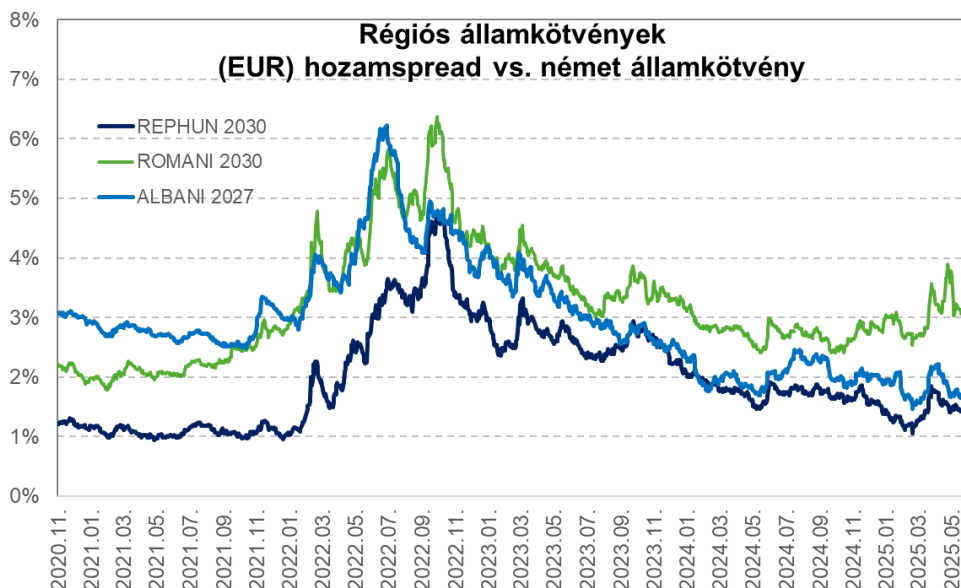
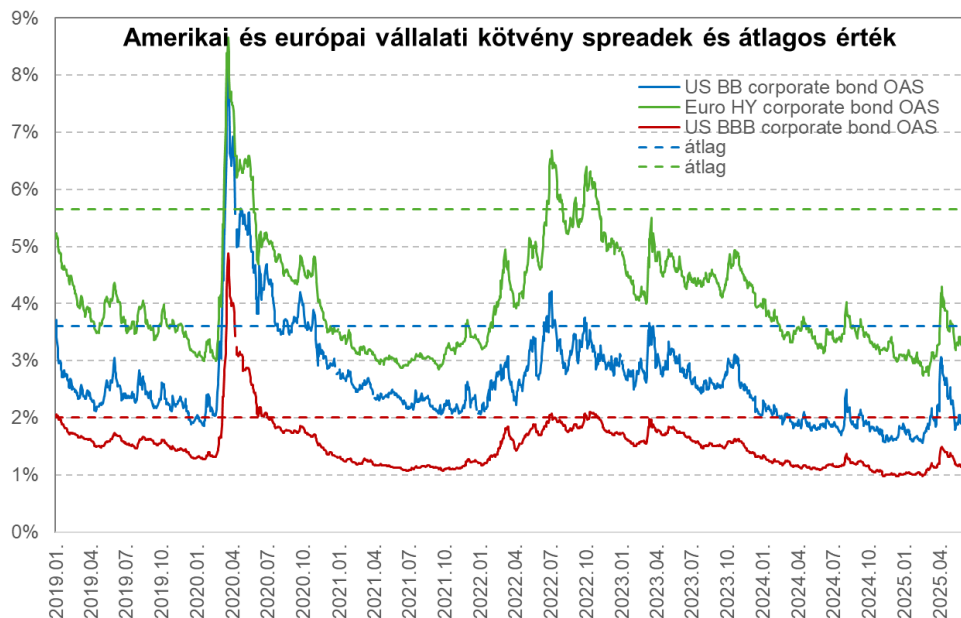


Kedvelt Kötvényeink

2025. június 12.



A kötvényportfólió deviza szerinti diverzifikációjának megvalósításához a **régiós** euróban és dollárban denominált **államkötvények**, közülük is elsősorban a **magyar és román** kínálnak vonzó hozamokat vállalható – bár erősödő – kockázatok mellett.

A májusi román elnökválasztáshoz közeledve **nagyot emelkedtek a hozamok és gyengült a lej**, de a **centrista jelölt győzelme után javult a hangulat**, és visszább estek a kötvényhozamok is a lej erősödése mellett. Ugyanakkor a **román költségvetés helyzete továbbra is problémás**, ráadásul a lassuló gazdasággal is küzdenek, vagyis az új kormányának nem lesz könnyű dolga a közeljövőben. Ha pedig nem lesz kiigazítás, akkor leminősítés is érkezhethet a hitelminősítőktől.

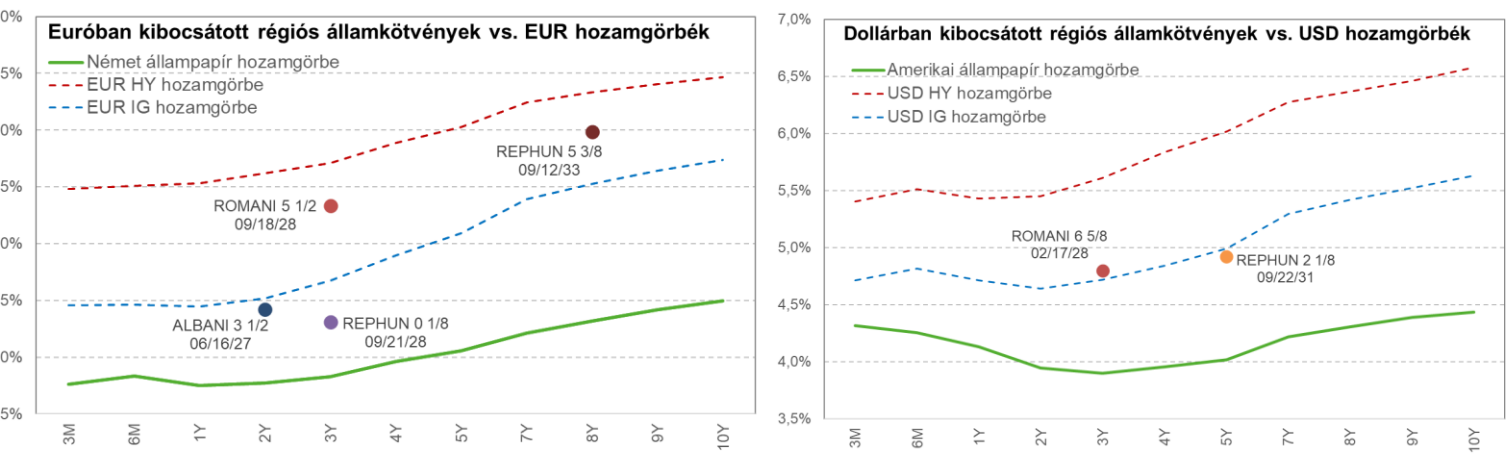
Ez tükröződik a magasabb román hozamfelárakban. A fokozottabb kockázatokat mi elsősorban a rövidebb lejáratok választásával kezelnénk. A **magyar és román dolláros államkötvények a befektetési kategóriájú vállalatok átlagos hozamszintje körül forognak**, az eurós papírok pedig nagyjából hozzák a befektetésre nem ajánlott vállalati kötvények hozamszintjét.

Március eleje óta alig 10 bázisponttal emelkedett a német államkötvényhez képest mért magyar hozamspread (2030-as lejárat). A román esetében a választások előtti bizonytalanságban láthattunk egy felszúrást, de ezt követően visszaesett a hozamkülönbség lényegében arra a szintre, ahol március elején volt. A **hozamtöbblet** pedig valamelyest **továbbra is a hosszú távú átlagos szintek alatt van** (kb. 30 bp-tal), ami fokozatosan rontja a papírok relatív vonzerejét, de egyelőre érdemben jobb választást nem találni hasonló kockázati kategóriákban.

A **régiós vállalatok** (tágabban beleértve török kitétségeket is) eurós vagy dolláros **kötvényei is kínálnak még némi hozamprémiumot** a hasonló besorolású **európai vagy amerikai társaikhoz képest**, miközben a kockázati profiljuk hasonló/jobb. A historikusan nézve alacsony amerikai vállalati kötvényspreadek az elmúlt 3 hónapban kismértékben tovább szűkültek, de jelentős volatilitás mellett (~10-12 bp), míg a befektetésre ajánlott (BBB) spreadek (1,1%) továbbra is közel vannak a mélyponthoz (0,97%), ahogy a BB besorolásúak is (1,9% vs. minimumszintek: 1,56%). Az európai magas hozamú kötvényszegmensben március vége és április közepe között láthattunk egy emelkedést a tőkepiaci turbulencia következtében, majd ahogy a kockázatkörülés alábbhagyott, úgy kezdett szűkülni a spread (jelenleg: 3,3%). Még jóval a hosszútávú historikus átlag alatt vagyunk (5,65%), de továbbra is az 1,78%-os minimumszintek felett. Fenntartjuk korábbi véleményünket, miszerint az eszközosztály egészét nem tartjuk vonzóknak, ezért érdemes szelektíven válogatni.

Régiós államkötvények (EUR, USD)

A magyar és román devizában denominált kötvények esetében, ha azokat lejáratig tartjuk, a kapcsolódó kockázatok még mindig vállalhatónak tekinthetők. Makrogazdasági szempontból mindkét ország esetében a magas költségvetési hiány jelent extra kockázatot, amit Romániában tovább súlyosbíthat, ha az új kormány nem tud rövid időn belül megfelelő fiskális csomagot elfogadni. Emiatt a román kötvények esetében célszerű lehet inkább a rövidebb futamidejű papírokat előnyben részesíteni. Ráadásul ezek kisebb névértékűek, így a pozícióméretezéssel is jobban tudjuk kezelni a kockázatot. Aki viszont hosszabb lejáratú befektetéseket is fontolgat, annak jó alternatívát kínálhatnak a magyar kötvények. **A régióban akadnak olyan országok is, amelyek makrogazdasági kilátásai kedvezőbbek** – például Albánia –, ugyanakkor még ott is a 2027-ben lejáró eurós kötvény hozama jóval 3% alatt marad. Azok számára, **akik érzékelhető hozamot szeretnének elérni, elkerülhetetlen, hogy ezzel együtt magasabb kockázatot is vállaljanak.**



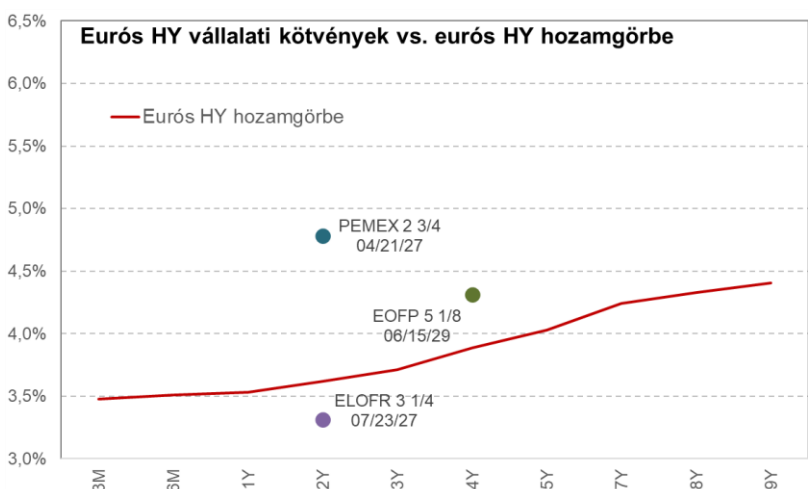
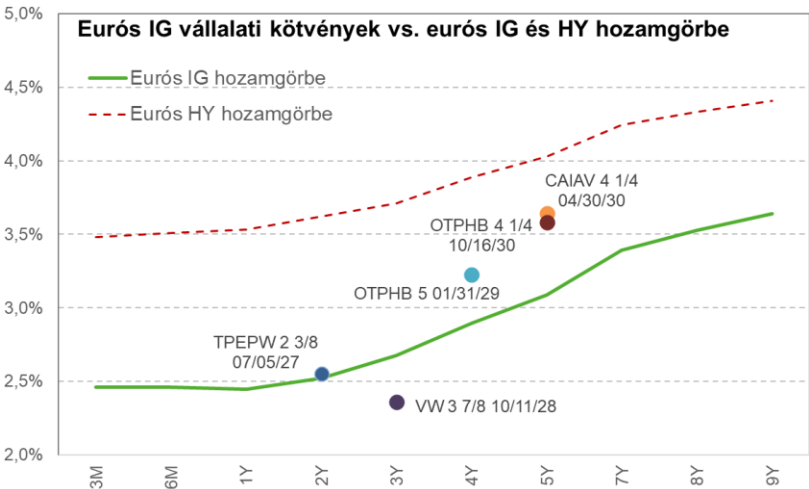
A magyar gazdaság 2025Q1-ben stagnált éves alapon, a gyenge évkezdés pedig ránehezedhet az egész éves teljesítményre. Magyarország hasonló problémákkal küzd, mint a többi iparra koncentrált európai gazdaság, ugyanis a fogyasztói kereslet eltolódott a szolgáltatások irányába, miközben az autóipar - a növekedés korábbi motorja - a magas energiaárakkal, a technológiaváltással és a Kínából érkező erősödő versennyel küzd. De vannak országspecifikus tényezők is. A beruházások szintje még mindig meredeken csökken, és az uniós források felfüggesztését követően az állami beruházások is visszafogásra kerültek. A költségvetési deficit elérése idén kérdéses, ráadásul a jövő évi választás negatív kockázatot jelent 2026-ra.

A román költségvetési deficit a Bloomberg konszenzus szerint az idei 7,6%-os GDP arányos szintről jövőre mérséklődhet, de a 6,8%-ra várt érték még így is kifejezetten magas. Az új kormánynak el kell indítani egy fiskális konszolidációs folyamatot, amit a hitelminősítők és az Európai Bizottság is szükségesnek tart (ez piaci szempontból is fontos, mert mindössze egy kategóriával van a spekulatív besorolás felett az ország). Egy hiteles és gyors tervre van szükség a költségvetési hiány lefaragására. Habár ezek a kockázatok már beépülhettek a kötvényárakba, nem hiába láthatunk magasabb hozamokat.

A listán szerepel egy albán eurós kötvény is, mint egy szintén rövidebb lejáratú, és a fenti országokhoz képest makrogazdasági fundamentumokat tekintve jelenleg vonzóbbnak mondható alternatíva. Az albán egy kicsi és relatíve zárt gazdaság, melynek 3,5% körüli GDP növekedésében a turizmus egy fontos hajtóerőnek számít, miközben nincs érdemi kitettsége az orosz-ukrán háború hatásai felé. A költségvetési deficitet kordában tartják, idén 2,2%-os lehet a hiány GDP arányosan, hasonló, 2,5% körüli a folyó fizetési mérleg hiány, miközben a GDP arányos adósságráta a 2020-as 74%-ról egészen 55%-ig esett 2024-re. Nem látszanak egyensúlytalanságok, a legnagyobb kockázatot egy ingatlanpiaci túlfűtöttség jelentheti.

Ország	Kötvény	ISIN	Kamat (%)	Lejárat	Hozam	Besorolás (S&P)	Min. mennyiség
Régiós állampapírok (EUR)							
Magyarország	REPHUN 5 3/8 09/12/33	XS2680932907	5,375	2033.09.12.	3,98%	BBB-	1 000
Magyarország	REPHUN 0 1/8 09/21/28	XS2386578814	0,125	2028.09.21.	2,31%	BBB-	100 000
Románia	ROMANI 5 1/2 09/18/28	XS2689949399	5,500	2028.09.18.	3,33%	BBB-	1 000
Albánia	ALBANI 3 1/2 06/16/27	XS2010031990	3,500	2027.06.16.	2,42%	BB	100 000
Régiós állampapírok (USD)							
Magyarország	REPHUN 2 1/8 09/22/31	XS2388586401	2,125	2031.09.22.	4,92%	BBB-	200 000
Románia	ROMANI 6 5/8 02/17/28	XS2571922884	6,625	2028.02.17.	4,80%	BBB-	2 000

Forrás: Bloomberg, OTP Multi-Asset Elemzés



Az euróban kibocsátott vállalati kötvények között a régióban találhatunk olyan befektetésre ajánlott hitelbesorolású kötvényeket, amik magasabb szinten forognak, mint a hasonló kategóriájú európai társaik. Ilyen például az osztrák ingatlanos cég, a **CA Immo** 2030-as lejáratú kötvénye, mely a befektetésre ajánlott besorolása ellenére is a magas hozamú kötvények szintjéhez közeli hozamon forog.

A banki kötvények közül az **OTP** 2029-es lejáratú papírja, és a tavaly októberben kibocsátott 2030-as lejárat szerepel a listán. Az MREL kötvények kibocsátására szabályozói követelmények miatt került sor, melyek válsághelyzetben részlegesen vagy teljesen leírhatóak, illetve tőkévé konvertálhatóak, ami részben a hozamprémiumot is magyarázza.

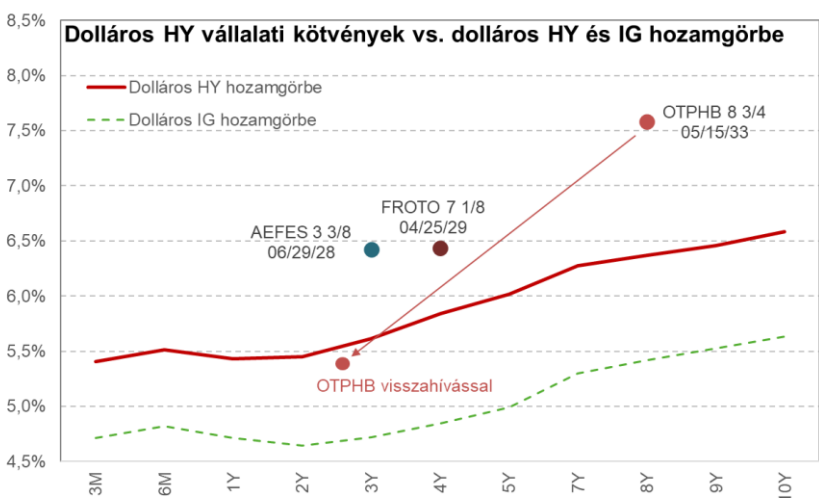
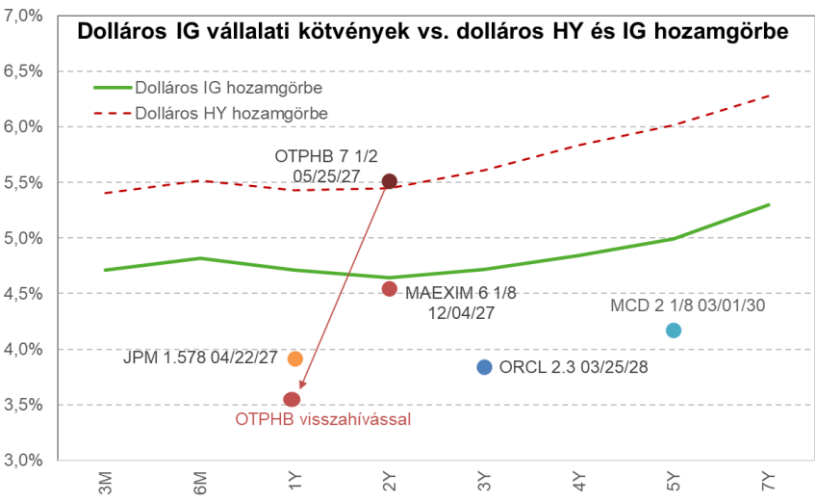
Európából a **Volkswagen** lízing üzletága által kibocsátott kötvény van még a listán a többiekénél alacsonyabb hozam ellenére is, mivel az eurós papírok között ritka az 1000 eurós névértékű. Ennek köszönhetően így kisebb méretű portfóliókban is elhelyezhető egy kellőképp stabil kibocsátó kötvénye.

A kockázatosabb lehetőségek között a listán szerepel a francia **Forvia**. A cég esetében számos stratégiai részvényes jelenléte csökkenti a nemfizetési kockázatot, itt ezért is tűnik vállalhatónak a közepesen hosszú (4 éves) lejárat. Hozzá képest spekulatívabb választást jelent a mexikói olajvállalat, a **Pemex** és a szintén francia, az Auchan kiskereskedelmi egységeket működtető **ELSO SACA**.

Ez az oka, hogy esetükben rövidebb (~2 éves) lejáratokat szerepeltettünk a listán. A Pemex esetében a mexikói állami tulajdonos segíthet a kockázatokat árnyalni a kedvezőtlen eladósodottsági számok közepette, az ELO SACA esetében pedig a jelentős, rossz esetben akár likvid forrássá is tehető ingatlanvagyon.

Vállalat	Kötvény	ISIN	Kamat (%)	Lejárat	Visszahívás	Hozam (visszahívás)	Hozam (lejárat)	Besorolás (Fitch/Moody's/S&P)	Min menny.
Volkswagen Leasing	VW 3 7/8 10/11/28	XS2745725155	3,875	2028.10.11.	-	-	2,36%	BBB+	1 000
OTP BANK	OTPHB 5 01/31/29	XS2754491640	5,000	2029.01.31.	2028.01.31.	2,74%	3,22%	Baa3	100 000
OTP BANK	OTPHB 4 1/4 10/16/30	XS2917468618	4,250	2030.10.16.	2029.10.16.	3,38%	3,58%	Baa3	100 000
Tauron	TPEPW 2 3/8 07/05/27	XS1577960203	2,375	2027.07.05.	-	-	2,55%	BBB-	100 000
CA IMMOBILIEN	CAIAV 4 1/4 04/30/30	XS2927556519	4,250	2030.04.30.	2030.01.30.	3,61%	3,64%	Baa3	100 000
Forvia	EOFP 5 1/8 06/15/29	XS2774391580	5,125	2029.06.15.	2026.06.15.	4,48%	4,31%	BB-	100 000
ELO SACA	ELOFR 3 1/4 07/23/27	FR0013524865	3,250	2027.07.23.	2027.04.23.	3,33%	3,31%	BB-	100 000
PETROLEOS MEXICANOS	PEMEX 2 3/4 04/21/27	XS1172951508	2,750	2027.04.21.	-	-	4,78%	BBB	100 000

Dollárban kibocsátott vállalati kötvények



A dolláros vállalati kötvények esetén az Egyesült Államok és Magyarország közötti, kettős adóztatás elkerüléséről szóló egyezmény felmondása miatt a kamatokon magasabb adófizetési kötelezettség keletkezik, ezért olyan kötvények szerepelnek a listán, amik nem amerikai kibocsátásúak, vagy relatíve alacsony kupon mellett magas hozamot kínálnak.

A régió vállalatai jellemzően euróban bocsátanak ki kötvényeket, így a dollárban elérhető kínálat jóval szűkebb. Ez magyarázza, hogy a listán két OTP-hez köthető, az elmúlt években kibocsátott MREL-kötvény is szerepel, melyek közül a 2027-es senior preferred, vagyis magasabban sorolt a hosszabb lejáratú 2033-as alárendelt papírhoz képest. Mindkét esetben lehetőség van a kötvények idő előtti visszahívására, ami jelentősen korlátozhatja a befektetők által realizálható hozamot. A listán szerepel továbbá az **EXIM Bank** kötvénye is, amely a befektetésre ajánlott vállalatok átlagos hozamszintjén forog, de lényegében szuverén kockázatok mellett.

A tágabb értelemben vett régióból két török cég – a **Ford Otomotiv** és az **Anadolu Efes** – dolláros kötvénye is felkerült a listára. Ezek a papírok ugyan magasabb kockázati szinttel rendelkeznek, azonban ezt ellensúlyozza a kiemelkedő hozamprémium, amely meghaladja az átlagos, magas kockázatú vállalati kötvények hozamát. A nemteljesítési kockázatot csökkenti, hogy mindkét vállalat mögött ismert, nemzetközi háttérrel rendelkező tulajdonos áll. Emellett jelentős exportbevételeik révén mérséklődik a devizaárfolyam-ingadozásból fakadó kockázat, miközben a vállalatok nyereségtermelő képessége stabil, eladósodottságuk pedig kezelhető szinten van.

Az amerikai kibocsátók közül olyan világszerte ismert cégek kötvényei kerültek be a válogatásba, mint a **JP Morgan**, az **Oracle** vagy a **McDonald's**. Ezek a papírok alacsonyabb kuponnal rendelkeznek, ugyanakkor a hozamuk még mindig vonzó, miközben a kockázati szintjük is vállalható.

Vállalat	Kötvény	ISIN	Kamat (%)	Lejárat	Visszahívás	Hozam (visszahívás)	Hozam (lejárat)	Besorolás (Fitch/Moody's/S&P)	Min menny.
JP MORGAN	JPM 1.578 04/22/27	US46647PCB04	1,58	2027.04.22.	2026.04.22.	3,37%	3,91%	A1	2 000
Oracle	ORCL 2.3 03/25/28	US68389XCD57	2,30	2028.03.25.	2028.01.25.	3,93%	3,84%	Baa2	2 000
MCDONALD'S CORP	MCD 2 1/8 03/01/30	US58013MFM10	2,13	2030.03.01.	2029.12.01.	4,28%	4,17%	Baa1	1 000
OTP BANK	OTPHB 7 1/2 05/25/27	XS2626773381	7,50	2027.05.25.	2026.05.25.	3,56%	5,51%	Baa3	200 000
EXIM BANK	MAEXIM 6 1/8 12/04/27	XS2618838564	6,13	2027.12.04.	2027.11.04.	4,50%	4,55%	BBB-	200 000
Ford Otomotiv	FROTO 7 1/8 04/25/29	XS2782775345	7,13	2029.04.25.	2029.01.25.	6,40%	6,44%	BB	200 000
Anadolu Efes	AEFES 3 3/8 06/29/28	XS2355105292	3,38	2028.06.29.	2028.03.29.	6,69%	6,42%	BB+	200 000
OTP BANK	OTPHB 8 3/4 05/15/33	XS2586007036	8,75	2033.05.15.	2028.02.15.	5,18%	7,58%	Ba2	200 000

Befektetésre ajánlott hitelbesorolással bíró kötvények kibocsátói:

A **JP Morgan** több mint 4 ezer milliárd dolláros eszközállományával továbbra is az Egyesült Államok legnagyobb bankja, és globálisan is az egyik legmeghatározóbb pénzügyi intézmény. A vállalat vezető szerepet tölt be a befektetési banki, pénzügyi szolgáltatási, kereskedelmi banki és vagyonkezelési szegmensekben. A bank bevételeinek túlnyomó része továbbra is Észak-Amerikából származik, ugyanakkor világszerte jelen van leányvállalatainak keresztül, így jelentős nemzetközi kitettséggel rendelkezik. A bank CET1 tőke megfelelési mutatója 15,4%, ami komfortosnak tekinthető. A negyedév során a bank különösen erős teljesítményt nyújtott a befektetési banki és vagyonkezelési üzletágakban, a bevétel 8%-kal 46 milliárd dollárra emelkedett, míg az EPS 10 százalékkal nőtt. A JP Morgantól egy 2027 áprilisi lejáratú kötvény került a listára, amelynek hozama közel 4%, ami kimondottan vonzó szint egy olyan banktól, amely még a 2008-09-es időszakban is a legstabilabbnak számított. A kötvény egy évvel a lejárat előtt visszahívható.

A **Volkswagen** a világ egyik legnagyobb autógyártója, járműveit számos függetlenül működő márka alatt értékesíti, emellett pénzügyi szolgáltatásokat (lízing, jármű finanszírozás) is kínál ügyfeleinek. A piaci kapitalizációja 47 milliárd euró jelenleg, alkalmazottainak a száma meghaladja a 650 ezret, és a világ számos országában rendelkezik gyárakkal. Az idei első negyedévben 2,1 millió járművet értékesített, ami 0,9%-os növekedést jelent éves alapon. A bevételek pedig 2,8%-kal, 77,6 milliárd euróra emelkedtek. A vállalat eladósodottsága alacsony, és bár jelenleg számos iparági kihívással küzd, és gyárbezárásokról szólnak a hírek, a működés stabilnak tekinthető. A nagytulajdonosok között ráadásul megtalálható a németországi Alsó-Szászország tartomány, 11,8%-os részesedéssel.

Az **Oracle** a világ egyik vezető vállalati szoftver- és felhőszolgáltatója. A cég portfóliója kiterjed az adatbázis-technológiákra, vállalatirányítási rendszerekre (ERP, HCM, CRM), valamint egyre növekvő mértékben az infrastruktúra-szolgáltatásokra (IaaS). Az Oracle több mint 143 000 alkalmazottat foglalkoztat, és 162 adatközponttal rendelkezik vagy épít világszerte. Az Oracle sikeresen átalakította üzleti modelljét felhőalapú szolgáltatóvá, amelyek már a bevételek több mint 40%-át adják, és dinamikusan növekednek. A vállalat több milliárd dolláros szerződéseket kötött AI modellekhez szükséges GPU-kapacitásra, és egyre fontosabb szereplő az AI-infrastruktúra piacán. A vállalatnak viszonylag magas nettó adósság / EBITDA mutatója van (~4-es), de a cég magas működési marzsszal és stabil cash flow-val rendelkezik, ráadásul a piaci kapitalizációja jelenleg 500 milliárd dollár körüli, ami mérsékli a kockázatot.

Az **OTP Csoport** 11 országban, 17 millió ügyfelet szolgál ki, több mint 1300 bankfiókkal rendelkezik. Az OTP az európai bankok között is kifejezetten erős likviditási és tőkehelyezettel bír (18%-os a CET1 ráta, 238%-os LCR, 2025Q1), miközben stabil a nyereségessége. A bank növekedését az elmúlt években akvizíciók is segítették, melyeknek köszönhetően az OTP a magyaron túl mostanra több más régiós országban is domináns piaci pozíciókkal rendelkezik, így a profit több mint kétharmadát Magyarországon kívül termeli. Az OTP 2024-ben 9%-os növekedést követően 1076 milliárd forint nettó profitot ért el 23,5%-os ROE mutató mellett 4%-kal emelkedő teljesítő hitelállomány mellett. A nettó

hitel/betét arány 73%-os, a Stage 3 hitelek (3,5%) fedezettsége meghaladta az 60,5%-ot (2025Q1). A listára a bank több kötvénye is felkerült, melyek többsége senior preferred besorolású és MREL követelményeknek megfelelő papír.

Az **EXIM** Magyarország az ország hivatalos exporthitel-ügynöksége. Az egyetlen, kifejezetten a nemzetközi kereskedelemre, külpiazi terjeszkedésre és befektetésekre, illetve külföldi beruházásokra szakosodott hazai banki, biztosítói szereplő, amely az exportfinanszírozás mellett közel egy évtizede működtet nemzetközi versenyképességet javító belföldi hitelprogramokat is. A bank mérlegfőösszege 3 967 milliárd forint volt 2024-ben, míg adózás utáni eredménye 14,4 milliárd forintot tett ki. A bank kötelezettségeiért 4300 milliárd forintig a központi költségvetés terhére a Magyar Állam készfizető kezesként felel. A bank által közvetlenül az exportőröknek nyújtott hitelek jelentős részét az állami tulajdonú MEHIB biztosítja hozzájárulva a bank kedvező hitelfortfólió minőségéhez és hosszú távú pénzügyi stabilitásához. Az EXIM hitelminősítése megegyezik a Magyar Államéval.

A **CA Immobilien** egy bécsi központú ingatlankezeléssel, adás-vétellel, és fejlesztéssel foglalkozó vállalat. Legnagyobb részt német nagyvárosokban vannak ingatlanjaik, de kelet-közép-európai fővárosokban, valamint Bécsben is jelen vannak. Fő fókuszukban az irodaépületek vannak, amelyet a szálloda- és lakóépületek egészítenek ki. Az alapvetően kedvezőtlen makrogazdasági helyzet ellenére (gyenge növekedés, magas kamatszintek), a vállalatnak egyelőre sikerült a magas, közel 90%-os szinten tartani az ingatlanai kihasználtságát. Az eladósodottsága szektorszinten alacsony (34,7%-os LTV). A társaság tovább folytatta a nem stratégiai fontosságú eszközök eladását, köztük például budapesti ingatlant is értékesített májusban, sőt a legfrissebb hírek szerint teljesen kivonulna Magyarországról, hogy a kulcspiaccain erősítse jelenlétét. A vállalatnak kellően erős a likviditási pozíciója, hogy az egyébként kis számú fejlesztési projektet befejezze és eleget tegyen a közben felmerülő kötelezettségeknek is. A kockázatot mérsékli, hogy a vállalat a szektortársakhoz képest jóval erősebb mérleggel rendelkezik.

A **Tauron** az egyik legnagyobb lengyel közműcég, amely elsősorban áram- és hőtermeléssel, illetve ezek elosztásával és értékesítésével foglalkozik. A társaság a harmadik legnagyobb áramtermelő Lengyelországban (kb. 7%-os részesedés), illetve az ország legnagyobb villamosenergia-elosztója is egyben (kb. 37%-os részesedés). Emellett mintegy 5,8 millió lakossági és vállalati ügyfelet szolgál ki. Kedvező, hogy az EBITDA közel 60%-át az elosztási üzletág adja, ami stabil és kiszámítható bevételi forrásnak számít. A vállalat eladósodottsága mérsékelt, a nettó adósság / EBITDA mutató 3 alatti, ami a stabilabb bevételű közműszektorban nem mondható kiugrónak. Az idei első negyedévben az eredménytermelés javult, és a készpénztermelési képesség is erős maradt. A kötvényes kockázatokat csökkenti, hogy a Tauronban 30%-os közvetlen tulajdonrésze van a lengyel államnak és nemzetgazdaságilag is fontos szereplőről van szó.

Spekulatív, már nem befektetésre ajánlott hitelbesorolással bíró vállalatok (high yield) kötvényei:

A francia **Forvia** egy európai székhelyű globális autóipari beszállító, amelyet a Faurecia és Hella vállalatok egyesülésével alapítottak 2022-ben. A cég a világ egyik legnagyobb autóipari vállalata, amely számos területen, például a világítási technikák, kipufogórendszerek, ülések és autóbelsők fejlesztésében és gyártásában játszik vezető szerepet. Az első negyedévben 6,7 milliárd eurós bevételt ért el, ami kismértékben meghaladja az egy évvel korábbi szintet. Az adósságszintek kezelhetőnek tűnnek, a menedzsment a 2025-ös pénzügyi évre 26,3-27,5 milliárd eurós bevételt, és 1,8 alatti nettó adósság/EBITDA mutatót jelez előre. A Forvia hitelminősítése a Fitch-nél negatív kilátások mellett BB+, míg az S&P-nél szintén negatív kilátások mellett BB besorolást kapott.

Az **Anadolu Efes** elsődlegesen sörfőzéssel foglalkozik, 6 országban 21 sörfőzővel rendelkezik, így a világ 10. legnagyobb sörfőzője. Emellett 50,3%-os részesedése van a Coca-Cola Icecek nevű vállalatban, amely üdítőitalok palackozásával foglalkozik, 33 palackozója van 12 országban. A sörfőző és palackozó üzemek többsége Ázsiában található. A konszolidált árbevétel 39%-át Törökország adja, 22%-át Oroszország, 11%-át Kazahsztán és 6%-át Pakisztán. 2025Q1-től a cég megszüntette az orosz leányvállalat konszolidálását a pénzügyi kimutatásaiban. Az orosz működés ugyan nem szűnt meg, de jogilag és pénzügyileg levált az anyavállalatról. Ezzel nőtt a transzparencia és csökkent a kockázat. A bevétel és az eredmény is csökkent éves alapon, főként az orosz divízió kikerülése miatt. De a marzsok is szűkültek a nagy verseny hatására. Az adósságállomány nem mondható magasnak, a nettó adósság / EBITDA mutató 2-es. Az adósság lejáratí szerkezete elfogadható (3,1 év átlagos lejárat), a meglévő készpénzállomány fedezi a következő 4 évben lejárató adósságokat. A hosszú lejáratú hitelek nagy része dollárban denominált, de a készpénzállomány egy jelentős része is. Az Anadolu 43%-át a török Anadolu Group birtokolja, míg 24%-át az Anheuser-Busch nemzetközi sörfőző vállalat (mellyel partnerségben is van a vállalat), ez némi komfortot is adhat a kötvények vásárlását illetően.

A **Ford Otosan** többek között teherautókat, személyautókat és furgonokat gyárt és forgalmaz, a társaság a személygépjárműveit és kisteherautóit elsősorban belföldön értékesíti, kereskedelmi kisteherautó-gyártásának nagy részét pedig exportálja. A vállalat a Ford legnagyobb termelési központja Európában, a céget egyenlő arányban tulajdonolja a Ford német leányvállalata és a török Koc Holding, és több mint huszonháromezer főt foglalkoztat. A vállalat árbevétele 2025Q1-ben 5%-kal 93 milliárd török lírára emelkedett, viszont a nettó nyereség 6,5 milliárdra csökkent (-48%). A jelentős eredménycsökkenés mögött főként a magas bázishatás, a gyengébb belföldi kereslet, valamint a költségoldali nyomás áll. A nehéz török gazdasági helyzet kihívás elé állítja a céget, de a vállalat stabil exportpiacokkal és erős stratégiai partnerségekkel (pl. Ford) rendelkezik. A vállalat minden exportmegállapodása euróban denominált (beleértve az euróövezeten kívüli országokat is), vagyis a devizás kötelezettségeknek egyfajta természetes fedezettsége is van. A cég számára az exportkövetelések kezelése egyszerű, mivel a Ford Europe az egyetlen szerződő fél.

Az **ELO SACA** egy francia székhelyű holdingcég, amely 13 országban, közel 160 ezer alkalmazottal van jelen. A cég tulajdonában van a 2900 üzlettel rendelkező Auchan kiskereskedelmi lánc és a New Immo Holding ingatlanholding, valamint 49,9%-os tulajdonrészrel rendelkezik az Oney pénzügyi szolgáltatásokat nyújtó vállalatban. Az ELO SACA részvényei nincsenek bevezetve a tőzsdére, azoknak a 98%-át az alapító Mulliez család, 2%-át a cég alkalmazottai birtokolják. A vállalat 2024-ben 32 milliárd eurós bevételt ért el, melynek 98%-át az Auchan, 2%-át a New Immo adta. Az EBITDA meghaladta az 1,2 milliárd dollárt, de a vállalat nem tudott nyereségesen működni, a tisztított eredmény -93 millió euró lett. Ez a francia piacon dúló erős versenynek is köszönhető (de a többi kiskereskedelmi helyszín is gyengén teljesített), de az orosz-ukrán egységek kiesése is hozzájárult a piaci részesedés és a profitabilitás folyamatos romlásához. Ezt ellensúlyozandó elindultak már restrukturálási folyamatok, de azok eredményességét illetően merülnek fel kérdőjelek (az S&P hitelminősítő szerint) a kihívásokkal teli üzleti környezet közepette. Az adósság tavalý is emelkedett, az S&P Global 4 feletti igazított nettó hitel/EBITDA mutatóra számít idén is, ami 2026-ra mehet 4 alatti szintre. Ez kifejezetten magas érték, nem véletlenül forog a vállalat kötvénye látható hozamprémiummal. Emiatt rövidebb lejáratot érdemes választani, és tisztában kell lenni, hogy az átlagosnál kockázatosabb választásról beszélünk. A tulajdonosok azonban az elmúlt években is emeltek tőkét (400m EUR értékben), vagyis ez a fajta támogatás megmaradhat tőkeoldalon, ráadásul jelentős ingatlanállománya is van a vállalatnak (7 milliárd EUR feletti), melyből értékesítve szintén likviditáshoz tudna jutni a vállalat.

A mexikói állami olajvállalat, a **PEMEX** a világ egyik legnagyobb olajtársasága, amely közel 1,7 millió hordó olajat termel naponta és mintegy 700 ezer hordó olajnak megfelelő földgázt. Emellett a társaság rendelkezik több olajfinomítóval és vegyipari üzemmel, illetve több mint 7000 töltőállomással. A PEMEX kötvényeit elsősorban a társaság magas eladósodottsága teszi spekulatívabbá, amely 101 milliárd dollár körüli jelenleg és közel 80%-ban dollárban denominált (kb. 10-szeres nettó adósság / EBITDA mutató). Kedvező ugyanakkor, hogy az elmúlt években az adósság csökkenő pályán van, mintegy 11%-kal került lejjebb 2020 óta. A PEMEX a 2024-es évet jelentős adózott veszteséggel zárta, de ennek egy nagy része árfolyamvesztés jellegű. A társaság ettől függetlenül működési szinten komoly pénztermelő, bár az olajtermelés éves szinten csökkent. A kockázatokat ugyanakkor az állami tulajdonosi háttér és a vállalat kiemelten fontos nemzetgazdasági szerepe csökkenti, de ettől függetlenül spekulatív kategóriába esik.

Moody's	Fitch	S&P	Osztályzat jellemzése
Aaa	AAA	AAA	Kiváló
Aa1	AA+	AA+	
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	Felső kategóriájú
A1	A+	A+	
A2	A	A	
A3	A-	A-	Felső közép kategóriájú
Baa1	BBB+	BBB+	
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	Alsó közép kategóriájú
Ba1	BB+	BB+	
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	Spekulatív, befektetésre nem ajánlott
B1	B+	B+	
B2	B	B	
B3	B-	B-	Erősen spekulatív
Caa1	CCC+	CCC+	
Caa2	CCC	CCC	
Caa3	CCC-	CCC-	Jelentős kockázatú, extrémén spekulatív
Ca	CC	CC	
Ca	C	C	
C	D	DDD	Csőd, kisvalószínűségű megtérülés
-	D	DD	
-	D	D	

Az anyagban olyan dollárban és euróban denominált régiós államkötvényeket és régiós, amerikai és európai vállalati kötvényeket listáztunk, amik lejáratig való tartást feltételezve még vállalható kockázatok mellett kínálnak azzal arányos hozamokat. Fontos látni, hogy a magasabb hozam lehetősége magasabb kockázatokkal társul (amit a hitelminősítői besorolás is tükröz), ezt mindenképp érdemes mérlegelni a befektetési döntések meghozatala során.

A listán szereplő vállalatokat a fontosabb eladósodottsági mutatók alapján, kvantitatív módon hasonlítottuk össze, a vizsgált vállalatok fundamentális helyzetének/kilátásainak megítéléséhez a velük kapcsolatban elérhető elemzői konszenzusra támaszkodtunk, az egyes kötvényekhez kapcsolódó jogi és adózási aspektusok vizsgálatára nem terjedt ki elemzésünk.

Azokat a vállalati kötvényeket szerepeltetjük a listán, melyek a fontosabb eladósodottsági mutatók, illetve az adósságbesorolásuk alapján még vállalható kockázatúnak tűnnek, és ehhez képest arányosan vonzó hozamot kínálnak.

Fontos megjegyezni, hogy a high yield, vagyis befektetésre nem ajánlott kategóriába sorolt kötvények esetében a magasabb hozam lehetősége extra kockázatokkal is társulhat, ezekben az esetekben mindenképp érdemes még körültekintőbb módon eljárni. A listán erősen spekulatív kategóriába sorolt papírokat nem szerepeltetünk, a növekedési kép romlása miatt ugyanis itt a csődvalószínűségek is nagyobb mértékben emelkedhetnek.

A táblázatokban szereplő információkhoz a Bloomberg adatbázisát használtuk fel. Mivel egyes kötvények esetében előfordulhat, hogy a piacuk likviditása mérsékelt, ezért a táblázatban feltüntetett hozamokat indikációként érdemes kezelni, az eltérhet az éppen aktuális piaci árazástól.

A kötvényekhez kapcsolódó adózási, jogi aspektusok vizsgálatára nem terjed ki az elemzés.

Az elemzést készítették

Puzsár József
Szenior elemző

Sándor Dávid
Vezető befektetési stratégia

Jelen dokumentum elválaszthatatlan részét képezi az elemzéshez tartozó jogi nyilatkozat, amely 'Az OTP Global Markets elemzési anyagainak jogi tájékoztatója' elnevezéssel az alábbi linken keresztül érhető el:

https://www.otpbank.hu/static/portal/sw/file/GM_Elemzesi_anyag_jogi_tajekoztato.pdf