

 CONCORDE

IRÁNYTŰ

A CONCORDE NEMCSAK PÉNZÜGYI MAGAZINJA

1. EVFOLYAM 3. SZÁM | 2017. DECEMBER

INGATLANPIACI BOOM
MÉG BE-, VAGY MÁR
KISZÁLLNI ÉRDEMES?

INFLÁCIÓ =
HOZAMEMELKEDÉS
VAGY MÉGSEM?

KONZUM, OPUS, APPENINN
MENNYIRE MERÜNK BELEHINNI?

A MAGYAR TÁRSADALOM
NEM VÁLLALJA MAGÁT
INTERJÚ ALFÖLDI RÓBERTTEL

DIGITÁLIS ARANYLÁZ

A BITCOIN ÉS TÁRSAI



EGYEDI VAGYONKEZELÉS A CONCORDE-NÁL



EXKLUZÍV SZOLGÁLTATÁS, LIMITÁLT ÜGYFÉLKÖRNEK

- > Belépési küszöb: 2 millió euró
- > Kizárólag sikerdíjas szolgáltatás
- > Alacsony kockázati szint



**A CONCORDE 24 ÉVES FENNÁLLÁSA SORÁN MINDIG IS
IGYEKEZETT EGYFAJTA PÉNZÜGYI IRÁNYJELZŐKÉNT SEGÍTENI
ÜGYFELEIT A BEFEKTETÉSEK VILÁGÁBAN. MAGAZINUNK
ELINDÍTÁSÁVAL AZONBAN ELSŐSORBAN NEM EZ A CÉLUNK.**

Az *Iránytűt* az hívta életre, hogy olyan témákat dolgozzunk fel, amelyek ügyfeleinket és minket is foglalkoztatnak. Szenvedélyesen követjük a pénzügyi piacok világát nap mint nap, rengeteget beszélgetünk az ehhez szorosan vagy távolabbról kapcsolódó jelenségekről, ötletekről. A kultúra, a társadalmi ügyek és az oktatás elkötelezett támogatóiként pedig ezen területekhez kapcsolódóan is számos olyan érdekességgel találkozunk, melyeket érdemes lenne bemutatni, megismertetni. A Concorde-ot mi minden nap pezsgő szellemi műhelyként éljük meg, ebből szeretnénk megmutatni valamit Önöknek is egy negyedévente megjelenő magazin formájában.

Decemberi számunkban szót ejtünk a sokakat lázban tartó *Bitcoin* és egyéb kriptodevizák értékelésének lehetőségeiről, az új magyar

sztárpapírok tőzsdei szárnyalásáról, az ingatlanpiaci boom-ról, illetve arról, az infláció vajon hozamemelkedést jelent-e. Interjúnk ezúttal is a kultúra világába kalauzol, *Alföldi Róbertet* kérdeztük színházról, valamint aktuális társadalmi jelenségekről.

Jó olvasást kívánunk!

RÉGELY KÁROLY
VEZÉRIGAZGATÓ
CONCORDE
ÉRTÉKPAPÍR ZRT.



DIGITÁLIS ARANYLÁZ

A BITCOIN ÉS TÁRSAI



A PÉNZÜGYI INNOVÁCIÓ SOHA NEM ÁLL MEG. BIZONYÍTÉK ERRE AZ, HOGY A LEGFRISSEBB MÁNIA ALANYA, A *BITCOIN*, ÉPPEN ANNAK A PÉNZÜGYI VÁLSÁGNAK A CSÚCSPONTJÁN (VAGY MÉLYÉN?) SZÜLETETT, AMELYNEK OKÁT SOKAN A MEGELŐZŐ ÉVTIZED KREATÍV INNOVÁCIÓIBAN (LÁSD HÁROM BETŰS PÉNZÜGYI ESZKÖZÖK TÖMKELEGE) LÁTTÁK. ÉS AMÍG A KORÁBBI VÁLSÁGBAN MEGISMERT TERMÉKEKET MÁRA JÓ ALAPOSAN LESZABÁLYOZTÁK, ADDIG A KRIPTODEVIZÁK (KRIPTOGRAFIKUS, AZAZ TITKOSÍTOTT) KAPCSÁN IGAZI VADNYUGAT URALKODIK: A TŐKEPIACI SZABÁLYOZÓK MOST PRÓBÁLNAK KÉPBE KERÜLNI, HOGY MI IS EZ AZ ÚJ ESZKÖZOSZTÁLY, SZABÁLYOZÁSRA MÉG SZÓ SINCS, KIS TÚLZÁSSAL MINDENKI AZT CSINÁL, AMIT AKAR.

A nagy gazdaságok hozzáállása az engedés-tűrés-tiltás skála teljes spektrumán szóródik: Japán engedi a bitcoinnal való fizetést, az USA értékpapír felügyelete a kriptodevizák veszélyeire figyelmeztet, az Európai Központi Bank elnöke szerint még korai velük foglalkozni, a skála túlsó végén pedig Kína van, aki betiltotta a bitcoin tőzsdéket, és az új kriptodeviza kibocsátásokat (ICO). A konszenzusos megközelítés látható hiánya mellett egy közös vonás azért van – még sehol nincs konkrét szabályozás ezen a piacon.

Márpedig ahol nincs szabályozás, ott könnyen felüti fejét a vadnyugati mentalitás: az aranyláz és a kalandorság. Nagyjából ez az a két fontos emberi hozzáállás, ami sokszor vezetett a múltban az árfolyamok féktelen száguldásához, majd összeshakadásához. A jelenlegi sivár hozamkörnyezetben pedig adja magát, hogy sokan elcsábulnak egy sokszorosára emelkedő árfolyam láttán.

A bitcoin, a bitcoin cash és az ethereum által dominált térben az írás pillanatában éppen 1301 kriptodeviza összesített piaci értéke a www.coinmarketcap.com oldal szerint 237 milliárd dollár, vagyis egy *Coca Colával*, *Pfizerrel* vagy *Intel*lel vetekszik, de a *Visa* 250 milliárdos értéke is „lőtávolságban” van. Elmondható, hogy az év eleje óta 12-szeresére növekvő piaci kapitalizáció nagyon sok jövőbeli értéket beárazott – gyanúsán hasonlóan ahhoz, amit korábbi részvénypiaci buborékok alkalmával láthattunk.

Ha a kriptodevizák árfolyama tényleg buborék, akkor az azt jelenti, hogy az árfolyamuk rég elszakadt a fundamentumaiktól. Viszont kifejezetten hízelgő a kriptopénzek mögött meghúzódó ötletre, technológiára nézvést. Hogy miért? Mert buborékok általában valami egészen újszerű ötlet kapcsán alakulnak ki. Olyan technológiáknál vagy üzleti modelleknél, amelyek nem hasonlíthatók egyik létező megoldáshoz sem, és amelyeknek valódi (majdani) szerepére vonatkozóan nagyon homályos találgatások vannak, de könnyen beleképzelhető akár a világmegváltás is.

Minden eszköz annyit ér, amennyit a mögöttes termék vagy szolgáltatás. Így van ez a kriptodevizák esetében is, amelyek abban speciálisak, hogy egy-egy decentralizált szolgáltatáshoz, decentralizált szervezethez tartoznak. Ebben áll újszerűségük, ez ugyanis merőben különbözik minden jelenlegi megoldástól, ahol egy személy, egy csapat, egy vállalat áll a termék vagy szolgáltatás mögött.

KRIPTODEVIZÁK ÖSSZESÍTETT PIACI ÉRTÉKE
(MILLIÁRD DOLLÁR)



Mi az a decentralizált szolgáltatás?

Ezek a decentralizált szolgáltatások nem egy központi szerveren (vagy szerverparkon, a méret lényegtelen) futnak, hanem egyszerre számos gépen. Nincs egyetlen központ, amely felelős lenne a szolgáltatás futtatásáért, azt a hálózatban lévő összes számítógép egyszerre biztosítja, az összes számítógép tud a bekövetkezett tranzakciókról, változásokról. A hálózatban lévő gépek sokasága teszi lehetővé, hogy az eltervezett folyamat mindig helyesen menjen végbe, és nehezíti a külső kártékony beavatkozást.

Nincs egyetlen központ, aki felügyeli a folyamatokat, és beavatkozik, ha kell; nincs egy menedzsmenst, aki az üzlet futtatásában és fejlesztésében érdekelt. Ehelyett a hálózathoz csatlakozott anonim önkénteseket kell érdekeltté tenni a feladatok követésében. Ami nem egyszerű, hiszen közösség van, de szervezet nincs. Egy létező szervezet hiányában pedig nagyon nehéz a hagyományos pénzügyi eszközök repertoárjából választani az ösztönzőt. Ehelyett minden egyes kis „vállalkozás” létrehozta a saját kriptodevizáját, amellyel a tagok munkáját „kifizetik”.

A kriptodeviza egy olyan eszköz, amely nem biztosít semmit az őt megvásárló ügyfélnek vagy befektetőnek. Se tulajdonjogot a vállalkozásban (mert ugye nincs hagyományos szervezet), sem pedig hitel-követelést vele szemben (ugyanazon okokból kifolyólag). Semmit. Amit veszünk, hívjuk azt akár litecoin-nak, vagy bitcoin-nak, vagy clinton-nak, vagy filecoin-nak vagy ethernek, az az adott szolgáltatás pénze, és csak az adott szolgáltatás igénybevételére használható.

A kialakult gyakorlat szerint a szolgáltatás indításakor az alapítók eladják a szolgáltatás pénzét (hagyományos pénz ellenében), és ebből

Vélemények pro- és kontra

+ **John McAfee** (bitcoin-bányász, a McAfee vírusirtó szoftver hozzá kötődik): „A bitcoin hosszú távú trendje felfelé van...”
„... egy bitcoin három éven belül 500 ezer dollárt fog érni...”

Ronnie Moas (Standpoint Research alapító): A bitcoin „öt éven belül utoléri az Apple piaci kapitalizációját”

Christine Lagarde (IMF ügyvezető igazgató): „Gyenge intézményrendszerrel és nemzeti devizával rendelkező országok a dollár helyett akár a virtuális devizákat is választhatnák a dollarizáció helyett”; „a virtuális devizák a létező devizáknak és jegybankoknak erős versenyt támaszthatnak”

- **Jimmy Wales** (Wikipedia-alapító): „Az ICO egy abszolút átverés”

Jamie Dimon (JP Morgan vezérigazgató): „Ha olyan hülye vagy, hogy bitcoint veszel, egy nap megfizetsz érte”

Larry Fink (BlackRock vezérigazgató): „A bitcoin a pénzmosás jelzőszáma”

Alwaleed bin Talal herceg (szaúdi milliárdos befektető): „A bitcoin a következő Enron” – utalva a pénzügyi csalásai miatt bedőlt amerikai cégére.

finanszírozzák a szolgáltatás elindítását. Az angol rövidítéssel ICO-nak (*Initial Coin Offering*) hívott pénzkibocsátás révén ebben az évben már 2 milliárd dollárnyi pénzt vontak be a „vállalkozók”. Az esetek többségében nagyon is megkérdőjelezhető projektek megfinanszírozására, természetesen mindenféle visszafizetési kötelezettség nélkül.

Mint a hagyományos pénz

A szolgáltatást ebben a kriptopénzben lehet kifizetni, a tranzakciók ebben történnek. Minél kedvezőbb és keresettebb lesz az adott szolgáltatás, annál többen fogják igénybe venni azt, annál többeknek kell az adott kriptodevizát megvásárolni, tehát a mögöttes szolgáltatás használati értéket kölcsönöz neki. Hasonlót, mint a forint esetében az a tény, hogy adót fizethetünk benne, vagy hogy forintban kapjuk az állami támogatásokat, utalásokat. Az előre leszabályozott mennyiségű kriptopénz értékét az általa finanszírozott ötlet „nagysága” határozza meg.

De milyenek ezek a szolgáltatások?

A legfelkapottabb, fizetési szolgáltatásra alapított bitcoin esetében is igaz, hogy a hagyományos versenytársakénál messze gyengébb paramétereket tud felmutatni. Egy utalás átlagos

Minél kedvezőbb és keresettebb lesz az adott szolgáltatás, annál többen fogják igénybe venni azt, annál többeknek kell az adott kriptodevizát megvásárolni, tehát a mögöttes szolgáltatás használati értéket kölcsönöz neki.

költsége 8,3 dollár jelenleg, és kb. 30 cent volt az év elején, nem mondható olcsónak (a bitcoinban meghatározott költség dollárértéke az árfolyam alakulása miatt sokat változott). Fizetési forgalom tekintetében a Visánál és a *PayPal*nál is nagyságrenddel kisebb kapacitásokkal bír. A Visa csúskapacitása a másodpercenkénti 56 ezer utalás. A PayPal is tudott a második negyedévben átlagban másodpercenként 229 utalást végrehajtani. Ezzel szemben a bitcoin tudása másodpercenként mindössze hét utalás. A központi, a keresletre rugalmasan reagáló fejlesztők és management hiányában, valamint a csak relatíve sok kriptopénzzel működtethető hálózat jelenlétében esélyes, hogy soha nem lesznek ezek a decentralizált szolgáltatások olyan hatékonyak, mint centralizált társaik (Bitcoin vs. Visa, vagy *Filecoin* vs. *Dropbox*). Egy paramétértől eltekintve: amíg internethez való hozzáférés van, ezeknek a szolgáltatásoknak az igénybevétele kontrollálhatatlan, blokkolhatatlan, anonim.

Bitcoin

Ahol ezek a szempontok számítanak, ott van létjogosultsága a decentralizált szolgáltatásoknak. De ez a kockázatuk is: az adóhatóságtól, igazságszolgáltatástól rejtőzködő felhasználók számára vonzó paraméterek hasonló megfontolásból szűrik a kormányok, jegybankok szemét. A bitcoin pedig pont ilyen. Van rajta egy sokaknak vonzó libertáriánus máz, a központi hatalom kontrolljával szembeni kiállás, azonban ez a veszte is, ahogy a kínai hatóságok döntéséből, a bitcoin tőzsdék ottani bezárásából is látjuk.

És bár például az azóta bezárt, drogokra és egyéb illegális dolgok kereskedelmére szakosodott *Silk Road* nevű oldal legfőbb fizetőeszköze is a bitcoin

volt, azért ne tekintsük az „ördög pénzének” : nagyon is hasznos például Venezuelában, ahol a bitcoin bányászok szabadon külföldre transzferálható, a kormány által ellenőrizhetetlen jövedelemforráshoz jutnak. Még ha ezért óriási kockázatokat vállalnak is fel.

A bitcoinhoz sokakban társul egy digitális aranykép. Sokak szemében ez lehet a jövő biztonságos eszköze, a végső értékőrző. Ha tényleg így van, az hatalmas felértékelődési potenciállal kecsegtet. Egy digitális aranyhoz azonban nem feltétlenül tesz jót a szabályozók várható szigora. Az sem, hogy a valós fizetési szolgáltatásból le nem vezethető értéke nem állandóságot, inkább örült szeszélyt mutat. Nem ritka a napon belüli több tíz százalékos árfolyam-elmozdulás, ami egy értékőrző (aranyszerű) funkcióhoz kevéssé passzol. Ráadásul, ha esik az árfolyama, központi bank és fundamentális érték híján senki nincs, aki bitcoin-vételekkel tompítsa az esést.

Mindezeket túl kifejezetten sokat ront az esélyein az, hogy hasonló paraméterű pénzforgalmi szolgáltatás bármikor indítható. A szándékoltan bekoriázott bitcoin darabszám így „kívülről” lényegében korlátlanul bővíthető, de a bitcoinból idén kivált *bitcoin cash* és *bitcoin gold* példája is a bitcoin monopóliumát kérdőjelezi meg, és jelzi a kriptopénzek jövőjének kiszámíthatatlanságát.

Ma a bitcoint nagyon kevesen veszik azért, hogy a szolgáltatást használják. A meglévő versenytársakénál nagyságrendekkel gyengébb szolgáltatás egy Visa értékével összevethető. Sokkal valószínűbb, hogy a befektetők a homályos, de óriási lehetőségekkel kecsegtető jövőt árazzák, és próbálnak beszállni abba az árfolyam-rallyba, amelyből eddig kimaradtak, semmint hogy a szolgáltatás valódi igénybevevői támasztanak a komoly keresletet. Minden paraméterében erősen buborék-szagú történet ez.

A technológia briliáns, de a bitcoin jövője túl sok kockázattal terhelt. Lehet, hogy hosszabb távon még sokat javul a szolgáltatás minősége, és így megteremtődik a valódi, tömeges igény a bitcoin iránt. De nagyobb eséllyel komoly versenytársat kaphat azoktól a bankoktól és központi bankoktól, akik a saját bitcoin-szerű utalási rendszerüket fejlesztik. Ennél is akutabb fenyegetés az, ha a felügyelet végre leszabályozza ezt a piacot is, hasonlóan a tőkepiac minden területéhez. Az ugyanis a kriptodeviza jelenleg egyedüli előnyét rádrozná le. Mindezek fényében a bitcoin (és a többi kriptodeviza) ma kifejezetten drágának mondható.

Kereskedési lehetőségek



A kriptodevizák forgalma erős koncentrációt mutat, hasonlóan a piaci értékükhöz. Mindkettőt a *bitcoin* és a belőle a nyár folyamán kivált *bitcoin cash* uralja, kb. kétharmados arányban. A decentralizált szolgáltatások felépítésére szakosodott *ethereum* dicsekedhet még mintegy 15 százalékos részesedéssel, a maradék 20% jut a többi – jelenleg – 1300 kriptodevizára, tokenre.

Ha valaki kriptodevizába szeretne fektetni, annak egyre több lehetősége van erre.

- Közvetlen bitcoin (vagy más kriptodeviza) vételéhez egy bitcoin-tőzsdét kell felkeresnünk, ahol egy hosszadalmasabb procedúrát követően lehet számlát nyitni. A közvetlen bitcoin vétel egyrészt lassú, kicsit drága is, végül csak fokozatosan van lehetőségünk növelni a vásárolt mennyiséget.
- Sok helyen lehet *CFD-t* kötni (*contract for difference*), ami tulajdonképpen még közvetett bitcoin tulajdonlást sem jelent. A CFD esetében csak a tartás időszakában tapasztalt bitcoin árfolyamváltozásból számított nyereséget vagy veszteséget írnak jóvá a számlánkon.
- Kriptoalap vétele: idén a bitcoin árfolyam növekedésével karöltve, gombamód szaporodnak a kriptoalapok is. Itt az alapkezelők állítják össze az alap portfólióját, van már (kripto) indexkövető is köztük, sőt, alapok alapja is nyílt már.
- Tőzsdén kereskedett *bitcoin trust* a *GBTC*, amely eszközeit kizárólag bitcoinban tartja. A részvény árfolyamváltozása sokkal hevesebb, mint a mögöttes terméké, ráadásul folyamatosan drágábban is kereskednek vele, mint amennyi az egy részvényre eső megvásárolt bitcoinok értéke. A *GBTC*-vel történő kereskedés nagyon gyors, olcsó, és tulajdonképpen korlátozásmentes. Jelenleg ez az egyedüli termék, amivel a bitcoinra short pozíciót lehet felvenni.
- A *CME*, vagyis a chicago-i árutőzsde *bitcoin futures* termékkel rukkol elő, amely nagyon egyszerű, gyors és széles körnek elérhető hozzáférést biztosíthat a bitcoinhoz. Ezzel a termékkel könnyedén lehet short pozíciót fevenni a bitcoinra. A futures megjelenését év végére várjuk.

SAMU JÁNOS
ELEMZÉSI IGAZGATÓ
CONCORDE
ÉRTÉKPAPÍR ZRT.



INGATLANPIACI BOOM MÉG BE-, VAGY MÁR KISZÁLLNI ÉRDEMES?

2017-BEN MÁR EGYÉRTELMŰNEK ÉS JÓL OLVASHATÓNAK TŰNNEK AZOK A FOLYAMATOK, MELYEKET MÉG CSAK KEVESEN LÁTTUNK 2010-BEN. A JEGYBANKOK VILÁGSZERTE MEGHIRDETTÉK A NULLA KAMATOK KORÁT, ELSŐ KÖRBE A CÉGEK, KÉSŐBB MÁR A MAGÁNSZEMÉLYEK SEM KAPTAK ÉRDEMI KAMATOT A PÉNZÜKRE A BANKOKBAN. ÍGY HA NEM IS AZONNAL, DE SZÉPEN LASSAN ELKEZDTEK MÁS ALTERNATÍVÁT KERESNI MEGTAKARÍTÁSAIK FIALTATÁSÁRA. A CÉGEK ELKEZDTEK BERUHÁZNI, HISZEN A BETÉTI KAMATOK MELLETT A HITELKAMATOK IS LEESTEK, ÍGY EGYRE OLCSÓBB VOLT FEJLESZTENI. A MAGÁNSZEMÉLYEK EZT A NYOMÁST CSAK KICSIT KÉSŐBB KEZDTÉK EL ÉREZNI A SAJÁT BŐRÜKÖN. A 2010-ES VÁLSÁG UTÁN EURÓPA-SZERTE MAGAS MUNKANÉLKÜLISÉGGEL KELLETT SZÁMOLNUNK, AZONBAN AHOGY A CÉGEK ELKEZDTEK ÚJRA BŐVÜLNI, ÚGY EGYRE TÖBBEN TALÁLTAK MUNKÁT, ÍGY ÚJRA TUDTAK MEGTAKARÍTÁSBAN VAGY INGATLANVÁSÁRLÁSBAN GONDOLKODNI.

Több depresszív év után szinte a semmiből érkezett az elmúlt 2–3 év hazai ingatlanpiaci robbanása. Pedig ha jobban megnézzük, akkor egy szépen felépített folyamat következménye ez, csak nehéz volt elhinni pár évvel ezelőtt a szabályozóknak, hogy valóban véghez fogják ezt vinni, tényleg nulla közelébe vágják a kamatot. Amikor még a lakásárverezésekről, kilakoltatásokról lehet napi szinten hallani, a bankok pedig még kinevetik az embert, ha lakáshitelben gondolkodik, akkor nehéz észrevenni, hogy valami éppen most változik. Most már jól látjuk ezt, csak ezek a nagy gazdaságok a reformra úgy fordulnak, mint egy tehervonat, így a változás sokáig láthatatlan marad, mielőtt hatványozottan megjelene.

Pont ezért olyan nehéz dolog jegybankárnak lenni, mert nem tudjuk, hogy a pénz, amit a rendszerbe két kézzel szórunk, melyik pillanatban lesz túl sok. Aki főzött már, az pontosan tudja, hogy amikor a vendégeket várjuk, akkor egy dolgon izgulunk igazán: nehogy elsózzuk az ételt. Az első kamatvágások szinte nem is éreztetik hatásukat, ahogy a sónál, itt is az utolsó, egyre kisebb tételek számítanak igazán. Aztán egyszer csak összeáll minden és kiderül, sikerült-e olyan egyensúlyt találnunk, hogy mindenki boldog az asztalnál. Ennek a precíz sózásnak lett az eredménye, hogy 2014-ben már azt lehetett hallani, hogy jönnek a vevők az ingatlanpiacra. De vajon kik ők? A környezetünkben még nem látni mozgólódást.

Persze, hiszen külföldi vevők jönnek. Nekik könnyű, gondolhattuk, hiszen hozzájuk képest olcsó a magyar ingatlanpiac. Kint hamarabb kezdte el nyomni az alacsony vagy mínuszos kamatkörnyezet a befektetők lábát, így hamarabb kezdtek alternatív befektetések iránt érdeklődni. Aztán szépen lassan a hazai kamatok eltűnése a magyar befektetőket is az ingatlanok irányába kezdte terelni.

A vásárlóerő élénkülésének köszönhetően az ingatlanárak elkezdtek emelkedni. Ezzel párhuzamosan, a gazdaság élénkülésének köszönhetően egyre több embernek lett munkája. Mivel a hiteltől még félték, így lakásvétel helyett bérletsben kezdtek gondolkodni. Nőtt a kereslet és az ingatlanok ára is, egyenes volt az út a bérleti díjak emelkedéséhez. Az *Airbnb* segítségével egyre többek kezdtek befektetési céllal ingatlanban gondolkodni, akár csak 1-2 éjszakára kiadni a belvárosi lakásokat külföldieknek. Ez tovább fűtötte az ingatlanpiacot. Egyszerű volt a matek a befektetőknek. Kell egy kis lakás a belvárosban – ha lehet, akkor a bulinegyedben. Az elvárt hozam legyen 10%. Legyünk életszerűek, a legtöbben az adóval nem számoltak, így ha egy 15 millió forintos lakás ára felmegy 30 millióra, akkor megdupláztam a pénzem és még a bérleti díjak is nőnek.

Az ingatlanpiac szépen emelkedett az elmúlt években, de ne feledjük: attól még, hogy az a tehervonat tempósan halad, lehet, hogy a vonat vezetője már fékez vagy akár már a forduláson gondolkodik. Ahogy *Michael Douglas* mondta a *Tőzsdecápák* című klasszikusban: „40-en még jó volt, 50-en már sértés”. Mindenhol azt lehet most hallani, hogy az ingatlan nagy üzlet. Az is volt pár éve, talán még most se rossz, de az a lakás, ami 400.000 forintos négyzetméteráron még jó volt, ugyanolyan jó 600.000 forintos áron? Lássuk, hol tart most a piac, mi változott, vagy változik éppen most. Pár éve alig volt új építésű lakás, így ezekre nagy volt a kereslet. Mára ez az ingatlanpiaci boom, – melyet az ÁFA-kedvezmény vagy akár a CSOK is fűtött – nem csak a befektetőket, de az ingatlanfejlesztőket is magával ragadta, azaz 2018-2019-ben hirtelen nagy mennyiségű, új ingatlan lesz a piacon. Mostanra az ingatlanfejlesztés sem akkora üzlet, mint pár éve, hiszen az építőanyagok árában történt emelkedésnek köszönhetően itt is szűkül a profit. Az elmúlt 2-3 éves ingatlanpiaci felfokozott keresletre most a kínálati oldal növekedésével reagál a piac, ami első körben megállíthatja az ingatlanárak emelkedését. Amennyiben a bérekben nem lesz további emelkedés, a bérleti díjakat sem lehet tovább emelni. Jelenleg Európában az egyik legtöbbet a magyar munkavállalóknak kell fizetniük a bérükből lakhatásra. London, Milánó vagy Róma

Nem csak az ingatlan volt jó üzlet az elmúlt években. A vállalati kötvények piacán is lehetett olyan kötvényt találni, ami megduplázza az értékét, miközben 5-6%-os EUR kamatot fizetett nekünk. Arról nem is beszélve, hogy a részvények között elég csak az OTP-re gondolnunk, mely 1250 forint magasságában is járt a válság alatt és ma már a 11.000 forintos szintekkel kacérkodik. A tőzsdén forgó részvényeken elért nyereséget pedig sokkal kisebb költségek mellett és sokkal gyorsabban lehet realizálni, mint egy lakáson.

van velünk egy árszínvonalon a bérekhez viszonyítva. Európán belül Párizs, Varsó, de Berlin és Dublin is beelőz minket, ami a versenyképességünknek nem kedvez. Az *Airbnb* szabályozása vagy akár adóvonzata is változhat a jövőben, kérdéses továbbá az is, hogy az építkezési kedvet támogató ÁFA-kedvezmény meddig maradhat fenn.

Ezeket látva én úgy gondolom, a tehervonat már fékez, és lassan fordulhat is. Milyen jelek láthatók most a piacon? Külföldön a jegybankok már a kamatemelést készítik elő, ami 1-2 éven belül a befektetések kamatát és a hitelek kamatát is megemelheti. Az infláció várhatóan 1-2 éven belül érdemben emelkedni fog, ami ellen jó lehet az ingatlanbefektetés, de számolni kell azzal, hogy ha kiszárad a piac, akkor lesz egy drágán vett ingatlanom, amit lehet, hogy nehezen vagy csak ár alatt tudok értékesíteni.

Az a meglátásom, hogy az ingatlanpiac most olyan, mint egy kutya, aki a gazda előtt szaladgál, de a gazda lassan, de biztosan meg fogja húzni a pórászt. Ettől még nem omlik össze a kutya, nem lesz depressziós, de tudja, hol vannak a határai. Ezen az ingatlanpiacon én már inkább a nyereség realizálását, a kiszállási pontot keresném, mert a nagyvilágban zajló folyamatok nekem már azt súgják, hogy 1-2 éven belül lesz olyan időszak, amikor megint a készpénz lehet a nyerő választás. Ha lesz likviditásom, akkor a jelenlegi szinteknél olcsóbban tudok majd venni. Addig pedig akár egy inflációkövető befektetés is alternatíva lehet a nyereség megőrzésére.

NAGY BERTALAN

PRIVÁTBANKI
ÜZLETFEJLESZTÉSI
IGAZGATÓ

CONCORDE
ÉRTÉKPAPÍR ZRT.





INFLÁCIÓ = HOZAM- EMELKEDÉS VAGY MÉGSEM?

A NÖVEKVŐ INFLÁCIÓS KOCKÁZATOK FÉNYÉBEN EGYRE TÖBBEN VÁRJÁK AZ EXTRÉM ALACSONY HOZAMOK KORÁNAK VÉGÉT. A KÉRDÉS NAGYON ÖSSZETETT, A VÉLEMÉNYEK HÁZON BELÜL IS KÜLÖNBÖZNEK, ENNEK MEGFELELŐEN EZÚTTAL UGYANABBAN A TÉMÁBAN KÉT ÍRÁS SEGÍTSÉGÉVEL IS SZERETNÉNK BEVONNI A KEDVES OLVASÓT A KÖZÖS GONDOLKODÁSBA.

Infláció = hozamemelkedés!

Rendkívül alacsony kamatok világában élünk már jó pár éve. Az alacsony kamatokhoz pedig alacsony infláció tartozik és ugyanez fordítva is igaz. Az elmúlt években a fejlett világ néhány alkalommal megtapasztalhatta a deflációt is, azaz a fogyasztói árak csökkenését.

Ha kicsit messzebbre nézünk a történelemben, az inflációs ráta a fejlett világban trendszerűen csökken nagyjából 1980 óta, a második olajválság végétől. Az okokról valószínűleg tanulmányok százait lehetne elolvasni, ehelyett néhány lényegesebb elemre érdemes koncentrálni. A 80-as évek inflációjának alakulásában a nyersanyagárak csökkenése jelentős szerepet játszott. Azonban a 90-es évektől lényegesen más tényezők hatottak az inflációra. Két jelentős gazdasági régió becsatlakozott a világgazdasági körforgásba, olcsó és képzett munkaerőt kínálva a globalizálódó világgazdaság vállalatainak. Az egyik – nem kis meglepetésre – Kína volt, a másik viszont a közép-kelet-európai régió. Bár régióink talán eltölpül Kína mellett, azért a munkaerő minősége és a földrajzi távolság nem lebecsülendő előny. Németország és egyben az EU versenyképességén is sokat javítottak ezek a tényezők.

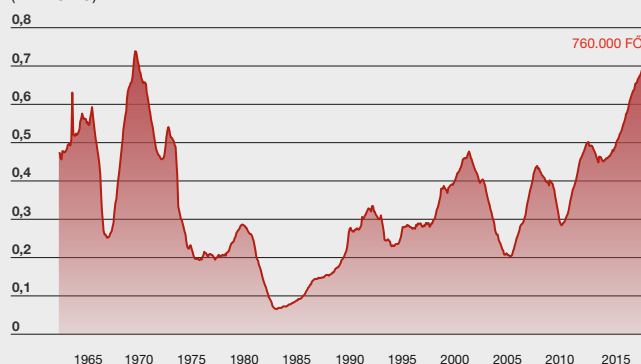
Fontos azt is megemlíteni, hogy Kína sem felkészületlenül csatlakozott be a globális versenybe. Oktatási rendszerüknek, és így a szakképzett munkaerőnek sokat köszönhetnek. Ezek nélkül nem sikerült volna a globális gazdaságba való mély integráció, mint ahogy sok hasonló országnak nem is sikerült.

A nagyszámú, alapvetően képzett munkaerő, amely a globális gazdaság rendelkezésére állt az elmúlt bő harminc évben, jelentősen csökkentette az inflációt. Olyannyira, hogy valójában egészen a 60-as évekig kell visszakeresni olyan időszakot, amikor a munkaerőpiac feszessége a fejlett gazdaságokban a klasszikus ár–bér spirálon keresztül inflációhoz vezetett volna. Ez olyan régen volt, hogy ma már mintha nem is hinnének benne igazán. Sőt, egyre többen a bérek és az árak közötti viszony létezését is tagadni kezdték. Nos, ha valami nagyon rég volt, az nem jelent igazából semmit a jövőre vonatkozóan, ahogy ha sem tavaly, sem idén nem volt inflációs nyomás, nem jelenti azt, hogy jövőre sem lesz.

A fenti tényezőkben ugyanis drasztikus változás van/lesz az elkövetkező években. Úgy tűnik, hogy az olcsó kínai munkaerő már a múlté. Egyrészt már nem olcsó annyira, másrészt a kínálata is véges. A kínai demográfia alakulása miatt mostanság

NÉMETORSZÁGI BETÖLTETLEN ÁLLÁSHELYEK SZÁMA ÖTVEN ÉVES CSÚCSON

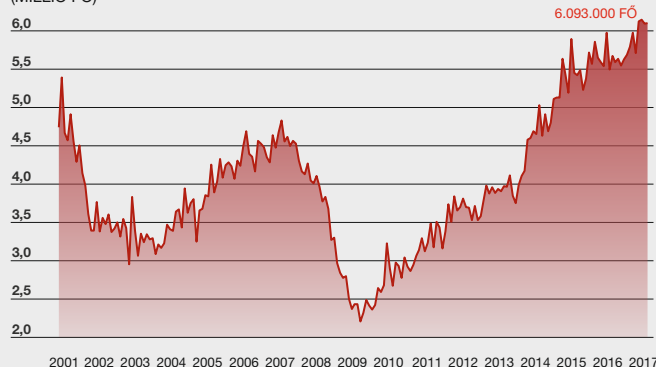
(MILLIÓ FŐ)



FORRÁS: BLOOMBERG FINANCE L.P.

HATMILLIÓ BETÖLTETLEN ÁLLÁSHELY AZ USA-BAN

(MILLIÓ FŐ)



FORRÁS: BLOOMBERG FINANCE L.P.

tetözik Kínában a munkaképes korú lakosság és egy lassú folyamat eredményeképpen az elkövetkező 50 évben mintegy 400 millióval csökken a számuk.

A magyarországi helyzet felnagyítva mutatja a régió munkaerő-kínálatának alakulását, de alapvetően nem túlzás azt állítani, hogy elfogyott a szabad munkaerő, a gazdasági növekedés, a demográfia és az elvándorlás együttes hatásának eredményeként.

A feszes munkaerőpiac nem csak erre a régióra, de a fejlett gazdaságok többségére is jellemző. Németországban a 60-as évek óta nem volt ennyi betöltetlen szabad álláshely. Japánban és az USA-ban is a 60-70-es évekig kell visszanyúlni olyan időszakhoz, amikor ennyire jelentős munkaerőhiány volt.

Mi következik mindebből? Alapvetően két dolog. Egyrészt, ha nem kell újraírunk a tankönyveket, akkor előbb-utóbb az infláció jelentős emelkedésére kell felkészülni. Másrészt pedig jelentős infláció mellett a jelenlegi 0–1 százalékos közötti fejlett piaci kötvényhozamok is értelmüket veszítik. Tehát a hozamok emelkedése és a kötvények árfolyamának zuhanása lesz a másik jelentős hatás. A fenti logikus forgatókönyv kapcsán néhány dologra azért nem árt odafigyelni. Ezek a tendenciák lassan fejtik ki a hatásukat, de akkor robbanásszerűen jelennek meg. 1965 elején az Egyesült Államokban alig volt 1 százalékos az infláció, azonban másfél évvel később már 3,8 százalékos volt. Az áttörésben jelentős szerepe volt a munkanélküliségi ráta 4 százalékos alá csökkenésének. Ma ez a mutató 4,1 százalékoson áll.

Az infláció jelentős emelkedése azonban elmaradhat, ha időközben jelentősen lelassul a gazdaság. Ilyen jellegű kockázatot elsősorban Kínától várhatunk, ahol az elmúlt nyolc év jelentős növekedése komoly eladósodottsággal járt. A kínai hitelbuborék kipukkanása pedig, hasonlóan az USA-ban bekövetkezettél, az infláció csökkenéséhez vezetne. Ilyen értelemben Kína egy kockázat a fenti tézis beteljesülése szempontjából.

Infláció = hozamemelkedés?

„Belefaradtam, hogy takarítsam utánad a sz..odat!” – válaszolta egy munkatársak jelenlétében kirobbant veszekedésben Mohamed El-Erian, amikor a nála 14 évvel idősebb Bill Gross, a „Kötvénykirály” a maga négy évtizedes sikeres befektetői teljesítményét emlegetve sértegetni kezdte.

A világ egyik legnagyobb, az Allianz csoport tulajdonában álló alapkezelőjének két hatalmas tekintélyű, szupersztárként tisztelt ikonikus vezetője 2014 elején jutott el a szakításig, mintegy három évvel azután, hogy Bill Gross, akinek kötvényalapjában akkor hozzávetőleg annyi pénz volt, mint a magyar GDP duplája(!), kijelentette, hogy a kötvénypiac emelkedésének vége, eljött a hozamok emelkedésének, azaz a kötvényárfolyamok esésének ideje. Gross-nak nem volt igaza, ami kellemetlen, de előfordul, ő viszont keményen ki is tartott a véleménye mellett, az alapja alulteljesített, az ügyfelek gyorsuló ütemben vonták ki belőle a pénzüket, és hamarosan neki is távoznia kellett a részben általa alapított cégből. Azóta is egyre rezignáltabban ugyan, de újra és újra elmondja, hogy a kötvénylufinak vége, meneküljön,

Alapesetben arra számítok, hogy az infláció gyorsulására kell felkészülni az elkövetkező években, ugyanakkor fél szemmel érdemes Kínát is figyelni. A megtakarítók és befektetők dilemmája az, hogy hova meneküljenek: a kötvények veszélyesen félreárazottak és a részvényeket is nehéz lenne olcsónak tekinteni nyolc év emelkedés után. Kevés olcsó eszköz maradt a világban, és a jegybankok a kockázatvállalás felé terelnek mindenkit. Az ilyen eseteknek viszonylag ritkán van jó vége, de ameddig a zene szól, addig a tánc is folytatódik.

GYURCSIK ATTILA

BEFEKTETÉSI
IGAZGATÓ

ACCORDE
ALAPKEZELŐ ZRT.

CONCORDE
CSOPORT



aki tud, tessék aranyat és termőföldet venni, a kötvények áresésére, hozamemelkedésre fogadni pedig az évszázad üzlete – azonban mindez az azóta eltelt években is súlyos baklövésnek bizonyult.

2018 egyik alapkérdése a pénzügyi piacokon az lesz, hogy az iparág egyik legragyogóbb karrierjének végét jelentő tévedés lényege egy helyes következtetésből adódó lépés rossz időzítése volt-e, vagy egy átalakuló környezet meg nem értéséből fakadt.

Lesz-e az Egyesült Államokban a piacot meglepní képes mértékű monetáris szigorítás jövőre, és ha lesz, az vajon feltétlenül együtt jár-e a hosszú hozamok emelkedésével is? A kérdés első fele leginkább, bár nem kizárólag az infláció alakulásától függ, de a második fele a monetáris politika jövőjének alapvető problémáival szembesít minket.

Az, hogy nulla vagy negatív rövid reálkamat mellett miért nincs még érdemi infláció egy lassan kilenc éve növekedő gazdaságban, fantasztikusan izgalmas és szerteágazó téma, amit meghagynék későbbi alkalmakra. Itt és most a hosszú hozamok emelkedésének lehetőségére vagy lehetetlenségére

koncentrálva szeretnék rámutatni a monetáris politika kényszerpályáját kijelölő tényezőkre. A kényszerpálya abból adódik, hogy a nagy jegybankok olyan felelősséget kaptak a nyakukba a világgazdaság legutóbbi megmentésekor, amelyet hosszú távon ugyan nem tudnak viselni, de azt sem tehetik meg, hogy ledobják magukról. Továbbra sem vitatja senki a monetáris makrogazdaságtan azon triviális tanítását, mely szerint pusztán laza monetáris politikával nem lehet tartós növekedést elérni. Ugyanakkor fájdalmasan nyilvánvaló az is, hogy a 2007–2009-es válság mélypontja óta a gazdasági aktivitás nyomott és trend alatti növekedéséhez a mai napig elengedhetetlen az extrém laza monetáris kondíciók fenntartása. Ez az ún. „*liquidity-assisted growth*”, a pénzbőséggel kiváltott növekedés, amely semmiképpen nem tartható fenn hosszú távon. Vagy azért, mert elszabaduló inflációhoz vezet, vagy pedig azért, mert olyan, jelentős részben hitelből felfújódó eszközár-buborékokat hoz létre, amelyek elkerülhetetlenül összeroskadnak előbb-utóbb, amikor az eladósodott, és a fedezetek hirtelen eltűnése miatt fizetéképtelenné vált vagy éppen hosszú ideig a hitelek visszafizetésére koncentráló szereplők húzzák lefelé az aggregált keresletet.

Az eszközár-buborékok problémájával nincs mit tenni ebben a helyzetben, ez nem a terápia mellékhatása, hanem a hatásmechanizmus lényege. A buborékok létrejöttek, belátható időn belül kipukkannak, és akkor baj lesz belőlük. A jegybankok reálsan azt a célt tűzhetik maguk elé, hogy egyrészt legalább ne ők pukkasszák ki a buborékokat, ha nem muszáj, másrészt a lehető legjobban felkészüljenek az elkerülhetetlenre. Az inflációt illetően sem sokkal nagyobb a mozgástér: addig lehet próbálkozni az árszínvonal felfelé tuszkolásával, amíg nem fenyeget az elszabaduló, a gazdasági aktivitást már visszafogó mértékű infláció. Az ennél kisebb, de pozitív infláció alacsony kamatkörnyezetben viszont kifejezetten csökkenti a rendszer feszültségeit, hiszen reálértelemben vagyont transzferál át a hitelezőktől az adósok (köztük az eladósodott államok) javára, akik így örvendetes aktivitásuk révén egy kicsit tovább erősíthetik az aggregált keresletet. Nem csoda, hogy sztárközgazdászok és Fed vezetői körében egyre többször felmerül a jelenlegi 2%-os inflációs célkitűzés emelése 3 vagy 4%-ra, vagy éppen az inflációs célkövetés metodikájának lecserélése a nominális GDP növekedésének mértékét célzó monetáris politikára. Tehát ha valóban beindul jövőre az infláció az USA-ban, akkor sem biztos, hogy a Fed nagyon siet majd a rövid kamatok emelésével, hogy utolérje azt. Ennél azonban sokkal fontosabb, hogy ha lesz is infláció,

és a Fed követi is a rövid kamatok emelésével, megteheti-e ebben a felállásban, hogy engedi érdemben, több százalékponttal felfelé kúszni a hosszú oldali hozamokat is? Ha megteszi, azzal lényegében kipukkasztja az eszközár-buborékokat, garantáltan és azonnal véget vet a likviditásvezérelt növekedésnek, és akár hónapok alatt olyan helyzet állhat elő, amelyben az inflációt tényleg nyugodtan el lehet felejteni, mert deflációs kockázatokkal, recesszióval, a pénzügyi rendszer válságjelenségeivel kell majd foglalkozni, nem beszélve az egyes országok és a nemzetközi rendszer politikai stabilitásáról. Ehelyett megteheti azt is, hogy az évtizedek óta a nem konvencionális monetáris politika kényszerű zaslóvivőjének számító japán jegybank példáját követve aktívan befolyásolja – sőt, szabályozói eszközökkel beállítja – a hozamgörbe hosszú oldalát is, azaz akár úgy is emelheti a rövid kamatokot, hogy nem engedi emelkedni a hosszú hozamokat.

Aki tehát a hosszú hozamok jelentős emelkedésére fogad, egyben arra is fogad, hogy a Fed az esetleg valóban megérkező infláció ellen fellépve kész recesszióba lökni a világgazdaságot, hogy aztán azonnal mentőövet dobhasson neki lenullázott kamatokkal és a pénznyomtatás újraindításából finanszírozott eszközvásárlási programokkal. Ennél sokkal valószínűbbnek tűnik, hogy addig engedik fel az inflációt, ameddig csak lehet, továbbra is nagyon óvatosan mennek utána kamatemelésekkel, és ha az ECB és a japán központi bank masszív pénznyomtatása már nem lesz elegendő a hosszú amerikai hozamok lefelé préseléséhez, akkor a Fed ismét feltűri az ingujját, és megteszi ezt saját maga.

A piac természetesen ezzel együtt azt is várhatja, hogy a Fed inkább az árstabilitás hősi halottjává nyilvánítja ezt a konjunktúraciklust, azaz a számomra valószínűbbnek tűnő forgatókönyv esetén is sor kerülhet a hosszú hozamok megugrására, de ebben az esetben ez pillanatszerű esemény lenne, nem sok időt hagyva Bill Gross-nak az örömrre.

KOVÁCS KRISZTIÁN

BROKERAGE ÉS
BEFEKTETÉSI
IGAZGATÓ

CONCORDE
ÉRTÉKPAPÍR ZRT.



KONZUM, OPUS, APPENINN

MENNYIRE MERÜNK BELEHINNI?

AZ IDEI ÉV LEGJOBB BEFEKTETÉSÉNEK JÁRÓ DÍJAT ELÉG NAGY VALÓSZÍNŰSÉGGEL A KONZUM VINNÉ EL A MAGA 5880 SZÁZALÉKOS NÖVEKEDÉSÉVEL, BÁR BIZONYÁRA MÉG AZ OPUS GLOBÁL IS FELJUTNA A DOBOGÓRA A BITCOIN MELLÉ. MI HAJTJA A KONZUM, OPUS ÉS APPENINN RÉSZVÉNYEKET ANNYIRA, HOGY A FORGALMUK GYAKRAN A BLUE CHIP RÉSZVÉNYEKÉVEL VETEKSZIK, ÉS MEDDIG MEHETNEK MÉG? EZEKET A KÉRDÉSEKET JÁRJUK KÖRBE A KÖVETKEZŐ SOROKBAN, MIKÖZBEN PRÓBÁLUNK RÁVILÁGÍTANI A VÁLLALATOKBAN REJLŐ FUNDAMENTUMOKRA.

Nehéz felső határt szabni az értékelésnek, hiszen spekulálhatunk arra, hogy esetleg Paks 2 fejlesztését, az M10 autópálya munkálatait nyerik el a fent említett vállalatok vagy netán féláron jutnak hozzá egy-egy nagyvállalathoz. Emiatt inkább egy alsó korlát meghatározása lehet a cél, ahol a vételi pontokat lenne érdemes keresni – abban az esetben, ha a befektetők rajongása eltűnne a papirokból.

Vajon megalapozott ennyi bizalmat adni?

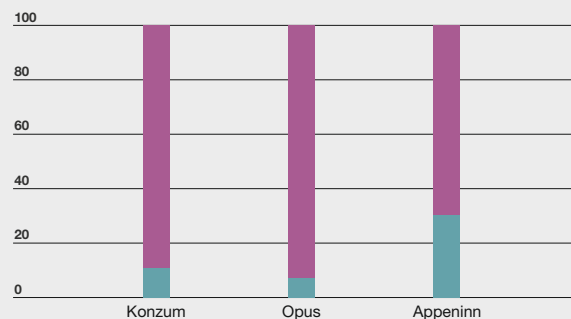
Közös jellemzője a triónak (*Konzum, Opus, Appeninn*), hogy a befektetők extrém módon bíznak a vállalatok profitjának növekedésében, mintha amihez csak ezen cégek hozzáérnek, arannyá válna. Szemléltetésképpen érdemes kiszámolni, hogy ez a növekedési hit mekkora részét jelenti a részvényárfolyamnak. A kérdés megválaszolásához a vállalatok féléves jelentéseit, illetve a BUX átlagos

A TRIÓ ÉVES TELJESÍTMÉNYE (2017)
(SZÁZALÉK)



FORRÁS: BÉT, BLOOMBERG, CONCORDE, FÉLÉVES JELENTÉSEK

A NÖVEKEDÉSI HIT ARÁNYA A RÉSZVÉNYÁRON BELÜL (2017)
(SZÁZALÉK)



FORRÁS: BÉT, BLOOMBERG, CONCORDE, FÉLÉVES JELENTÉSEK

arázását vettük figyelembe, majd az így kialakult fair árat vontuk le az aktuális piaci árból. A részvény-árból megmaradt részt pedig a vezetőség talpraesettségébe vetett bizalomnak tekintettük. Ez alapján a piac az Opus növekedési sztorijában bízik leginkább, a részvényárfolyam 93 százalékát magyarázza a növekedésbe vetett hit és az árfolyam kb. 14-szer magasabb, mint ahogyan az a jelenlegi eszközök BUX átlagos értékelttségével indokolt lenne. Őt követi a Konzum, majd „jelentősen” lemaradva az Appenin, amelyek csak 840 százalékkal és 300 százalékkal magasabban vannak árazva, mint hasonló fundamentumokkal rendelkező szektortársaik.

Összességében a három cégtől 24 milliárd forintnyi profitnövekedést vár a piac, ami a jelenlegi féléves jelentések alapján a profit négyszereződését jelenti. Szétosztva a vállalatok között ezt a növekedést, legnagyobb arányban az Opus-tól várják kb. 17 milliárd forint értékben, majd a Konzumtól 5 milliárdot és a legkevesebbet, kb. 2 milliárdnyit, az Appenintől. Az Opus esetében ez a beárazott növekedés egy öt éves 550 milliárdos állami közbeszerzés elnyerésével lehet egyenértékű, míg az Appenin esetében gyakorlatilag az ingatlanparkjának háromszorozódását árazza azzal a piac, ha jelenlegi profitjának triplázására fogad.

Ugyanakkor arra mindenképp érdemes felhívni a figyelmet, hogy a további vállalat- és ingatlanfelvásárlás finanszírozás szempontjából nehézségekbe ütközhet. Az Opus esetében kifejezetten alacsony eredményre jut egy magas adósság (kamat és értékcsökkenés előtti operatív eredmény hétszeresére rúgó hitelállománnyal – a MOL esetében ez a mutató egyes alatt), de az Appenin se büszkélkedhet erős tőkeszerkezettel. Am utóbbi korlát lazulhat, ha egy nagyobb megrendelésen keresztül javul az eredményesség. Most pedig térjünk át a három cégre picit közelebből.

A világbajnok hozamvadász

A Konzum a trió egyik izgalmas szereplője, főképp a turisztikai és pénzügyi szektorban vannak részesedései, illetve tulajdonrészt birtokol még az Opus-ban és az Appenin-ben is. Utóbbi kettő olyannyira jó befektetésnek minősült, hogy a cég értékének már közel 30 százalékaért felelnek, pedig csak kisebbségi részesedései vannak (Opus Globál 5%; Appenin 25%).

Ezen felül alapkezelőjén keresztül további befolyása van az Opus-ban, Appenin-ben, továbbá az MKB-ban – a vagyron kezeléséért felszámított díjat az alapkezelőn keresztül megkapja. Am fontos hangsúlyozni, hogy ez nem saját tulajdon, a rábízott vagyontól vásárolta. Számításaink szerint a kezelt vagyron mérete 130 milliárd forint, amely túlnyomórészt két részesedésből származik: egyrészt az MKB 49 százalékos tulajdonából

(kb. 60 milliárd), másrészt az Opus 22 százalékos pakettjéből (kb. 41 milliárd). Ehhez társul még az Appeninben való további részesedése (kb. 15 milliárd), illetve a *Diófa Ingatlanbefektetési Alap* 12 milliárdja, amit a jelentés után kapott kezelésre.

A mindenhez értő

Az Opus közel nyolc szektorban birtokol vállalatokban részesedéseket, a legszélesebb érdekeltségi körrel rendelkezik a három vállalat közül, amely miatt talán megérdemli a magyarul munkát jelentő nevet. Igazán érdekes az értékelés szempontjából, hogy mennyire szélsőségesen magas a növekedési faktor szerepe az Opus Globálnál, a piac ötször nagyobb eredményt vár a cégtől a következő években. Ez még a féléves jelentést tanulmányozva is túlzónak tűnik, ám 400 százalékos operatív eredmény bővülést így is sikerült elérni egy év alatt. Mindezt a cég felvásárlások segítségével abszolválta, ami miatt az eladósodottság jelentősen megugrott és elérte a hétszeresét a kamat és értékcsökkenés előtti operatív eredménynek – összehasonlításképpen ez a MOL esetében egynél alacsonyabb szorzó.

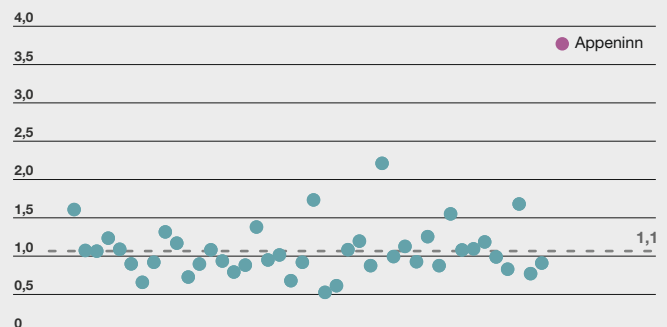
A piaci pletykák több céget is favorizálnak az Opus arzenáljában. Az egyik ilyen kedvenc a *KP RIA Kft.*, amely mérnöki, műszaki tanácsadást és kivitelezést végez és leginkább a Paksi atomerőművi blokk építésével kapcsolatban szokták szóba hozni, de elég jól van pozicionálva az *Euro Generál Kft.* vagy a *Mediaworks* is.

New kid on the block

Az Appenin iránti szerelem augusztusban indult, amikor a Konzum csoport bejelentette, hogy részesedést szerzett a vállalatban. A hír felszította a spekuláció határtalan lángját a befektetőkben, és azóta 250 százalékkal többet ér az ingatlanhasznosítással foglalkozó csoport.

NEMZETKÖZI ÖSSZEHOSONLÍTÁSBAN AZ APPENINN ÉS NYUGAT-EURÓPAI SZABÁLYOZOTT INGATLANTÁRSASÁGOK (SZIT)

(RÉSZVÉNYÁRFOLYAMOK / EGY RÉSZVÉNYRE ESŐ SAJÁT TŐKE: P/BV)



FORRÁS: BLOOMBERG, CONCORDE

Az Appeninn tehát a legújabb felfedezett a három muskétás között, amely akár a legstabilabbnak is mondható, ha abból indulunk ki, hogy már jelentős készpénztermelő képességgel rendelkezik. Am még ezzel együtt is szélsőséges árazásról számolhatunk be, főleg, ha nemzetközi szektortársaival vetjük össze.

Honnan jöhet az érték?

Úgy gondoljuk, két fő irányból érkezet a cégekbe árazott értékteremtés.

1. Piaci érték alatti vásárlás

Erre tökéletes példa a Konzumnál a Hunguest Zrt. megszerzése, kb. 2,5 milliárd forinttal ér többet, mint vétel előtt. Ha összevetjük a felértékelődése mértékét a szállodalánc jelenlegi bekonzolidált nagyságával (5,8 milliárd), akkor visszszámolható, hogy a mostani ár feléért sikerült megvásárolni a turisztikai céget (kb. 50% diszkont).

A felvásárlásokkal való növekedéssel kapcsolatban érdemes megemlíteni, hogy az effajta értékteremtés korlátos, egy idő után elfogy a tér a vállalatok vásárlására. Mit lehet érteni itt ez alatt? Van egy rendelkezésre álló keretösszeg, amit el lehet költeni tranzakciókra és amelyet valószínűleg piaci kamatozás alatti hitel is kellőképpen kiegészít (értékteremtés 1.1). Továbbá, itt jön szóba a cég bizonyított tehetsége, hogy relatíve könnyen talál félreárazott, azaz kvázi fundamentális értékük alatti árukon árult cégeket (értékteremtés 1.2). Ugyanakkor egyik vállalat sem nyújtózkodhat tovább, mint a takarója ér, nem vehet fel végtelen mennyiségű hitelt a vásárlásaihoz, hiába áll rendelkezésre a szinergia hatások kiaknázására a csoporton belül az MKB.

Ezt a gondolatmenetet igazolja az Opus közgyűlésén jóváhagyott jelentős mértékű, 20 milliárdos tőkeemelés, 5 éves határidővel, amit nemrég a Konzumnál is megléptek. Ezek segítségével további puszkaport kaphatnak a vállalati felvásárlások. Természetesen tőkeemeléssel is folytatódhat a felvásárlás, de a részvényesek inkább az eladósodáson keresztüli akvizíciót preferálják, semmint a részvényszám bővülésével járó, aminek következtében kisebb arányban részesednének majd a növekvő profitból.

Kifejezetten érdekes lehet a piac reakciója egy ilyen bejelentésre, hiszen a másodszori részvénykibocsátások (SPO) hírére rendszerint eséssel szoktak reagálni a papírok a hígalás miatt. Ez a növekedésben való elkötelezettségnek a tesztje lesz, hiszen ha a befolyt pénzből tudna olyan felvásárlást végrehajtani, aminek profitnövelő hatása ellentételezni tudná a magasabb részvény darabszámmal járó profit hígalását, akkor akár még tovább is emelkedhetne a papír.

2. Konzum és Opus alapkezelőjének vagyonszerzése

Az alapkezelő értéke arányosan nő az általa kezelt vagyonnal, így az ide szerzett vagyon egy az egyben növeli a vállalat értékét. A logika egyszerű, a kezelt vagyon után járó alapkezelési és sikerdíj – amely az alapkezelő bevétele – arányosan nő a kezelt összeggel, ám az addicionális vagyonnövekedéssel a költségek nem nőnek arányosan. Így az olló kinyílik az vagyonkezelő javára. Itt is álljon egy példa: fél éves zárás követően a Konzum magántőke alap megszerezte az Appeninn 24,5 százalékát (8700 millió forint), illetve átvette a Diófa Ingatlanbefektetési Alap kezelését (12.000 millió forint). Ezekkel az új szerzeményekkel együtt, a részesedések felértékelődésével kb. 500 millió forintnyi díjbevétele járna (a korábbi fél éves 37 millió mellé) – említi meg a fél éves beszámoló.

Az említettek számszerűsítésére a relatív értékelés adhat támpontot, amely szerint 336; 43 és 238 forint alatti részvényárfolyamon a jelenlegi fundamentumok mellett el lehet gondolkozni a Konzum, OPUS és Appeninn vételen.

A legnagyobb nehézséget az értékelés szempontjából az előreláthatatlan, olcsó vásárlások illetve az alapkezelőbe potenciálisan kerülő hatalmas vagyonok jelentik, amelyek jelentősen emelhetik a profitot, ezek viszont nehezen előrejelezhetőek.

Konklúzióként elmondható, hogy sajnos nem lehet egyértelműen megmondani, mennyit is érnek valójában a vállalatok, hiszen semmit nem tudunk jövőbeli terveikkel kapcsolatban azon kívül, hogy szeretnének ezentúl is olcsón vásárolni, melyet a múltban irigylésre méltóan jól csináltak. Közgazdasági szempontból a meglévő eszközök készpénztermelő képessége és a jelenlegi árazás elvált, egyértelműen vállalati felvásárlásokon keresztüli növekedést áraz a piac. Ugyanakkor utóbbinak a túlzott eladósodottság miatt akadályai lehetnek, nagyobb megrendelések hiányában. Innen már csak a vezetőségen múlik, hogy mennyire tudja beváltani a profit sokszorozódásához fűzött reményeket. Kérdés marad, mennyire merünk behinni?

GAÁL GELLÉRT
RÉSZVÉNYELEMZŐ
CONCORDE
ÉRTÉKPAPÍR ZRT.



A MAGYAR TÁRSADALOM NEM VÁLLALJA MAGÁT

Fotó: Mészáros Csaba

INTERJÚ ALFÖLDI RÓBERTTEL

Melyek azok a fő problémák, amelyekről a színháznak ma szólnia kell ebben az országban?

Az előadásaimban mindig azt képviselem, hogy vannak alapügyek a társadalomban, akár mondhatjuk, hogy a tízparancsolat alapügyei. Ezek az alapügyek szerintem manapság nem működnek, és miközben függetlennek kellene lenniük minden aktuális érdektől, más kontextusba helyezve idézőjelbe teszik őket, például politikai meggyőződésből, pártszimpátiából.

Ilyen alapügy például a bevándorlók helyzete? Októberben mutatták be a *Félelem megeszi a lelket* című rendezését az *Átriumban*, a darab cselekménye alapján úgy tűnik, élénken foglalkoztatja a probléma.

Én soha nem gondolkodom így, hogy a bevándorlókról rendezek darabot. Nincs ilyen közvetlen kapcsolat a színház és az aktuális problémák között. Az igaz, hogy a színháznak arról a társadalmi helyzetről, közegről és pillanatról kell szólnia, amiben létrejön. Azonban ez nem azt jelenti, hogy mindent konkrét, hétköznapi szintre kell levinnie.

Miről szól akkor az új darab?

Szerintem a szeretetről szól, és mint minden művészi alkotás, a szó nemes értelmében, provokál. Egy idős nő és egy fiatal marokkói

beleszeret egymásba. Ebben nem csak az az érdekes, hogy az egyik főszereplő bevándorló. Rengeteg olyan helyzetet mutat fel a darab, ami ma necces, legalábbis ebben az országban. Minden olyan dolog zavarba ejti az embereket, ami nem valamiféle elképzelt rend szerint van. Ez azonban, azt gondolom, hogy emberi alaptulajdonság. Tehát mintegy nem váratlan. A nagy kérdés az, hogy egy társadalom egy ilyen helyzetben merre mozdul.

És merre lenne a helyes irány?

Én soha nem adok megoldást. A *Félelem megeszi a lelket* csak felmutatja, hogy a megértés és elfogadás irányába is elmozdulhat a társadalom. A többit mindenki maga döntse el.

Ez a feladata rendezőként, felmutatni az alternatívákat?

Nem az alternatíva a lényeg. A színház olyan helyzeteket, problémákat, kérdéseket mutat fel magas érzelmi hőfokon, ami arra kényszeríti a befogadót, hogy tovább gondolkodjon. A továbbgondolás, a beszélgetés folytatása, a valós kommunikáció az egyetlen módja annak, hogy bizonyos problémák megoldódjanak. Nem pedig az, hogy ha valaki mást gondol, akkor ostoba és nem létezik.

A NEMZETI SZÍNHÁZ EMBLEMATIKUS VEZETŐJE

Alföldi Róbert Jászai Mari-díjas, a magyar köztársasági érdemrend tisztikeresztjével kitüntetett rendező, színész, 2008 és 2013 között a Nemzeti Színház igazgatója volt, ahol kimagasló közönségsiker mellett, valamint jobboldali, szélsőjobboldali politikai támadások keresztüzében dolgozott. Bírálói magyartalansággal és obszcenitással vádolták kísérletező rendezései miatt. Azóta számos színházba meghívták játszani vagy rendezni. Budapesten gyakran láthatóak darabjai az Átriumban. Szeptemberben a Budapest Sportarénában vitte színpadra a Hegedűs a háztetőn musicalt. A közeljövőben Budaörsön egy Tolsztoj-darabot rendez, majd Ibsent a Centrál Színházban, Szombathelyen pedig A Salemi boszorkányokat.

Visszatérve a tízparancsolat alapügeire, jelenleg mit tart a magyar társadalom fő problémájának?

Azt, hogy hazudunk magunknak. A személyes viszonyainkban és társadalmi szinten is. Nem mondjuk ki, ami történik, hanem mást mondunk, mismásolunk. Egyik nap még ezt mondjuk, a következő nap, amikor lebukunk, már mást. A magyar társadalom nem vállalja saját magát, azt amilyen, a múltját. Az elmúlt harminc évünk, és az elmúlt egy hónapunk arról szól, hogy semmi sem az, ami. A hatalom ennek megfelelően egy virtuális, idealizált világot kommunikál, amit az emberek többsége elhisz, mert rengeteg problémája van, fél és szorong.

Mire gondol? Miről szól ez az idealizált világ?

Egyrészt arról, hogy minden rendben van. Másrészt arról, hogy mi jók vagyunk, és mindenki rossz. Mindenki rosszat tesz és bűnös, csak mi nem. Aki nem így gondolja, az is rossz. Az nem magyar. Szerintem viszont nincs kizárólagosság ezekben a dolgokban. Nincs olyan, hogy a másik mindig rossz, én pedig mindig jó vagyok.

Pedig mostanában ezt harsogják a kormány által finanszírozott Soros- és migránsellenes gyűlöletkampányok. Milyen következményekre számít hosszú távon?

Ezek a kampányok mérhetetlenül rombolóak, és évtizedekre azt erősítik meg bennünk, hogy mindig mások tehetnek a problémáinkról. Ezeknek a folyamatoknak pedig az a következménye, és ebben viszont nincs vita jobb- és baloldali gondolkodású emberek között, hogy lehetőség szerint a gyerek húzzon innen el, mert egyre reménytelenebb az élet, vagy mondjuk egy életkezdés ebben az országban. A jobb- és a baloldali képviselő azért dolgozik, hogy a gyereke ne itthon tanuljon egyetemen, ne itthon szerezzon diplomát, és lehetőség szerint ne jöjjön haza. Ez milyen jövőkép? Ha egy társadalom azért dol-

gozik, hogy a jövője menjen el, az némi problémát jelez. Persze lehet, hogy nincs igazam, mert én kriptoliberalis vagyok, mint mondani szokták.

Ön hogyan érzi magát ebben az országban? Nem gondolt arra, hogy külföldön folytatja?

Borzalmasan érzem magam, de én nem tudok innen elmenni. Már nem is vagyok annyira fiatal, biztosan nem is vagyok annyira bátor, és a szakmám ezer szálon ehhez a kultúrához kötődik.

Az elmúlt években számos politikai indíttatású támadás érte. Sosem gondolt arra, hogy talán egyszerűbb és kényelmesebb lenne másba fogni?

Nem. Nekem már mindegy, én már nem tudok nem így gondolkodni, és már nincs mit vesztenem. Az elég, ha megengedhetem magamnak, hogy ne legyek a hatalomnak kiszolgáltatva semmilyen módon. Ezért azt gondolom, kötelességem beszélni. Semmi sem befolyásol és nincs mitől félnem. Abba még nem tud beleszólni a hatalom, hogy tele van-e a nézőtér, ha dolgozom egy színházban.

Hogyan reagált a magyar művészvilágban kipattant szexuális zaklatási botrányokra, és hogyan vélekedik most ezekről?

Nagyon nehéz erről beszélnem, mert az ügyben érintett elkövetők közül az egyikhez nagyon szoros, mester-tanítvány viszony fűzött. Szakmailag nagyon sokat köszönhetek neki, amit nem fogok sem megtagadni, sem eltitkolni. Azonban azt gondolom, hogy aki bűnt követ el, annak bűnhődnie kell, akárki is legyen az, nincs mentség. Azt kell mondani, hogy igen, megtettem. Nem a magyarázkodás a következő lépés, hanem a felelősség vállalása és a valódi, korrekt, férfias bocsánatkérés. Ez nem történt meg a kipattant ügyekben.

Az összes ilyen történetnek napvilágra kellene kerülnie. Ezzel kapcsolatban azonban azt is fontos megemlíteni, hogy a szexuális zaklatás nem a színházi szakma sajátossága. Ugyanakkor tartalmazó közeledésnek bármi köze van a művészi szabadsághoz vagy az előadóművészet speciális közegéhez. Az ilyen állítások aljas módon bemocskolják az egész szakmát és azokat, akik ezt a munkát a hatalmi helyzetük kihasználása nélkül, azaz normálisan végzik.

MÁRIÁS LEONÁRD

VENDÉGSZERZŐ



CONCORDE ÉRTÉKPAPÍR ZRT.
Alkotás Point Irodaház | 1123 Budapest | Alkotás utca 50.
Telefon: 06 1 489 2200 | Fax: 06 1 489 2201 | www.con.hu



A Budapesti Értéktőzsde, a Deutsche Börse,
A Warsaw Stock Exchange és a
Bucharest Stock Exchange tagja.

- > Magyarország vezető független befektetési szolgáltatója
- > 400 milliárd vagyonbefektetés
- > 24 évnyi szakértelem
- > több mint félszáz szakmai díj



Köszönjük a bizalmat ügyfeleinknek!

