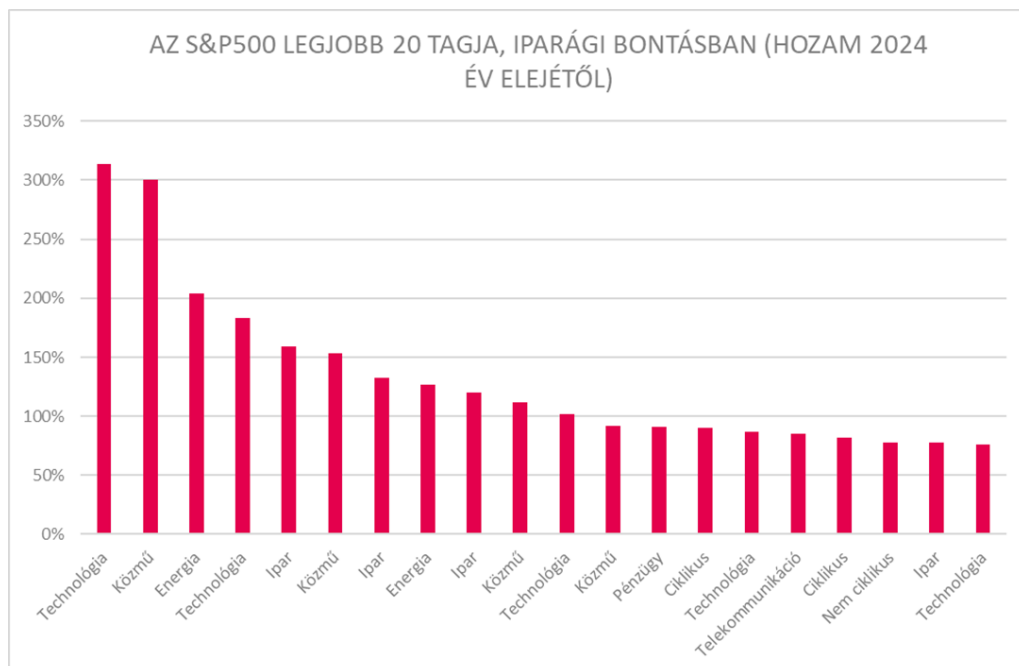


A mesterséges intelligencia sztori 2025-ben

Összefoglaló

- 2024-ben valószínűleg nincs befektető, aki ne találkozott volna már a mesterséges intelligencia (MI, AI) kifejezéssel.
- **2024-ben a legnagyobb emelkedést és javulást azok a tőzsdei vállalatok érték el** (árfolyam és fundamentális alapon is, például árbevétel növekedés terén), amelyeknek volt valamilyen kapcsolódási pontja az új technológia infrastruktúrájának kiépítéséhez, például hardware gyártók (chipgyártók), közművek (az adatközpontok villamosenergia ellátása végett), vagy vegyipari cégek (például a szerverek hűtésének biztosítása miatt).



Forrás: Bloomberg, MBH Befektetési Bank

- **2025-ben új trend kezdődhet: azok törhetnek előre**, akik az MI-ben rejlő lehetőséget már, mint szolgáltatás nyújtják és így tehetnek szert magasabb bevételre, vagy javulhat profithányaduk.
- **Mindemelett figyelembe kell venni, hogy a piacok értékeltsége (P/E, EV/EBITDA stb.) feszített**, így akár a fundamentumokban történő minimális változás, és/vagy a befektetői hangulat megváltozása is jelentős kockázatokat hordoz.

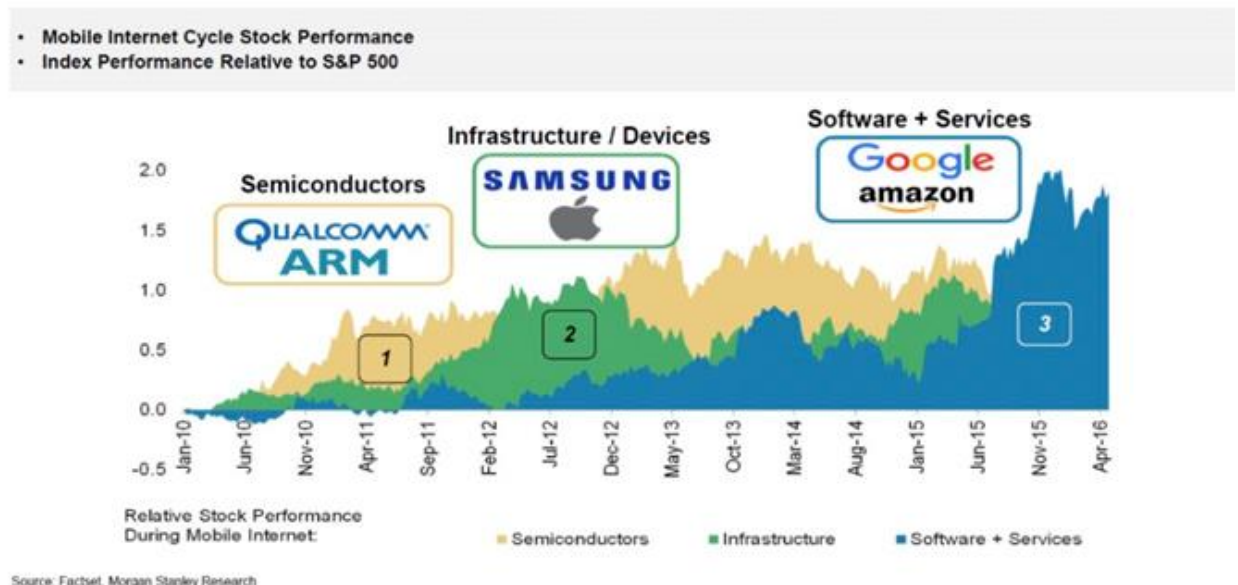
Az MI ciklus

- **Minden új technológia elterjedésében (iparágban) azonosíthatunk egyfajta ciklust**, amelyek egy része specifikus, azaz csak az adott helyzetre jellemző, másrészt bizonyos mértékben általánosíthatunk is.

- **A mobilinternet megszületése, az okostelefonok térhódítása jó példa lehet** a jelenleg is domináns MI-forradalom ciklusának megértésében.
- Bár mindez triviális, de ahogy a Morgan Stanley ábráján is látható (lent) első körben a hardware megtervezése és gyártása a fontos, majd az infrastruktúra kiépítése és ezután mindazok a software-ek és szolgáltatások, amelyek az előbbiekre épülnek.
- A lenti ábrán látható, hogy kezdetben az okostelefonok agyát jelentő chippek tervezésén és gyártásán volt a hangsúly. A Qualcomm és az ARM tipikusan ennek az időszaknak a nagy nyertesei. Előbbi árfolyama 2010 és 2015 között például megduplázódott.
- A második fázisban kiépült az infrastruktúra, ahol két nagy szereplő volt domináns: az Apple és a Samsung.
- A harmadik fázisban pedig mindezt kiaknázták az olyan cégek, amelyek software-t és a szolgáltatást nyújtottak az új közegben, úgy, mint például a Google vagy az Amazon.

Morgan Stanley

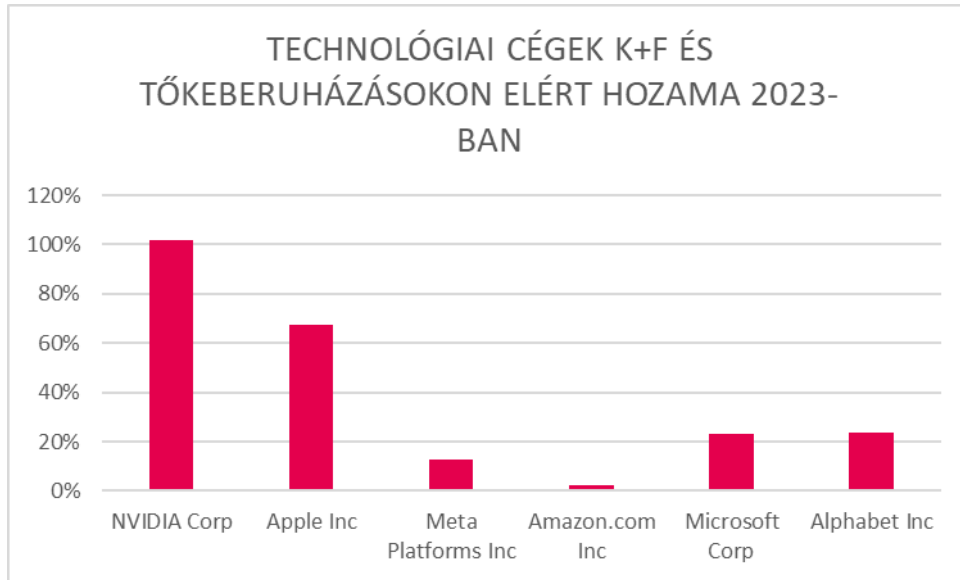
The Roadmap to Monetizing Cycles: The Mobile Internet as a Case Study



Forrás: Morgan Stanley

- **Az MI esetében sem lehet ez másként.** Az Nvidia árbevétele, amely a számítási feladatok/modellek tréningezéséhez szükséges chippeket tervezi, 2020-ban még 10-11 milliárd dollár volt, a legutóbbi 12 hónapos gördülő árbevétele pedig már 113 milliárd dollárnál jár (2024.09.30.). (A ciklus 1. fázisa).
- A chippeket persze le is kell gyártani, ebben pedig a Taiwan Semiconductor-t lehet az egyik győztesnek kikiáltani. 2020-as árbevétele 47 milliárd dollár volt, ma 82 milliárd. (2024.09.30.). (A ciklus 2. fázisa). A tiszta képhez persze hozzátartozik, hogy a Taiwan Semi nem csak az Nvidiának gyárt, más iparágban is nagy a kereslet a chippek iránt, például az autógyártásban.
- A 3. fázisban következnek azok a vállalatok, akik mindezen infrastruktúrákat felhasználva olyan szolgáltatás nyújtanak, amely jelentősen támaszkodik az MI-re és így akár jelentős árbevétel bővülést is jelenthet.
- Úgy gondoljuk, hogy nincs új a nap alatt, **valószínűleg az okostelefon forradalmából is nagyot hasító** Amazon, Apple, Alphabet, META, Microsoft továbbra is a nyertesek között lehet.
- Egyrészt azért, mert **számukra az infrastruktúra bizonyos része adott.** A felhőalapú szolgáltatás, amely adattárolást, az adatokon végzett műveleteket stb. nyújt, erősen támaszkodik már ma is az MI-re. A felhőalapú szolgáltatások döntő része pedig az Amazon, Google és Microsoft adatközpontjaiban fut.

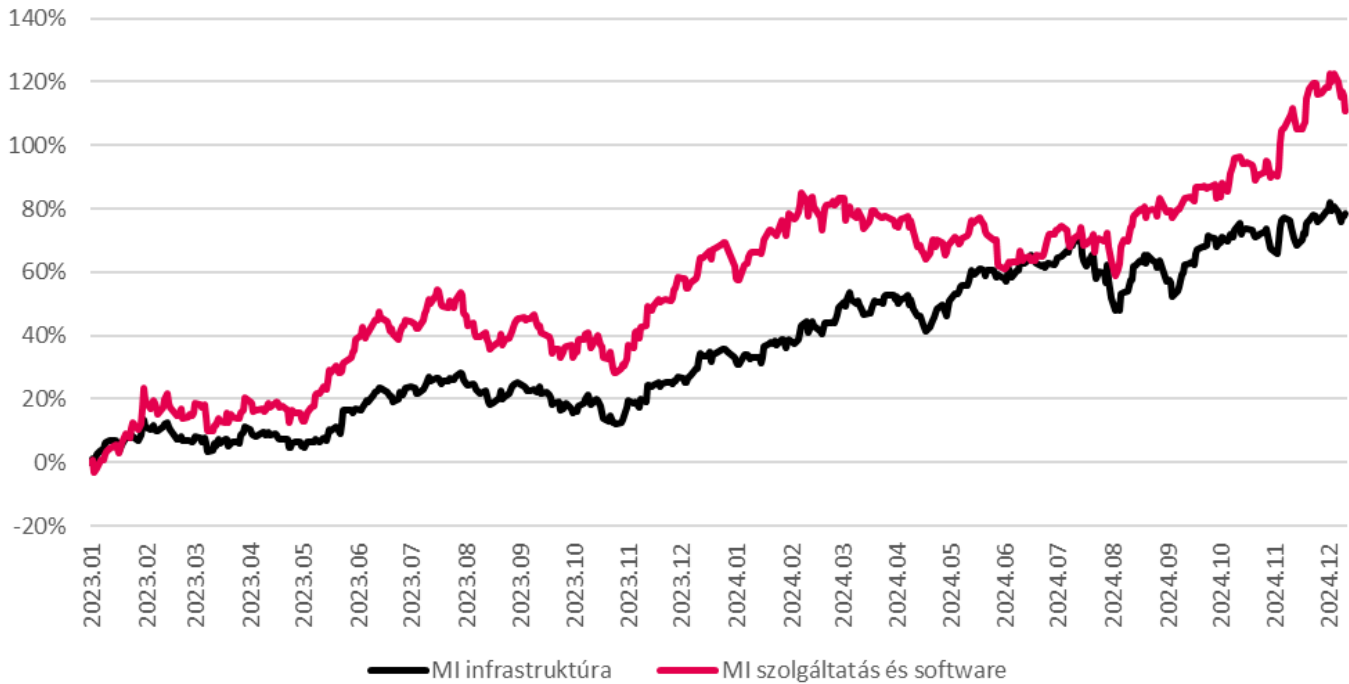
- Másodsorban a fenti vállalatok pénztárcája elég vastag. **Rengeteg elkölthető, befektethető pénzzel rendelkeznek**, és a múlt azt mutatja, hogy ezeken a fejlesztéseken, befektetéseken a fenti cégek óriási hozamot értek el, kb. 20-100% közötti megtérülést tudtak realizálni.
- A fenti persze nem jelenti azt, hogy nem tűnhet fel a színen más, esetleg kisebb szereplő, amely majd jelentős piacrészt hasít ki magának, de ezek azonosításában jókora szerencsére is szükség van/lesz.



Forrás: Bloomberg, MBH Befektetési Bank

- Az MI fejlődésének fázisait (és a korábbiakat sem, például a fenti mobilinternet példában) természetesen nem lehet egy jól látható vonallal elválasztani. Azaz, az infrastruktúra kiépítésén dolgozó vállalatok, vagy a chipket tervező cégek továbbra is a befektetők kedvencei lehetnek, nem mellékesen azért is, mert **a technológia iparága egy rendkívül gyorsan változó szektor. Itt 2-4 évente lezajlik egy ciklus**, amely új eszközök, algoritmusok, gépek, alkalmazások megjelenését, vagy a régiék jelentős frissítését jelenti.
- Ugyanakkor figyelemre méltó trend, hogy az infrastruktúra vállalatainak 2024 harmadik gyorsjelentési szezonja már gyengébb lett, szemben azokkal, akik az MI-t már valamilyen szolgáltatás nyújtására használják. Míg az előbbibe tartozó vállalatok 53%-a tudta meghaladni az elemzői várakozásokat, addig a második halmaznak már a 84%-a. Vagyis **egyre inkább javul a második csoport fundamentális helyzete**, amely alapesetben katalizátora az árfolyamnövekedésnek.
- A lenti ábrán látható, hogy míg 2024 őszéig a szolgáltatás és software MI cégeinek árfolyama érdemben nem emelkedett, addig az infrastruktúra vállalatai folyamatos emelkedő trendben voltak. **A kép 2024 végére megváltozott, ma már a 2. fázis részvényei vezetnek.**
- **Az MI, mint szolgáltatás és software vállalatai között olyanokat találhatunk** (a Goldman Sachs elemzése szerint), mint például a META, Apple, Fortinet, ServiceNow, UBER, Mastercard, Autodesk, Salesforce, Adobe, Zscaler, Snowflake, Intuit, Cloudflare, hogy csak az ismertebbeket említsük.
- Azonban, ahogy Yogi Berra baseballjátékos és edző is mondta, „Nehéz az előrejelzés, főleg, ha a jövőről van szó”. Ma **nem kis szerencse is kell ahhoz, hogy valaki nagy eséllyel eltalálja a következő évek néhány igazi nagy nyertesét az ebben az iparágban rendelkezésre álló 30-50 tagot számláló részvénytársaságból. Ezért mindenképpen portfólióban érdemes gondolkodni még a szektoron belül is (több papír tartása)**, amely többek között a kockázatkezelés egyik eszköze (a STOP-ok használata és amellet, hogy számos más jellegű pénzügyi eszközt is tartunk, azaz egy szélesebb értelemben vett portfóliót).

**AZ MI INFRASTRUKTÚRA ÉS SZOLGÁLTATÁS/SOFTWARE
RÉSZVÉNYEINEK EGYENLŐ SÚLYOZÁSÚ PORTFÓLIÓJA**



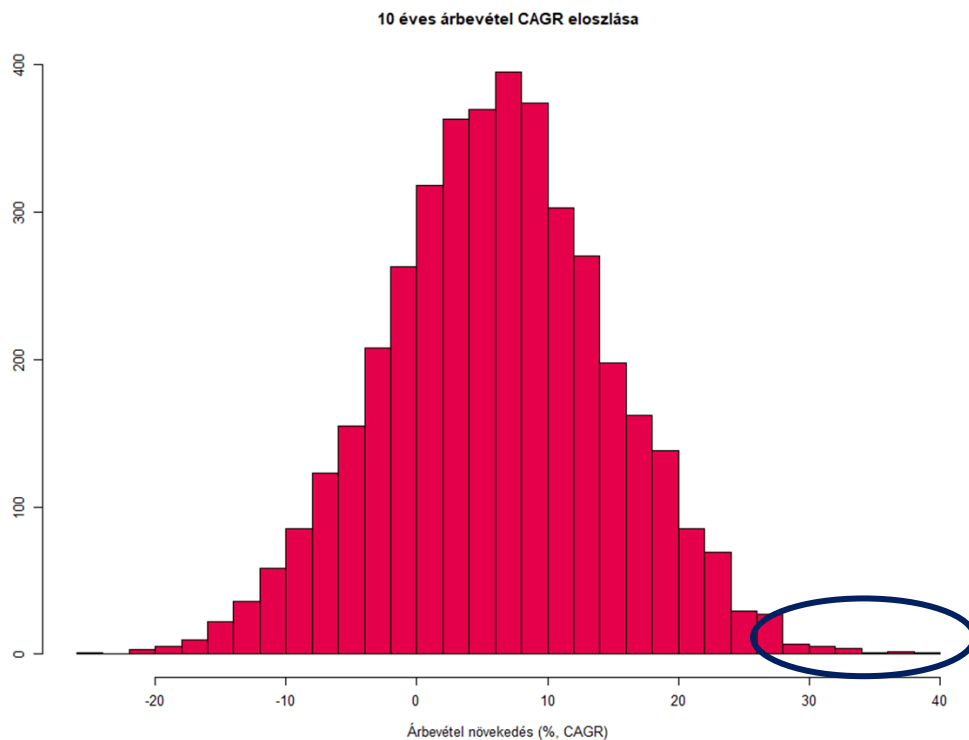
Forrás: Goldman Sachs, MBH Befektetési Bank

Kockázatok

- **A legfontosabb kockázat, hogy a múltbeli árfolyamalakulás nem garancia a jövőre nézve,** azaz bár az MI kapcsolt technológiai részvények árfolyama sokat emelkedett 2023 óta, ez nem jelenti azt, hogy a jövőben is hasonló trenddel szembesülünk. Az árfolyamemelkedésnek sok esetben volt/van fundamentális alapja. Ahogy fentebb írtuk, például az Nvidia árbevétele 12-szeresére nőtt négy év alatt, amit az árfolyamnak le kellett követnie. Természetesen sok esetben előfordul, hogy az árfolyam többet emelkedik, mint amit a fundamentális javulás indokolni, ebben az esetben az értékeltség emelkedik.
- **A technológiai egy rendkívül gyorsan változó iparág.** A 2010-es évek végén még a Bitcoin-bányászat volt az Nvidia fő piaca, előtte a videójáték piac, ma pedig már az MI. Ezt a fejlődési utat pedig kevesen voltak, akik kristálytisztnál látták előre.
- **A technológiai szektor egy magasan, drágán árazott iparág.** Ez azt is jelenti, hogy amennyiben a fundamentumok nem javulnak, vagy a befektetők által támasztott, általában magas elvárásoknak nem tesznek eleget, esetleg csak a piaci hangulat megváltozik, jelentős árfolyamesés következhet.
- Az MI „iparágában” sok az új, nemrég a tőzsdére került cég. **Sok esetben fontosabb a piacszerzés** és a nettó eredmény csak másodlagos, harmadlagos kérdés. Kevés múltbeli információ áll rendelkezésünkre ilyen vállalatok elemzésekor, nem tudjuk, hogyan viselkedne a menedzsment egy válság, egy árbevétel csökkenéssel tarkított időszakban, amikor hirtelen nehézségek tornyosulnak előttünk.
- A számok nyelvén: az Nvidia jelenleg éves árbevételének 30-szoros értékén kereskedik (P/S). Amennyiben a vállalat 10 éven keresztül 30%-kal tudja növelni bevételét és 2035-ben az árbevételének majd a 10-szeresén kereskedik, amely egyébként kb. az S&P500 technológiai cégeinek az átlaga, akkor vállalat kumuláltív éves növekedési üteme (CAGR) 16% lesz. Ez még mindig tetemes árfolyamnyereség lehet, és könnyen lehet, hogy az

árbevétel ezt meghaladó szinten fog majd növekedni. De! Az amerikai tőzsdék történetében eddig kb. 4000 vállalat volt, amely elérte az éves 2 milliárd dolláros árbevételt és ezután még 10 évig a tőzsdén kereskedett. Ezek közül alig 10-15 tudta éves szinten 30%-kal növelni az árbevételét (a lenti ábrán látható, milyen kevés vállalat volt képes erre a múltban). Tehát reálisabb feltételezés, ha azt állítjuk, hogy az Nvidia, majd 20%-kal növeli az árbevételét és 2035-re 10-es P/S értéken forog. Nos, ebben az esetben az éves kumulatív növekedési ütem már csak 7%, ami kevesebb, mint az S&P500 11%-os hasonló hozama (az elmúlt 30 évet számítva). **Az Nvidia ebben az esetben csak egy példa, hasonlóan nem túl fényes hosszú távú jövőkép rajzolódik ki számos más vállalatot elemezve.**

- Az előző bekezdés rövid példájának tanulsága, hogy mind a növekedésnek, mind az árazásnak (értékeltségnek) összhangban kell lennie a jövőben. Ha csak az egyik elmarad a várakozásoktól, az jelentős negatív árfolyamreakciót indikálhat.



Forrás: Morgan Stanley, MBH Befektetési Bank

Az elemzés lezárva 2024.12.16., 17:00

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 ítélték meg, valamint az adó- és illetékjogi jogszabályok a jövőben változhatnak.

5. A kiadványban szereplő információk hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, azonban az információk valóságáról, pontosságáról, helyállóságáról 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, goldmansachs.com, finance.yahoo.com, morganstanley.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 felszámítása 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. bankfiókjában 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.

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.mhbhbeftetesibank.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 bankfiókokban és a www.mhbhbeftetesibank.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 ingadozó 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 (SAJÁTTŐKE-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 - FCFE) 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 a független változók a kockázatmentes hozam (risk free rate), az ipárg-specifikus tőkeáttételes (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. december 16. (17:00)

A véleményekhez használt adatok 2024. december 13. 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