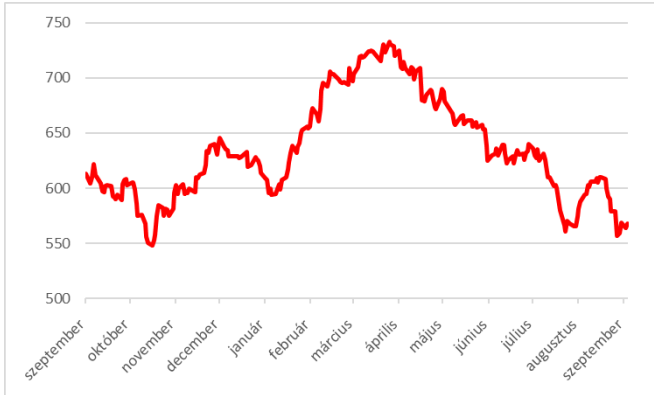


Autószektor elemzés



Adatok	2024.09.20
Index	STOXX600 AUTO
3 hónapos hozam	-10,9%
12 hónapos hozam	-8,5%
5 éves hozam	14,6%
12 hónapos volatilitás	23,1%
Osztalékhozam	4,0%

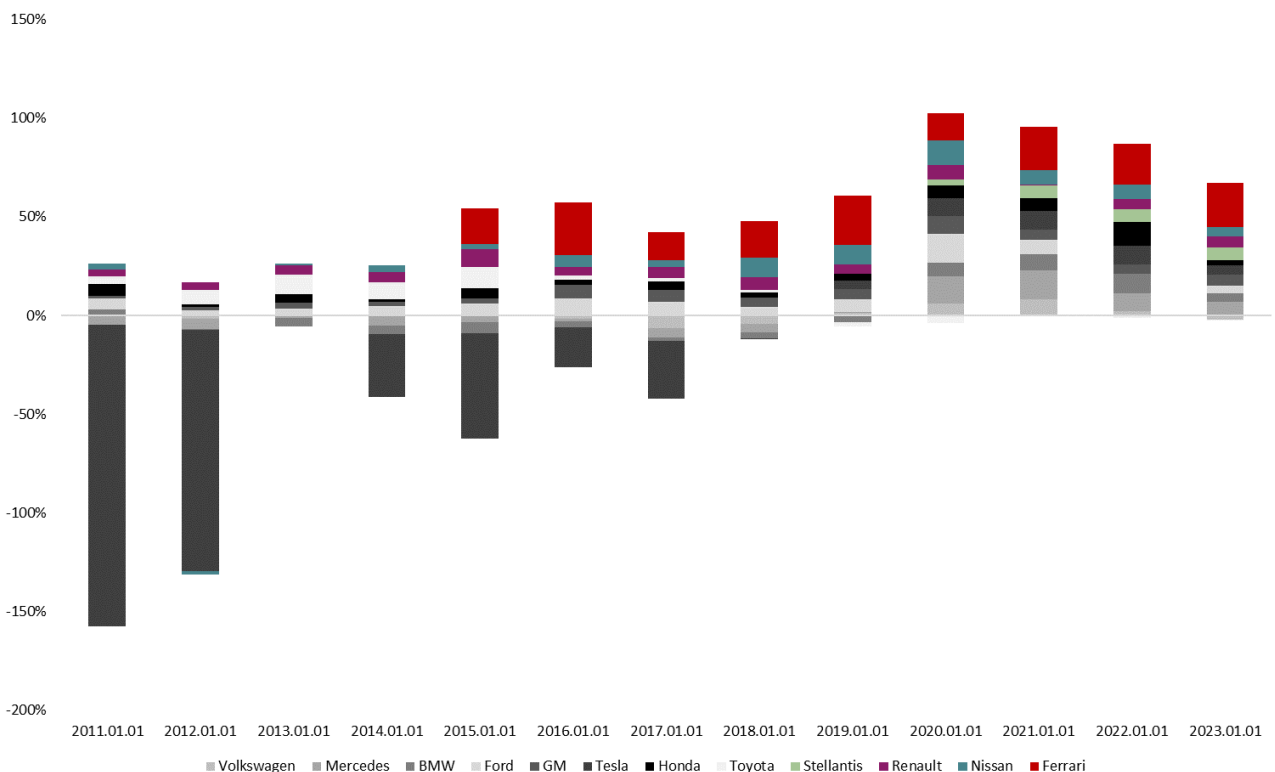
Összefoglaló

- **Napjainkban számos tőkepiaci, gazdasági és politikai vita témája az autóipar**, főként az európai autóipar helyzete. Szinte minden szereplőnek (befektetők, gazdaságpolitikusok, vállalatvezetők stb.) markáns véleménye van ebben a kérdéskörben.
- **Az autóipart az elmúlt tíz évben számos kihívás, nehézség sújtotta**, elég csak az ellátási láncok akadozására, a környezetvédelmi előírásokra vagy a napjainkban egyre inkább erősödő, főként Kína által támasztott versenyre gondolni.
- A szektor bár első ránézésre stabilnak tűnik, valójában egyáltalán nem az. **Rendkívül nehéz a megfelelő működési stratégia kialakítása és talán még nehezebb annak megvalósítása.** Minden korszaknak megvan a maga nyertese, de azok ciklusonként nagyon különbözőek lehetnek.
- Elemzőházanként is nagy az eltérés arra vonatkozóan, hogyan tekintünk az európai szemmel kiugróan fontos szektorra és hogy mi lehet a kulcsa a jövőbeli fellendülésnek.
- **A fenti nehézségek mellett vannak olyan részei az iparágak, amelyek érdekes befektetői célpontok lehetnek**, azonban legtöbbjük magas kockázatú vagy drágán árazott. Néhány olyan lehetséges jövőbeli (ma még) spekulatív várakozást azonosíthatunk, amelyek eldönthetik azt, hogy ki lesz a nyertes és ki a vesztes. Ilyen lehet például néhány „spin-off” (almárkák kiszervezése), vagy nem autógyártók, hanem ahhoz kapcsolt vállalatok portfólióban tartása.
- **Jelenleg elsősorban az autóértékesítőket, a gyártókon belül pedig a prémium/luxusautó gyártókat preferáljuk.**

Az autószektor napjainkban

- **Ha valaki vet egy pillantást a STOXX600 Automobile & Parts indexre**, amely a legnagyobb európai autógyárakat és ahhoz köthető vállalatok részvényeit tömöríti, akkor nem az az első gondolata, hogy komoly probléma sújtja az iparágat. Igaz, az index rövid távú teljesítménye (egy éves hozam: -7,4%) elmarad például a DAX indextől (Németország, 19%) vagy az Eurózónát jellemző Eurostoxx50 indextől (+14%).
- **Találhatunk olyan szeletét az iparágak, amely kiállta az elmúlt évtized problémáit és kihívásait (például a luxusgyártók és az euróértékesítők)**, és ha pusztán csak a vállalati eredményeket vesszük számba (nettó profit vagy a vállalatok által megtermelt készpénz), amely utóbbi a vállalatértékelés alapja, akkor még az autógyárak esetében sem látni kiugró problémát. A lenti ábra néhány autógyár (nem csak európai) bevétel és szabad pénzáram arányát mutatja és ez, nem számítva a Tesla 2010-es évek elején elszenvedett veszteségeit, **a legtöbb esetben nyereséget mutat**. Ha megvizsgáljuk a TO30 autógyár működési eredményét, akkor a működési marzsok az 5-7%-os tartományban mozognak (2022-2024), amely 2015 óta nem látott magasságokban van.

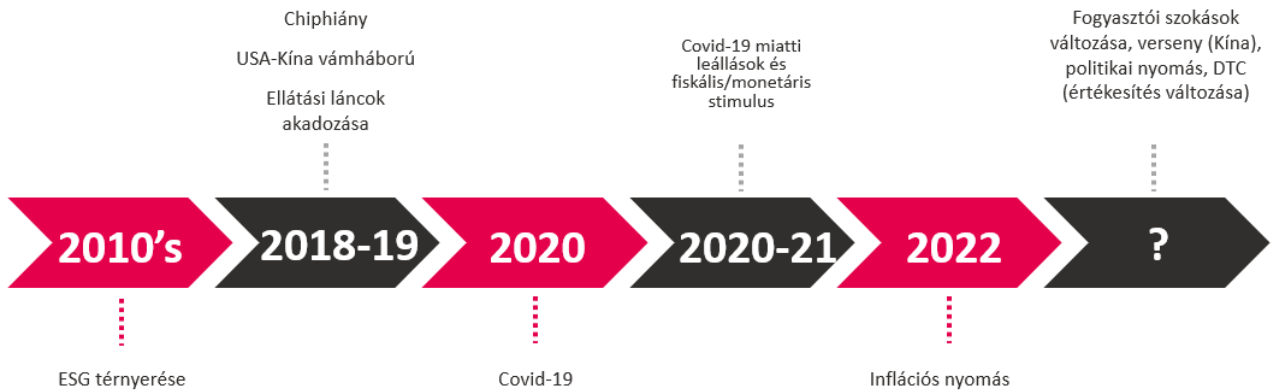
Néhány autógyártó eredménye az elmúlt évekből (FCF/bevétel)



Forrás: Bloomberg

- Ugyanakkor az autóipar történelmének eddigi egyik legjelentősebb paradigmaváltásán megy keresztül. Sokszor a különböző elemzőházak véleménye is az eloszlás két végén található, arra vonatkozóan, hogy milyen lefutással számolhatunk az iparágban. Van olyan kutatás, amely szerint az európai autószektor egy értékcsapda („value trap”), azaz olcsónak tűnik, de valójában mégsem az és az itteni gyártók masszívan piacot fognak veszíteni a jövőben (BCA Research: European Auto Sector: A Value Trap, 2023. október 9.). De találni olyat is, amely szerint a magasabb beruházás és K+F-ben lehet a jövő kulcsa (Allianz Research: Global auto outlook: Steering through turbulence, 2024. március 21.).

- **A napjainkat átszövő kíméletlen verseny és az elektromos autók elterjedésének ösztönzése csak az érem egyik oldala**, bár kétségtelen, manapság ez foglalkoztatja szinte a legjobban a befektetőket, az iparágat figyelőket.
- **Az autóipar nehézsége már kb. 10 éve elindult.** A lenti idővonal jól szemlélteti, hogy mire kellett és kell megoldást találnia az autóiparnak.

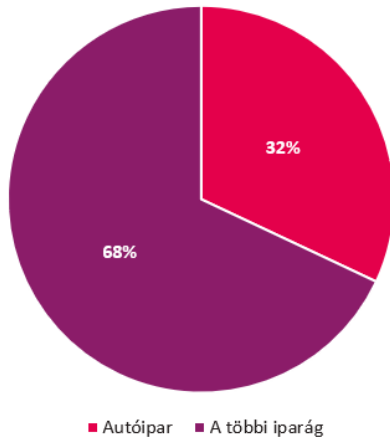


Forrás: MBH Befektetési Bank

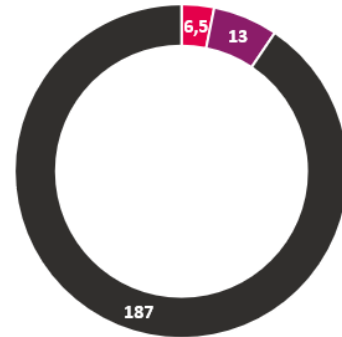
- A 2010-es évek nehézsége talán az ESG térnyerésével kezdődött, ahol **a környezetvédelem kiemelkedő jelentőséget kapott a szektor életében.** Ez érthető is, hiszen az Európai Unióban a közúti fuvarozás és autózás (személyszállítás) CO2 kibocsátása 1990 óta 25%-kal nőtt, miközben az ipar, a mezőgazdaság vagy éppen a lakóépületek csökkent. Az EU-n belül a közúti fuvarozás a teljes CO2 kibocsátás 20%-ért felelős, miközben a közúti fuvarozáson belül a közúti autózás jelenti a kibocsátás 60%-át. Globális szinten önmagában az autózás a teljes CO2 kibocsátás (kb. 36 milliárd tonna) kb. 10%-át jelenti (3,5 milliárd tonna).
- **A 2010-es évek végén az ellátási láncok akadozása és az USA-Kína vámháború volt a napirendi téma.** Ekkor halhattunk szinte minden nap a chiphíányról, amely jelentősen befolyásolta az autógyártás folyamatát. Főként azért, mert manapság egy autóban kb. 300-1500 chip végzi a feladatát, egy elektromos autóban pedig akár kétszer ennyi. (ABS, szervó, ütközésfigyelő, táblafelismerő rendszer, sávtartó, holttérfigyelő, hogy csak pár, ma már szinte kötelező felszerelést említsünk. És többek között ezen technológiák elterjedése és kötelező jellege okozta részben azt, hogy ma már nem lehet gazdaságosan kisautót gyártani).
- **A 2020-as évek eleje először a Covid-19 miatti lezárások miatt, majd a fiskális és monetáris stimulust és ezáltal kiugró keresletet miatt volt nehéz időszak.** A lezárások miatt a termelés sem pörgött 100%-on, ugyanakkor a vevők vásárolni akartak. Mindez pedig az inflációs nyomásban csúcsosodott ki, főként 2022 után.
- **A fentiek mellett a fogyasztói szokások változása, az elektromos meghajtás ösztönzése, az értékesítési modellek változása is jelentős hatással van az iparágra.** A Tesla hatása itt is nagy, hiszen ők alkalmazták először sikeresen a direkt a felhasználóknak (DTC) értékesítési elvet. Ebben az értékesítési folyamatban az autósalon nem tart készletet, hanem a fogyasztó közvetlenül a gyártótól rendeli meg az autót és az autóértékesítő (szalon) mint ügynök vesz részt a folyamatban. 4-5 évvel ezelőtt nagy jövő jósoltak ennek az értékesítési formának, de ma már tudjuk, hogy itt sem minden arany, ami fénylik. Az eredmények lassabban jöttek, mint azt várták, jelentős logisztikai, pénzügyi és informatikai fejlesztések szükségesek és sokkal lassabb a folyamat, mint tervezték. Valószínűleg a megoldás valahol középen lesz, azaz „omnichannel” értékesítéssel fogunk találkozni a jövőben, ahol az ügyfél szempontjából egységes, de szabadon változatható elérési csatornák jelentik a megoldást.
- **Mindezt tetézi, hogy az autóipart nagyon mélyen átszövi a gazdaságpolitika.** Ez érthető, hiszen az EU K+F költségeinek 32%-a köthető ide. Az iparág közvetlenül 6,5 millió, közvetve 13 millió foglalkoztat az európai kb.

200 millió főt számláló munkaerőpiacán. A gazdasági kibocsátás 6%-a, míg az EU exportjának 2,8%-át az autóipar adja.

Az EU K+F költségeinek megoszlása



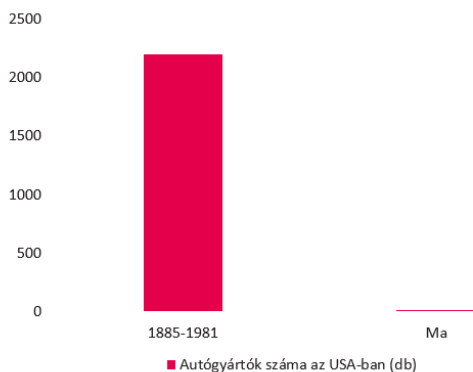
Foglalkoztatottak aránya (millió fő)



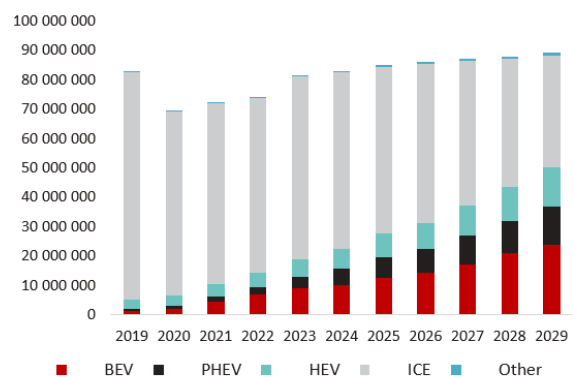
Forrás: Allianz

- Hajlamosak vagyunk azt gondolni, hogy az autóipar egy stabil, jól kiszámítható iparrág**, azonban ez messze van a valóságtól. **1885 és 1981 között az USA-ban kb. 2200 autógyár működött, ma már csak három: Ford, GM és Tesla**, amely háromból a Tesla ráadásul mindösszesen 20 éves vállalat. (A példa persze kissé túlzó, hiszen a GM számos korábban önálló márkát foglal magában). De nem muszáj ennyire visszatekerni a történelem időkerékét. Az elmúlt tíz évben Kínában kb. 500 elektromos autógyár létezett, ma már sokukat hiába keressük. A rengeteg, a szektorba irányított állami és támogatott pénz, az elektromos autók nagyon gyors fejlődése, amely azt is jelentette, hogy sokkal gyorsabban avulnak el, mint belső égésű társaik, nem volt életképes kombináció, legalábbis a 2010-es években.

Autógyártók száma az USA-ban (db)



Globális autóértékesítés várható alakulása



Forrás: Bloomberg, MBH Befektetési Bank

- Pozitívum, hogy a legtöbb elemzés a jövőben emelkedő értékesítéssel számol, ahol a belső égésű motorok még az évtized végére is meghatározók lesznek (a teljes értékesítés kb. fele, fenti jobb oldali ábra)**, de az alternatív hajtásmódok egyre nagyobb szeletet hasítanak ki maguknak. Az ilyen értékesítési mixre való felkészülés befektetést, innovációt igényel.
- Ebben pedig az európai gyártók sajnos nem állnak túl fényesen.** Az alábbi ábra a kutatás és fejlesztés (K+F) bevételhez mért arányát szemlélteti, amely az utóbbi két évben még a 2013-2017-es évek arányát sem érte el.

Bár fentebb láttuk, hogy a vállalatok nyereségessége nem mondható rossznak, sőt, a jelenlegi helyzetben kifejezetten jó, amennyiben a befektetések mértéke nő, az átmenetileg a szabad pénzáramot csökkenteni fogja. Ez végső soron, igaz átmenetileg, csökkentheti a vállalat értékét, hiszen az alacsonyabb készpénz termelő képesség alacsonyabb fair értéket jelent. Ugyanakkor, ha ezek a befektetések megtérülnek és ez a megtérülés az árbevétel növekedésében és a befektetett tőke tőkeköltéséget meghaladó hozamában mutatkozik meg, akkor a hosszú távú vállalatértékelési modellek a jelenleginél magasabb árazást is mutathatnak.

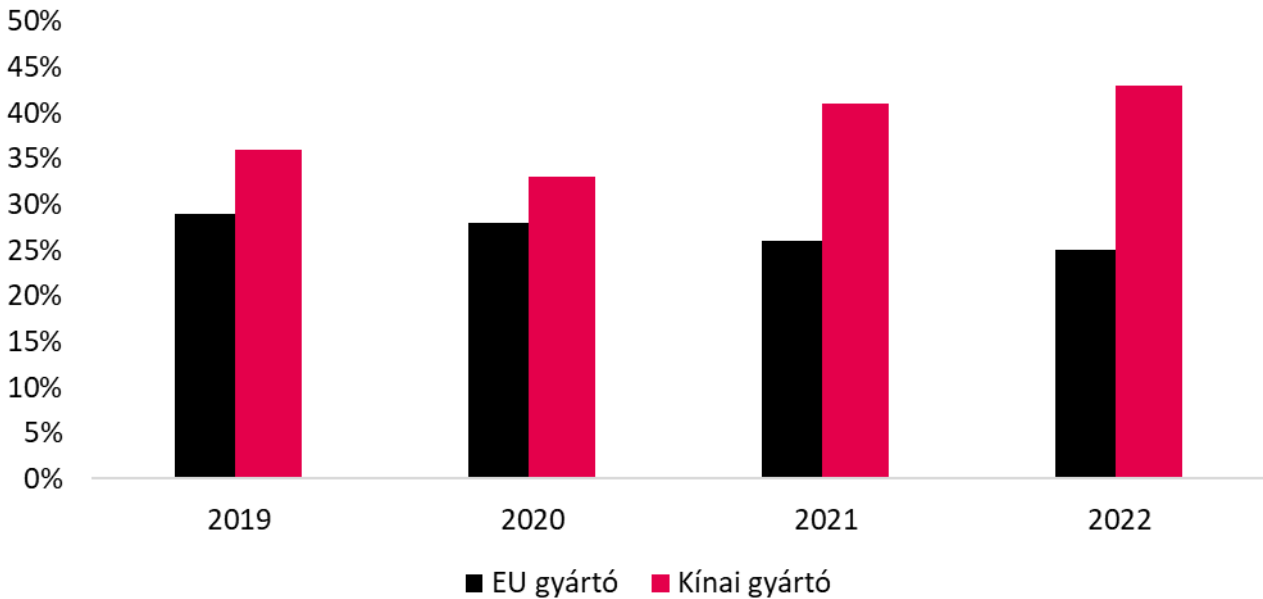
Európai autógyártók K+F költsége a bevétel arányában



Forrás: Bloomberg

- A probléma, hogy mint minden esetben, a jövő itt is meglehetősen bizonytalan. Bár láttuk, hogy a globális autóértékesítés emelkedő pályán van és az évtized végére elérheti a 80-90 millió darabos értéket, ez kb. akkora kibocsátás, amekkorát a 2010-es évek közepén láthattunk. Vagyis a „torta” nem növekszik, piacot csak más kárára szerezhetsz bármelyik autógyár, és autógyárból egyre több van, vagy egyre több lehet. Jelenleg nehéz a kínai gyártókkal felvenni a versenyt, hiszen az elektromos autógyártás folyamatának szinte minden összetevője (nyersanyag, know-how, finanszírozás) a birtokukban van és jól is használják.
- Ugyanakkor még az elektromos meghajtás egyre növekvő piacrészének trendjében is nagyfokú bizonytalanság van. Láthatjuk, hogy az állami támogatások visszavonásával, azok csökkentésével (például adókedvezmény háztartásoknak, vállalatoknak) a kereslet sok országban egész egyszerűen megszűnik. Továbbá a kínai gyártók az árazásban is próbálnak köröket verni az európai, japán és amerikai gyártókra, mindez jelenleg a kínai állam hathatós közreműködésével tud csak megvalósulni. Erre pedig nem lehet hosszú távon támaszkodni.
- Bár a kínai gyártók európai részesedése még csak pár százalékban mérhető (2022-ban kb. 1,3%), a kínai piacon már messze meghaladják az európai gyártókat. Pedig emlékezhetünk még arra, amikor egy évtizede még arról szólt a legtöbb elemzés, hogy az európai gyártók előtt mekkora lehetőség a kínai és az indiai jelenlét felfutása. Kiderült, ez nem egészen így valósult meg, az európai gyártók kínai értékesítésének aránya az elmúlt években csökkent. Továbbá az európai gyártók részesedése nem csak Kínában, hanem Európában is csökkenőben van. Míg 2019-ben kb. 74% volt, mára ez 70% közelébe esett.

Kínai piacrészesedési adatok



Forrás: Allianz

Peer-group 1.: az autógyártók

- **Nem túl kifizetődő manapság autógyárnak lenni vagy autógyártóba fektetni. Természetesen lehet szó olyan helyzetéről, ahol valamilyen narratíva, vízió a jövőről (pl.: valamely autógyár feldarabolása, amely részenként többet érhet, mint egyben) kifizetődő lehet, de ezek végső soron még csak víziók.** És bár tudjuk, hogy olyan ötlettel lehet magas hozamot elérni, amit ma még senki vagy kevesen „látnak előre”, az ilyen alapokra helyezett pozíciót csak kis arányban tartanánk a portfólióban.
- Ahogy fentebb említettük az autóparról szóló véleményeket az extrémítás jellemzi, valami vagy fekete vagy fehér. Késhegyre menő vitákat szül az, hogy elektromos vagy belső égésű technológia a jövő. Például pár évvel ezelőtt még mindenki csak legyintett a Toyotára, akik szerint a két meghajtási lánc között van a megoldás, azaz a hibrid technológiában. Mára ez egy lehetséges jövőképpé vált.
- Amennyiben ránézünk a versenytárselemzésre, akkor úgy látható, mintha az autógyártók olcsók lennének. Vagy legalábbis annak tűnnek. Ugyanakkor ez nem szabad, hogy megtévesszen bennünket. **Amennyiben ténylegesen felpörög a beruházási aktivitás az iparágban, annak átmenetileg készpénzcsökkentő hatása lesz, ad absurdum az is előfordulhat, hogy változatlan árfolyamok mellett emelkedik a P/E mutató.**
- Az is szembeűnik, hogy a prémium és luxusgyártókon kívül (Ferrari és Porsche) az európai gyártók P/E mutatója jóval a japán gyártók (Toyota, Honda) alatt található. Ez elemzések szerint ez számottevően 2025-ben és 2026-ban sem változik majd. Az említett két japán gyártónak azonban erős az USA jelenléte, így ez befolyásolhatja az értékeltségüket.
- Egyértelmű, hogy legrosszabb helyzetben ma az európai gyártók vannak. Kevés gyárnak volt sikeres az elmúlt egy éve, ha csak és kizárólag az árfolyamalakulásra koncentrálnak. (Csak a Ferrari tudott pozitív hozamot

elérni). Ha azonban kiszélesítjük az időablakot (3 év), akkor az látható, hogy az európai gyárak jelentősen alulteljesítik a japán (Toyota, Honda) gyártókat és pariban vannak az amerikai gyártókkal (GM és Ford).

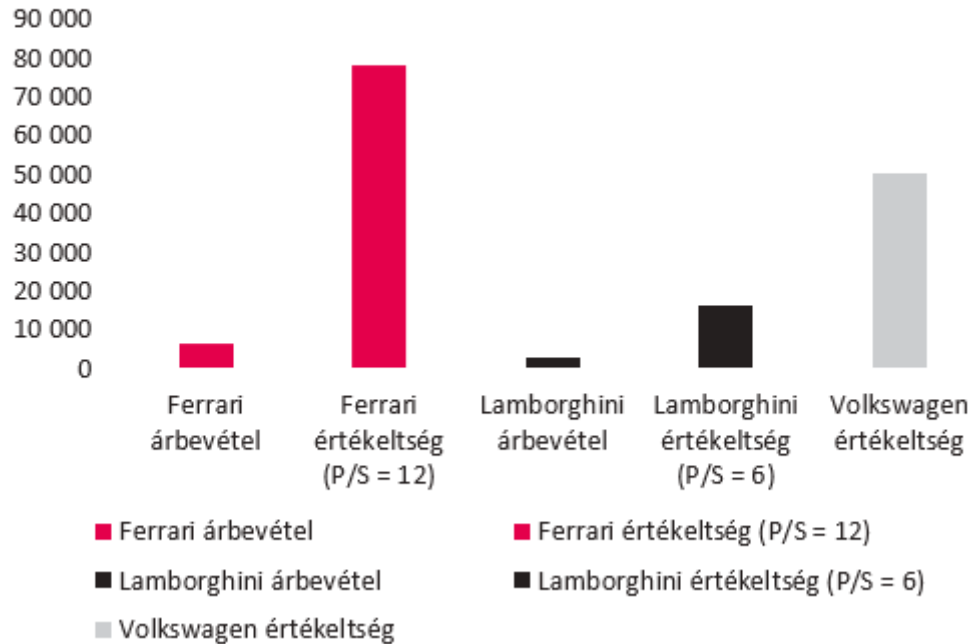
Name	Piaci kapitalizáció (millió EUR)	EV/EBITDA	P/E	P/E 2025	P/E 2026	Osztalékozam (%)	P/S	P/B
VOLKSWAGEN AG	48 226	1,0	3,3	3,6	3,2	9,1	0,2	0,3
MERCEDES-BENZ GROUP AG	56 774	1,2	4,7	5,0	5,0	9,3	0,4	0,7
DR ING HC F PORSCHE AG	62 294	6,5	15,1	15,1	12,3	3,4	1,4	2,9
RENAULT SA	11 654	1,1	7,7	3,5	3,1	4,7	0,2	0,4
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	46 475	1,4	4,4	5,3	5,0	8,2	0,3	0,5
FERRARI NV	75 106	31,8	54,4	51,7	47,3	0,6	11,8	26,0
STELLANTIS NV	41 229	1,1		3,2	3,1	10,9		
TESLA INC	650 400	57,9	113,2	99,3	72,3		7,6	10,9
GENERAL MOTORS CO	47 292	2,0	5,1	4,7	4,6	1,0	0,3	0,8
FORD MOTOR CO	38 546	2,1	6,6	5,7	5,6	5,6	0,2	1,0
TOYOTA MOTOR CORP	242 468	8,4	6,5	7,3	7,1	3,1	0,7	0,9
HONDA MOTOR CO LTD	49 093	6,2	6,2	6,3	6,1	4,7	0,3	0,5
NISSAN MOTOR CO LTD	9 548	0,5	4,2	5,5	4,7	5,2	0,1	0,2
Átlag	106 085	9,3	19,3	16,6	13,8	5,5	2,0	3,8
Medián	48 226	2,0	6,4	5,5	5,0	5,0	0,3	0,7

Forrás: Bloomberg

Peer-group 2.: a luxuscikkek

- Befektetői szempontból **az utóbbi években csak olyan autógyártó részvényét volt érdemes tartani, amely inkább luxuscikk, mintsem autógyár.** Ez tipikusan a Ferrari.
- Bár gomba módra szaporodnak a hiperautó (hypercar), luxus sportautó gyárak, közülük szinte senki sem merészkedett tőzsdére és a Ferrari számait látva ez talán nem is meglepő. Ilyen jövedelemezőséggel nem igazán szükséges a finanszírozáson aggódni, érthető, hogy a legtöbbben privát cégek maradnak.
- Azonban gondolat szintjén el lehet játszani jövőbeli lehetőségekkel. **A Volkswagen mai piaci kapitalizációja kb. 50 milliárd euró. A márka magában foglalja a WV mellett a Skodát, az Audit, a Cuprát, a Seat-ot, a Bentley-t, a Ducatit, és a Lamborghinit.** Talán nem lövünk nagyon mellé, ha a legutolsót a Ferrarihoz hasonlítjuk. A Ferrari ma kb. 12-szeres könyv szerinti értéken forog és így a 6,8 milliárd dolláros árbevétele mellett kb. 80 milliárd dollár a vállalat piaci kapitalizációja. **A Lamborghini 2023-ban 2,7 milliárd euró bevételt ért el. Ha csak fele annyit ér, mint a Ferrari, akkor értéke kb. 10-15 milliárd euró.** Tehát a maradék márka összértéke 35 milliárd euró? A fenti találgatás nem minden alap nélküli. 2020-ban már a CNN is cikkezett arról, hogy a Lamborghini és a Ducati leválna az anyacégről.
- A Ford menedzsmentje a 2024 második negyedéves jelentése utáni sajtótájékoztatón a Raptorról, a Tremorról és a Dark Horseról is **úgy beszélt, mint almákról (2024. július 24.). Ezek pedig a gyártó prémium szegmensét jelentik, elég csak a 160 millió forint listaárú Ford Mustang GTD-re gondolni.**
- Természetesen mindez csak spekuláció. Nem tudjuk, hogy elindul-e egy folyamat,** ahol az egyes gyártók esetleg leválasztják prémium márkáikat. Az viszont egyértelmű, hogy a Ferrari esetében ez telitalálat volt és autógyártói befektetőként az egyetlen értelmezhető hozamot generálta az elmúlt 5-10 évben.

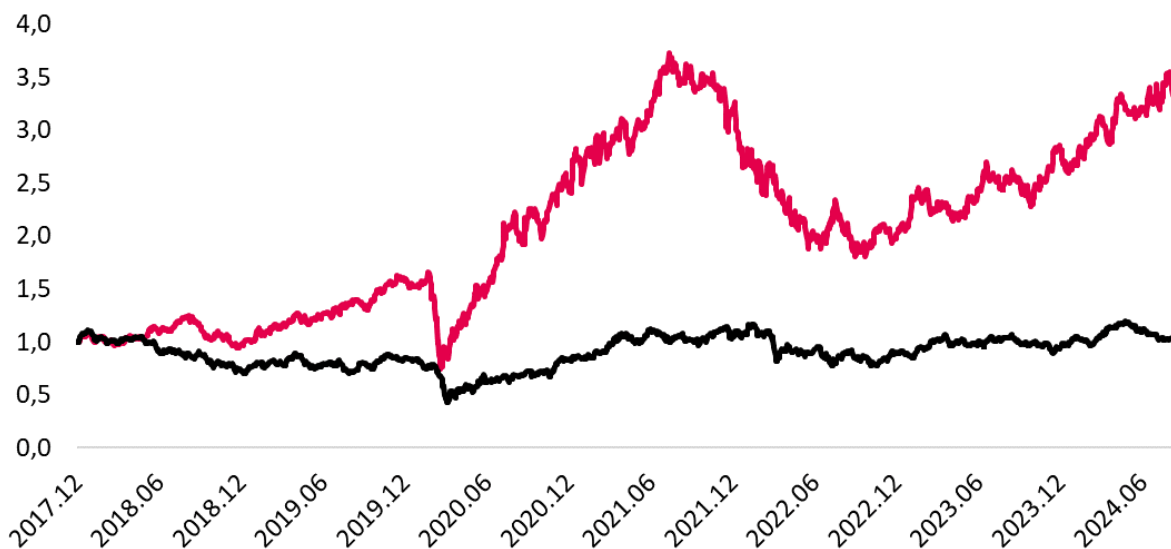
Spin-off értékeltség (mrd dollár)



Forrás: Vállalati beszámolók, VW, Ferrari

Peer-group 3.: az autóértékesítők

- Néhány éve Warren Buffett azt nyilatkozta, hogy nem tartana a portfóliójában autógyártót, mert a verseny óriási, az iparág változóban és minden időszaknak megvan a maga győztese, de ezek a győztesek ciklusonként változnak. Saját szemünkkel láthatjuk ma pont ezt az esetet, mindenki a német autóipar hanyatlásáról beszél és ma még nem tudjuk azt, hogy igazuk lesz vagy sem. **Amibe viszont szívesen fektet (és fektetett is) az az autóértékesítés.**
- Ha megnézzük az autóértékesítő (dealer) vállalatok részvényeit, akkor egy teljesen más világ tárul elénk,** szemben az autógyártókkal. A lenti chart néhány autókereskedő vállalat részvényéből alkotott egyenlő súlyozású portfóliót mutat be. Ahogy látható, 2018 óta kb. 3-3,5-szeresére emelkedett ezen vállalatok árfolyama átlagosan. De ha csak és kizárólag az európai értékesítőket választunk be a portfólióba, azok is értékük kb. 2-szeresére emelkedtek.
- Szerencsére, ha valaki ilyen vállalatba szeretne fektetni, akkor nem szükséges az amerikai piacig elmerészkednie, hiszen a hazai piacon is van rá lehetősége. **Az AutoWallis ebben az iparágban működik és a vállalatról szóló részletes elemzésünk az alábbi linken érhető el:** [AutoWalliselemzes-2024.09.23..pdf \(mbhbefektetesibank.hu\)](#)

Autókereskedők* vs. STOXX600 Automobile


A Carvana, Sonic, Autonation, Group1, Asbury, AutoWallis, Inter Cars, Motorpoint, Auto Parts, D'ieteren, Meko és Bilia egyenlő súlyozású portfóliója

Forrás: Bloomberg

Név	Piaci kapitalizáció (millió forint)	EV/EBITDA	P/E	P/E 2025	P/E 2026	Osztalékozam (%)	P/S	P/B
AUTOWALLIS PLC	64 633	4,7	13,3				0,2	1,3
INTER CARS SA	649 147	7,9	10,7	9,3	7,7	0,1	0,4	1,5
TUREKS TURIZM TASIMACILIK-D	111 031	11,3	22,6				3,2	2,9
LDR TURIZM AS	154 257	26,3	21,0			0,6	11,9	4,6
DOGUS OTOMOTIV SERVIS VE TIC	512 338	2,1	3,2	2,9	2,3	25,6	0,3	1,0
SIXT SE	1 058 795	5,4	8,6	11,1	8,5	6,5	0,6	1,5
MOTORPOINT GROUP PLC	62 992	19,6		47,0	20,1		0,1	4,5
KAMUX CORP	60 516	7,3	18,2	11,9	7,6	4,5	0,2	1,4
AUTO PARTNER SA	272 635	9,5	13,4	12,7	10,7	0,7	0,8	2,7
BILIA AB-A SHS	408 326	7,0	14,5	11,3	9,2	6,3	0,3	2,4
D'IETEREN GROUP	4 694 628	20,4	23,2	15,1	13,1	1,7	1,5	3,4
MEKO AB	253 062	6,6	19,0	10,6	8,8	3,1	0,4	1,2
AUTOHELLAS SA	215 206		6,9			6,3	0,5	1,2
Átlag	655 197	10,7	14,6	14,7	9,8	5,5	1,6	2,3
Medián	253 062	7,6	13,9	11,3	8,8	3,8	0,4	1,5

Forrás: Bloomberg

Technikai kép

- **Az európai STOXX600 Automobile & Parts index, ahogy fentebb már megjegyeztük, első ránézésre nem feltétlenül azt az üzenetet közvetíti, hogy nagy baj lenne az európai autógyártásban.** Természetesen, ha lejjebb ásunk, akkor mindjárt feltűnik, hogy a TOP 4 tag adja az index majdnem 50%-át, ahol a Ferrari súlya közel 20%-os, ez pedig sok, fentebb említett problémát, kockázatot, korábbi rossz teljesítményt elhomályosít.
- **Technikailag az index egy korrekciós fázisban van,** ahol az árfolyam alsó határa akár 28-32 euró is lehet. (Fontos, a lenti chart a STOXX600 Autóipari index ETF-ét veszi alapul).

- **Azaz, bár jelenleg inkább oldalazást látni, a technika azt mutatja, hogy a gyengébb ellenállás lefelé található, amely megerősíti azt a nézetet, hogy jelenleg komoly kihívásokkal kell megküzdenie az európai autószektornak, amely út rögzös lehet és nem biztos, hogy mindenki a mai formában fogja túlélni.**



Forrás: MBH Befektetési Bank

Kockázatok

- **Az autóipar ma kiemelt kockázatokkal, de ugyanakkor lehetőségekkel is szembe néz.**
- A kockázatok sora bár véges, de hosszú, így az iparágnak meg kell „küzdenie” a környezetvédelmi kérdésekkel, hiszen ahogy fentebb láttuk az autózás és autóipar természetéből fakadóan egy környezetszennyező közeg. És ez akkor sem változik, ha tisztán elektromos autókra térünk majd át.
- **Az utóbbi időben az ellátási láncok akadozása, a chiphiány, az USA-Kína vámháború rányomta a bélyegét a termelésre. Ez ma már enyhülni látszik, de a károk nyomai még látszanak.**
- Egyik ilyen „sérülés” az autók magas ára. Azt nem gondoljuk, hogy az új autók ára vissza fog térni a 4-5 évvel ezelőtti szintekre, de talán konszolidáció várható a jövőben.
- **A különböző környezetvédelmi, technológiai előírások átalakítják az iparágat.** Ennek egyik kézzelfogható jele a kis autók eltűnése. Ezeket ugyanis a jelenleg kötelezően beépítendő érzékelőkkel, elvárásokkal együtt nem lehet gazdaságosan legyártani. **Azaz az előírások, szabályok, törvények átalakíthatják akár a termékmixet is.**
- Az iparágnak nagy kockázat, hogy például Európában a kibocsátás és a munkaerő jelentős részét adja, **ezzel pedig akaratlanul is a gazdaságpolitikai döntések (és küzdelmek) célpontjává válik.**

- **Az autóipar egy ciklikus iparág.** Bár saját bőrünkön tapasztalhattuk, hogy a lakosság nehezen teszi le az autót, elég csak a benzináremelkedésre és arra gondolni, hogy utána sem lett alacsonyabb a forgalom, mégis **nagy hatással vannak a szektorra a gazdasági ciklusok.**
- **Az iparágat a gazdasági ciklusokon kívül nagyban befolyásolja az energiahordozók változása, a nyersanyagok ára, a devizák változása, a helyi és globális adók, előírások, környezetvédelmi szabályok, és nem utolsósorban a gyorsan változó fogyasztói szokások.**

Az elemzés lezárva 2024.09.24., 12:00

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 tanácsa dóját. Jelen tájékoztatás nem minősül adótanácsadásnak, a konkrét adó- és illetékjogi információk pontosan csak az érintett ügyfél egyedi körülményei alapján ítéltetők 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, allianz.com, bcaresearch.com és a vállalati beszámolóik: [Investors | Ferrari Corporate](#), [Investors | Volkswagen Group \(volkswagen-group.com\)](#).

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 jövőbeni eredményeknek, és sem a múltbeli hozamok, sem a jelenlegi vélemények nem jelentenek garanciát az érintett pénzügyi eszköz, befektetési alap jövőbeni teljesítményére, azokból a jövőbeni 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, amennyiben 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, hirdetmények érhetőek el az aktuális szolgáltatásokról, az MBH Befektetési Bank Zrt. www.mbhbefektetesibank.hu honlapján, az

MBH Bank Nyrt. bankfiókaiban 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. közvetítőként 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@mbh.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 bankfiókákban és a www.mbhbefektetesibank.hu honlapon.

14. Az alkalmazott értékelési eljárások:

EV/EBITDA

Az EV/EBITDA mint értékelési mutató annak az eldöntésében segít, hogy egy adott részvény (vagy a részvényekből összeállított index) drága-e vagy sem. Hasonló a P/E rátához, csak ebben az esetben a nevező az EBITDA, azaz a kamat, adófizetés és amortizáció előtti eredmény. Mivel ezek az időben és értékben is ingadozást mutató tételek kiszűrésre kerülnek, nem annyira volatilis, mint a P/E, hiszen az egy részvényre jutó nettó eredményt egyedi tételek jelentősen befolyásolhatnak. A számlálóban lévő EV, azaz „enterprise value” a cég tartós finanszírozásának piaci értéke, amely nem más, mint a teljes részvénykapitalizáció és a teljes pénzügyi adósság összege, amelyből le kell vonni a mérlegben lévő készpénz- és készpénzegenértékesek értékét.

A mutató alakulása független a tőkeszerkezettől, hiszen, ha egy vállalat bankhitelt vesz fel vagy kötvényt bocsát ki, akkor a P/E mutatója alacsony lesz és így olcsónak tűnik. Ellenben, ha a cég részvényt bocsát ki és abból kifizeti az adósságát, akkor a P/E mutatója magasabb értéket mutat, miközben a társaság „enterprise value”-ja nem változik. Az EV tartalmazza a részvények és az adósság értékét is, így független a tőkeszerkezettől.

P/E MUTATÓ

Az árfolyam/nyereség (P/E) mutató a részvény árfolyama és az egy részvényre jutó adózott nyeresége hányadosaként értelmezhető. Jelentése leegyszerűsítve az, hogy hány év alatt termeli meg az adott cég az árának megfelelő nyereséget a társaság.

ROE (SAJÁT TŐKE-ARÁNYOS NYERESÉG)

A részvényesek számára egy kiemelten fontos jövedelmezőségi mutató. Azt mutatja meg, hogy egységnyi saját tőkére vetítve mekkora profitot termel a társaság. A ROE gyakorlatilag a befektetés megtérülését fejezi ki.

Technikai elemzés

A technikai elemzés egy pénzügyi instrumentum múltbeli árfolyammozgásaiból készített grafikon alapján vonhatók le következtetések az árfolyam jövőbeli irányát illetően. A technikai elemzés az instrumentum várható mozgásával kapcsolatos előrejelzéseket fogalmaz meg. Ehhez számos eszköztár áll rendelkezésre, de alapvetően négy fő csoportot lehet megkülönböztetni. A japányertya- és trendelemzést, a grafikonokon vizsgált alakzatokat és a matematikai formulából álló indikátorokat.

Diszkontált cash flow értékelés

A diszkontált cash flow alapú értékelési (discounted cash flow valuation) módszer egy vállalat (vagy projekt, eszköz, üzlet stb.) értékelésére szolgál a szabad pénzáramlások időértéke alapján. A modell előrejelzi a vállalat által megtermelt szabad cash flow-kat, és azt a súlyozott átlagos tőkealkotással (weighted average cost of capital - WACC) diszkontálja. A szabad cash flow a vállalkozás által megtermelt és a befektetők között felosztható pénzmennyiség. A WACC a befektetők által elvárt megtérülési rátát jelenti. Ha egy vállalkozás kockázatosabb, a számított megtérülési ráta, a WACC magasabb lesz.

Diszkontált cash flow modell (DCF)

A vállalatokat jellemzően ötéves előrejelzési időszakot értékelve elemezzük. Bizonyos esetekben az előrejelzési időszak eltérhet az öt évtől. Ebben az esetben jelezzük az eltérést. A cash flow-kat a vállalat WACC-jával diszkontáljuk, hacsak ezt másképp nem jelezzük.

Az első lépésben a vállalat pénzáramlását kell előrejeleznünk. A vállalat szabad pénzáramlása (free cash flow to firm - FCFF) a kamat- és adófizetés előtti eredményen (EBIT), az adókulcs, az értékcsökkenési leírás (D&A), a működőtőke nettó változásán és a tőkebefektetéseken (CAPEX) alapul. A modell maradványértékkel is kalkulál (terminal value), amely alapulhat a hosszú távú növekedésen vagy olyan mutatószámokon, mint az EV/EBITDA, vagy az EV/EBIT. A maradványérték előrejelzése kulcsfontosságú, mivel jellemzően a nettó jelenérték több mint 50%-át teszi ki.

Diszkontráta (WACC)

A vállalat súlyozott átlagos tőkealkotása (weighted average cost of capital) függ az ipárgtól, a kockázatmentes rátától (risk free rate), az adótól, a hitelalkotástól (cost of debt). A saját tőke költségét (cost of equity) a CAPM-modell segítségével számítják ki, ahol független változók a kockázatmentes hozam (risk free rate), az ipárg-specifikus tőkeáttétel (vagy tőkeáttétel nélküli) béta (industry specific (levered) beta) és a részvénykockázati prémium (equity risk premium). A WACC a tőkeszerkezettől függ, ezért a tulajdonosi tőke/adósság arányának előrejelzése döntő fontosságú.

Ezt követően megkapjuk a vállalatértéket (enterprise value - EV). Az utolsó lépésben az EV-t csökkentenünk kell a nettó adóssággal. Ezeket a számokat elosztva a forgalomban lévő részvényekkel megkapjuk a részvények célárát.

A diszkontált cash flow modell érzékenységi elemzést (sensitivity analysis) tartalmaz, amely a WACC, a hosszú távú növekedés, vagy az alkalmazott mutatószámok változásának hatásait veszi figyelembe, amelyen a maradványérték alapul.

Célfolyamunk 12 hónapos alapon, osztalék nélkül értendő, hacsak nem kerül másként meghatározásra.

Peer group (összehasonlító csoport) értékelés

Összehasonlításként peer group értékelést használunk. Az elemzés olyan fontos mutatókon és szorzókon alapul, mint a P/E, EV/E BITDA, EV/EBIT, piaci kapitalizáció, P/S, EBITDA árrés, nettó adósság EBITDA-hoz viszonyítva, EBITDA növekedés, osztalékhozam és ROIC. Ha az érintett iparág indokolja, más szorzókat is használhatunk. Az összehasonlító csoportot a vállalatok fő tevékenységének iparága szerint állítjuk össze, tekintettel a régióra (DM vagy EM piac).

15.. A jelen kiadvány a kiadása időpontjában érvényes.

A kiadvány elkészítésének időpontja: 2024. szeptember 24. (12:00)

A véleményekhez használt adatok 2024. szeptember 20. napjáig kerültek figyelembevételre és értékelésre.

A dokumentumot készítő elemző(k) neve és beosztása:

Debreczeni Csaba

vezető részvényelemző

Befektetéselemzés

MBH Befektetési Bank Zrt.

H-1056 Budapest, Váci utca 38.

mbhbefektetesibank.hu

A saját utunkat járjuk.



mbhbefektetesibank.hu



06 80 350 350