

# A hazai BLUE CHIP részvények 2013-ban

2012. december 10.

Mottó: a kockázatokról és mellékhatásokról kérdezze meg brókerét, vagy választott parlamenti képviselőjét!

Az ún. professzionális döntéshozók alapvetően kétféle metodika alapján választanak befektetési célterületet

TOP- DOWN  
megközelítés

- Gazdasági növekedés
- Államháztartási- és költségvetési helyzet
- Infláció
- Jogi és szabályozási környezet
- Kiszámíthatóság

BOTTOM-UP  
megközelítés

- Egyedi vállalatok növekedési kilátásai
- Mérlegelemzés
- EPS és DPS várható alakulása
- Corporate governance
- Minőség kritériumok



- ❖ Még az EU-s átlaghoz képest is negatív növekedési kilátások, tartós recesszió, stagflációs veszély
- ❖ Látszólag rendbetett költségvetési helyzet, ugyanakkor fenntarthatatlan finanszírozási rendszer
- ❖ Az állandó adóemelések miatt magasan beragadt infláció
- ❖ A jogi és szabályozási környezet állandó változása, az ad hoc döntések sorozata súlyos károkat okozott már eddig is

**❖ KISZÁMÍTHATATLANSÁG**

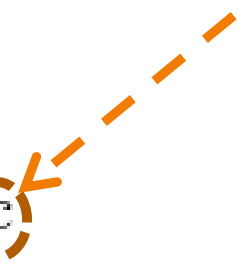
## A kiszámíthatatlanság konkrétumai

---

- ❖ Robin Hood adó
  - ❖ Bankadó
  - ❖ Telekom adó
  - ❖ Tranzakciós adó
  - ❖ Közmű adó
  - ❖ .... Mindenféle „sonder” adó
- 
- Önmagában ezek az adók is felbecsülhetetlen károkat okoznak
    - Ki fog itt beruházni?
    - Miből?
    - Friss FDI nem lesz ezek után
    - Ezek gyakorlatilag burkolt adóemelések....
  - De a legnagyobb probléma, elnézést a szóismétlésért,

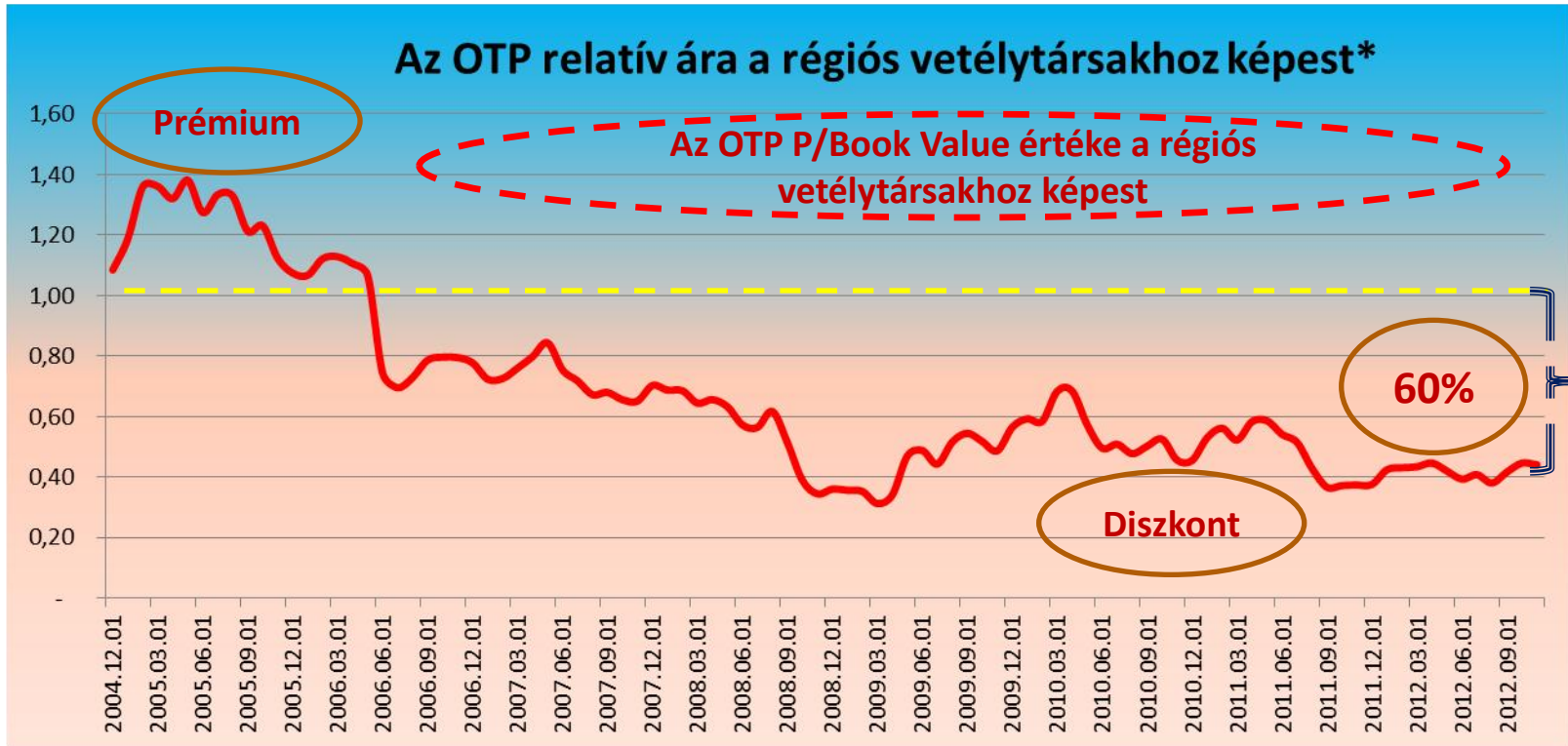
a **KISZÁMÍTHATATLANSÁG!**

**Nincs elemző, szakember, aki meg tudná mondani, hogy mennyit érnek a magyar BLUE CHIP részvények!**

$$\int x^{\alpha} dx = \frac{x^{n+1}}{n+1} + c$$


- Bármilyen beruházásnál, bármilyen üzleti tervnél – elvileg - jól lehet modellezni a költségeket!
- Azonban ha szinte kötelező módon szerepeltetni kell egy „konstans”, előre nem ismert költségelemet, úgy értelmét veszti az egész tervezés!!!
- Ugyanez érvényes egy adott részvény értékelésére is: nagyon nem mindegy, hogy mennyire tudom eltalálni a költségeket....

# A kiszámíthatatlanság konkrét ára



\*Komerční Banka, Bank Pekao, Bank PKO

A korábbi prémium az OTP esetében igen jelentős diszkonttá alakult, a felét fizeti a piac a magyar részvényért, mint a régiósokért

**Ez az ára a kiszámíthatatlanságnak!**



- Európa egyik legjobb tőkeellátottságával rendelkező bankja (közel 5 Mrd EUR likvid eszköz, miközben a piaci kapitalizáció 4 Mrd EUR!!!)
- A brutális adók ellenére igen jelentős EPS
- 13% feletti Core TIER1 mutató
- Kiszámítható menedzsment
- Látványos földrajzi eltolódás az EPS alakulásában
- Egyre dinamikusabb orosz-ukrán növekedés



- Informatív bankadó
- Erős árfolyamkitérttség az európai bankszektor felé
- Az NPL számok néha „érdekesek”
- Az önkormányzati adósság állami átvétele nekem még nem teljesen tiszta...
- Oroszország és Ukrajna nagyon erős politikai és szabályozási kockázatot rejt magában



Alapvetően nincs semmi baj az OTP-vel! Azonban amíg nem nyugszik le a magyar helyzet, addig a magyar piac alulteljesítő lesz!

# A Richter mint részvény

+

- Az egyik legstabilabb cég a BÉT-en
  - A nehéz gazdasági helyzet ellenére stabilan növekvő érbevétel
  - A BLUE CHIP-ek közül a legkevésbé érintett a különadók által
- Jó esély, hogy az eddigi generikus profil átmenjen originálisba, ami egy új értékelési modellt jelentene
- A hazai gyógyszerkassza jövő évi emelése pozitív lehet a cégnek
  - Már nem tagja az MSCI Indexnek 😊

-

- Továbbra is erős függőség a mindenkori kormányok TB politikájától
- Óriási verseny a generikus termékek piacán
- A két akvizíció (Grunenthal és Preglem) még nem teljesen bizonyított
- A Cariprazine és az Esmya indítása még mindig hordoz veszélyeket (lásd anno Egis...)



Alapvetően nincs semmi baj a Richterrel sem! .... Lásd az OTP-nél leírtak..



## Mi határozhatja meg 2013-at

1. Az amerikai „fiscal cliff” megoldása, és az amerikai gazdaság helyzete
  - az amerikai gazdaság középtávú növekedési kilátásai nagyon jók
    - 4-5 éven belül a folyófizetési mérleg szufficites lehet
    - az olcsó palagáz brutális termelékenység-javulást okozhat a termelésben (elképzelhető, hogy a korábbi termelés kihelyezés helyett tömegesen megy vissza a gyártás az USA-ba!)
2. Az európai adósság probléma alakulása
  - a fiskális unió felé nagyot léphet előre Európa
3. A kínai gazdaság alakulása
  - egyre több olyan adat, konjunktúra mutató lát napvilágot, miszerint a kínai gazdaság az éledezés jeleit mutatja
4. Negatívumként: Irán-Izrael, a kínai-japán gazdasági háború felfutása, európai politikusok

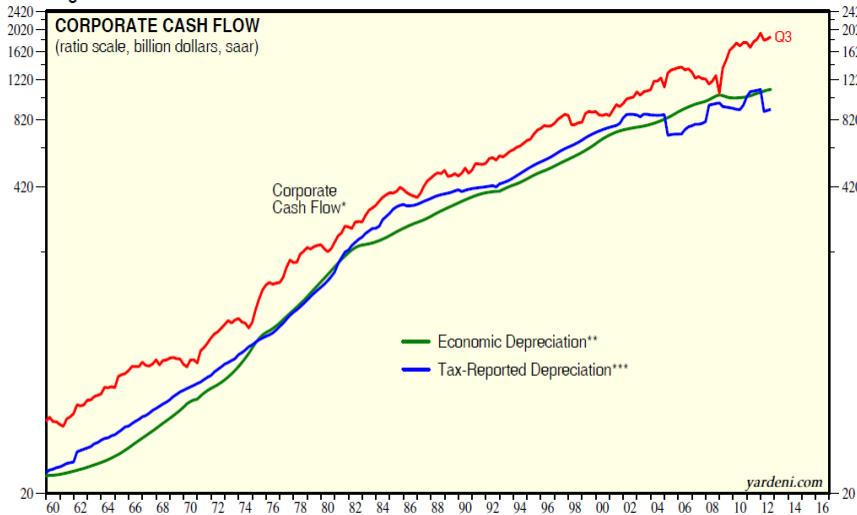
Ha a pozitív folyamatok dominálnak, akkor 2013-ban jó éve lehet a tőzsdéknek

Ha a nemzetközi piacok jól teljesítenek, akkor a magyar tőzsde is menni fog, de valószínűleg lemaradó lesz 2013-ban is

# Sokak szerint drágák a piacok... Nem azok

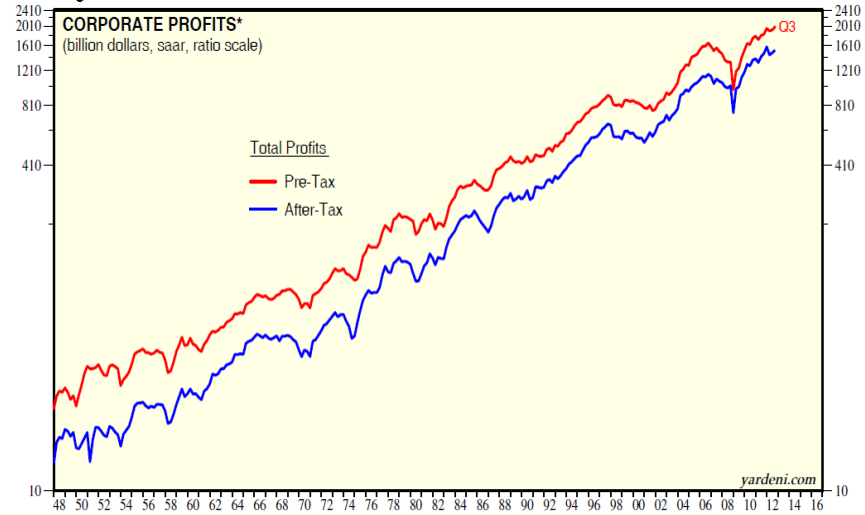


Figure 13.



\* After-tax retained earnings plus tax-reported depreciation.  
 \*\* Corporate capital consumption allowances.  
 \*\*\* Corporate capital consumption allowances with capital consumption adjustment.  
 Source: US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

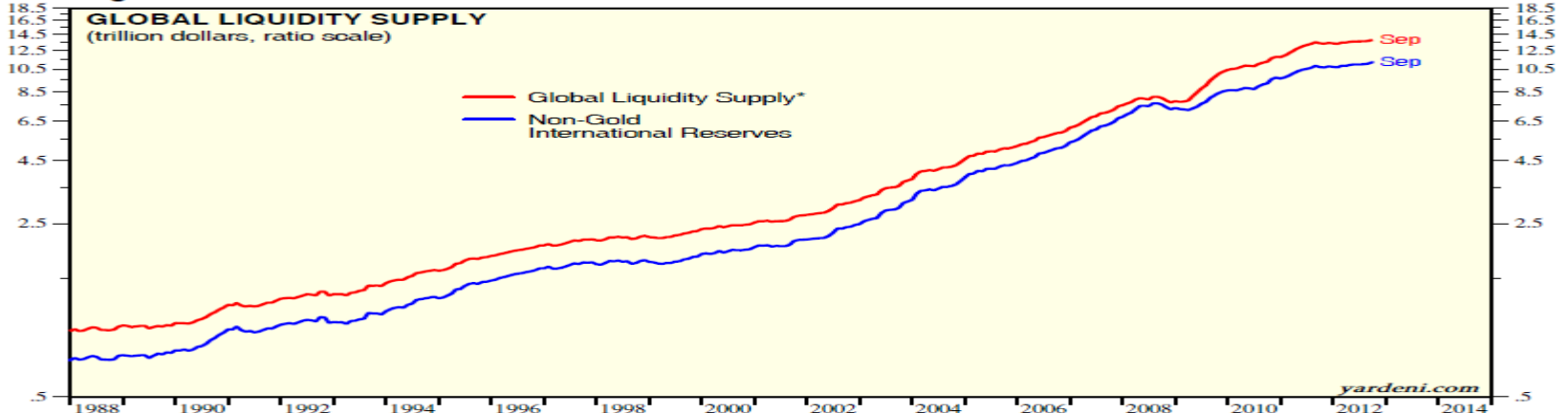
Figure 11.



\* Includes Inventory Valuation Adjustment (IVA) and Capital Consumption Adjustment (CCAdj).  
 Source: US Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

## - Global Liquidity Supply -

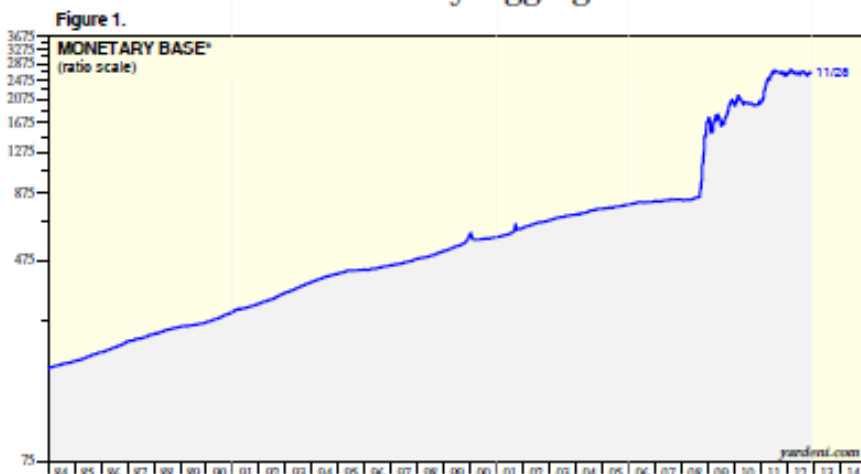
Figure 1.



\* Non-gold international reserves plus Fed's holdings of US Treasuries and Agencies.  
 Source: International Monetary Fund (IMF) and Federal Reserve Board.

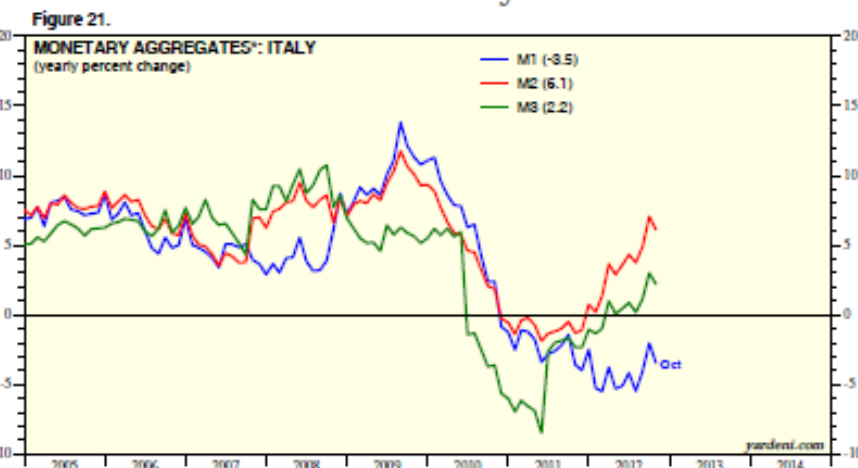
# És a brutális likviditásbőség még sokáig maradhat

- US Monetary Aggregates -



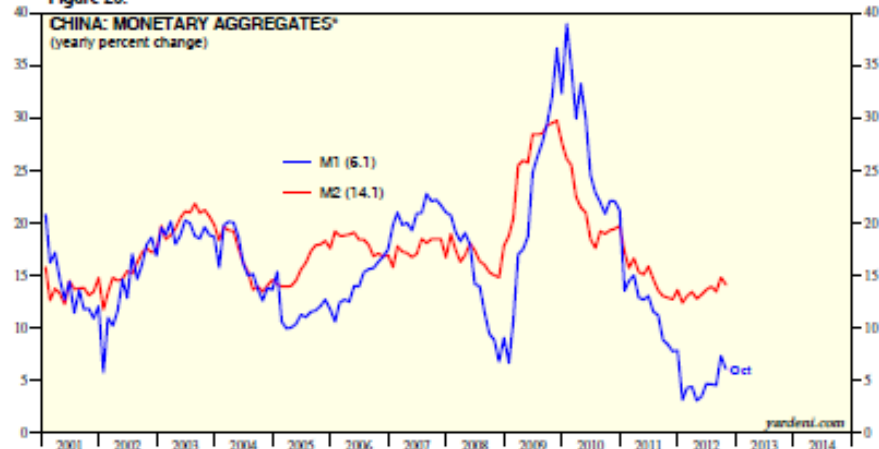
\* Adjusted for changes in reserve requirements.  
Source: Board of Governors of the Federal Reserve System.

- Euro Area Monetary Growth -



\* Includes currency in circulation.  
Source: Banca d'Italia/Inver Analytics.

Figure 26.



\* In yuan.  
Source: China National Bureau of Statistics.

A világ összesített monetáris bázisa folyamatosan extrém magasságokban van, és egyelőre a gondolata sem született meg a lazítás befejezésének!

- Alapvetően NEM a magyar részvényekkel van baj
- Az elmúlt 10 év hazai gazdaságpolitikája rendkívül inkonzisztens volt.....
- ... Ami egyértelműen leértékelte a hazai eszközöket (hazai kötvények idei rallyját hagyjuk, mert az nem fundamentális okok miatt történt, kizárólag a brutális flow hajtotta le a hozamokat...)
- A jövő két nagy kérdése
  - A nemzetközi piacokon hogyan alakulnak a dolgok?
  - Illetve mit talál még ki a hazai unortodox agytröszt, ha **ismét** nem teljesülnek a költségvetési- és államháztartási hiánycélok?

És még valami: 2012 a periféria kötvények éve volt; ez nem tarthat örökké, előbb-utóbb más eszközök vadászata kezdődik!

2013 a részvények éve lehet?

**A hazai börze nagyobb részvényeinek jövő évi teljesítményét alapvetően ezek fogják meghatározni!!!**

# NYILATKOZAT

*Ez a tájékoztatás nem minősül befektetési ajánlatnak, ajánlattételi felhívásnak, befektetési tanácsadásnak. Jelen tájékoztatás nem teljes körű, célja kizárólag a figyelem felkeltése. A Vagyonkezelő és Ügyfele közötti ügyletek tartalmát, a portfóliókezelés részletes információit az egyedi portfóliókezelési szerződések állapítják meg, megalapozott befektetői döntés csak ennek ismeretében hozható meg*

*Az egyedi szerződésekben nem szabályozott kérdésekben a Vagyonkezelő Üzletszabályzata rendelkezéseit kell alkalmazni, mely megtalálható a Vagyonkezelő honlapján. Jelen tájékoztatással kapcsolatban a Dialóg Befektetési Alapkezelő Zrt-vel szemben igény nem érvényesíthető. A változtatás jogát fenntartjuk.*

*Az elhelyezett vagyon kezelését a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény szabályozza. A befektetés hozamához kapcsolódó adózási tudnivalókról kérjük, tájékozódjon adótanácsadójánál. A Vagyonkezelő portfóliókezelési tevékenységét a PSZÁF – E-III/42/2008 számú engedélye alapján végzi.*