

Többre kerül most egy pénz mint egy profit

A [korábbi cikkben](#) a vállalati érték koncepcióját kisbefektetői szemmel vizsgáltuk; nem irányítunk, számottevő szavazati joggal nem rendelkezünk, csupán a később kifizetett osztalékokból, részvényvisszavásárlásokból profitálunk, így ezeknek a mai értéke képezi a cégértéket. Elsősorban a profitra voltunk kíváncsiak, arra, hogy mennyi eredményt generál a vállalat évről évre, és ennek mekkora részét fizeti ki. A profit azonban sokszor csalóka – és kiváló példa erre a rekordprofitos technológiai szektor egésze.

Az eredmény olykor megtévesztő lehet

Egy cég normális működése során évről évre eredményt halmoz fel, jó esetben nincsen, vagy csak kevés a veszteséges esztendő. Egészségesnek tűnhet tehát az a vállalat, ami magas profitról számol be, mégis kockázatos lehet kizárólag így megítélni. A profit ugyanis egy jellegéből és komponenseiből fakadóan manipulálható tétel,¹ és épp ezért nem mindig elégséges a teljes összkép megértéséhez.

A szándékos manipuláció sokkal inkább jellemző a kisebb cégekre, de a nagyobb vállalatok számára is rendelkezésre állnak eszközök a számok kozmetikázására. Ilyenek lehetnek például a kapcsolt vállalatok közötti tranzakciók vagy a bevételek és költségek időbeli elhatárolása. A vállalatok ezen kívül eszközeiken elszámolt amortizációs politikájukkal és a befektetéseiken elért eredményekkel/veszteségekkel is számukra kedvező irányba módosíthatják a tárgyévi eredményeket.

A modern vállalatértékelési módszertan épp ezért jellemzően nem a profitokat veszi alapul, hanem a cég által megtermelt szabad készpénzt.

A készpénz nem hazudik

A cég rendelkezésére álló szabad pénzáramot (FCF) a működési eredmény és a tőkebefektetések (CAPEX) különbségeként kapjuk meg. Ez már önmagában egy fontos eltérés a profit-szemléletű értékeléshez képest, hiszen a vállalat tárgyévi eredményét nem befolyásolják a befektetések. Ha a META egymilliárd dollár értékben vásárol Nvidia chipet, az nem azonnal rontja az eredményét: a számviteli és vállalati szabályoknak megfelelő amortizációs politika alkalmazásával a következő évek során képez költségételt, csökkenti majd az akkori profitot. A beruházások ilyen formán késleltetve fejtik ki hatásukat a vállalati eredményekben, és ezért is hiba kizárólag a profitokat figyelni.

Az ilyen tételek a szabad pénzáramban viszont azonnal lecsapódnak. Ha a META chipet vásárol, az adott évben rendelkezésre álló készpénz csökken a beruházás mértékével.

Cashflow alapú értékeltés

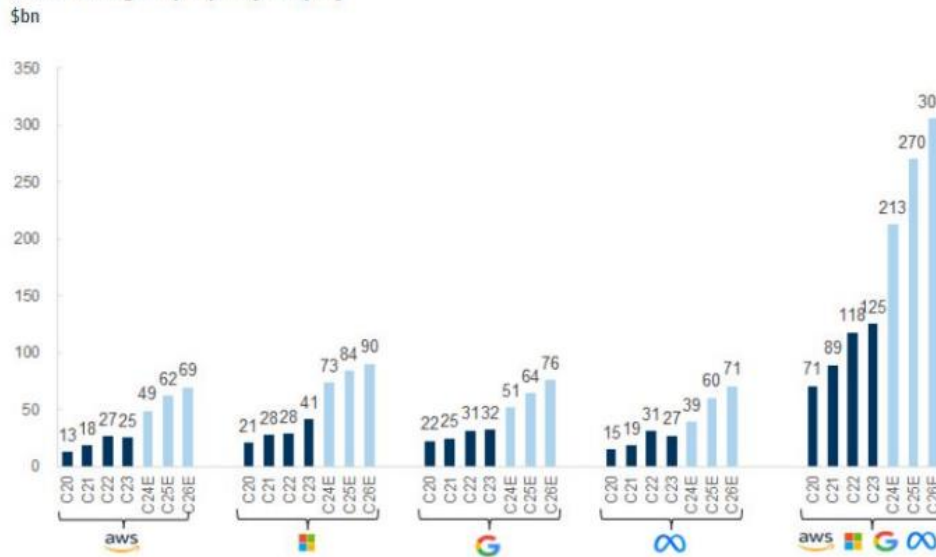
Kisbefektetőként nincs beleszólásunk abba, hogy pontosan hogyan költi el a cég a rendelkezésre álló pénzt. Vállalatirányítói szemszögből azonban a szabad pénzáram felett teljes egészében diszponálunk. A teljeskörű cégértékelésnél ez a releváns nézőpont: a cég annyit ér, amennyi a jövőbeli szabad pénzáramok jelenértéke.

Óriási beruházások, sokat fizetünk most a készpénzért

2024-et meggyőző eredményekkel zárták az amerikai cégek: a FactSet szerint 18,2% volt az év/év alapú bővülés, ami igencsak magasnak mondható. A rekord profitokhoz rekord beruházások is tartoztak, hiszen a legnagyobb vállalatok rengeteg pénzt költöttek az AI-kapcsolt termékeikhez, szolgáltatásaikhoz szükséges infrastruktúrára.

¹ [Financial Statement Manipulation - Overview, Reasons, Factors](#)

Exhibit 2: Large-Cap Capex by Company



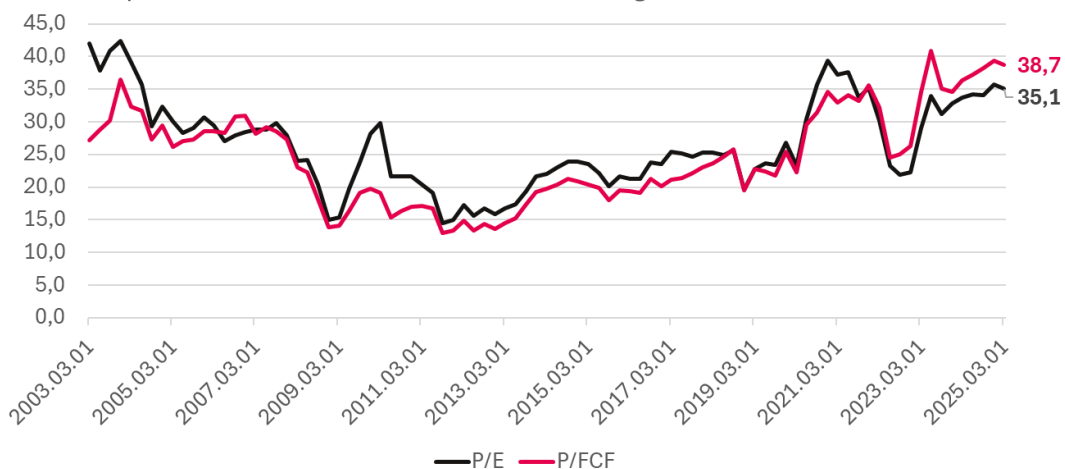
Source: Company data, Goldman Sachs Global Investment Research

Leginkább a technológiai szektorban tetten érhető ez a jelenség, és bár eddig kiváló profitabilitásról tettek tanúbizonyságot ezek a cégek 2023 és 2024 során, a jelenleg zajló óriási beruházási hullám azt a fontos feltételezést hordozza magában, hogy később jelentős megtérülésre tudják váltani az elköltött forrásokat. A NASDAQ-100 index esetében a befektetők jelenleg a cégek által megtermelt szabad pénzáram közel 39-szeresét hajlandók kifizetni. Az utóbbi 20 évben ilyen árazásra csak 2023 második felében volt példa, még a 2021 év végi csúcson is olcsóbban juthattunk hozzá a megtermelt pénzhez.

Az is említésre méltó, hogy az elmúlt évtizedek tapasztalatai alapján egy egységnyi eredményért mindig többet fizettek az index befektetői, azaz a P/E magasabb volt a P/FCF-nél.² 2023-ban azonban ez megváltozott, és a profit relatíve „olcsóbb lett”. Ennek oka pont a beruházásokban keresendő. Hatalmas pénzekből vásárolnak új eszközöket, tehát hiába a rekord profit, ezek jelentős részét jövőbeli növekedésbe forgatják.

A NASDAQ P/E alapon nem olcsó, de volt már drágább

De szabad pénzáramra vetítve csúcs körüli az értékeltség



A befektetők bizalma töretlennek tűnik arra vonatkozóan, hogy a megvalósult beruházások később megtermelt készpénzre fordulnak. Normális körülmények között ezzel persze semmi gond nem lenne,

² P/E: Részvényárfolyam/Egy részvényre jutó nyereség hányados. P/FCF: Részvényárfolyam/Egy részvényre jutó szabad pénzáramlás hányados.

hiszen a kapitalizmus velejárója a folyamatos növekedésre való törekvés. Azonban nem mindegy, mekkora árat fizetnek a befektetők a növekedés ígéretéért. Minél borsosabb ez az ár, annál jobban fájhat egy kedvezőtlen forgatókönyv, amit egy későbbi jelentési szezon vagy vállalati esemény hozhat.

Tulajdonképpen törvényszerűségnek is nevezhető, hogy az értékeltségi mutatók idővel vissza fognak térni historikus átlaguk közelébe, hiszen az árazás nem egy végtelenségig trendelő folyamat: nem logikus, hogy az idő múlásával egy egységnyi eredményért miért kéne többet és többet fizetnünk. A kérdés az, hogy ezt a piaci reményeket beváltva, dinamikus szabad pénzáram bővüléssel teszik meg, vagy csak a részvényárfolyamok korrigálnak az ehhez szükséges irányba.

Rések a piaci optimizmus pajzsán – készüljünk a kijózanodásra?

A kedvezőtlen forgatókönyv valószínűsége a piaci szereplők szerint emelkedőben lehet. A volatilitási várakozásokat és piaci bizonytalanság mértékét szemléltető VIX index februárban 16,4 pontról 22,9 pontra emelkedett. Az évet 2,22%-on indító 10 éves amerikai reálhozam a várakozásainkkal összhangban 1,96%-ra esett, ami egyrészt a kockázatkerülés, másrészt a FED felé támasztott kamatvágási várakozások emelkedésére utal. Március 5-én a piac év végéig 2 kamatcsökkentést biztosan, további egyet 80%-os valószínűséggel áraz. Teszi ezt részben a februárban és márciusban napvilágot látott amerikai adatközlések miatt: várnál gyengébb munkaerőpiaci adatok, gyenge külkereskedelmi mérleg és lassuló fogyasztás.

Talán (biztosan) nem is véletlen, hogy az S&P -0,44%-ot, a Nasdaq -1,66%-ot esett március 5-ig bezárólag. Pánikra azonban nincs ok, az ész nélküli eladás nem vezethet jóra.

Legyünk óvatosak, legyünk szelektívek, legyünk globálisak

A fentiek mellett fontos megjegyezni, hogy nem mindenhol ennyire „drága a pénz”. Vannak olyan részvénypiacok, ahol a történelmi átlaghoz jóval közelebbi, akár alatta fekvő értékeltségeket láthatunk. Az ilyen szituációk adhatnak okot arra a tudatos, hosszú távú befektetőnek, hogy a világpiacon referenciától eltérítse portfóliójának súlyait. Például megfontolhatja az abban amúgy 70%-ot kitevő USA allokáció csökkentését, és átirányíthat valamennyit Európába – adott esetben a közép-kelet-európai régióba, ahol kifejezetten kedvező árazásokat találunk.

A befektető növelheti defenzív allokációját: amerikai államkötvényeket vagy más, befektetési kategóriás devizakötvényeket vásárolhat. Ez már csak a forint elmúlt két hónapban tanúsított ereje miatt is időszerű lehet, hiszen most olcsóbban jutunk devizához, mint az év elején. Sőt, ezek a kötvénybefektetések most reálhozam-potenciállal kecsegtetnek, ami azt jelenti, hogy diverzifikációs és volatilitás-mérséklő erején túl nagy eséllyel vagyunk reálértékét is növelni fogják akár rövidtávon is.

Ha pesszimisták vagyunk, emelhetjük az arany kitétségenket is. Hiába van historikus csúcsokon a nemesfém árfolyama, abban az esetben, ha a globális hangulat romlására, reálhozamok csökkenésére számítunk, hatékony portfólióelemként szolgálhat ez az eszköz is.

Akkor most vegyünk amerikai részvényt, vagy sem?

Tudatos befektetőként figyelniünk kell a piaci mozzanatokot, a híreket, a fundamentumokat. Látnunk kell az amerikai piacok értékeltsége mögött húzódó folyamatokat, értenünk kell a beruházások aktuális, kiemelt szerepét, és az implicit feltételezéseket, amiket hordoznak. Ebből le kell szűrniünk saját következtetésünket: bízunk a beruházások megtérülésében, ahogy azt a piac még teszi, vagy inkább óvatosabbak leszünk? Ez egyéni döntés, de úgy gondolom, most indokolt az óvatosság. Éppen ezért az amerikai részvénykitétséget privátbanki Advisory portfólióinkban referencia súly alatt tartjuk, és kompozícióját is aktívan választjuk meg, preferálva a relatív értelemben olcsóbb szektorokat, értékpapírokat.

Jogi figyelemfelhívó tájékoztatás

Publikációs információk

A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadványhoz felhasznált adatforrások: Bloomberg

A kiadvány elkészítésének időpontja: 2025. év 03. hónap 07. napja 10:05 (óra:perc)

A véleményekhez használt adatok 2025. év 03. hónap 06. napjáig kerültek figyelembevételre és értékelésre.

A dokumentumot készítő elemző/k neve és beosztása:

Vince Péter
Bankpénzügyi elemző
MBH Befektetési Bank Zrt.

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 felelősségét a kiadványban foglaltak esetleges befektetési döntésként való felhasználásáért, a konkrét egyedi befektetési döntésekért, az ebből eredő következményekért, így nem vállal felelősséget a befektető ezen kiadványban foglaltak alapján hozott

döntései következtében, vagy őt azzal bármilyen egyéb összefüggésben érő esetleges károkért, veszteségekért.

4. A 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 ítéltethők meg, valamint az adó- és illetékjogi jogszabályok a jövőben változhatnak.

5. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valódiságáról, pontosságáról, helytállóságáról és teljességéről a Bank biztosítékot nem kapott, ezért a dokumentumban leírtak teljességével és pontosságával kapcsolatban sem a dokumentum készítői, sem a Bank felelősséget nem vállalnak. A kiadványban megjelölt tartalmak és vélemények a kiadványt készítő szakembereknek, a kiadvány elkészítésének időpontjában fennálló piaci körülmények alapján kialakított, 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.

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 továbbra 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 szabályzattal.

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