felül további rizikófaktorokat is azonosíthatunk. A csoport alapvetően válságálló termékeket kínál (háztartási kellékeket, állattartási termékek, ruházat, ételek stb.), azonban a vásárlói igény változása kihathat az eredményre. A makrogazdasági kockázatok a cég esetében is fennállnak, a magasabb kamatkörnyezet drágább finanszírozást jelenthet, az infláció hatással lehet a költségekre, egy általános tőzsdei esés magával ránthatja a Pepco árfolyamát is. Megtörténhet, hogy az egyes befektetések nem válnak profitábilissá, ilyen volt például a Pepco Ausztria jelenléte, amely csupán 3 évig tartott, miközben végig negatív EBITDA-t terhelte. A cég kitett a csalásoknak, IT támadásoknak is, melyek jelentős pénzügyi vonzattal járhatnak. Erre példa a magyarországi eset, amikor egy adathalász-támadás következtében mintegy 16 millió eurós kára keletkezett a csoportnak.

Eszköz neve: USA államkötvények

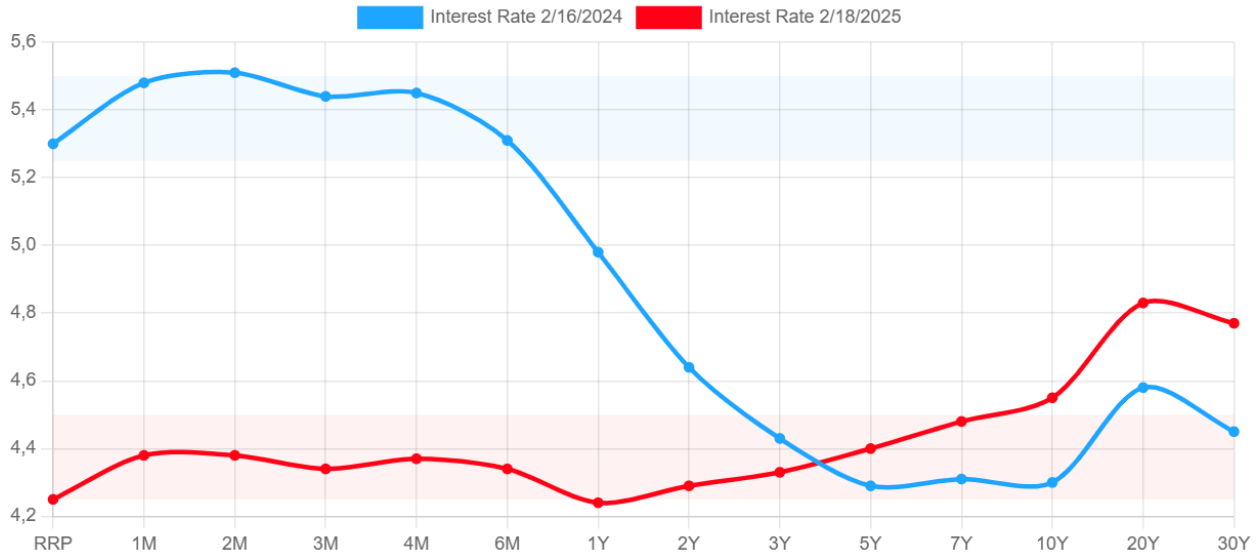
Nem egyszerű a helyzete annak, aki manapság a kötvénypiac adta talány megoldására törekszik, vannak egyaránt pozitív és negatív jelzések. De hogyan is állunk most?

Bár a piac gyorsan felejt, érdemes feleleveníteni, hogy a nem is olyan távoli múltban még arról szóltak a gazdasági hírek, hogy egy szigorú monetáris politikát vivő FED képes-e „soft landing”-ra, azaz meg tudja-e fékezni az inflációt anélkül, hogy recesszióba taszítaná az amerikai gazdaságot? Az infláció leszorítása miatt az amerikai jegybank villámsebességben emelte az irányadó rátát, és vele együtt lőttek ki az USA kötvényhozamok is. A félelmek, bár nem voltak alaptalanok, végül nem váltak valóra, a gazdaság ellenállóképessége elég nagy (volt) ahhoz, hogy elviselje a magasabb kamatkörnyezet hatásait. Olyannyira igaznak tűnik ez, hogy ma már viszonylag kevesen aggódnak a monetáris politika miatt, a fókusz áthelyeződött a mindennapi politika színtereire. Merthogy Donald Trump visszatérése nemhogy csökkentette volna a kockázatokat, pont ellenkezőleg, jelentős mértékben nőtt a bizonytalanság. Bizonyos ígéretek, mint például az adócsökkentések vagy a piaci dereguláció pozitív (árfolyam) lehetőségekkel kecsegtet, addig a kereskedelempolitikai irányváltás vagy a bevándorlási reformok inkább negatív irányú kockázatokat jelentenek.



Sokan remélték, hogy 2024 végre a kötvények éve lesz. És volt is rá okuk. Azzal, hogy az amerikai gazdaság ellenállónak bizonyult, az infláció csökkenni kezdett, a FED is elkezdhetette vágni az irányadó rátát. Ennek pedig azt kellett volna jelentenie – mivel a FED irányadó rátája és a kötvénypiaci kamatok között erős a korreláció –, hogy a kötvénykamatoknak is csökkennie kell. Azonban a kötvénypiac hosszú oldalán nem ez történt. A fenti ábrán a FED irányadó ráta (feketével) és a 10 éves US kötvény kamata látható (pirossal). Miközben az amerikai jegybank szeptember óta 100 bázisponttal csökkentette az irányadó rátáját, addig ugyanezen az időintervallumon belül a 10 éves US államkötvény kamata 100 bázisponttal emelkedett. Ennél lényegesen kedvezőbb képet fest a két éves kötvény (lilával), amely viszonylag stabil szinteken tartózkodik a szeptemberi első kamatvágás óta.

A lenti ábrán látható, hogy az egy évvel ezelőtt tapasztalt inverz kamatgörbe normalizálódott, enyhén emelkedőre váltott. Ez és a korábbi ábra rávilágít egy nagy tanulságra: nem csak az számít, hogy mennyi kötvényt tartunk, hanem az is, hogy milyen futamidők mellett.



És itt jön a kérdés, hogy milyen célból akarunk kötvényt tartani?

- Tehetjük ezt egyrészt jövedelemszerzés céljából. Két éve azért lehetett vonzó a kötvénypiac, mert magasak voltak a kamatlábak.
- Második opció, hogy a kötvényárfolyam emelkedéséből profitálunk. Ha a kamat emelkedik, akkor a kötvény árfolyama csökken és vice versa.
- Végül pedig hasznos lehet a részvénytőke negatív hatásainak ellensúlyozására, azaz azt várjuk, hogy a kötvények emelkedni fognak egy esetleges részvénytőke esés időszakában. Ez utóbbit hivatott prezentálni a következő ábra:

Figure 8: Bond ballast varies by maturity – and is now the strongest in the front-end

Bond hedging efficacy by maturity

30yr Treasury 10yr Treasury 5yr Treasury 2yr Treasury



Source: BlackRock, with data from Bloomberg, as of January 2025.

A fenti idősoron a BlackRock számításait láthatjuk arról, hogy hogyan alakult a különböző lejáratú kötvények és az S&P500 közötti korreláció. Minél nagyobb a negatív korreláció, annál jobb a kötvény „védelmi” funkciója. A számítás alapján az látszik, hogy az elmúlt években a kötvénypiac rövid oldala jobban megfelelt ennek a célnak, mint a hosszú oldal.

A piaci várakozásokról elmondható, hogy a kockázatok nem múltak el, Donald Trump újbóli kormányrúdhöz kerülése és beharangozott kereskedelempolitikája inflatorikus hatásokat válthat ki. Ebből pedig következik, hogy a FED huzamosabb időre leállhat a kamatcsökkentésekkel. Ma a piac azt árazza, hogy az amerikai jegybank nem nyúl az irányadó rátához az idei év első felében. A bizonytalanságok tükrében pedig nem lenne meglepő, ha a hosszú lejáratú kötvények prémiumai rövid távon tovább emelkednének. Eközben viszont a hozamgörbe normalizálódásával a rövid- és közepes lejáratú kötvények vonzóbbá váltak. A befektetőnek fel kell tennie magának a kérdést, hogy milyen céllal szeretne kötvényt tartani a portfóliójában. Ha a cél az árfolyamemelkedés megjatszása vagy a részvénytőke hedgelése, akkor jelenleg a kötvénypiac rövid oldala tűnik a jobb választásnak a hosszú oldallal szemben.

Réz

A réz iránti kereslet a következő években/évtizedekben vélhetően emelkedhet. Ennek hátterében az áll, hogy a mindennapokban használatos eszközeink (okostelefon, gépjárművek, háztartások) jelentős mértékben tartalmaznak rezet. Továbbá a mesterséges intelligencia és zöld energetikai megoldások jelentősen nagyobb réz felhasználási igénnyel rendelkeznek, mint napjaink termékei. (Pl.: egy elektromos autó előállításához 3-4x annyi rész szükséges, mint egy hagyományos belsőégésű előállításához.) Az előrejelzések szerint 2030-ig nagyságrendileg évi 3%-kal fog növekedni a réz iránti kereslet, miközben a kínálati oldalon nem várható hasonló növekedés.

A fenti leírt növekedési potenciál ellen szólhat, hogy a folyamatosan fejlődő technológiai megoldások során számos példát láthattunk arra, hogyan lehet hatékonyabbá tenni egyes termékeket, így könnyen elképzelhető, hogy csökkeni fog a réz felhasználásának az igénye a fejlett termékekben, valamint, hogy a jelenlegi amerikai adminisztráció a fosszilis energia hordozók felé elkötelezett, mely akár nagyobb mértékben is képes lehet csökkenteni a zöld energetikai megoldások iránti keresletet.

Hetes chart:

<https://www.tradingview.com/x/F0veYZmL/>

4,7-4,8 dollár fölötti záróár esetén lehet elgondolkozni a vételeken, de egyelőre úgy tűnik, hogy ez egy erős ellenállás, és mintha nehezen birkózna meg ezzel a szinttel az árfolyam.

Lejjebb a 4,2 dollár a kérdéses szint, ugyanis ez támaszként funkcionál, ha ez a szint elesik (szignifikánsan áttörésre kerül lefelé), akkor már inkább a 3,6 dolláros szint lehet kilátásban, azaz további csökkenő trend várható.

Urán

Az urán iránti keresletért elsősorban az atomerőművek (és a védelmi iparág) felelősek. A World Nuclear Association adatai alapján a jelenleg üzemelő atomerőműveken felül, további 65 létesítmény van fejlesztés/építés alatt (ennek megközelítőleg fele Kínában). Ez azért nagyon lényeges, mert a napjainkban kitermelt uránérc sem fedi le a teljes felhasználási igényt, de jelenleg még a készletezett mennyiségekből fedezni tudják a különbözetet. Az aktuális számítások alapján 2028-2030 környékén strukturális hiány léphet föl. A világ energia igénye viszont folyamatosan növekszik, napjainkban leginkább a technológiai cégek és az AI térnyerés révén.

A jelenlegi előrejelzések alapján tehát 2030-2040 között lehet igazán jó piaca az uránnak, mely jelentős időtávnak bizonyul. A technológiai fejlődés, valamint az energiahatékonysági megoldások kérdéskörének térnyerése szempontjából ez rendkívül hosszú időperiódusnak tekinthető, mert akár 2-3-5 év alatt is születhetnek olyan megoldások/fejlesztések, mely alapjaiban képesek megváltoztatni az energetikai igényeket és előrejelzéseket.

Hetes chart:

<https://www.tradingview.com/x/QbAEkB78/>

Jelenleg csökkenő trend látható, egyelőre 60 dollárnál látszik szint, amely támaszként funkcionálhat. Ha ezt megérintené az árfolyam, akkor onnan lehet számítani egy felpattanásra. Érdekesebb kép akkor alakulhat ki, ha eléri a 60 dolláros szintet.

Arany

Az arany rendkívül jól teljesített az elmúlt évben, de a várakozások alapján ez az erős növekedés az idén is fent maradhat. Fundamentálisan két tényező hat az árfolyamra erősen: 1. a világ jegybankjai 2008 óta újra elkezdtek feltölteni az arany készleteiket, mely folyamat 2022-es orosz-ukrán konfliktus kitörése óta jelentősen felgyorsult. Oroszország befagyasztott dollár tartaléka intő példa volt azon országok számára, amelyek kevésbé barátságos viszonyt ápolnak az USA-val. Elsősorban Kína szempontjából volt ez fontos, mely rekord magasra, 5,5%-ra emelte az arany tartalékait, de Oroszország, Lengyelország és Törökország is jelentősen növelte a tartalékait. 2. az amerikai vámok hatására ismételten nagyobb hangsúlyt kapnak az inflációs kilátások és egy magasabb inflációs környezetben az arany egy rendkívül jó értékálló eszköznek bizonyul, ezáltal tovább növekedhet a kereslete a következő időtájon.

A technikai kép alapján az emelkedő trend nem tört meg, és további szép, dinamikus emelkedés várható.

Össességében az arany egy rendkívül jó diverzifikációs eszköznek számít, különösen a jelenlegi aranypiaci trendeket, és geopolitikai (vámok, kereskedelmi „háború”) viszonyokat figyelembe véve. Az urán és a réz egy jelentősen alacsonyabb hozampotenciállal rendelkező árupiaci eszköz, melyek megtérülése rendkívül hosszú időtávon valószínűsíthető (5-15 év), így érdekesebb lehet egy **tágabb, árupiac egészét lefedő termék (GSG ETF)** alkalmazása a portfólióban.

A GSG ETF és GLD ETF-ről bővebben az MBH Befektetési Bank Taktikai Allokációs Modell januári és februári anyagában írtunk. Az elemzések az alábbi linkeken érhetők el:

[ElliottTAA_20250106.pdf](#)

[Elliott TAA_20250210.pdf](#)

Brazil piac

Véleményünk szerint a brazil piacot leginkább ETF-fel lehet legjobban elérni. Az EWZ nevű ETF jól leköveti a brazil piacot és viszonylag likvid instrumentum. Egyedi sztorikat tekintve számos ADR kereskedik a New Yorki tőzsdén, de itt is csak a likvidebb és magasabb kapitalizációjú részvényekre fókuszálnánk: Petrobras (PBR) – olajipar; Ambev (ABEV) – italgyártás; Vale (VALE) – bányászat, pl. réz bányászata, feldolgozása és értékesítése; és a Brasil Telecom (VIV) – telekommunikáció. Azt látjuk, hogy a brazil piac hirtelen lett közkedvelt egy komolyabb csökkenő trend után, így például a fentebb említett részvények, amelyek bár jelentősen különböző iparágakban működnek, szinte pontosan ugyan azt az árfolyammozgást tudták leírni. Nem javasoljuk ezeknél kisebb, helyi papírok megvételét, mert nincs róla sok tudásunk és niche piacnak számítanak, továbbá a brazil reál fedezése váltása is okozhat meglepetést. Való igaz, hogy az elmúlt években sokat estek a brazil részvények és így az index is, így a médiában most, hogy kis emelkedés volt látható, azonnal befészkelte magát a tudat, hogy itt a következő nagy lehetőség.

BUX, hazai piac

A háború lezárásának ténye már alapjában pozitív a piacok számára. Mind a két fent említett ország piacát nehéz elérni, így inkább a KKE régióban kell keresni lehetőséget, ilyen lehet a hazai piac (BUX) vagy a lengyel tőzsde (WIG).

Az orosz-ukrán háborúval kapcsolatos tárgyalások állnak jelenleg a befektetők figyelmének középpontjában. Ennek pozitív alakulása komoly katalizátora lehet a BUX árfolyam további emelkedésének. Egyfelől a blue-chipek eredményére is pozitív hatással lenne az Oroszország elleni szankciók feloldása, másfelől pedig a kelet-közép európai piacra jellemző értékeltségi diszkont is csökkenhetne. A BUX értékeltségének fokozatos átárzódása pedig az árfolyam emelkedését jelentené. A tárgyalások zátonyra futása akár átmeneti korrekciót is indíthatna a magyar piacon.

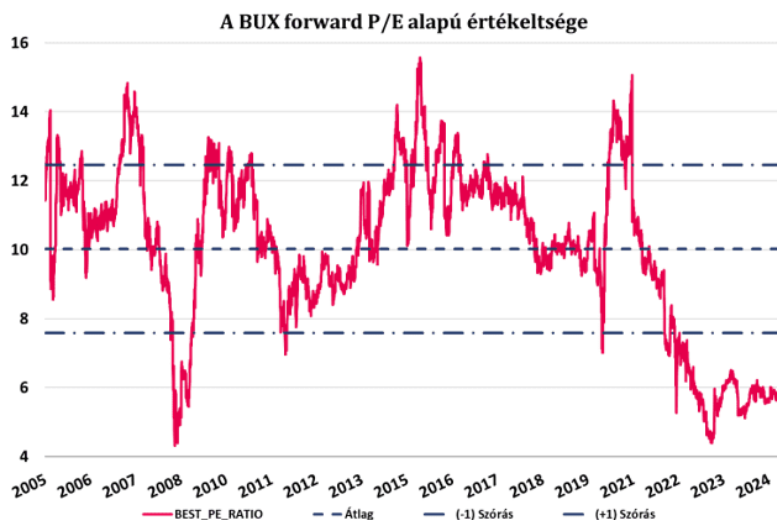
A kispapírok közül érdekes célpont lehet az Alteo, az AutoWallis vagy éppen a Waberer's. Ugyanakkor azt fontos hangsúlyozni, hogy a BUX-ban a négy blue-chipen kívül a többi tagnak rendkívül kicsi a súlya, azaz, ha a kispapírok szárnyalnak is, abból kevés lesz látható a BUX értékében.

Az Alteo januárban frissítette új, 5 éves stratégiáját, amelyben ambiciózus célokat jelölt meg a menedzsment. Ezek közé tartozik a nemzetközi terjeszkedés (főként Kelet-Közép-Európa, a szomszédos országok), valamint kb. 300 millió eurós EBITDA 2030-ig, ami a mai eredmény kb. 6-7-szerese. Jelenleg 6143 forint az egy éves célárunk a részvényre vonatkozóan, és azt gondoljuk a körforgásos gazdaság és a klímacélok egyre hangsúlyosabbá válásával komoly lehetőség van az Alteo előtt.

Az AutoWallis is figyelemre méltó menedzsmenticéllal vág neki az előttünk álló éveknek. A vállalatnál 2028-ig átlagosan éves 2-3 akvizícióval lehet számolni, főként itt is a nemzetközi piacokon (Kelet-Közép-Európa). Jelentős eredménybővülés jöhet a használtautó kereskedésből, a mobilitási szolgáltatásokból, így a vállalat konszolidált árbevétele 2028-ig éves átlagos 15%-kal bővíthet. Az AutoWallisra vonatkozó egy éves célárunk 223 forint.

A Waberer's működésében egyre nagyobb szerepet kap a biztosítási üzletág, de emellett a logisztikai jelenléte is teljesen átalakult az elmúlt években. Előtérbe kerülhet a vasúti szállítmányozás, a magasabb hozzáadott értékű inhouse megoldások vagy éppen a raktározás. A vállalat a fentiekhez hasonlóan a nemzetközi piacokra is betette a lábát, ennek példája a szerb MD Internationalban szerzett részesedés. Egy éves célárunk 5476 forint.

Erős emelkedéssel kezdte az évet a BUX, 2025 elején még bőven 80 ezer pont alatt járt az árfolyam, február közepére pedig megközelítette a 90 ezer pontos szintet az index. A repülőrajt két nagyon erős év után történt, 2024-ben több mint 30 százalékot, 2023-ban pedig 40 százalékot emelkedett a hazai piac és jelentősebb korrekció nélkül tudott folyamatosan rekord értékekre kapaszkodni a BUX. A további emelkedésnek a katalizátora lehet az indexet meghatározó négy blue-chip erős fundamentumai és növekedési várakozásai mellett az index továbbra is alacsony értékeltsége és természetesen a háború lezárásával vagy tartós tűzszünettel kapcsolatos pozitív fejlemények. Jelenleg az index P/E (árfolyam és az egy részvényre jutó eredmény hányadosát mutatja meg ez a mutató) alapú értékeltsége 6,3, miközben a hosszútávú átlagos értékeltség 10. A BUX értékeltsége azért maradt alacsony az árfolyam emelkedése ellenére, mert közben az index legnagyobb súlyú részvényeinek az eredményvárakozásai erőteljesen emelkedtek. Az alábbi grafikonon jól látható, hogy 2005 óta csak 2008-ban volt a mostanihoz hasonló alacsony értékeltség a piacon.



Forrás: MBH, Bloomberg

A BUX technikai képe nagyon kedvező, stabil emelkedő trendben kapaszkodik felfelé az árfolyam, erős lélektani szintek 90 ezer, 95 ezer és 100 ezer pontnál húzódnak. Az orosz-ukrán tűzszünet további lökést adhatna a hazai tőzsdének, az elmúlt napokban számos hír látott napvilágot ezzel kapcsolatban, pozitív kimenetel esetén a tűzszünet elsődleges nyertese lehetne a magyar tőzsde. Ebben az esetben folytatódhatna a piac átárazódása, vagyis az értékeltségi diszkont tovább csökkenhetne, és közelebb kerülhetne a BUX a historikus átlagos értékeltségéhez. A P/E mutató a jelenlegi 6,3-as értékéről, ha a 7,3-as szintig emelkedne, akkor a BUX index értéke 100 ezer pont fölé kerülne, a jelenlegi eredményvárakozások változatlan szintje mellett.

A négy blue-chip közül az OTP és a Magyar Telekom teljesített kiemelkedően, egyértelműen ezek emelkedése húzta a BUX-ot folyamatosan újabb rekordokra. Az OTP organikus növekedése mellett az akvizíciók segítségével tudta elérni az éves 1000 milliárd forintos profitot, a kiemelkedő eredmény megtartását idén az orosz-ukrán háború lezárása vagy egy tartós tűzszünet segíthetné. Az Oroszország elleni szankciók feloldása számos európai pénzintézet eredményességét javíthatná. A Magyar Telekom esetében a részvényesi javadalmazás kedvező alakulása az egyik fő katalizátor, ennek pozitív iránya segíthetné idén is a részvényárfolyam stabilitását. Természetesen a növekvő részvényesi juttatás a társaság javuló eredményességének köszönhető. A Richter esetében hosszútávon emelkedő a trend, de 2024-ben nem tudott kiemelkedően emelkedni az árfolyam. A kedvező értékeltség és az erős fundamentumok miatt, bőven van tere az árfolyamnak. A már említett orosz-ukrán békével kapcsolatos tárgyalások pozitív alakulása a Richternek is kedvező lehet. A legfontosabb sztori a Richterrel kapcsolatban a Cariprazine, amely a vállalat egyik kiemelkedően fontos készítménye (az Egyesült Államokban Vraylar néven forgalmazzák), és továbbra is nagy potenciált jelent a társaságnak a következő években, a gyógyszer ugyanis a leggyorsabban növekvő orális antipszichotikum az Egyesült Államokban. Az évtized végéig a Richter jelentős profitot realizálhat a Vraylar értékesítések után, a szabadalmi védetség lejártával azonban jelentős visszaesésre kell számítani. A társaság célja, hogy a 2020-as évek végére legyen egy olyan molekulájuk, amely közel jár már a piacra kerüléshez. A Richter jelenleg 13 központi idegrendszeri K+F fejlesztéssel rendelkezik. Ez azért fontos, hogy a Vraylar szabadalmi védetségének lejárataig megalapozza az árbevétel és profitnövekedést. Ezért a tevékenységi köröket négy stratégiai üzletág köré csoportosították, mindegyik esetében jelentős fejlesztésekkel, akvizíciókkal támogatják az üzletágak fejlődését. A MOL eredményességére nagy hatással van

az olajár alakulása, a devizaárfolyamok változása és a fogyasztói kereslet. Utóbbiban nem látni törést, az első kettőt azonban nehéz modellezni és így meghatározni, hogy milyen hatással jár majd az a részvényárfolyamra. A társaság árfolyama sokat emelkedett az utóbbi hónapokban, de közelít egy erős technikai szinthez, amely 3100 forintnál húzódik. Ez a szint az elmúlt években többször is megállította az árfolyamot, idén is nehezítheti az árfolyam további emelkedését.

JOGI NYILATKOZAT

1. Jelen kiadványt az MBH Befektetési Bank Zrt. (székhely: 1117 Budapest, Magyar Tudósok Körútja 9. G.; cégjegyzékszám: Fővárosi Törvényszék Cégbírósága, Cg. 01-10-041206; tev. eng. sz. III/41.086/2002., EN-III/M-608/2009.; felügyeleti hatóság: Magyar Nemzeti Bank 1013 Budapest, Krisztina krt. 55.sz.; továbbiakban: a Bank) készítette.

2. Jelen kiadvány a 2014/65/EU irányelv, és a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete alkalmazásában marketingközleménynek minősül. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen kiadvány nem minősül a Bizottság (EU) 2017/565 felhatalmazáson alapuló rendelete szerint a befektetéssel kapcsolatos kutatás követelményeinek megfelelő befektetési elemzésnek. A jelen dokumentumban közölt megállapítások nem objektív és nem független magyarázatot tartalmaznak. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a jelen marketingközleménynek minősülő dokumentum nem a befektetéssel kapcsolatos kutatás függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült és nem érinti a befektetéssel kapcsolatos kutatás terjesztését, közzétételét megelőző kereskedésre vonatkozó tilalom. A kiadványban foglalt adatok tájékoztató jellegűek, és a jelen tájékoztatás nem teljes körű.

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. Jelen dokumentumnak, a benne foglalt információknak nem célja, hogy az ügyfelek konkrét befektetési döntéseinek az alapját képezze. A Bank kizárja a felelősséget 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 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. Jelen tájékoztatás nem minősül adótanácsadásnak, a konkrét adó- és illetékjogi információk pontosan csak az érintett ügyfél egyedi körülményei alapján ítéltelők meg, valamint az adó- és illetékjogi jogszabályok a jövőben változhatnak.

5. 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, 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.

A jelen dokumentumban megjelölt, valamint a grafikonok készítése során az érintett pénzügyi eszközök teljesítményeire vonatkozó adatok forrása(i): Bloomberg.com, spglobal.com, pepcogroup.eu, blackrock.com, schwab.com., reuters.com, ustreasuryyieldcurve.com

6. Az árfolyamok, hozamok, egyéb adatok múltbeli alakulásából nem lehetséges a jövőbeni árfolyamokra, hozamra, illetőleg teljesítményre vonatkozó egyértelmű és megbízható következtetéseket levonni. Felhívjuk a figyelmet arra, hogy a múltbeli teljesítmény nem megbízható mutatója a jövőbeli eredményeknek, és sem a múltbeli hozamok, sem a jelenlegi vélemények nem jelentenek garanciát az érintett pénzügyi eszköz, befektetési alap jövőbeli teljesítményére, azokból a jövőbeli hozamok megbízhatóan nem jelezhetők előre. Az árfolyamok a piaci folyamatok alapján pozitív és negatív irányba is változhatnak.

7. A befektetési alapokkal kapcsolatos előzetes tájékoztató információk, így különösen a tájékoztató, a kezelési szabályzat, a Kiemelt Befektetői Információk, a portfólió jelentések, valamint a befektetési alapok és a kínált szolgáltatások szerződési feltételei, dokumentumai megtalálhatók az érintett alapkezelők közzétételi helyein, honlapjain, továbbá a forgalmazók honlapjain. A teljesítmény információk a megelőző 5 évre, amennyien a termék ennél rövidebb ideje létezik, erre a teljes időszakra, az érintett befektetési alap vonatkozásában az érintett alapkezelő honlapján érhető el.

8. Az adatok a teljesítményeket bruttó módon mutatják be, melyek esetében az aktuális jutalékok, díjak, és egyéb költségek felszámításra és érvényesítésre kerülnek. Felhívjuk a figyelmet arra is, hogy a magyar forint devizanemtől (HUF) eltérő pénznemben kibocsátott eszközök esetében a megtérülés, a teljesítmény hozama növekedhet, illetve csökkenhet is az árfolyamingadozások következtében, mely árfolyamingadozás kockázatot hordoz az eszköz teljesítménye vonatkozásában.

9. A Bank jogosult a kiadványban szereplő eszközök vonatkozásában árjegyzési, egyéb befektetési szolgáltatási tevékenységet vagy kiegészítő szolgáltatást nyújtani. A Bank továbbá is jogosult jóhiszeműen és a piacképzés 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.

10. 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 szabállyal.

11. A jelen kiadványban feltüntetett befektetési alapokra és egyéb pénzügyi eszközökre vonatkozó példák nem mutatják be a teljes befektetési kínálatot. További tájékoztatás, üzletszabályzatok, hirdetmények érhetőek el az aktuális szolgáltatásokról, az MBH Befektetési Bank Zrt. www.befektetesibank.hu honlapján, az MBH

Bank Nyrt. bankfiókjaiban és a www.mbhbank.hu honlapján, vagy a www.mbhbank.hu/privatebanking oldalon, továbbá az MBH Bank privát banki kiszolgálást nyújtó egységeinél.

Az MBH Bank Nyrt. az MBH Befektetési Bank Zrt. közvetítőjeként jár el. MBH 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 1013 Budapest, Krisztina krt. 55.sz.)

12. 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.

13. Ezt az üzenetet azért kapta, mert korábban feliratkozott hírlevelünkre vagy hozzájárult ahhoz, hogy Önt a Bank marketingcélú üzenetekkel megkeresse. Amennyiben a továbbiakban nem kíván tájékoztatást kapni az MKB Banktól, megadott hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja. A vonatkozó adatkezelésekről, illetve az Önt megillető jogokról, azok gyakorlásának módjáról, valamint a jogorvoslati lehetőségekről további tájékoztatást a www.mbhbefektetesibank.hu honlapon található adatvédelmi irányelvekben, illetve az Adatkezelési Tájékoztatóban, valamint a 06 80 333 660-as zöld számon kaphat. Amennyiben nem kíván a továbbiakban híreket, üzleti ajánlatokat kapni, hozzájárulását bármikor ingyenesen visszavonhatja a telebankar@mbk.hu e-mail címen, illetőleg a 06 80 333 660-as zöld számon. Hozzájárulását visszavonhatja postai úton is az MBH Befektetési Bank Zrt., 1117 Budapest, Magyar Tudósok Körútja 9. G. címére küldött nyilatkozatával, amelyen kérjük, hogy jól olvashatóan tüntesse föl nevét, lakcímét és azt, hogy a közvetlen üzletszerzési célú (direkt marketing) megkeresések tiltását kéri.

Az adatkezelésre vonatkozó tájékoztatás és az adatkezelési irányelvek elérhető a bankfiókokban és a www.mbhbefektetesibank.hu honlapon.

14. A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadvány elkészítésének időpontja: 2025. február 21. (11:00)

A véleményekhez használt adatok 2025. február 21. napjáig kerültek figyelembevételre és értékelésre.