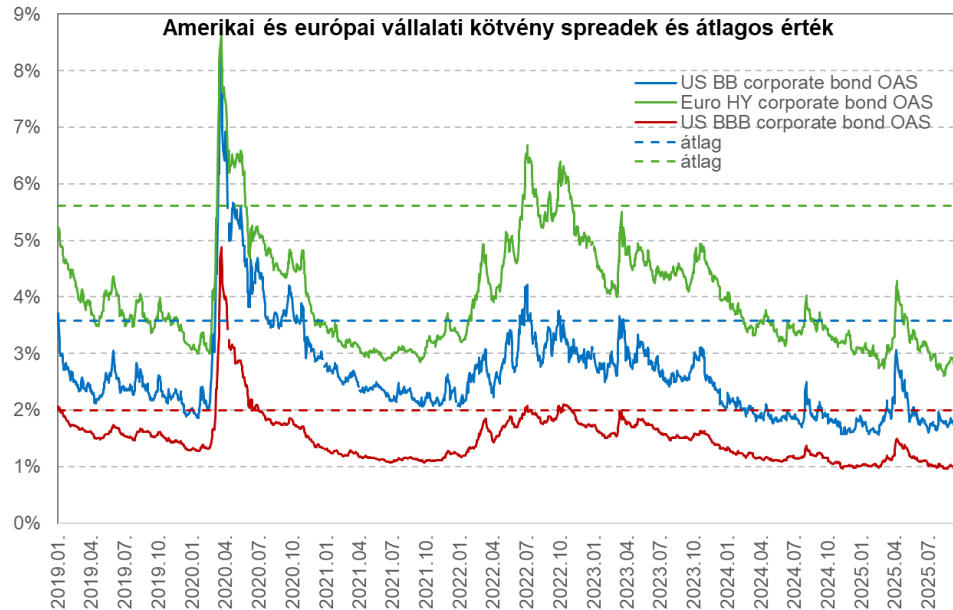


Kedvelt Kötvényeink

2025. szeptember 30.

Kötvények: Magasabb hozamért nagyobb kockázatot kell vállalni



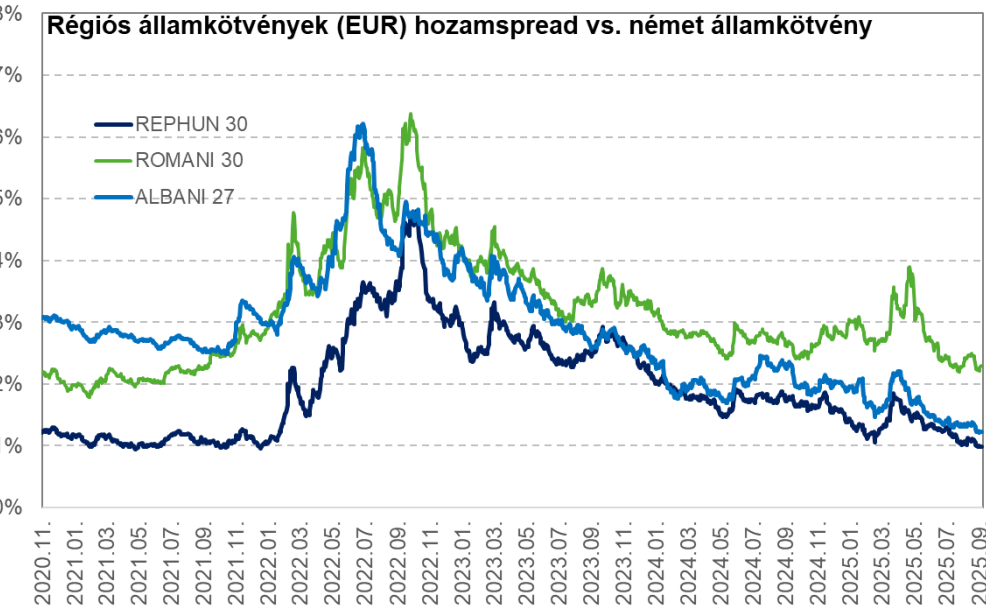
A kötvényportfólió deviza szerinti diverzifikációjának megvalósításához a **régió** euróban és dollárban denominált **államkötvényei** közül elsősorban a **magyar és román** papírok **kínálnak vonzó hozamlehetőséget, vállalható - bár növekvő - kockázati szint mellett.**

A román piacon a májusi elnökválasztást megelőzően jelentősen emelkedtek a hozamok és gyengült a lej, azonban a centrista jelölt győzelme után a befektetői hangulat javult, ami a kötvényhozamok csökkenését és a lej erősödését eredményezte. Azonban **a román fiskális kockázatok nem tűntek el**, Románia az EU egyik legmagasabb költségvetési hiányával küzd. Ennek mérséklésére a kormány augusztustól adóemeléseket és kiadáscsökkentéseket vezetett be, ami társadalmi tiltakozásokat váltott ki. A gyenge gazdasági növekedés miatt a konszolidáció végrehajtása komoly kihívást jelent.

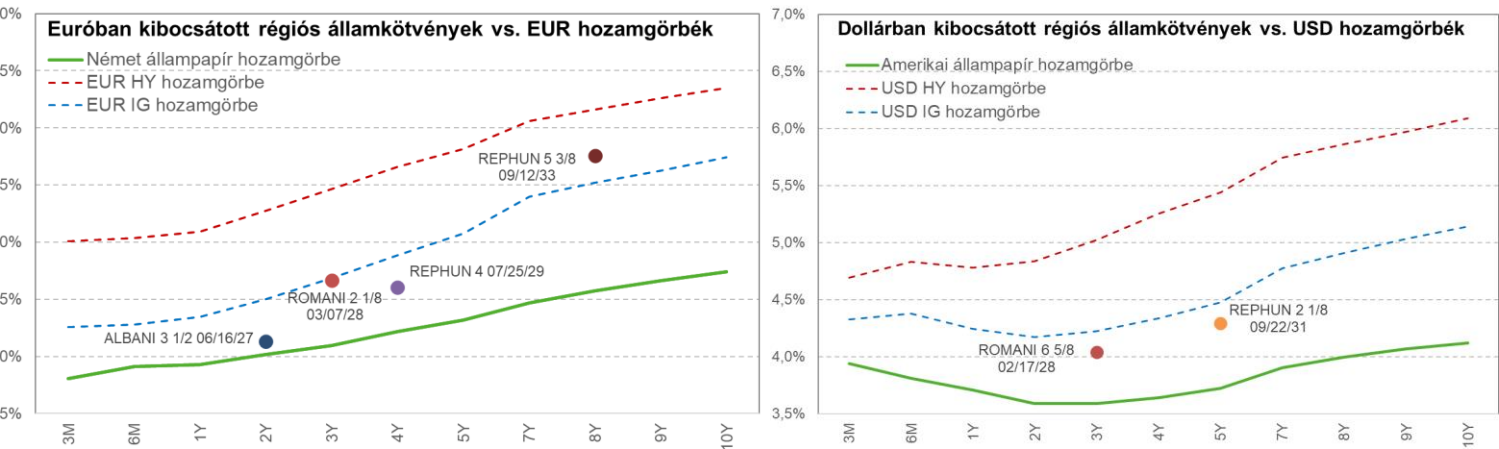
Mind ezek következtében a román állampapírok hozamfelára **magasabb**, ezért a kockázatok kezelésére elsősorban a **rövidebb futamidejű papírokat** részesítenénk előnyben. Mivel a román kötvények 1000 EUR és 2000 USD méretben is elérhetőek, a velük járó magasabb kockázatok kisebb pozíció felvételével is kezelhetőek. A magyar és román dollárkötvények hozamszintje jelenleg a befektetési kategóriájú vállalati kötvények átlagához közelít, míg az euróban denominált állampapírok hozama nagyjából a nem befektetési ajánlású vállalati kötvények szintjén mozog.

Június eleje óta minimálisan csökkent a német államkötvényhez képest mért magyar hozamszám (2030-as lejárat). A román esetben a választások előtti bizonytalanságban láthattunk egy felszúrást, de ezt követően visszaesett a hozamkülönbség lényegében arra a szintre, ahol előtte volt, és a nyár folyamán is stagnálást láthattunk. **A hozamtöbblet 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 találunk hasonló kockázati kategóriákban.

A kelet-közép-európai vállalatok (beleértve a 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. Historikusan nagyon alacsony szinten vannak az amerikai vállalati kötvényspreadek, és az elmúlt 3 hónapban még tovább csökkentek. A befektetésre ajánlott (BBB) spreadek 1% alá estek, gyakorlatilag mélyponton tartózkodnak (0,93%), ahogy a BB besorolásúak (1,68%) is közel vannak a minimumszintekhez (1,56%). Az európai magas hozamú kötvényszegmensben március vége és április közepe között láthattunk egy felszúrást a tőkepiaci turbulencia következtében, majd ahogy a kockázatkerülés alábbhagyott, úgy kezdett szűkülni a spread (jelenleg: 2,7%). Mindhárom szegmens jóval a hosszútávú historikus átlag alatti szinten van. Fenntartjuk korábbi véleményünket, miszerint az eszközosztály egészét nem tartjuk vonzónak, ezért érdemes szelektíven válogatni.



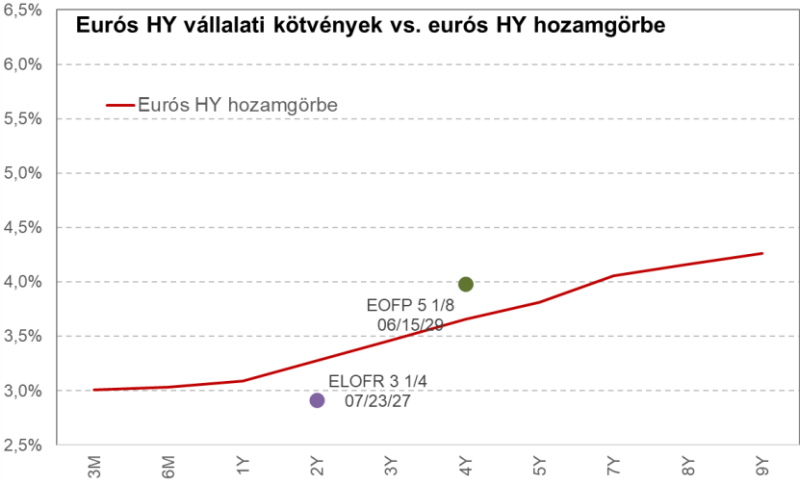
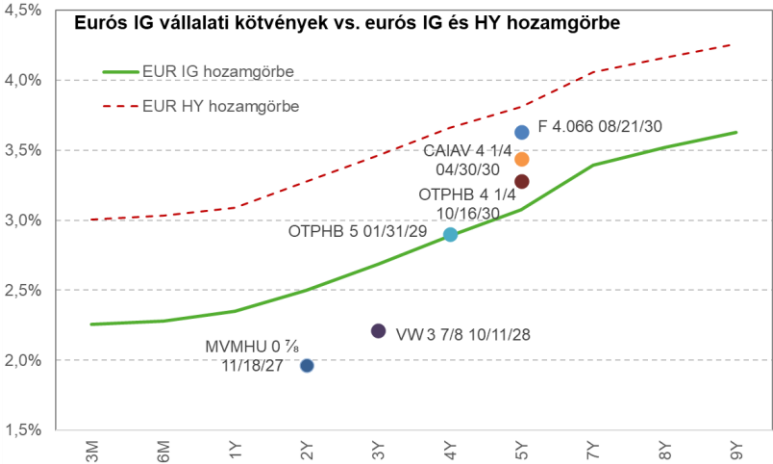
A magyar és román devizában denominált kötvények esetében, ha azokat lejáratig tartjuk, a kapcsolódó kockázatok még mindig vállalhatóknak tekinthetők. Makrogazdasági szempontból mindkét ország esetében a magas költségvetési hiány jelent extra kockázatot, amit Romániában súlyosbíthat, ha a kormány által nem rég bevezetett megszorító intézkedések politikai bizonytalanságot gerjesztenek. Emiatt a román kötvények esetében célszerű inkább a rövidebb futamidejű papírokat előnyben részesíteni. Ezek kisebb névértékűek, így a pozícióméretezéssel is jobban tudjuk kezelni a kockázatot. Aki hosszabb lejáratú befektetést 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 2025Q2-ben 0,1%-kal nőtt éves alapon. A gazdasági aktivitás Q2-es fellendülése összhangban van az OTP Bank 0,6%-os, egész éves növekedési előrejelzésével. 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.

Romániában a gazdasági növekedés visszafogott, míg a költségvetési deficit kifejezetten magas. Emiatt az új kormány augusztusban adóemelésről döntött, viszont ez megemelte az inflációt, így pedig a jegybank sem tud kamatot csökkenteni. Vagyis komoly kihívásokkal néz szembe a kormány, habár ezek a kockázatok már beépülhettek a kötvényárakba.

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. 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.



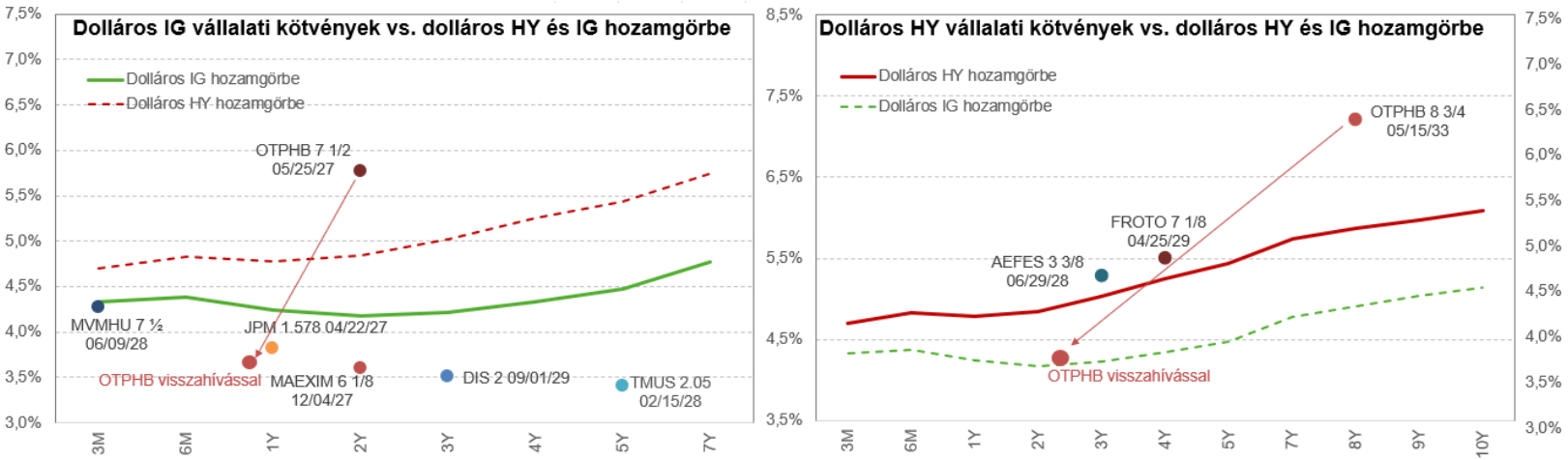
Az euróban kibocsátott vállalati kötvények hozama az elmúlt 3 hónapban folyamatosan csökkent, ahogy a kockázatvállalási hajlandóság javult. Emiatt különösen nehéz olyan vállalati kötvényeket találni, ahol még érdemi hozam látható, vállalható kockázatok mellett. A jelenlegi listánkon fennhagytunk olyan neveket, amelyeket már régóta szerepeltetünk, mert náluk jobb választást nehéz találni. Ilyen többek között az osztrák ingatlanos cég, a **CA Immo** 2030-as lejáratú kötvénye, mely a befektetésre ajánlott besorolása ellenére magasabb hozamot kínál, mint az eurós Investment Grade (befektetésre ajánlott) hozamgörbe.

A banki kötvények közül az **OTP** 2029-es lejáratú papírja, és a 2030-as lejáratú 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 szerepel 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 közül a francia **Forvia** és az Auchant működtető **ELO Group** szerepel a listán. Mellettük még a **Ford** pénzügyi üzletága által kibocsátott papírt vettük fel új szereplőként, mivel az eurós kötvények között még ő kínál érdemi hozamprémiumot megfelelő kockázati profil mellett.

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.	-	-	2,21%	BBB+	1000
OTP BANK	OTPHB 5 01/31/29	XS2754491640	5,000	2029.01.31.	2028.01.31.	2,19%	2,90%	Baa3	100 000
OTP BANK	OTPHB 4 1/4 10/16/30	XS2917468618	4,250	2030.10.16.	2029.10.16.	2,97%	3,28%	Baa3	100 000
MVM ENERGETIKA	MVMHU 0 7/8 11/18/27	XS2407028435	0,875	2027.11.18	2027.08.18	2,11%	1,96%	BBB-	100 000
CA IMMOBILIEN	CAIAV 4 1/4 04/30/30	XS2927556519	4,250	2030.04.30.	2030.01.30.	3,41%	3,44%	Baa3	100 000
Forvia	EOFP 5 1/8 06/15/29	XS2774391580	5,125	2029.06.15.	2026.06.15.	2,96%	3,98%	BB-	100 000
ELO SACA	ELOFR 3 1/4 07/23/27	FR0013524865	3,250	2027.07.23.	2027.04.23.	2,87%	2,92%	BB-	100 000
Ford Motor Credit	F 4.066 08/21/30 Corp	XS3006514536	4,066	2030.08.21	-	-	3,63%	BBB-	100 000



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.	3,26%	3,82%	A1	2 000
Walt Disney	DIS 2 09/01/29	US254687FL52	2,00	2029.09.01	2029.06.01	3,60%	3,51%	A	2 000
T-MOBILE USA INC	TMUS 2.05 02/15/28	US87264ACA16	2,05	2028.02.15	2027.12.15	3,50%	3,40%	BBB	2 000
OTP BANK	OTPHB 7 1/2 05/25/27	XS2626773381	7,50	2027.05.25.	2026.05.25.	3,62%	5,76%	Baa3	200 000
EXIM BANK	MAEXIM 6 1/8 12/04/27	XS2618838564	6,13	2027.12.04.	2027.11.04.	3,50%	3,59%	BBB-	200 000
Ford Otomotiv	FROTO 7 1/8 04/25/29	XS2782775345	7,13	2029.04.25.	2029.01.25.	5,39%	5,50%	BB	200 000
Anadolu Efes	AEFES 3 3/8 06/29/28	XS2355105292	3,38	2028.06.29.	2028.03.29.	5,46%	5,27%	BB+	200 000
OTP BANK	OTPHB 8 3/4 05/15/33	XS2586007036	8,75	2033.05.15.	2028.02.15.	4,39%	7,20%	Ba2	200 000
MVM ENERGETIKA	MVMHU 7 1/2 06/09/28	XS2634075399	7,50	2028.06.09	2028.03.09	3,98%	4,27%	BBB-	200 000

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 főleg olyan kötvényeket vettünk fel a listára, amik nem amerikai kibocsátásúak, vagy relative alacsony kupon mellett magas hozamot kínálnak.

A régió vállalatai jellemzően euróban bocsátanak ki kötvényeket, így a dollárban elérhető kínálat jóval szűkebb. A listán két OTP-hez köthető 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 az EXIM Bank 2027 decemberi lejáratú és az MVM 2028 júniusi lejáratú kötvénye is.

A tágabb értelemben vett régióból két török cég – a Ford Otomotiv és az Anadolu Efes – dolláros kötvénye továbbra is a listán van, mert 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 csökkentti, hogy mindkét vállalat mögött ismert, nemzetközi háttérrel rendelkező tulajdonos áll.

Az amerikai kibocsátók közül olyan világszerte ismert cégek kötvényei kerültek be most a válogatásba, mint a JP Morgan, a Walt Disney vagy a T-Mobile USA. Ezek a papírok alacsonyabb kupponnal rendelkeznek, ugyanakkor a hozamuk még mindig vonzó, miközben a kockázati szintjük is vállalható.

Befektetésre ajánlott hitelbesorolással bíró kötvények kibocsátói:

A **JP Morgan** 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 vagyonezelési szegmensekben. A bank bevételeinek túlnyomó része továbbra is Észak-Amerikából származik, ugyanakkor világszerte jelen van leányvállalatain keresztül, így jelentős nemzetközi kitettséggel rendelkezik. A bank CET1 tőke megfelelési mutatója 15%, ami komfortosnak tekinthető. A negyedév során a bank különösen erős teljesítményt nyújtott a befektetési banki és vagyonezelési üzletágakban, a bevétel 10%-kal csökkent 45,7 milliárd dollárra, míg az EPS 3 százalékkal nőtt.

A **Volkswagen** a világ egyik legnagyobb autógyártója, emellett pénzügyi szolgáltatásokat (lízing, jármű finanszírozás) is kínál ügyfeleinek. A piaci kapitalizációja 50 milliárd euró jelenleg, alkalmazottainak a száma meghaladja a 650 ezret, és a világ számos országában rendelkezik gyárakkal. Az idei első félévben 4,36 millió járművet értékesített, ami 0,5%-os növekedést jelent éves alapon. A 158 milliárd eurós bevételek tavalyhoz képest nem változtak az év első felében. 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 **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 tőkehelyeztetel bír (18%-os a CET1 ráta, 230%-os LCR, 2025H1), miközben stabil a nyereségessége. A bank növekedését az elmúlt években akvizíciók is segítették, melyeknek köszönhetően az OTP a magyarokon 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 75%-os, a Stage 3 hitelek (3,4%) fedezettsége meghaladta az 60,5%-ot (2025H1). 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, külpiaci 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 hitelportfólió 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. Nagyrészt 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. A vállalatnak egyelőre sikerült a magas, közel 90%-os szinten tartani az ingatlanai kihasználtságát. Az eladósodottsága szektorszíntén alacsony (37,2%-os LTV). A társaság a nem stratégiai fontosságú eszközeit eladja, köztük például budapesti ingatlanait, hogy a kulcspiacain 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 **Walt Disney** a világ egyik legismertebb szórakoztatóipari vállalata, amely filmgyártással, televíziós csatornákkal (pl. ABC, ESPN), streaming szolgáltatásokkal (Disney+, Hulu), valamint tematikus parkokkal és üdülőhelyekkel van jelen globálisan. A vállalat ikonikus márkákat birtokol, mint a Pixar, Marvel, Star Wars és National Geographic. A Disney erős pénzügyi pozícióval rendelkezik, diverzifikált bevételi forrásai révén stabil növekedést mutat. A cég eladósodottsága mérsékelt.

A **T-Mobile USA** az Egyesült Államok egyik vezető mobilkommunikációs szolgáltatója, amely a Deutsche Telekom leányvállalata. A cég a 2020-as Sprinttel való egyesülés óta jelentős piaci részesedést szerzett, és az 5G hálózat kiépítésében élen jár. A T-Mobile innovatív tarifacsomagjaival és ügyfélközpontú megközelítésével erős versenytársa az AT&T-nek és a Verizonnak. A cég nettó adósság/EBITDA hányadosa 3,5 körüli, ami még elfogadható szint, különösen a távközlési szektorban, ahol a magas beruházási igények miatt az adósság jellemzően magasabb.

A **Ford** egy amerikai autógyártó, a társaság világszerte több mint 150 ezer főt foglalkoztat, és a világ számos országában (főként USA, Kína, EU) rendelkezik gyárakkal. A legutóbbi negyedévben, 50 milliárd dolláros bevételről számolt be a cég, az amerikai eladások jól teljesítettek. Az autógyártó mérlege erős, 28 milliárd dollárnyi készpénzzel rendelkezik. Habár az autóipari vámkok miatt a cég kihívásokkal néz szembe, ez nem veszélyezteti a működését. A listán szereplő kötvényt a Ford Credit bocsátotta ki, mely a Ford pénzügyi szolgáltatásokkal - elsősorban autók finanszírozásával - foglalkozó leányvállalata.

Az **MVM** Csoport meghatározó szereplője a magyar energiarendszernek, portfóliója lefedi a teljes magyar energetikai szektort. Tevékenységi körébe tartozik a villamos-energia kereskedés és termelés, földgáz-kereskedés és tárolás, átviteli rendszerirányítás. Az MVM a régió országainak villamosenergia-piacán is megjelenik befektetőként és beruházóként, a nemzetközi befektetések elsődleges célja az MVM piaci pozíciójának erősítése, a tulajdonosi érték növelése. A cég stratégiájának fontos eleme, hogy a zöld átállásban kulcsszereplő legyen, és hogy meglévő portfólióját diverzifikálja. Az MVM 100%-ban állami tulajdonú cég, amelynek több mint 140 tagvállalata van, 2 587 milliárd forintos bevételt és 478 milliárd forintos EBITDA-t ért el 2025 első félévében. Az MVM eladósodottsága nem magas, nettó hitel/EBITDA hányadosa 1,4 körüli. Az állami tulajdon miatt az MVM kötvényeivel kapcsolatos kockázatok mérsékeltek.

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 év első felében 13,48 milliárd eurós bevételt ért el, ami kismértékben elmarad az egy évvel korábbi szinttől. 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 stabil 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 1,9-es. Az adósság lejáratí szerkezete elfogadható (2,2 év átlagos lejárat). 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 2025 első felében 12%-kal 365 milliárd török lírára emelkedett, viszont a nettó nyereség 13 milliárdra csökkent (-39%). 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 2025 első felében 15,8 milliárd eurós bevételt ért el (3,4% év/év konstans deviza árfolyammal számolva), melynek több mint 98%-át az Auchan, szűk 2%-át a New Immo adta. Az EBITDA meghaladta az 300 millió eurót, de a vállalat nem tudott nyereségesen működni, a tisztított eredmény -603 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.

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