



Befektetések I.

6. Előadás

Fundamentális elemzés I. Makrogazdasági és Iparági elemzés

2023.04.18.

Póra András

pora.andras@gtk.bme.hu

Vissza a hatékony piacok elméletéhez (HPE)

Gyenge forma

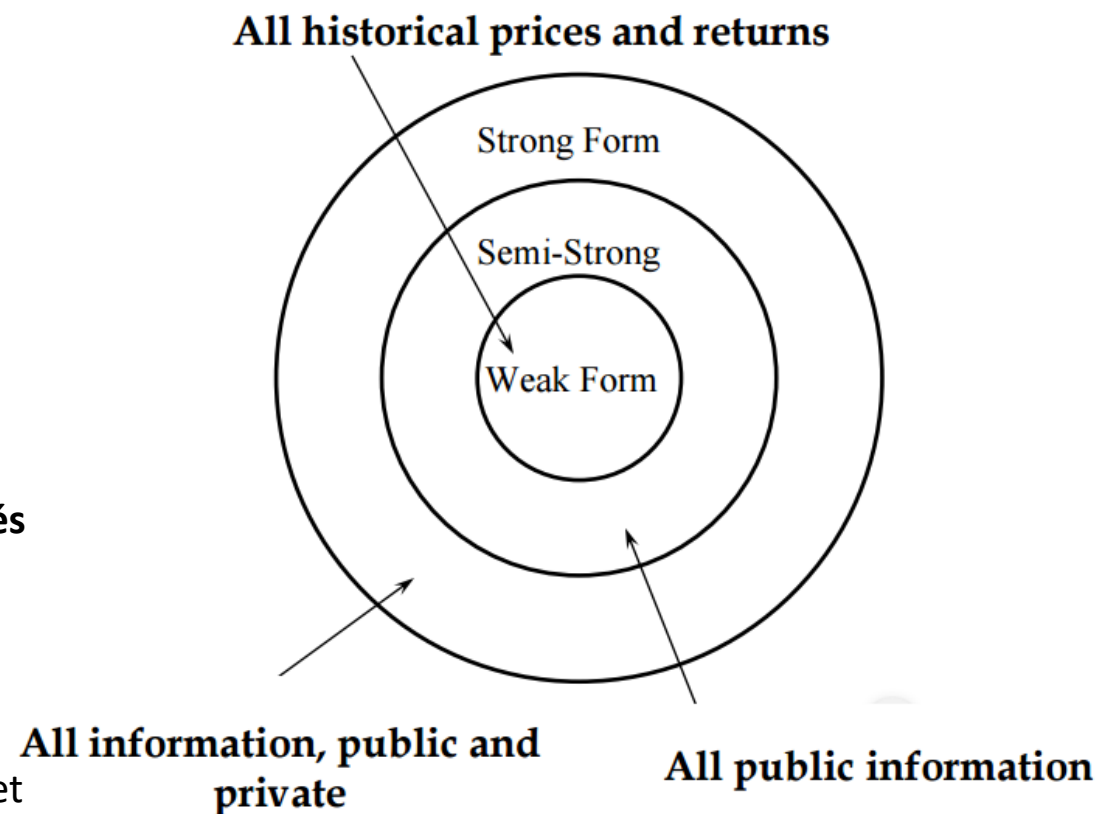
- A jelenlegi árak **minden múltbeli piaci információt tükröznek**, beleértve az árakat, a hozamokat, a kereskedési volumeneket és minden más piaci információt;
- A múltbeli adatoknak semmilyen hatásuk nincs a jövőbelikre nézve;
- Az árak minden historikus információt tükröznek → **a technikai elemzés nem ér semmit.**

Félerős/közepes forma

- A jelenlegi árak **minden publikus információt tükröznek** (piacit és nem piacit egyaránt);
- Azok a döntések amik hírekre (friss, új információkra) alapoznak nem hoznak átlag feletti kockázattal korrigált hozamot;
- Az árak tartalmazznak minden publikus információt → **a fundamentális elemzés nem ér semmit.**

Erős forma

- A jelenlegi árak minden információt teljes mértékben tükröznek (nyilvános és nem nyilvános információkat egyaránt);
- Nincs olyan befektetői csoport, amely konzisztensen átlag feletti eredményeket képes elérni a piacokon;
- Senki nem tudja a piacot megverni → **a bennfentes információ semmit sem ér, az elemzések semmit sem érnek, a piaci ár véletlenszerűen bolyong.** (Brown-mozgás).



Mégis: vannak piaci anomáliák.

1. Jelentések

A piacnak időre van szüksége, hogy az új híreket, jelentéseket feldolgozza, ezért mégis lehet profitálni az új társasági jelentések piaci hatásaiból.

2. Január anomália és egyéb naptárhatások

A január-hatás az adózás miatt alakult ki, a befektetők decemberben meg tudnak venni olyan részvényeket, amelyeket veszteségesen adtak el. Ezeket aztán januárban magasabb áron lehet értékesíteni. Egy másik hasonló hatás az, hogy az adott hónapok eleje gyakran erősebb teljesítményt hoz, valamint a hétfő/hétféje hozamok sokszor negatívak.

3. Price-Earnings Ráta (P/E) - árfolyam/nyereség mutató *Fundamentális Tényezők*

Az alacsony P/E-s cégek vásárlása a múltban gyakran profitot termelt → értékelési anomália a HPE ellenében.

4. Book Value-Market Value Ratio (BV/MV=BV/P) – könyv szerinti érték/ár

Szignifikáns pozitív kapcsolat van a BV/P ráta és a jövőbeli hozamok között → monetáris expanzió idején jobban működik, mint a P/E.

5. Price-Earnings/Growth Ratio (PEG) – árfolyam/nyereség elosztva a növekedési rátával

Hasonló hatás, mint a P/E, csak nem értékeli túl a magas növekedéssel rendelkező cégek papírjait, mivel normalizálásra kerül a P/E.

6. Mérethatás

Kisebb vállalatok, kockázattal korrigált bázison jobb teljesítményt nyújtanak, mint a nagyok. (French-Fama 3 és 5 faktoros modell!).

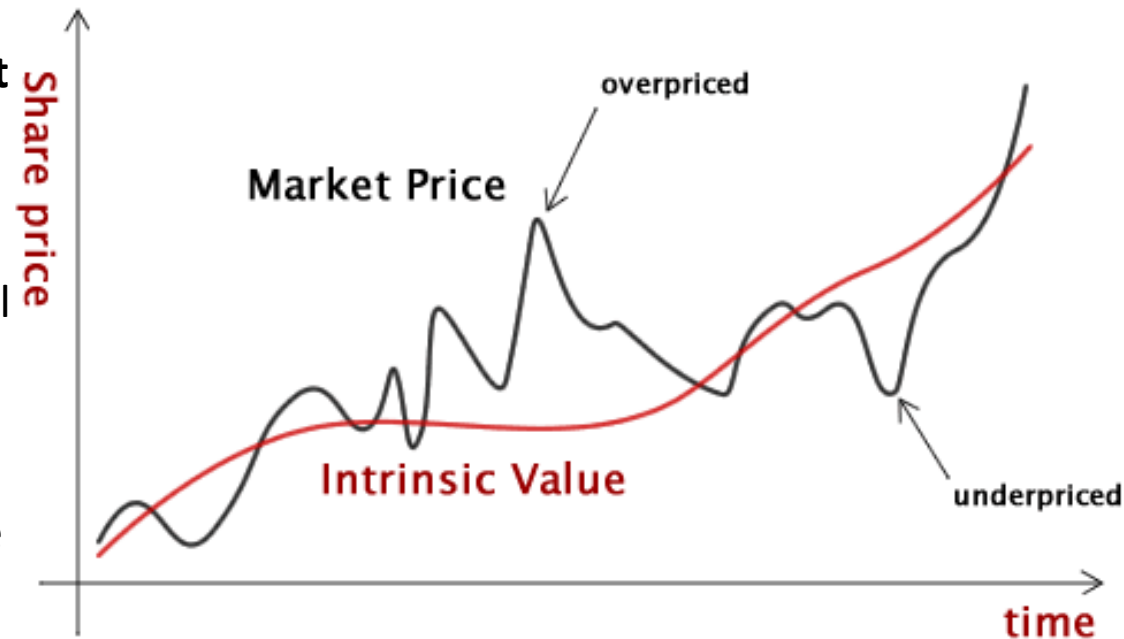
7. Elhanyagolt cégek

Amelyek túl kicsik, hogy az elemzőcégek foglalkozzanak velük, ezért általában alulértékeltek.



A fundamentális elemzők alapvető feltételezései

- **Létezik egy alapvető belső érték** a teljes részvényt piacra, a különböző iparágakra vagy egyedi értékpapírokra, és ez a mögöttes gazdasági tényezőktől függ → **a belső érték a „valós” értéke egy cégnek vagy papírnak;**
- A befektetőknek **meg kell határozniuk ezt a belső értéket egy adott időpillanatban és összehasonlítaniuk a piaci árral;**
- **Ha jó munkát végez a befektető ebben** → jó piaci időzítési döntéseket tud hozni → **átlag feletti hozamot tud elérni;**
- **A hozamok nagyfokú eltérése** a különböző iparágakban és cégeknél **igazolja az iparági és a vállalatelemzést;**
- A befektetőknek **a releváns változók jövőbeli becslését is el kell végezniük,** túlmutatva a múltbeli adatokon;
- **Az elvárt nyereség és az aktuális nyereség között van kapcsolat,** de nehéz megbecsülni a jövőbenit → **meglepetések a jelentésekben;**
- A releváns változók megbecslése **legalább annyira mesterség, tudomány, mint művészet** (szerintem leginkább mesterség);
- **A sikeres befektető megérti mely változók fontosak az értékelési/árazási folyamatban,** és rendelkezik a sikerhez szükséges képességekkel és munka-ethosszal ahhoz, hogy másoknál sikerebben becsülje meg ezeknek a változóknak az értékét.



A fundamentális elemzés megközelítései

TOP-DOWN MEGKÖZELÍTÉS, a következő sorrendben próbál előrejelezni:

- | | |
|-------------------------|----------------------------------|
| 1. Gazdasági aktivitás | → MAKROÖKONÓMIAI ELEMZÉS; |
| 2. Iparág teljesítménye | → IPARÁGI ELEMZÉS; |
| 3. A cég teljesítménye | → VÁLLALATELEMZÉS; |

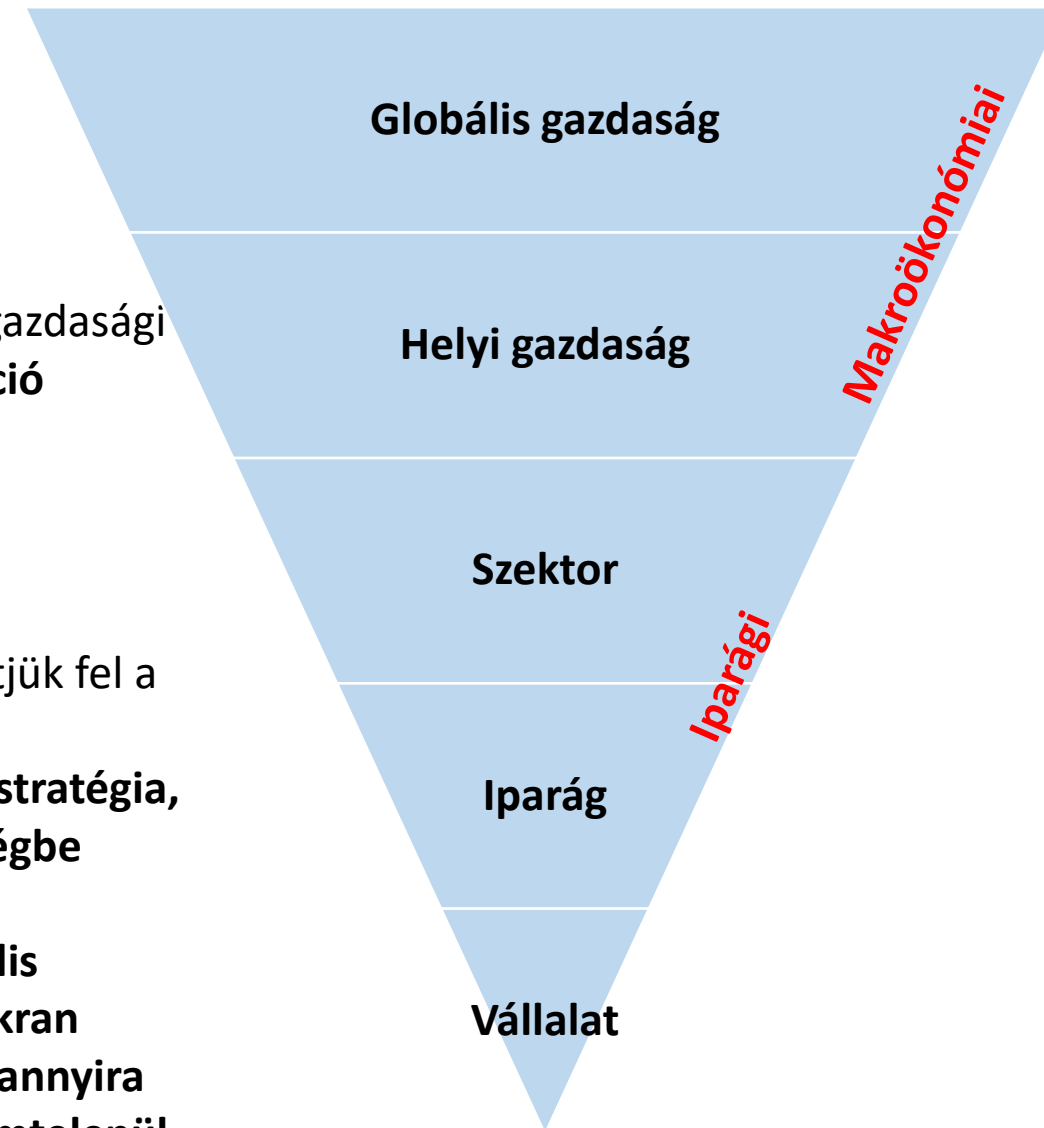
- **Top-down:** „felülről-lefelé”, a részvények értékelése, miközben az egész gazdasági kontextust figyelembe vesszük → **az első döntés mindig az eszközallokáció** (földrajzi, iparági stb.)

BOTTOM-UP MEGKÖZELÍTÉS → alulról-felfelé → részvénykiválasztás

- **A részvények értékelés és kiválasztása a szélesebb gazdasági kontextus mérlegelése nélkül** → **nincs eszközallokációs döntés.**
- **Nem ér véget a részvénykiválasztásnál (ott csak kezdődik)** → alulról építjük fel a portfoliót;
- **Bottom-up befektetők:** hosszútávú, buy-and-hold (vedd meg és tartsd) stratégia, erősen építve a vállalatelemzésre → **akkor sikeres leginkább, ha olyan cégbe fektetünk, amit jól ismerünk, az alapjaitól (pl. Facebook).**

Miért használjuk inkább a TOP-DOWN megközelítést? Nagyobb a potenciális pontossága a nagy aggregátumok esetén: a BOTTOM-UP megközelítés gyakran torkollik nem szándékolt „fogadásba” (kockázatvállalásba), tekintve, hogy annyira hatékony az eszközallokációban → egy-egy szektor túlsúlyozott lehet érdemtelenül.

TOP-DOWN RÉSZVÉNY KIVÁLASZTÁS



Fundamentális elemzés: a Top-Bottom elemzés lépései

Makroökonómiai elemzés

Globális gazdaság

Helyi makro

Keresleti és kínálati
sokkok

Kormányzati politika

Üzleti ciklusok

Iparági elemzés

Az iparág meghatározása

Érzékenység az üzleti
ciklusra

Szektor-rotáció

Iparági életciklus

Iparági szerkezet és
teljesítmény

Vállalatelemzés

Részvényértékelési
modellek

Pénzügyi beszámolók
elemzése

Makroökonómiai elemzés 1: A globális gazdaság

A nemzetközi gazdaság befolyásolhatja:

- a cég **exportkilátásait**;
- az **árversenyt**; vagy
- a külföldön elérhető **nyereséget**.

Globális gazdasági megfontolások:

- Az egyes régiók és országok teljesítménye nagyban eltérő;
- **Politikai kockázat**
 - Külső (háború) vagy belső (forradalom);
 - Joguralom, jogállam;
 - Protekcionizmus és kereskedelempolitika;
 - A tőke szabad áramlása;
 - A munkaerőpiaci helyzet;
- **Devizaárfolyam-kockázat** → a reálárfolyam változása (=vásárlóerő, inflációval korrigált árfolyam).

| | Stock Market Return, 2012 (%) | | Forecasted growth in GDP, 2013 (%) |
|-------------|-------------------------------|-----------------|------------------------------------|
| | In Local Currency | In U.S. Dollars | |
| Brazil | 10.2 | 0.8 | 3.5 |
| Britain | 8.2 | 13.3 | 1.0 |
| Canada | 4.9 | 8.6 | 2.0 |
| China | 3.1 | 4.2 | 8.5 |
| France | 18.2 | 20.5 | 0.0 |
| Germany | 31.9 | 34.5 | 0.7 |
| Greece | 38.3 | 41.1 | -5.0 |
| Hong Kong | 26.5 | 26.7 | 2.6 |
| India | 27.6 | 26.7 | 6.5 |
| Italy | 12.0 | 14.2 | -0.9 |
| Japan | 18.0 | 4.2 | 0.8 |
| Mexico | 19.5 | 30.9 | 3.7 |
| Russia | 3.7 | 10.5 | 3.7 |
| Singapore | 21.0 | 28.5 | 2.9 |
| South Korea | 11.2 | 20.5 | 3.4 |
| Spain | -0.6 | 1.4 | -1.7 |
| Thailand | 37.3 | 42.7 | 4.2 |
| U.S. | 9.8 | 9.8 | 1.0 |

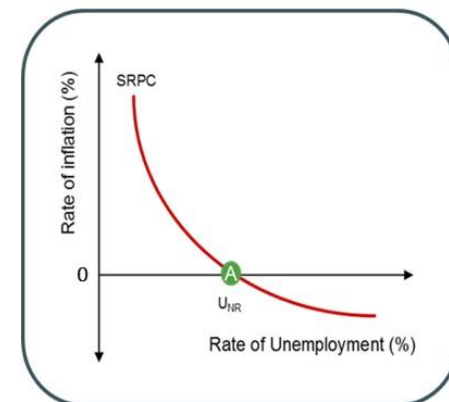
Makroökonómiai elemzés 2: A hazai makrogazdaság

Az első lépés a széles értelemben vett piac előrejelzésében, hogy a hazai gazdaság státusát megállapítsuk → ezt is jobban kell csinálni, mint a versenytársak.

Főbb gazdasági mutatók:

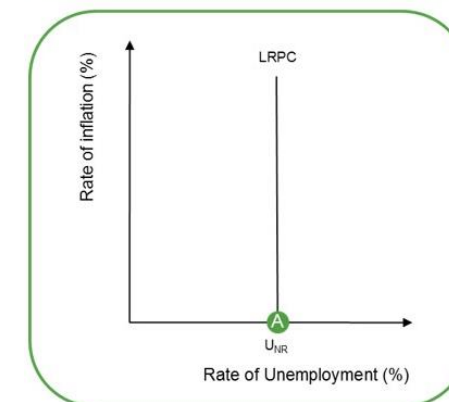
- **Bruttó hazai össztermék (GDP):** a gazdaság összteljesítményének a mérőszáma (árak és szolgáltatások előállítása, hozzáadott érték alapon). Ha gyorsan nő a GDP → bővülő gazdaság → lehetőség az értékesítési volumen növelésére.
- **Ipari termelés:** a termelés gazdasági aktivitásának mérőszáma (szűkebb értelmezés, mint a GDP);
- **Munkanélküliségi ráta:** munkanélküliek számának és a munkaerő-állománynak a hányadosa → a gazdaság szabad kapacitásait jelzi;
- **Gyártókapacitások kihasználtsága:** a termelés aktuális és potenciális outputjának hányadosa;
- **Infláció:** az általános árszínvonal emelkedése (fogyasztói árindex) → túlfűtött-e a gazdaság? *Phillips-görbe:* infláció és munkanélküliség közötti trade-off (nagy viták róla) → rövid távon talán működik;
- **Kamatlábak:** a magas kamatlábak csökkentik a jövőbeni pénzáramok jelenértékét → a reálkamatlábak fontosak a befektetési döntésekben → ingatlanpiac, autók stb.
- **Költségvetési deficit:** a kormányzati bevételek és kiadások közötti különbség. A túlzott költségnek „kiszorító hatása” van a magánszektorra nézve → a magánvállalkozásokat szorítja ki a hitelekől és a piacokról az állam;
- **Várakozások, hangulat:** a fogyasztók és termelők optimizmusa vagy pesszimizmusa a gazdasággal kapcsolatban → ha optimisták, nagyobb a költség → nő a termelés → magasabb jövedelmek, beruházás.

Short Run



Trade-off

Long Run



No Trade-off

Makroökonómiai elemzés 3: Keresleti és kínálati sokkok

Keresleti sokk: egy esemény amely az áruk és szolgáltatások iránti keresletet befolyásolja.

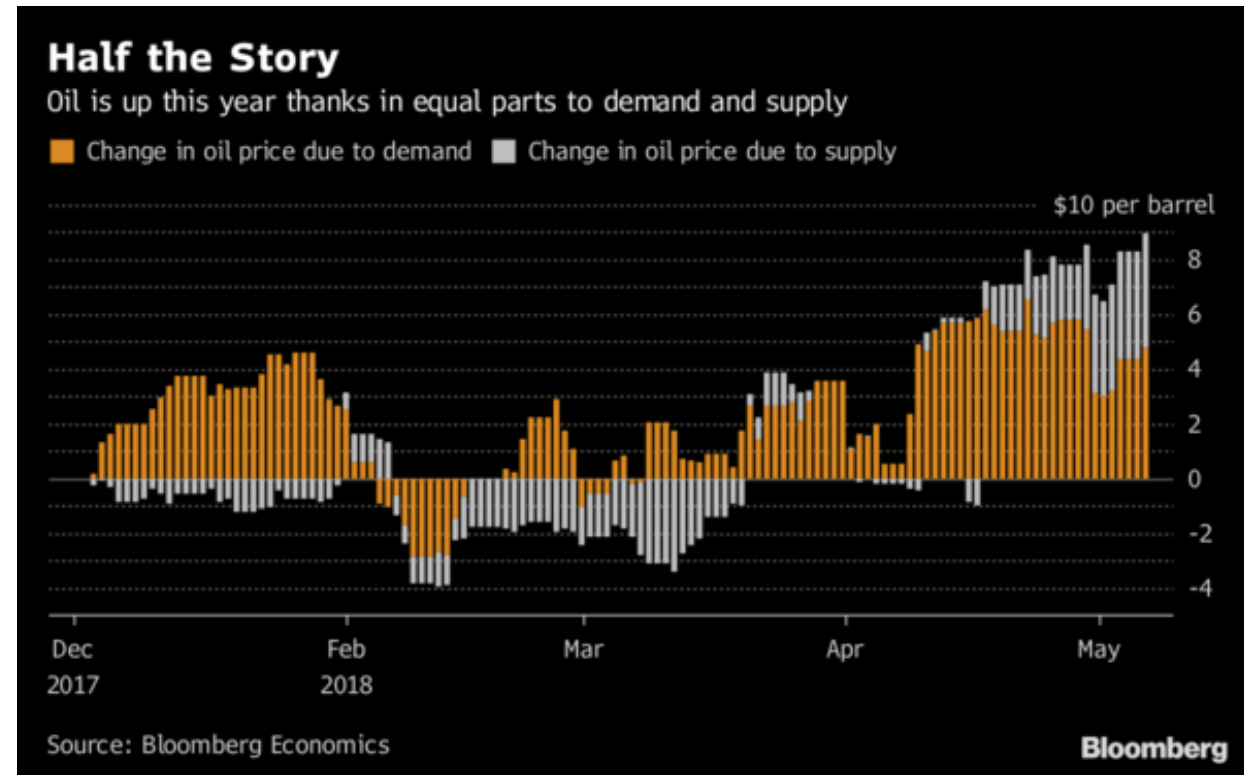
- Az adók változása;
- A pénzkínálat változása;
- A kormányzati költség változása;
- Az exportkereslet változása.

Általában az aggregált termelés a kamatlábakkal és az inflációval egy irányban változik. Pl. kormányzati költség megnő → GDP emelkedik → infláció emelkedik → kamatok emelkednek.

Kínálati sokk: egy esemény, amely a gyártási kapacitásokat vagy a gyártási költségeket befolyásolja.

- Olajár;
- Fagyok, árvizek, szárazságok, amik nagy mennyiségű terményt pusztítanak el;
- A munkaerő-állomány képzettségének változása;
- A minimálbér vagy az egyensúlyi bér változása.

Általában az aggregált termelés a kamatlábakkal és az inflációval ellentétesen változik. Pl. olajár emelkedik → infláció emelkedik → kamatlábak emelkednek → GDP csökken.



A cél, hogy beazonosítsuk azokat az iparágakat, amelyeket a legjobban segít, vagy amelyeknek a legjobban árt az a makrogazdasági scenárió, amit bekövetkezni gondolunk.

Makroökonómiai elemzés 4: Kormányzati politikák

Fiskális politika: a kormányzati kiadások és bevételek (adók) → keresleti oldali politika.

- Költség → direkt politika → kereslet;
- Adó → direkt politika → fogyasztás.

A kialakítása és implementációja fájdalmasan lassú is lehet.

A fiskális politika nettó hatása → költségvetési egyenleg/deficit → növelheti is a keresletet (kiadásnövelés) és csökkentheti (adónövelés) is → stimulálhatja a gazdaságot.

Monetáris politika: a pénzkínálat és pénzkereslet manipulációja → keresleti oldali politika.

- Nyílt piaci műveletek (a vásárlás növeli a pénzkínálatot);
- Irányadó kamat (a csökkentése növeli a pénzkínálatot);
- Kötelező tartalékráta követelmények (a csökkentése növeli a pénzkínálatot).

A monetáris politika nagyrészt a kamat-transzmisszió keresztül fejti ki hatását (a kamatokra hat) → a pénzkínálat növelése a kamatlábak csökkenésén keresztül → növeli a befektetési keresletet.

Kínálati oldali politikák cél: egy olyan környezet megteremtése, melyben a munkáltatók és munkavállalók maximálisan ösztönözve vannak az áruk és szolgáltatások hatékony előállítására → pl. adócsökkentés? Erősen vitatott a hatása.

🕒 Current Time: 18:05 (GMT -4:00) ▼

All data are streaming and updated automatically

| Time | Cur. | Imp. | Event | Actual | Forecast | Previous |
|---------------------------|--------|------|---------------------------------------|--------|----------|----------|
| Tuesday, October 16, 2018 | | | | | | |
| 02:00 | 🇩🇪 EUR | ▼▼▼ | German Import Price Index (MoM) (Aug) | | 0.1% | -0.2% |
| 02:00 | 🇩🇪 EUR | ▼▼▼ | German Import Price Index (YoY) (Aug) | | 5.2% | 5.0% |
| 05:00 | 🇩🇪 EUR | ▼▼▼ | German ZEW Current Conditions (Oct) | | 74.5 | 76.0 |
| 05:00 | 🇩🇪 EUR | ▼▼▼ | German ZEW Economic Sentiment (Oct) | | -12.3 | -10.6 |
| 05:00 | 🇪🇺 EUR | ▼▼▼ | ZEW Economic Sentiment | | -9.2 | -7.2 |
| 08:00 | 🇮🇪 HUF | ▼▼▼ | Interest Rate Decision (Oct) | | 0.90% | 0.90% |
| 08:55 | 🇺🇸 USD | ▼▼▼ | Redbook (YoY) | | | 6.5% |
| 08:55 | 🇺🇸 USD | ▼▼▼ | Redbook (MoM) | | | 0.4% |
| 09:15 | 🇺🇸 USD | ▼▼▼ | Capacity Utilization Rate (Sep) | | 78.2% | 78.1% |
| 09:15 | 🇺🇸 USD | ▼▼▼ | Industrial Production (MoM) (Sep) | | 0.2% | 0.4% |
| 09:15 | 🇺🇸 USD | ▼▼▼ | Manufacturing Production (MoM) (Sep) | | 0.2% | 0.2% |
| 10:00 | 🇺🇸 USD | ▼▼▼ | JOLTs Job Openings (Aug) | | 6.945M | 6.939M |
| 10:00 | 🇺🇸 USD | ▼▼▼ | NAHB Housing Market Index (Oct) | | 68 | 67 |
| 16:15 | 🇺🇸 USD | ▼▼▼ | FOMC Member Daly Speaks | | | |

Legend

🔊 Speech

📄 Preliminary Release

⋯ Revised Release

⌛ Retrieving Data

📄 Report

▼▼▼ Low Volatility Expected

▼▼ Moderate Volatility Expected

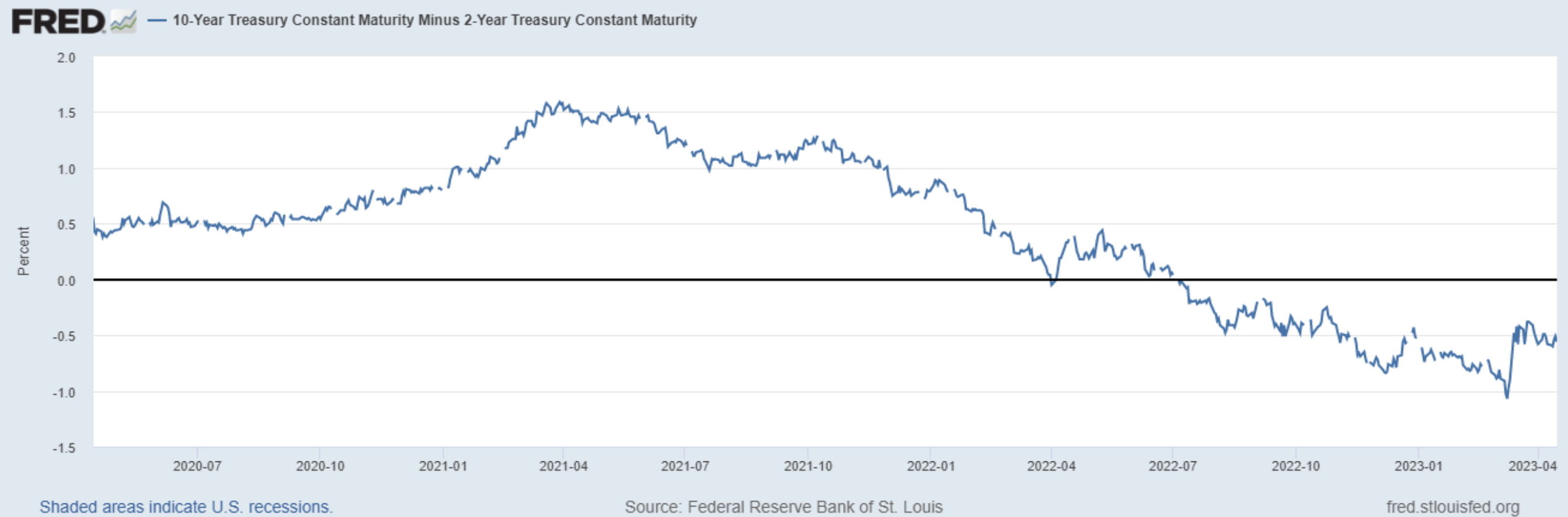
▼ High Volatility Expected

USA Base rate vs. DJIA 1968-76

Chart 1: Vietnam, Bretton Woods, oil shock, Nixon impeachment...Fed was still #1 catalyst '68-'76



2022 a hozamgörbe invertálódik → bear?



- Hozamgörbe: az egyes lejáráthoz tartozó zéró-kupon hozam (mintha diszkontkincstárjegy).
- A hozamgörbe alapvetően emelkedő: később=nagyobb kockázat (ez persze egy általánosítás, több elmélet van).
- De ez változhat: invertálódás → valami problémát jelez.
- 30 éves hozam – 5 éves hozam vagy 10 éves hozam – 2 éves hozam.
- Ha negatív → bear sign.

Makroökonómiai elemzés 5: az üzleti ciklus

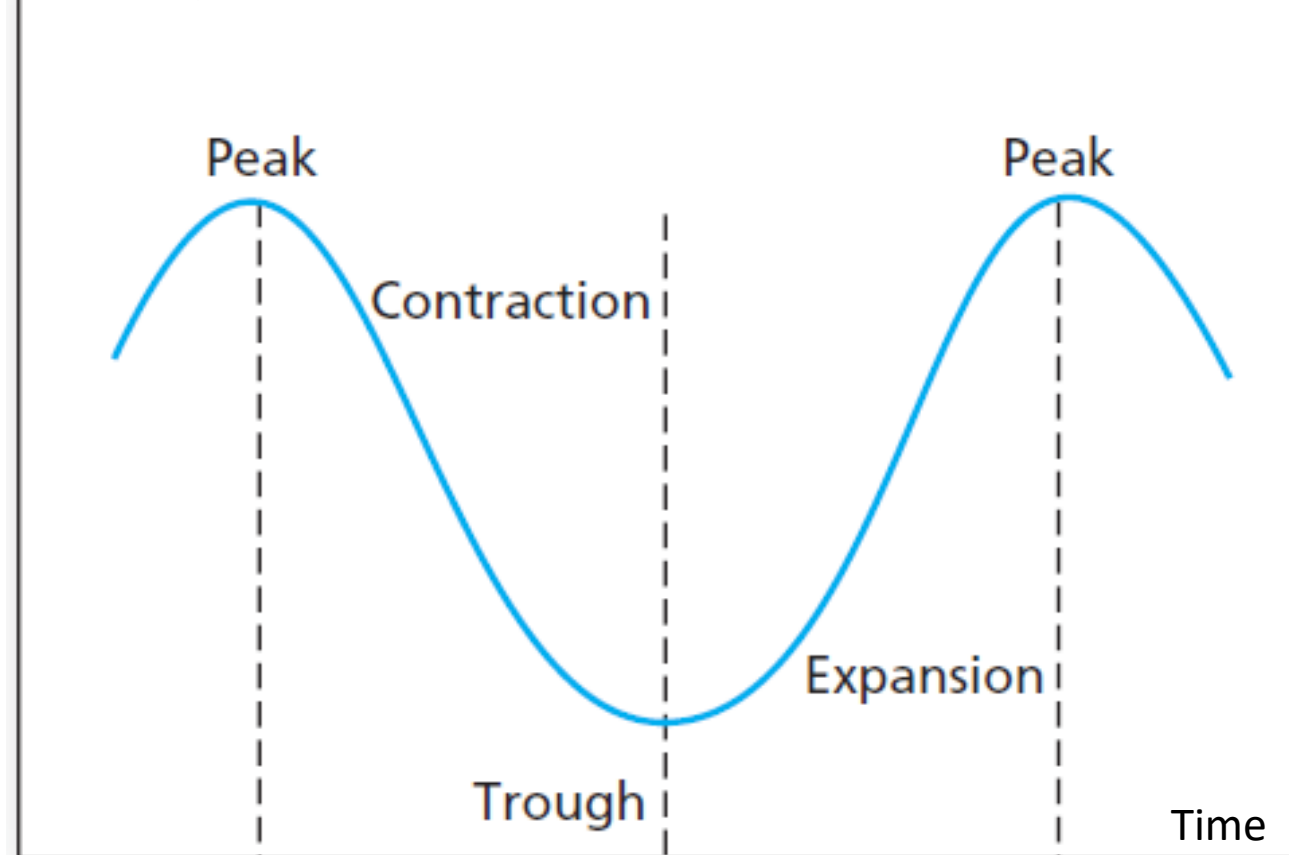
Üzleti ciklus: egy recesszió és egy felépülés visszatérő mintázata

- Csúcs (Peak): az expanzió vége, az összehúzódás kezdete;
- Alj (trough): a recesszió vége, a felépülés kezdete.

Iparági teljesítmény kapcsolata az üzleti ciklussal: az egyes iparágak relatív teljesítmény eltérő lehet.

- Ciklikus: átlag feletti érzékenység az üzleti ciklusra → expanzió esetén felülteljesít, és fordítva, pl. tartós eszközök, pl. autógyártás.
- Védekező: alacsony érzékenység az üzleti ciklusra → olyan áruk, amelyek nem érzékenyek annyira értékesítésben és profitban → pl. élelmiszer, gyógyszer, közművek, hétköznapi árucikkek → recesszióban felülteljesítenek.

Gazdasági aktivitás



Egész egyszerűen ciklikus iparágakat kell választani optimizmus, defenzívetek pesszimizmus esetén → de ez nem egy egyszerű kérdés, mivel nehéz azt megmondani, hol tartunk a cikluson belül → sokszor hónapok kellenek hozzá.

Ciklusok: Gazdasági indikátorok

Bizonyos fokig előre lehet jelezni a ciklusokat → a „The Conference Board” (non-profit szervezet) **gazdasági indikátorai** → **belőlük kompozit indexek, csoportok.**

Vezető (Leading) indikátorok: általában a gazdaság előtt kezdenek nőni és csökkenni is.

Koincidencia (Coincident) indikátorok: egyszerre változnak általában a gazdasággal, azonos irányban.

Lemaradó (Lagging) indikátorok: általában a gazdaság után kezdenek nőni és csökkenni is.

Pl. a részvénytőrségi árindex egy vezető indikátor → a részvényárak előrejelezhetik a gazdaság általános mozgását.

Az indikátorok egy széles köre adott időpontban kerül nyilvánosságra hozatalra, ennek az időrendjét hívják gazdasági naptárnak (**Economic Calendar**).

A. Leading indicators

1. Average weekly hours of production workers (manufacturing)
2. Initial claims for unemployment insurance
3. Manufacturers' new orders (consumer goods and materials industries)
4. Fraction of companies reporting slower deliveries
5. New orders for nondefense capital goods
6. New private housing units authorized by local building permits
7. Yield curve slope: 10-year Treasury minus federal funds rate
8. Stock prices, 500 common stocks
9. Money supply (M2) growth rate
10. Index of consumer expectations

B. Coincident indicators

1. Employees on nonagricultural payrolls
2. Personal income less transfer payments
3. Industrial production
4. Manufacturing and trade sales

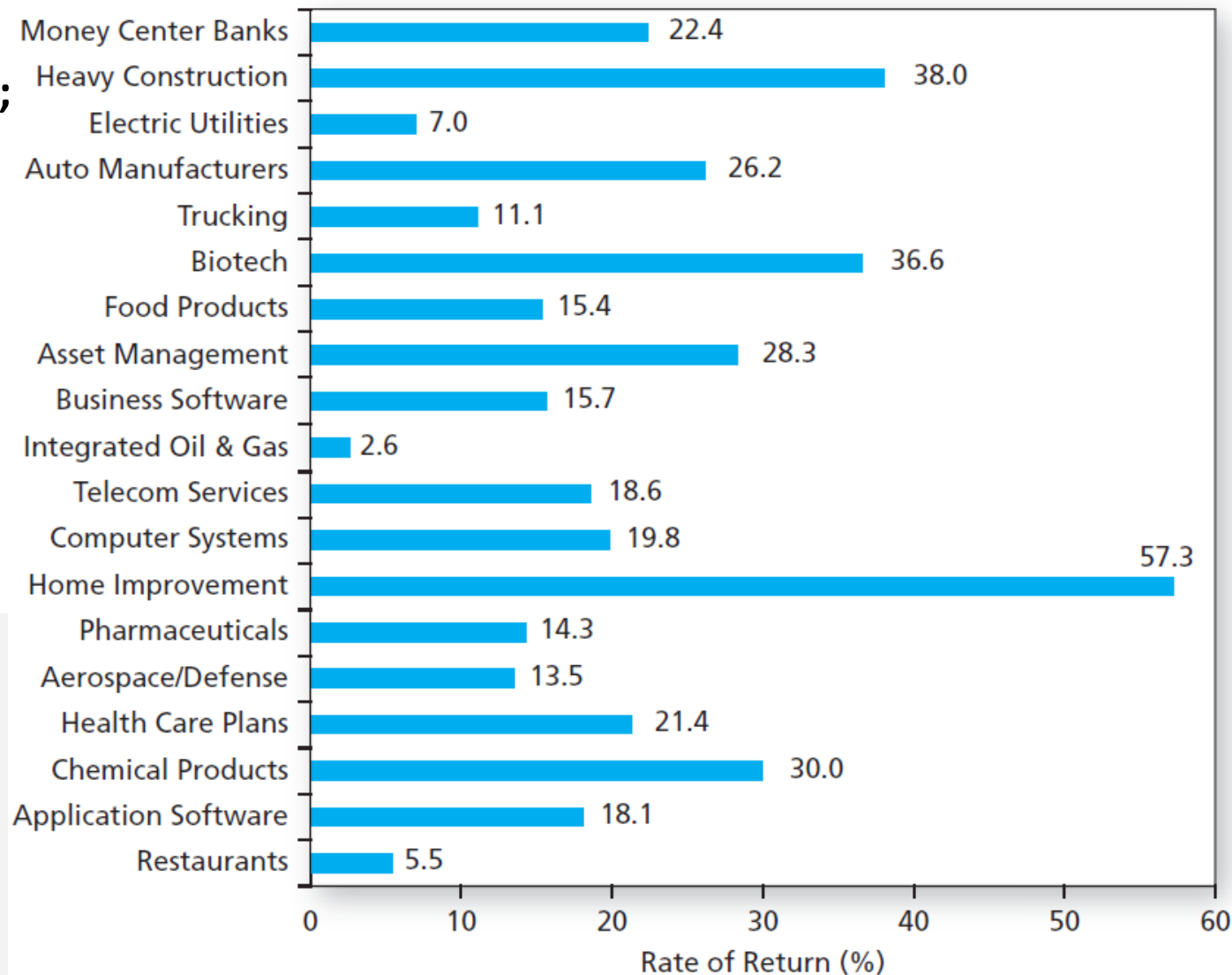
C. Lagging indicators

1. Average duration of unemployment
2. Ratio of trade inventories to sales
3. Change in index of labor cost per unit of output
4. Average prime rate charged by banks
5. Commercial and industrial loans outstanding
6. Ratio of consumer installment credit outstanding to personal income
7. Change in consumer price index for services

Iparági elemzés 1: Az iparág meghatározása

- Iparági csoportok: eltérő profitabilitás → nagy különbségek a részvénytőzsi teljesítményben is;
- Nehéz meghúzni a vonalat az iparágak között;
- Osztályozási rendszerek → pl. North American Industry Classification System (USA NAICS kódok) vagy NACE (EU) vagy ISIC (ENSZ) vagy TEÁOR (HUN) → többé-kevésbé harmonizált;
- The Value Line Investment Survey → 1700 cégről 99 iparágban, iparági és egyedi előrejelzésekkel egybekötve.

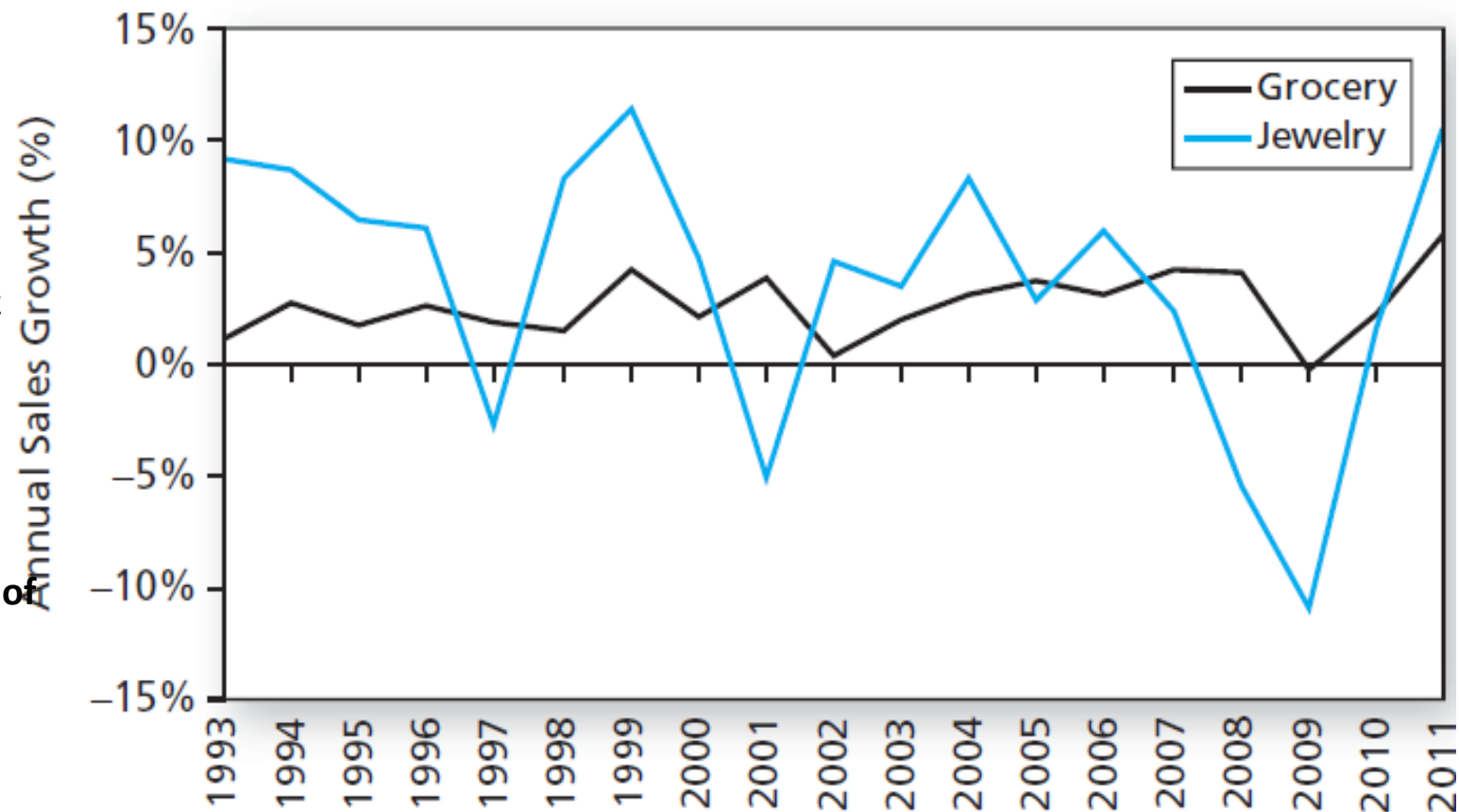
| NAICS Code | NAICS Title |
|------------|--|
| 23 | Construction |
| 236 | Construction of Buildings |
| 2361 | Residential Building Construction |
| 23611 | Residential Building Construction |
| 236115 | New Single-Family Housing Construction |
| 236116 | New Multifamily Housing Construction |
| 236118 | Residential Remodelers |
| 2362 | Nonresidential Building Construction |
| 23621 | Industrial Building Construction |
| 23622 | Commercial and Institutional Building Construction |



Iparági elemzés 2: Érzékenység az üzleti ciklusra

- Nem minden iparág ugyanannyira érzékeny az üzleti ciklusra;
- Az érzékenység meghatározásának néhány faktora:
 - Árérzékenység:** az árváltozásra hogyan reagál az eladott mennyiség (pl. a hétköznapi szükségességek nem nagyon érzékenyek);
 - Tőkeáttétel** (a fix és változó költségek aránya). Cégek nagyobb változó költség aránnyal nem annyira érzékenyek a ciklusra.
A működési tőkeáttétel mértéke (DOL degree of operating leverage) azt jelenti, mennyire érzékeny a profit az értékesítési volumen változására;
 - Pénzügyi tőkeáttétel** (a hitelek aránya). A kamatokat minden körülmények között fizetni kell, a ciklustól függetlenül → kvázi fix költségek.

A befektetők nem mindig preferálják az alacsony érzékenységű vállalatokat, csak béta/elvárt hozam és kockázati étvágy kérdése az egész.



$DOL = 1 + \frac{\text{Fix költség}}{\text{Profit}} = \frac{\text{a profit százalékos változása}}{\text{az értékesítés százalékos változása}}$.

Pl. Fix költség: 5 Profit: 1 → $DOL = 1 + (5/1) = 6$

X% változás az értékesítésben 6x% változást fog okozni a profitban 10%-os értékesítés csökkenés esetén 60%-os profitszökkenés következik be. → 16,67%-os csökkenés esetén az egész profit eltűnik (-100%). És persze mínuszba is mehet.

Iparági elemzés 3: Szektor rotáció

Az ötlet: a portfólió folyamatos „rotációja”, forgatása, átsúlyozása mindig éppen az adott ciklus-szakaszban jobban teljesítő iparág irányában;

Csúcs / Peak

A gazdaság éppen túlfűtött lehet, magas inflációval és kamatlábakkal, árnyomással az alapvető árupiacokon → **anyagok, energia és energiahordozók, ásványkincsek, nemesfémek, fa;**

Visszahúzódás/Contraction (vagy recesszió)

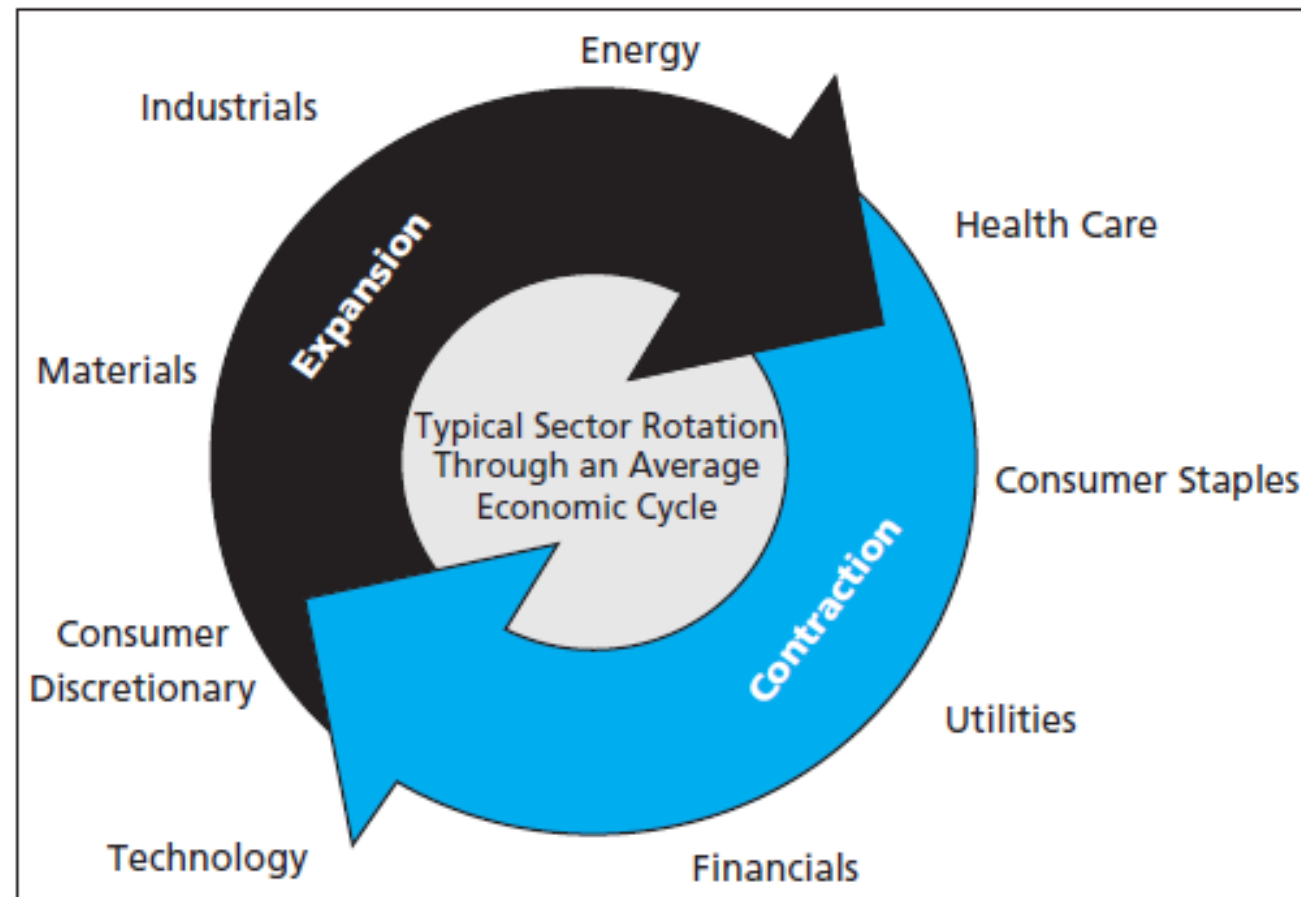
Defenzív iparágak → kevésbé érzékenyek a gazdasági feltételekre → **hétköznapi árucikkek, közművek, gyógyszerek, élelmiszer** → a visszahúzódás utolsó szakaszában a pénzügyi cégek;

Alj/Trough: a legalja

Valószínűleg alacsony kamatlábak és infláció → **felszerelések, berendezések, szállítási és építőipari cégek, technológia;**

Expanzió / Expansion

Gyors növekedés → ciklikus iparágak → **tartós eszközök (pl. autó), luxuscikkek (pl. ékszer).**

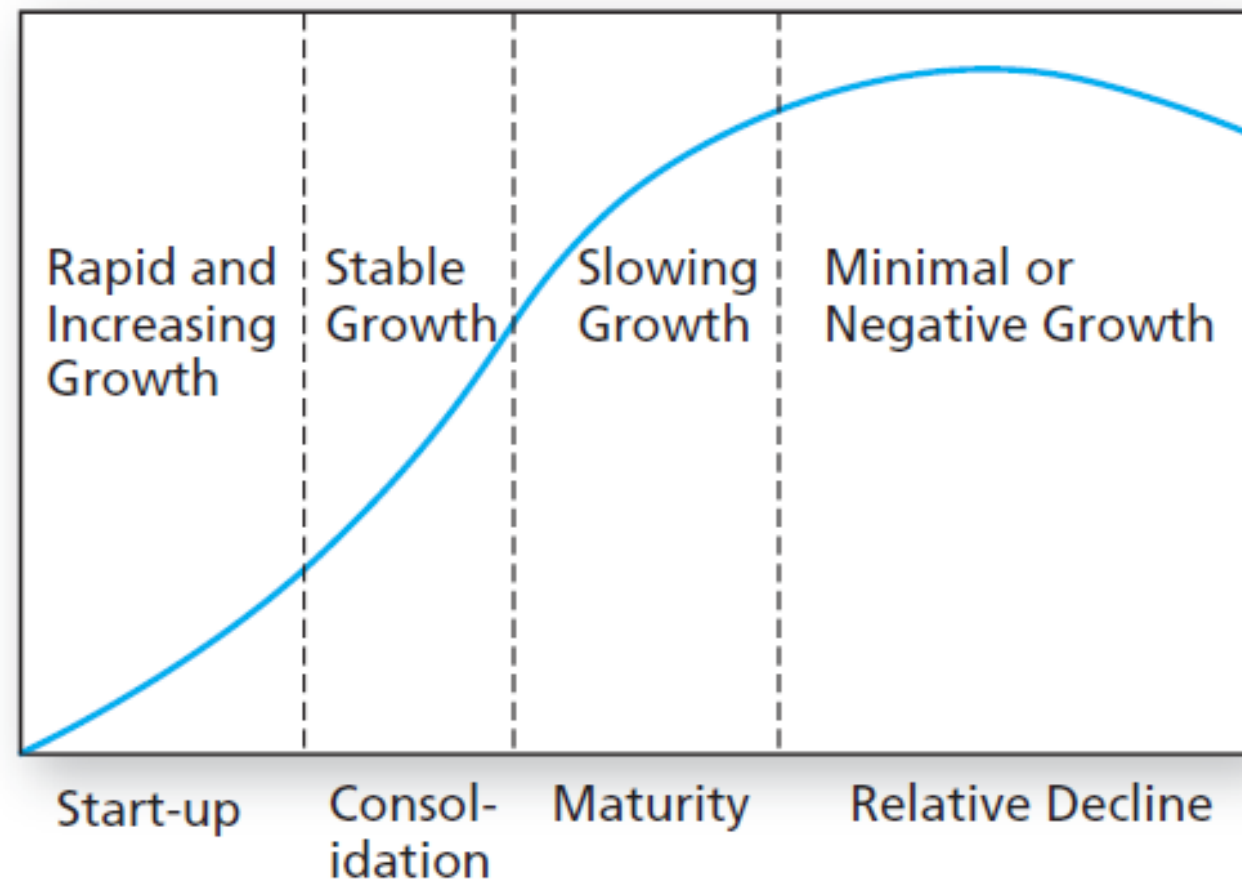


Iparági elemzés 4: Iparági Életciklusok

Szakaszok:

- 1. Start-up:** Egy iparág korai életszakasza (új technológia vagy termék) → nehéz megmondani melyik cég lesz sikeres → magas a csődkockázat;
- 2. Konszolidáció:** bejáratott termék → az iparági vezetők összeolvadnak → a túlélők stabilabbak → könnyebb előrejelezni → gyors és stabil növekedés;
- 3. Érettség/Maturity:** a termék elérte a teljes potenciálját, standardizálódott → a növekedés a gazdasági növekedést követi → szűkülő profitráták → stabil cash-flow, kis növekedés → stabil osztalék, kis kockázat → „fejőstehén”;
- 4. Relatív csökkenés:** a termék idejétmúltsága és/vagy a versenytársak nyomása, esetleg új termékek miatt → az iparág lassabban nő, mint a gazdaság egésze, esetleg csökken.

Sales



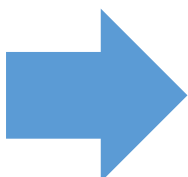
Szakasz

Start-up

Konszolidáció

Érettség

Relatív csökkenés



Értékesítés növekedése

Gyors és növekvő

Stabil

Lassuló

Minimális vagy negatív

Iparági elemzés 5: Peter Lynch és a BCG Matrix

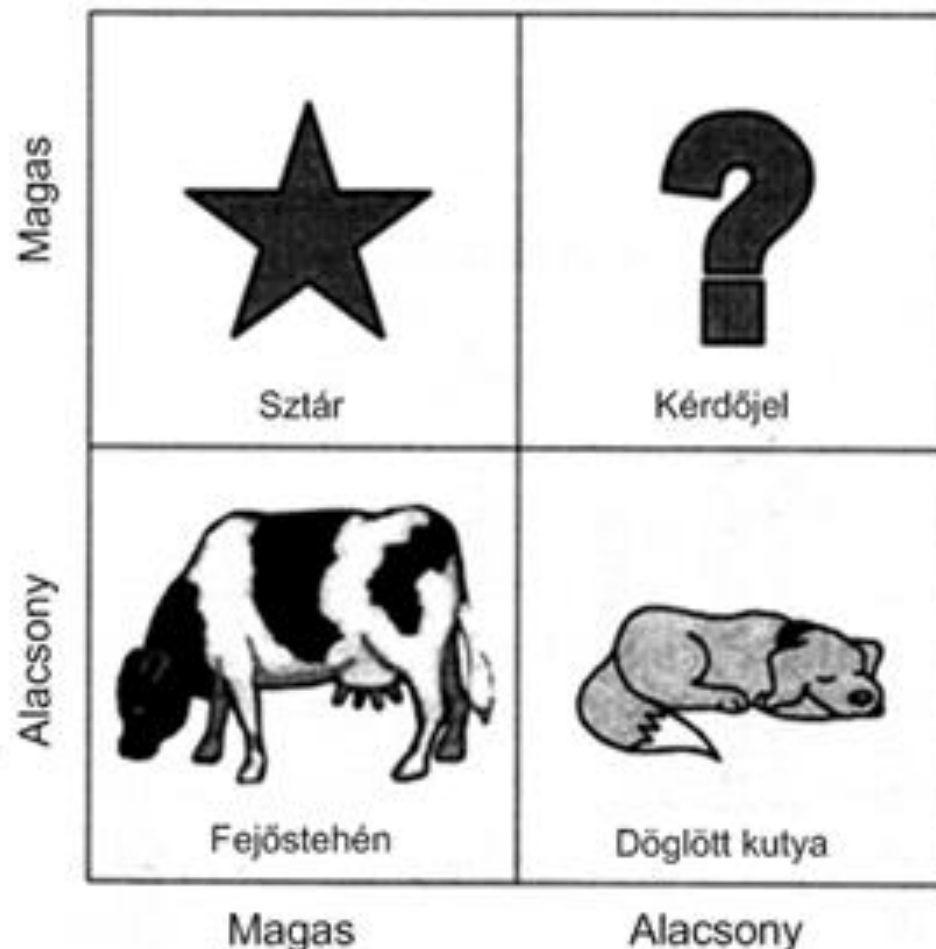
BCG Mátrix

Peter Lynch: Amerikai sztárbefektető, 1977 és 1990 között 29,2%-os átlagos éves hozam (18 M USD → 14 Mrd USD) → az alacsony növekedési rátát preferálja → **GARP (Growth At A Reasonable Price: növekedés ésszerű árak mentén):** hibrid részvénykiválasztási metódus, kombinálva a növekedési részvények potenciálját az értékalapú befektetés (Value Investing) fegyelmével.

Hat csoport:

- Lassan Növekvők:** lassú és öregedő cégek → csak kicsit nőnek gyorsabban, mint a gazdaság;
- Bátrak:** nagy, jól ismert cégek pl. Coca-Cola → gyorsabban nőnek, mint a Lassú Növekvők, de nem nagyon gyorsan. Általában defenzív cégek, a recessziók nem érintik őket annyira;
- Gyorsan Növekvők:** kicsi és agresszív új cégek → 20-25%-os éves növekedési ráták;
- Ciklikusok:** az üzleti ciklussal együtt mozgó cégek → autóipar, acélipar, ékszerek, építőipar.
- Megfordulók:** csődben, vagy nemsokára csődben lévő cégek. Ha fel tudnak épülni → hatalmas hozam → pl. Chrysler 1982: 6x a következő 5 évben 15x-ös hozam, amikor elkerülte a csődöt az állam segítségével;
- Eszköz-játékok:** Cégek, amelyek valami olyan értékes eszközzel rendelkeznek, ami nem jelenik meg valamiért a részvényárban. Pl. egy nagyon értékes ingatlan, ami önmagában többet ér a piaci kapitalizációnál. Vagy immateriális javak: pl. előfizetői adatok. Ezek nem generálnak azonnal cash-flow-t, ezért elkerülik időnként az elemzők figyelmét.

A piaci kereslet növekedési üteme

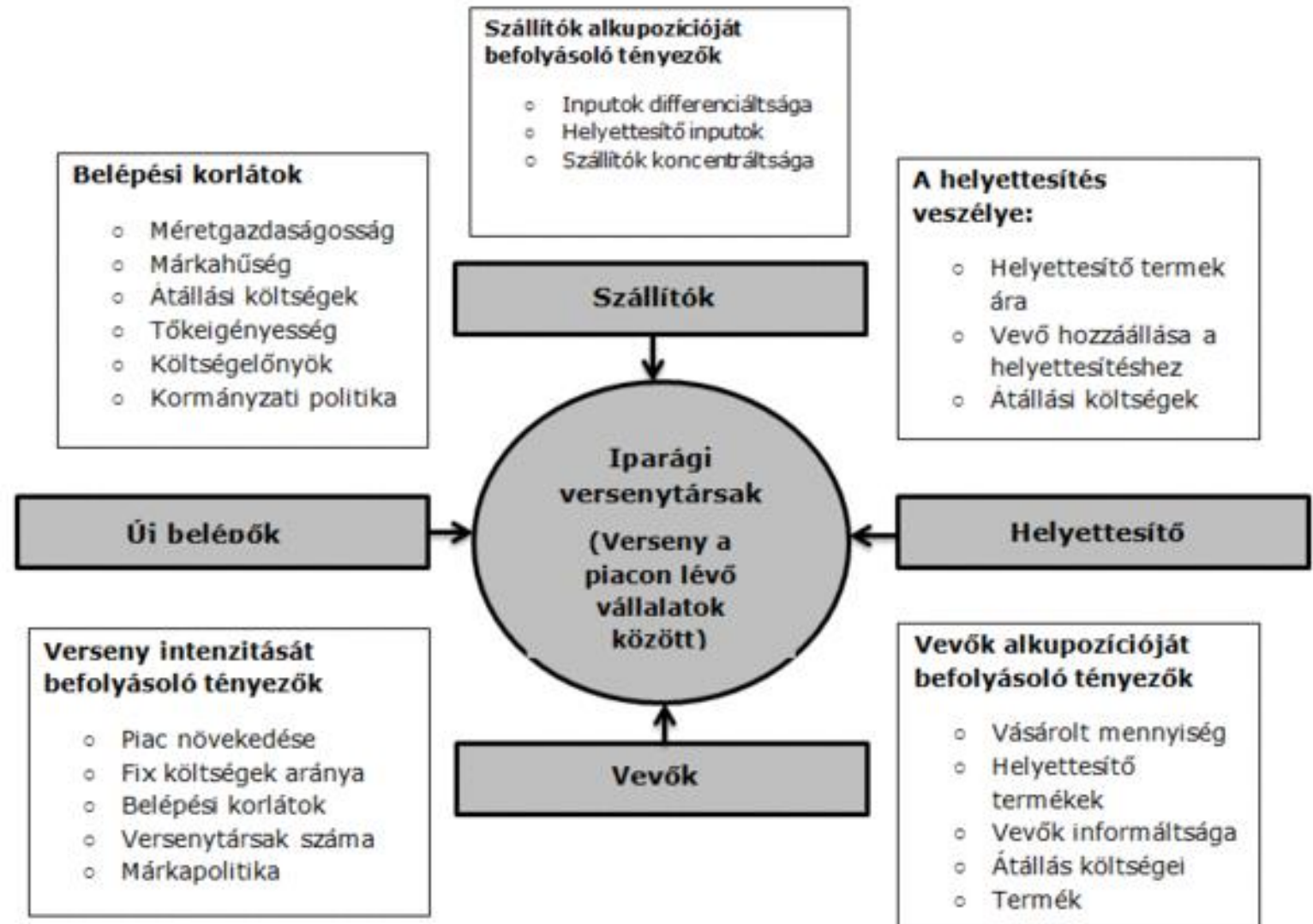


Relatív piaci részesedés *

Iparági elemzés 6: Iparági struktúra és teljesítmény

A Michael Porter-féle 5 erő

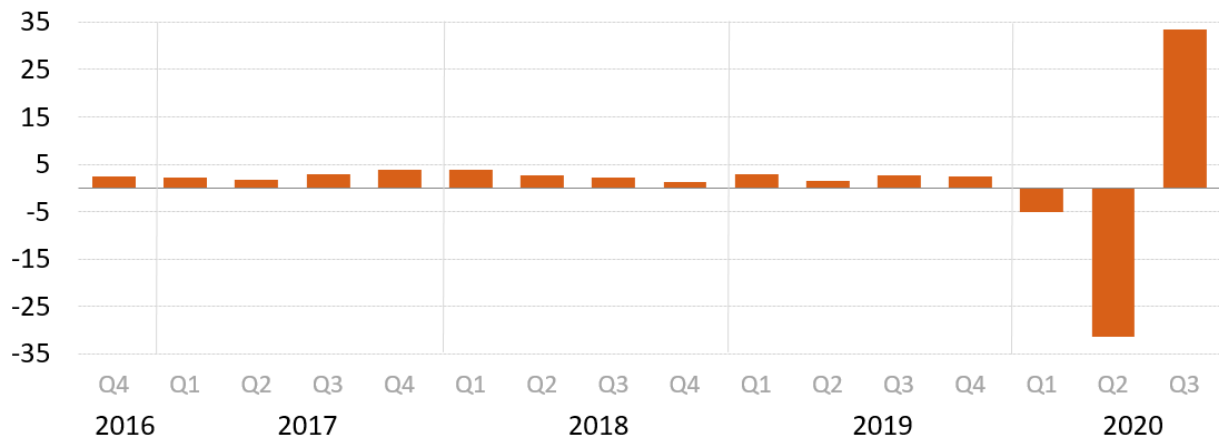
Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance
(New York: Free Press, 1985).





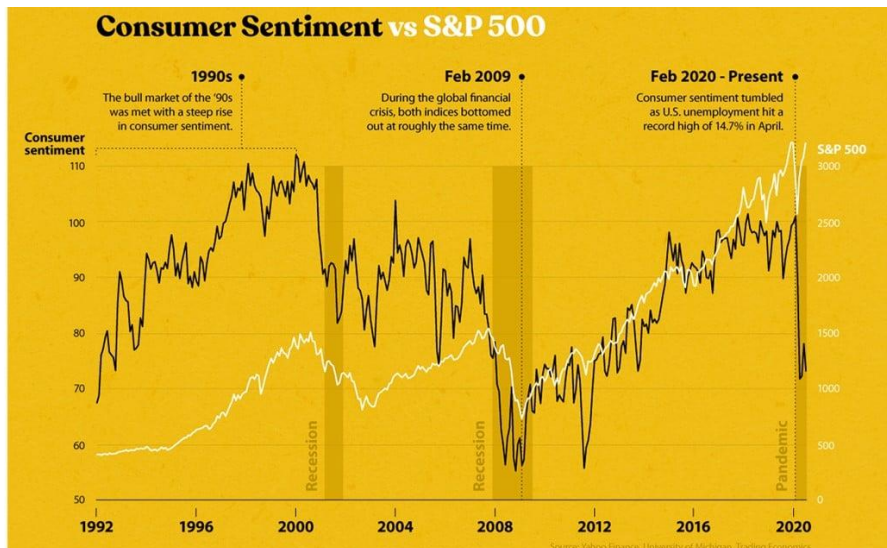
2020 akkor összeomlás vagy sem? Great Lockdown és/vagy Great Disconnect?

Real GDP: Percent change from preceding quarter

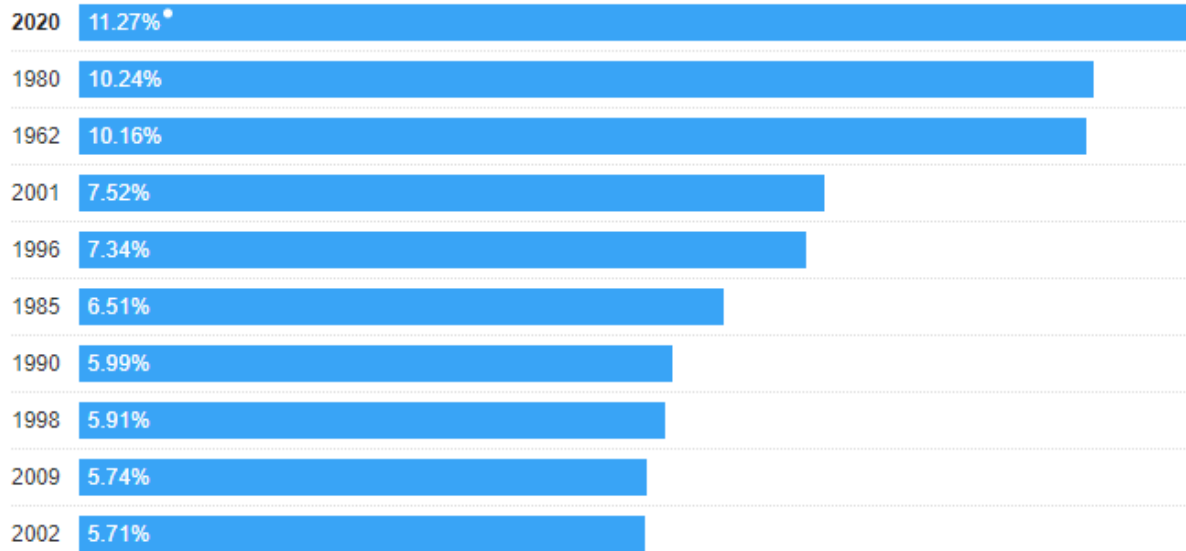


U.S. Bureau of Economic Analysis

Seasonally adjusted at annual rates



Top 10 Novembers for the S&P 500 since 1957

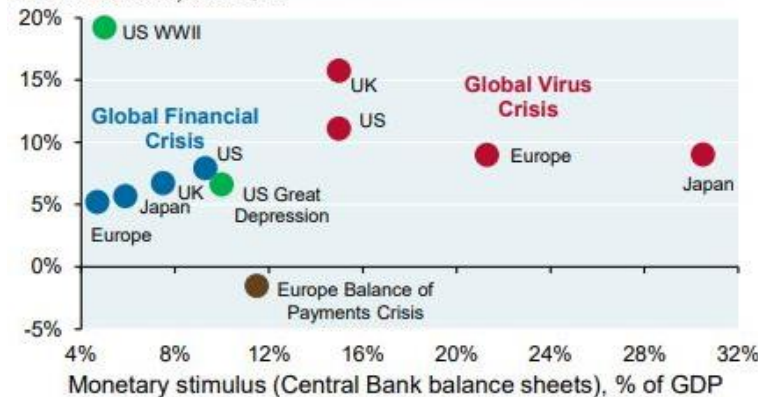


* S&P 500 set to gain 11.27% in November 2020

Miért? Nagyméretű fiskális és „monetáris” stimulus

Stimulus response to COVID sets a new bar

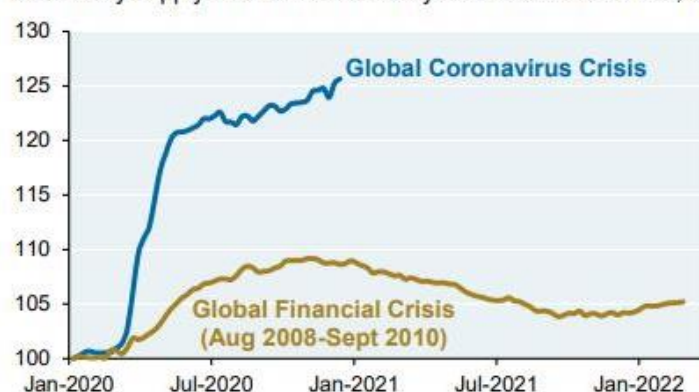
Fiscal stimulus, % of GDP



Source: Central bank sources, OMB, St Louis Fed, JPM Global Economic Research, JPMAM. December 2020.

Faster growth in the money supply this time around

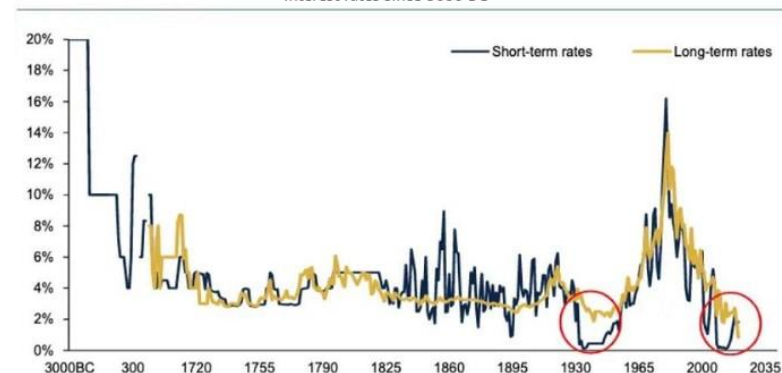
M2 money supply + institutional money market fund balances, index



Source: St Louis Fed, J.P. Morgan Asset Management. December 14, 2020.

Interest rates are at the lowest levels in 5000 years

Interest rates since 3000 BC



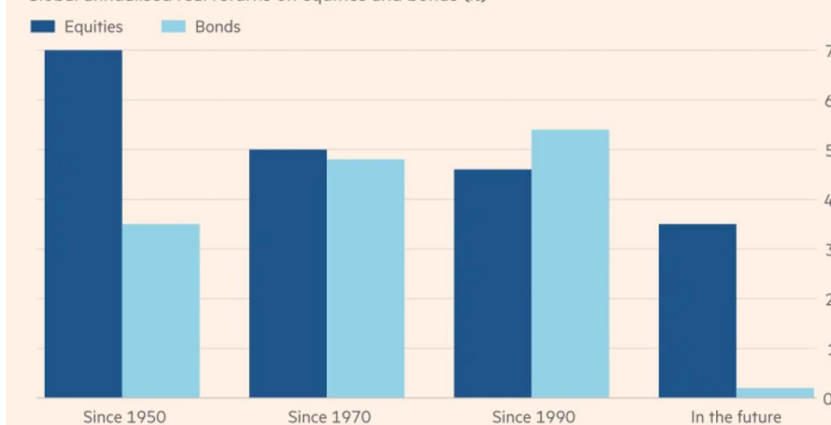
Source: Bank of England, Global Financial Data, Homer and Sylla 'A History of Interest Rates' (2005)

moneycontrol

- **2008-ig a monetáris politika erőteljes függetlensége** volt a jegybanki filozófia;
- **2008 után a „mennyiségi enyhítés”** („Quantitative Easing”), az eszközvásárlási programok és a fiskális stimulusok összehangoltsága megtörte ezt a trendet;
- **2015 után úgy nézett ki, elindul a zsugorodás** mindenféle értelemben, ezt a trendet 2020 törte meg, minden korábbinál gyorsabban és nagyobb erővel léptek fel a kormányok és a jegybankok;
- Az „unortodox” lett a trend, **a monetáris politikai eszköztár egy része kvázi-fiskálissá változott, sőt, a monetáris finanszírozás majdnem 100 éves tilalmát is áttörték gyakorlatilag** → Modern Monetary Theory at its finest?
- És hogy hol tartunk? Javaslatok vannak arra, hogy a FED vállalati kötvényeket vegyen, tehát kvázi közvetlenül is finanszírozza a gazdaságot.
- **Következmények? Infláció?**

Low prospective returns on bonds support equities

Global annualised real returns on equities and bonds (%)



Source: Dimson, Marsh & Staunton, 'Triumph of the Optimists' (Princeton, 2002) and 'Global Investment Returns Yearbook' (Credit Suisse, 2020)

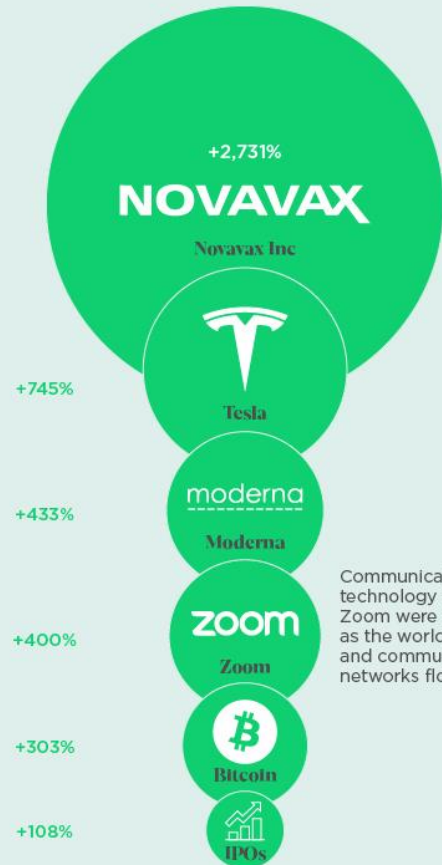
© FT

2020 The Beach Boys Blues

The COVID-19 pandemic resulted in some clear winners and losers in 2020:

Winners 2020

Shares of vaccine manufacturers like Novavax and Moderna hit various multiples as their trials have progressed.



Communications and technology stocks like Zoom were clear winners as the world locked down and communication networks flourished.

Speculation and momentum-driven investing have helped push Tesla, Bitcoin, and IPOs to triple digit returns.

Losers 2020

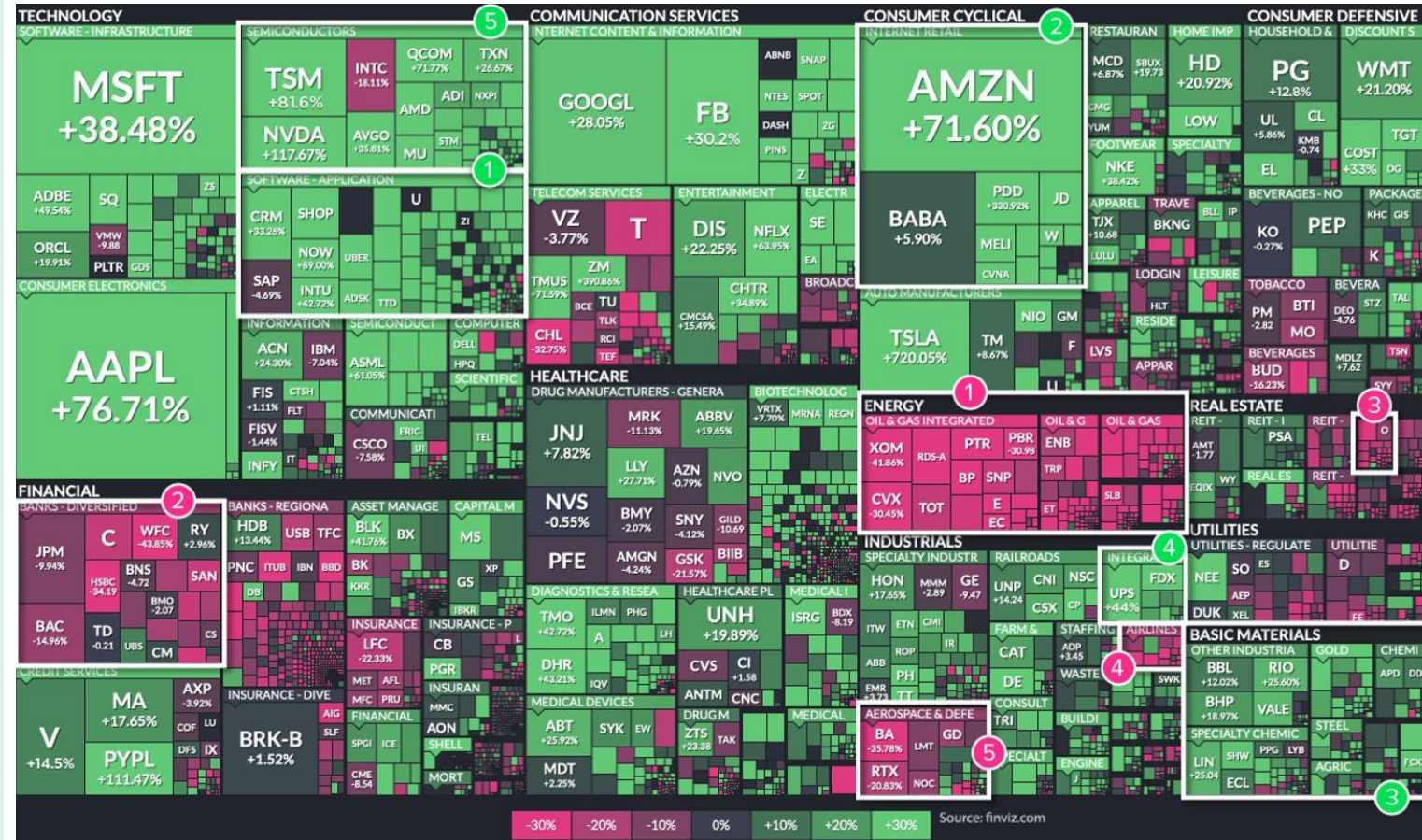
As travel came to a standstill, oil consumption and demand dropped along with travel and airline equities.



“BEACH” stocks have seen more than \$332 billion

The COVID-19 outbreak has turned the economy upside down. Companies in the travel and entertainment sectors – so called BEACH stocks – were some of the hardest hit.

Booking
Entertainment & Live Events
Airlines
Cruises & Casinos
Hotels & Resorts



2021 Saul Goodman

S&P 500 Sectors 2021 Returns



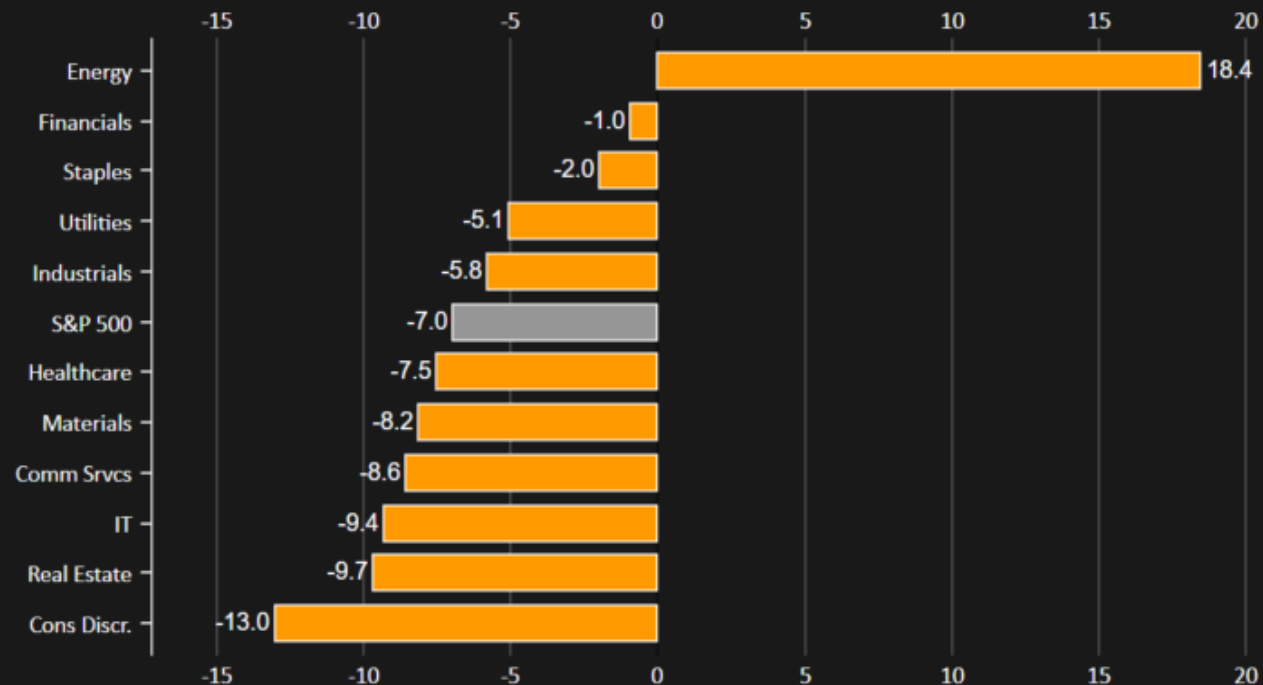
Source: TradingView



2022 Revenge of the Sith Big Oil

S&P 500: sector performance

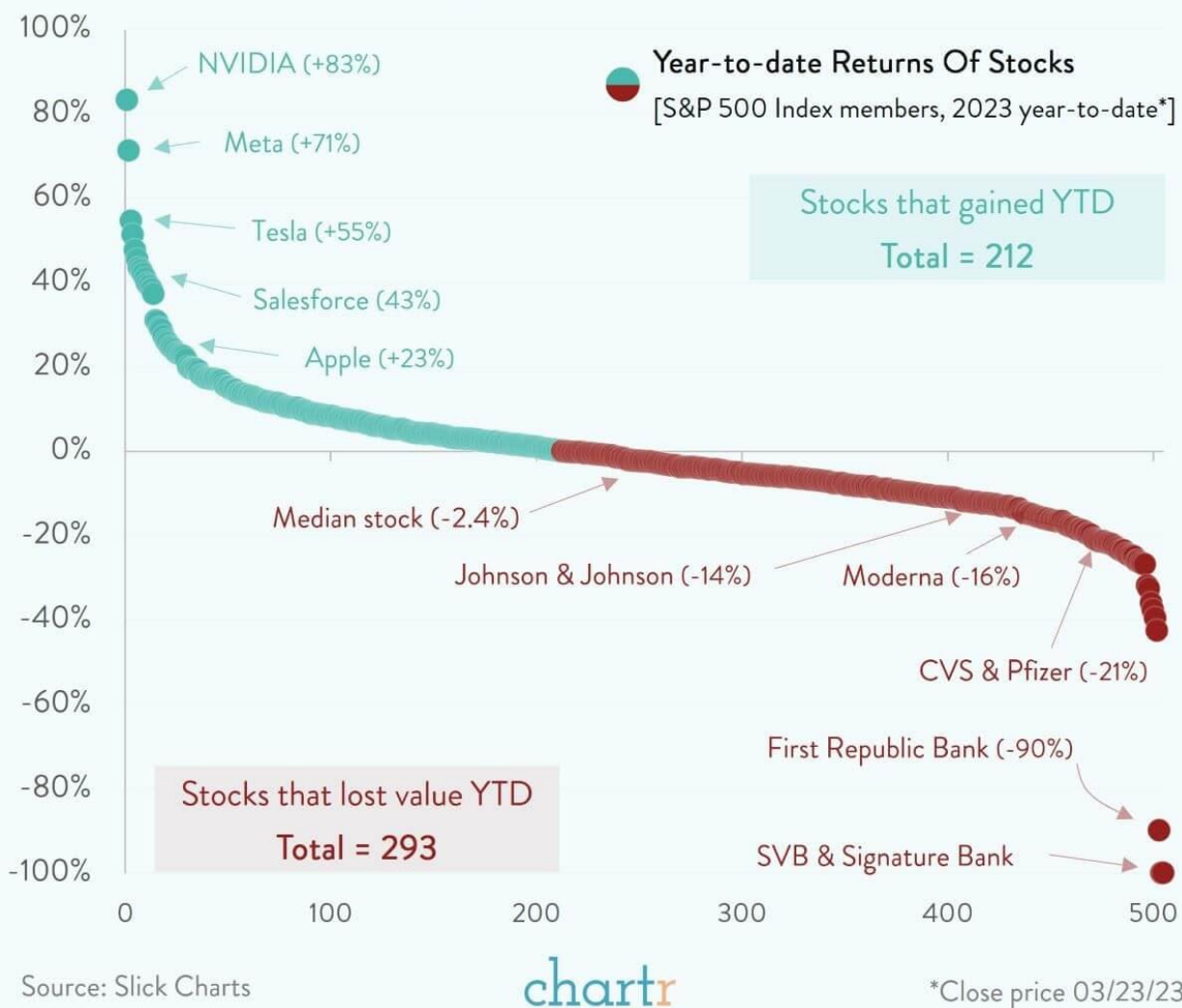
YTD percent change of major S&P 500 sectors



Source: Refinitiv Datastream/

Reuters graphic/ 31/01/2022

Pharma Stocks & Banks Are Fading In 2023, While Big Tech Enjoys A Revival



S&P 500 BEST PERFORMING STOCKS OF THE FIRST QUARTER

NVIDIA *NVDA* **90.07%**

Meta *META* **76.12%**

TESLA *TSLA* **68.42%**

WARNER BROS. DISCOVERY *WBD* **59.28%**

AMD *AMD* **51.32%**

**Nem minden az,
aminek látszik.**

