

Törökország: az ISE30 értékeltsége

Alapvető gazdasági mutatószámokból számítva a fair P/E rátát, és azt összehasonlítva az aktuális piaci P/E rátával azt találtuk, hogy az ISE30 index jelentősen alulértékelt, amely elsősorban az ország várható magas gazdasági növekedésnek köszönhető. Összehasonlítva a számunkra releváns német és magyar index-szel, azt találtuk, hogy az ISE30 sokkal attraktívabb, mint a BUX, de kis különbséggel kevésbé attraktív, mint a DAX index.

Az ISE30 értékelése BEER arányszám alapján

Az ISE30 index értékeltségének vizsgálatára a BEER arányszám egy módosított verzióját használtuk. (BEER=Bond Equity Earnings Yield Ratio) Az arányszám segít meghatározni az adott piac vagy index alul- vagy felülértékelttségét alapvető gazdasági adatok felhasználásával, amely valójában a P/E rátákat vizsgálja. Az értékeltséget megvizsgáltuk a német és a magyar piacra is, sőt az egy évvel és a három évvel előremutató eredményvárakozással is kiszámítottuk ezek értékét.

A BEER értékelés

Ha egy piac vagy egy index BEER arányszáma kisebb 1-nél (vagy 100 százaléknál), akkor az a piac alulértékeltnek tekinthető, míg 1 feletti érték esetén túlértékelt. Ez egyszerűen áll elő. Kiszámítunk egy fair elméleti P/E rátát és a vizsgálandó „mért” P/E értéket elosztjuk vele. Ha a fair érnél kisebb a „mért” P/E ráta, akkor a piac alulértékelt, és egynél kisebb értéket kapunk, míg ellenkező esetben pont fordítva igaz minden. Képlettel:

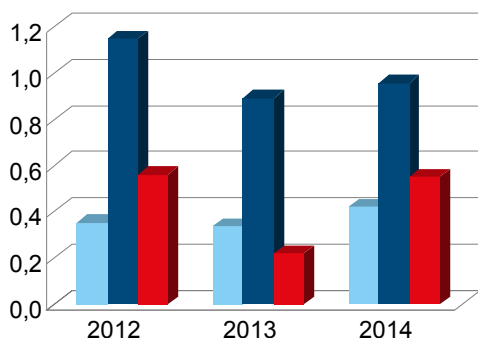
$$\begin{aligned} (P/E)_{\text{aktuális}} / (P/E)_{\text{fair}} &< 1 && \text{alulértékelt az index} \\ (P/E)_{\text{aktuális}} / (P/E)_{\text{fair}} &= 1 && \text{jól értékelt az index} \\ (P/E)_{\text{aktuális}} / (P/E)_{\text{fair}} &> 1 && \text{felülértékelt az index} \end{aligned}$$

A BEER értékelés hagyományos formája azon a feltevésen alapul, hogy a kötvényhozamnak és a részvénytőzsi hozamnak meg kell egyeznie, mert egymás alternatívái. Ezért a kötvény és részvénytőzsi hozam hányadosát használjuk a piac alulértékelttségének mérésére ($r_{\text{kötvény}}/r_{\text{részvény}}$ az $1/r_{\text{részvény}}=P/E_{\text{piaci}}$, míg az $r_{\text{kötvény}}=1/(P/E)_{\text{fair}}$). A képletből látható, hogy a profitbővülési és a részvénytőzsi kockázati prémium nincs figyelembe véve, vagy úgy is mondhatjuk, hogy „normál” időszakban a kockázati prémiumot és a növekedési kilátásokat pont egyenlőnek vesszük. Azaz valójában R módosított hozammal kellene számolnunk ahol $R=r_{\text{kötvény}}+ERP-G$, ha ERP (Equity Risk Premium)=G (növekedés), akkor R éppen egyenlő $r_{\text{kötvény}}$ -nyel. Turbulens időkben, mint például a válságok, az ERP is és a növekedési kilátás is gyorsan változhat. Például egy válság kitörése esetén az ERP hirtelen megugrik, viszont a növekedési kilátások csökkennek. Ennek eredményeként R megnövekszik, azaz a $(P/E)_{\text{fair}}$ ráta akár jelentősen is csökkenhet, aminek következtében – $(P/E)_{\text{piaci}}$ -t változatlanul véve – a részvénytőzsi hirtelen túlértékeltté válik, és elkezd zuhanni. A válságból való kilábalás során a részvény kockázati prémium (ERP) elkezd csökkenni, miközben a növekedési kilátások általában javulnak. Ez azt jelenti, hogy R csökken, azaz a $(P/E)_{\text{fair}}$ ráta elkezd növekedni, amelynek az a következménye, megint változatlan $(P/E)_{\text{piaci}}$ -t véve, hogy a piac alulértékelttsége növekszik, amelyre árfolyam emelkedést látunk.

A számításokat elvégezve minden esetben azt találtuk, hogy a DAX a legattraktívabb index, amely elsősorban az alacsonyabb hozamkörnyezetből adódik, de a növekedési kilátások sem elhanyagolhatók. Második befutó a török piac, a BUX-ot pedig a futottak még kategóriában találjuk.

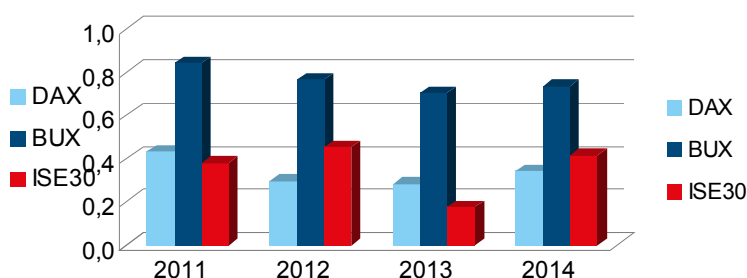
Az idei várható eredményekkel kalkulálva a DAX és az ISE30 indexekben mutat a BEER arányszám jelentősebb emelkedési potenciált. A BUX-ra kismértékű alulértékeltséget kapunk. Előre nézve 2016-ra a kép kissé változik, az összes index jelentősebben alulértékelte válik, de a mai adatok alapján a legnagyobb alulértékeltséget továbbra is a DAX mutatja. 1-2-3-4 évet visszatekintve, ahol az aktuális 1 vagy 3 évre előre mutató P/E rátával számoltunk, az általános képben csak kismértékű változást találtunk.

A BEER arányszám időbeli alakulása (1 évvel előre mutató EPS)



Forrás: Bloomberg Erste Investment

A BEER arányszám időbeli alakulása (3 évvel előre mutató EPS)

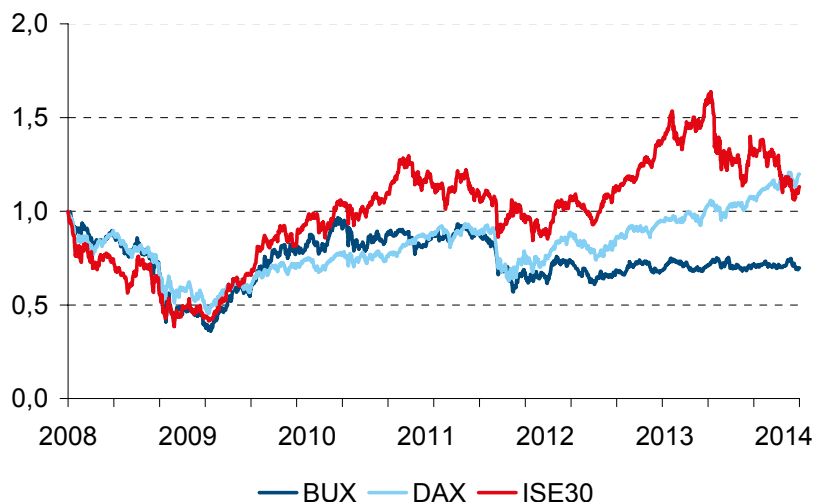


A fair $(P/E)_{\text{fair}}$ ráta számításánál, amely $1/R$ -ként áll elő, a módosított hozammal kalkuláltunk.

$R = \text{módosított hozam} = r + \text{ERP} - G$, ahol

- G a potenciális növekedési ráta = $GDP + CPI$ = potenciális növekedés + hosszútávon várható infláció (GDP = német 1,5%; török 5%; magyar 1%; CPI = német 2%; török 6,5%; magyar 3%)
- r = a kockázatmentes 10 éves hozam, a múltban a mindenkor aktuális értéket, míg a jelenre és a 2016-ra a jelenlegi értékeket vettük (német 1,65%; török 10,55%; magyar 6,08%)
- ERP = a részvényekre számított kockázati prémium, amelyet minden esetben az Erste metodológia szerint (S&P minősítés alapján) számítottunk múltbeli adatok esetén, míg a jelenre és a jövőre az aktuális értéket vettük alapul. Ez Németország esetén 4,5%, míg Törökország és Magyarország esetén 7,55%.

A grafikonon három részvényindex (BUX, DAX, ISE30) árfolyamának egymáshoz viszonyított mozgása látható 2008-tól kezdődően. Az első évben mindhárom index hasonló mértékű esést szenvedett el, majd 2009-ben megjött a fordulat, és a piacok fej-fej mellett emelkedtek. 2011-ig a DAX alulteljesítő volt, miközben a török index kiemelkedő teljesítményt mutatott. A következő években átrendeződtek az erőviszonyok, a BUX index tartósan lemaradónak bizonyult, míg a német és a török piac meredek emelkedésbe kezdett 2012-ben. Az indexek új csúcsra kapaszkodtak (kivéve persze a BUX-ot) és ezúttal is a török piac tudott a legnagyobbat emelkedni. A DAX továbbra is stabil, miközben az ISE30 indexben jelenleg korrekció zajlik.

Az indexek árfolyamának relatív változása (2008-as bázissal)


Forrás: Bloomberg, Erste Investment


Török részvénytőkeindex a BÉT-en, tőkeáttétellel!

Erste ISE 30 Turbo Warrantok

➤ **Részletek**
Az Erste Brókerek munkanapokon 8:30 és 22:00 óra között várják tőzsdei megbízásait telefonon:

Angyal Krisztián	1-235-5852	Baráth Tibor	1-235-5854	Bereczk Zoltán	1-235-5860
Bézsényi Zoltán	1-235-5855	Csató Dávid	1-235-5123	Farkas László	1-235-5895
Hanzli Judit	1-235-5886	Kababik József	1-235-5124	Kéri Lajos	1-235-5874
Kincse Áron	1-235-5858	Kis Dániel	1-235-5873	Kovács Zsolt	1-235-5175
Lojts László	1-235-5849	Varjú Péter	1-235-5111		

Honlap: www.erstebroker.hu, www.erstemarket.hu **e-mail:** erstebroker@erstebroker.hu

A kiadványban foglalt információk az Erste Befektetési Zrt. - 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: E-III/324/2008 és III/75.005-19/2002 (Társaság) által hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azokért a Társaság szavatosságot vagy felelősséget nem vállal. A kiadványban foglaltak nem minősíthetők befektetésre való ösztönzésnek, befektetési tanácsadásnak, értékpapír jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó felhívásnak vagy ajánlatnak. A tőkepiaci és makrogazdasági helyzetet, a befektetések és azok hozamai alakulását olyan tényezők alakítják, melyre a Társaságnak nincs befolyása, a befektető által hozott döntés következményei a Társaságra nem háríthatók át. A kiadványban foglaltak – teljes vagy részleges – felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a Társaság előzetes írásos engedélyével lehetséges. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.erstebroker.hu, ügyletek előtti tájékoztatásról szóló Hirdetményben.

A kiadvány nem a befektetési elemzések függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, nem vonatkozik rá a befektetési elemzések terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.