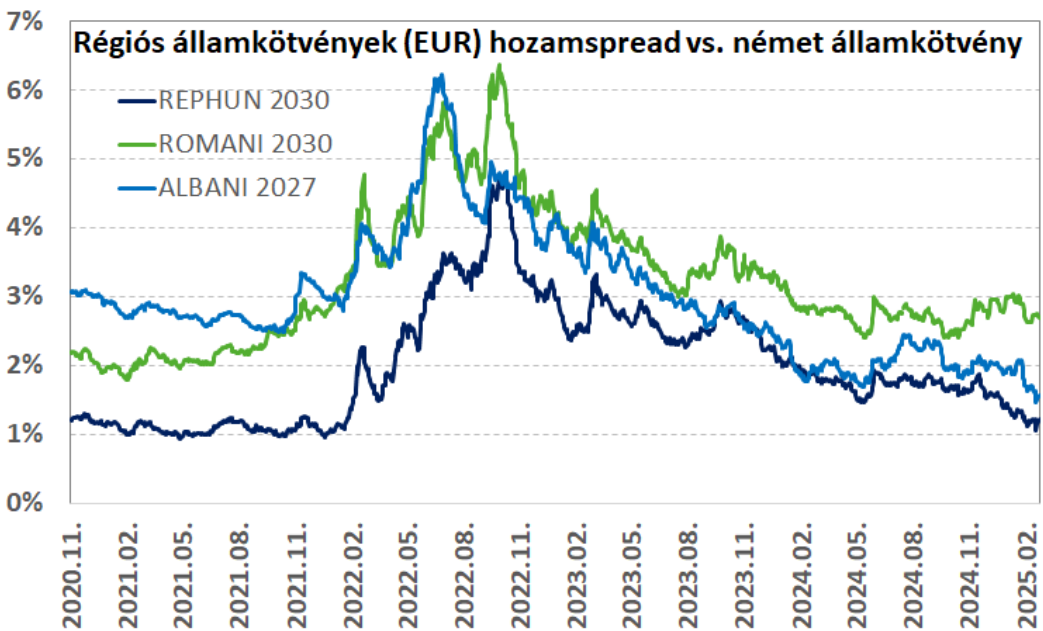
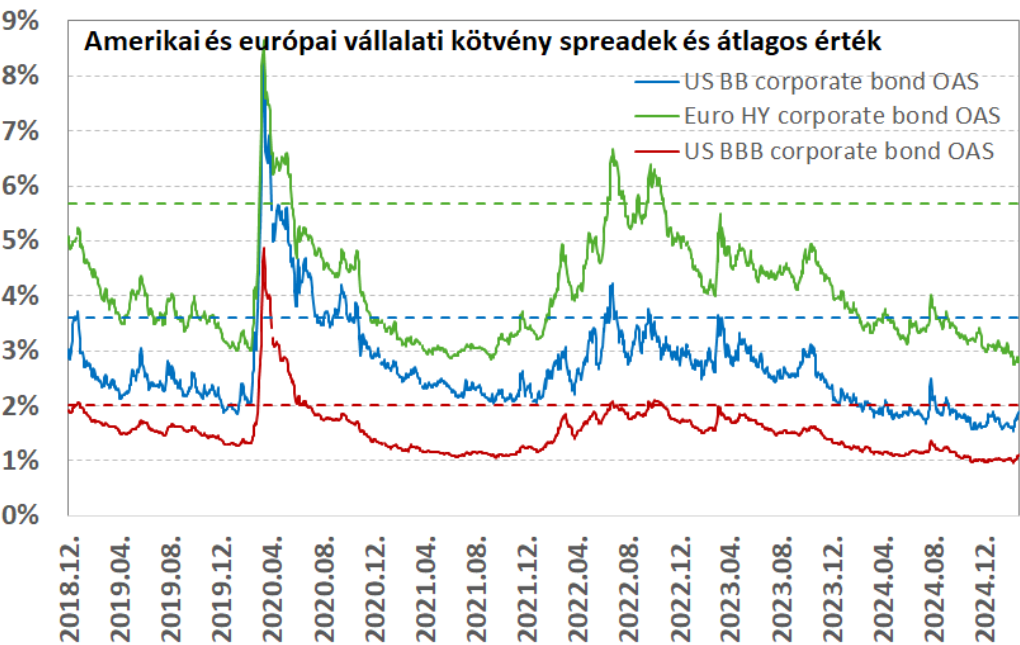


Devizás Kötvények

Multi-Asset
Elemzés

2025. március. 11.



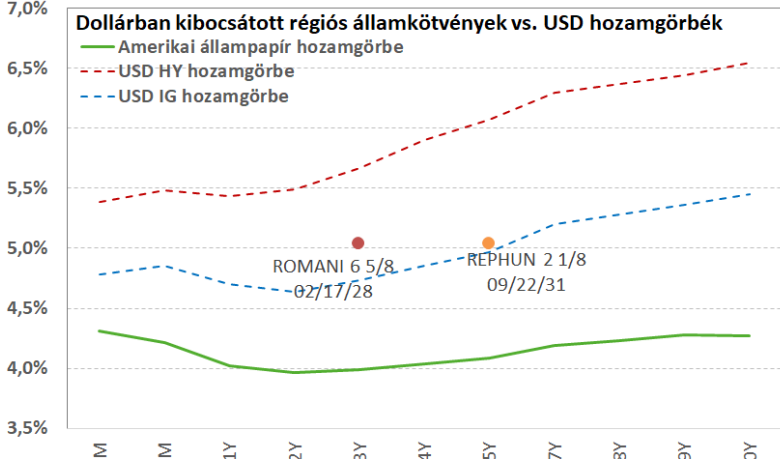
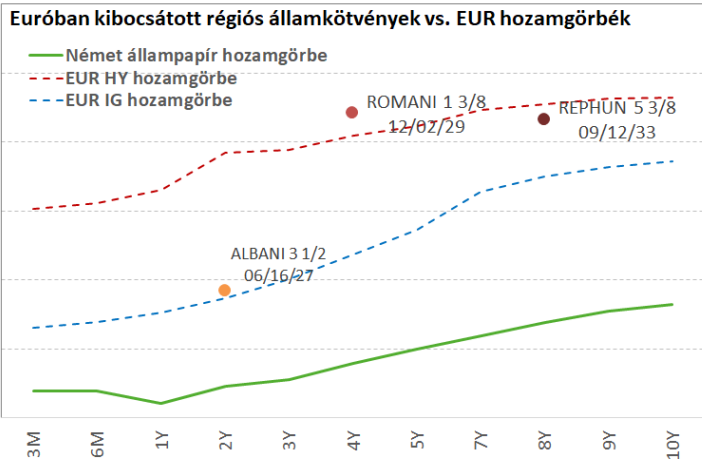
A nominális semleges rövid oldali kamat az eurózónában 2-2,5%, az USA-ban pedig 2,5-3,5% körüli, ami pozitív lejáratú prémiummal (0,5-1,5%) az eurózónában 3,25%, az USA-ban 4-4,5% körüli egyensúlyi hosszú kötvényhozamot ad. Jelenleg ezeknél a szinteknél állnak a hosszú hozamok, így összességében továbbra is semleges kitétségeket lehet érdemes tartani.

Az euróban és dollárban való diverzifikáltság megvalósításához továbbra is a régiós államkötvények, közülük is elsősorban a magyar és román kínálnak vonzó hozamokat vállalható – bár erősödő – kockázatok mellett, ami különös tekintettel igaz a román papírokra. Ez az általuk kínált magasabb hozamfelárakban is kifejeződik, a fokozottabb kockázatok azonban elsősorban a rövidebb lejáratok választásával lehet kezelni. A magyar és román dolláros államkötvények továbbra is a befektetési kategóriájú vállalatok átlagos hozamszintjén forognak, az eurós papírok pedig hozzájuk a befektetésre nem ajánlott vállalati kötvények hozamszintjét. November eleje óta további 40 bp-tal csökkent (az elmúlt évek átlaga alá) a német államkötvényhez képest mért magyar hozamszám (2030-as lejáratok), a román esetében azonban a belpolitikai káosz 20 bp-tal emelte azt. A hozamtöbblet a hosszú távú átlagos szintek alatti már, 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 is nagyon alacsony amerikai vállalati kötvényspreadek az elmúlt hónapokban kismértékben tágultak (5-10 bp), de a befektetésre ajánlott (BBB) spreadek (1,1%) még így is közel vannak a legalább 25 éve nem látott mélyponthoz (1,05%), ahogy a BB besorolásúak is (1,9% vs. minimumszintek: 1,65%). Az európai magas hozamú kötvényszegmensben ehhez képest tovább szűkült a spread november eleje óta 30bp-tal 2,9%-ra. Itt is a historikus átlag alatt vagyunk már, de továbbra is az 1,78%-os minimumszintek felett. Fenntartjuk korábbi véleményünket, miszerint az eszközosztály egészét nem tartjuk vonzónak, érdemes szelektíven válogatni.

Lejáratig való tartás mellett a magyar és román devizás kötvényekkel járó kockázatokat is vállalhatónak tartjuk. Makrogazdasági tekintetben mindkét ország esetén a magas költségvetési deficit jelent többletkockázatot, amit Romániában a választásokat követő politikai káosz is tetézt. Mindezek miatt a román kötvényekből érdemes lehet rövidebb lejáratokat választani, annak pedig, aki hosszabb lejáratokat is tartana, a magyar REPHUN-ok jelentenek alternatívát. A régióban vannak makro-kilátásaikat tekintve vonzóbb célpontok, mint például Albánia, de még esetében is a 2027-es eurós kötvény 3% alatti hozammal érhető csak el. Aki szemmel látható hozamot szeretne elérni, annak vállalni kell az ehhez tartozó fokozottabb kockázatokat is.

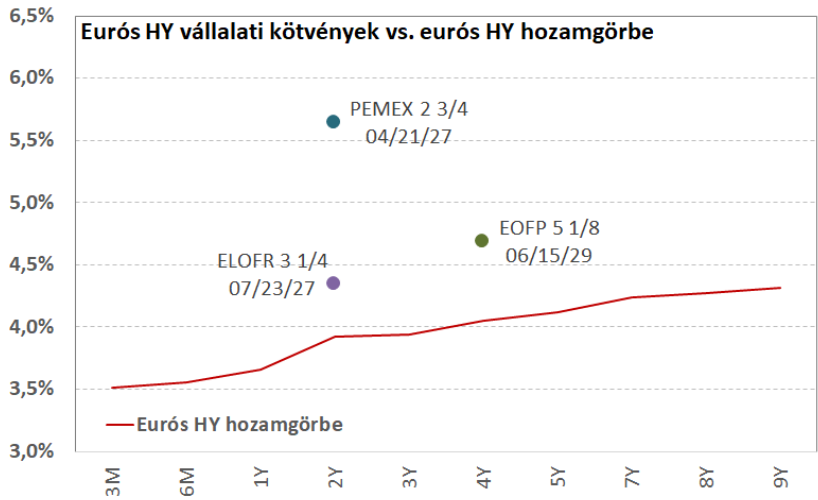
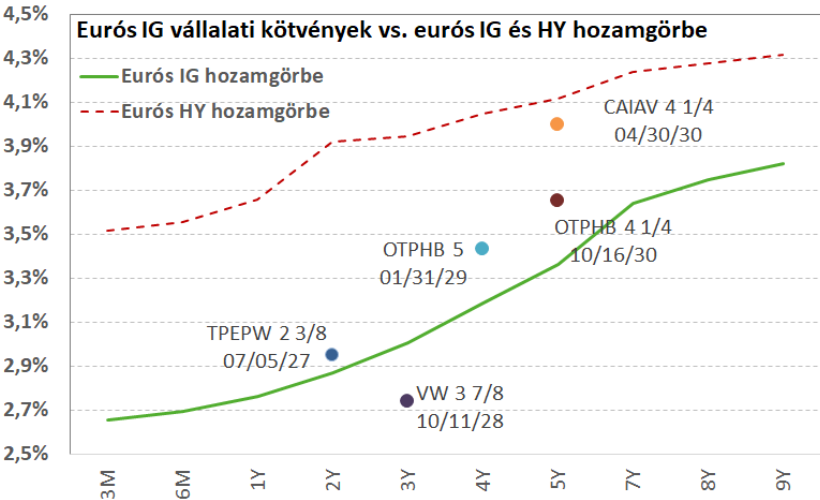
Ország	Kötvény	ISIN	Kamat (%)	Lejárat	Hozam	Besorolás (S&P)	Min. mennyiség
Régiós állampapírok (EUR)							
Magyarország	REPHUN 5 3/8 09/12/33	XS2680932907	5,375	2033.09.12.	4,16%	BBB-	1 000
Románia	ROMANI 1 3/8 12/02/29	XS2262139533	1,375	2029.12.02.	4,21%	BBB-	1 000
Albánia	ALBANI 3 1/2 06/16/27	XS2010031990	3,500	2027.06.16.	2,92%	BB-	100 000
Régiós állampapírok (USD)							
Magyarország	REPHUN 2 1/8 09/22/31	XS2388586401	2,125	2031.09.22.	5,04%	BBB-	200 000
Románia	ROMANI 6 5/8 02/17/28	XS2571922884	6,625	2028.02.17.	5,04%	BBB-	2 000



Magyarországon a technikai recesszió véget érhetett és idén 2% körüli GDP növekedés jöhet, a választásokat megelőzően bejelentett fiskális lépések azonban 2026-ban 0,6%-os GDP arányos lazítást jelentenek. Ennek köszönhetően a költségvetési deficit 5,5-6% közötti lehet, ami érdemben magasabb a 3,7%-os célnál.

A román költségvetési deficit a Bloomberg konszenzus szerint az ideai 7,2%-os GDP arányos szintről jövőre mérséklődhet, de a 6,6%-ra várt érték még így is kifejezetten magas, a választásokat követően szükséges lesz egy fiskális konszolidációs folyamatra, amit a hitelminősítők és az Európai Bizottság is szükségesnek tart (ami piaci szempontból is fontos, hiszen mindössze egy kategóriával van a spekulatív besorolás felett az ország). Egy hiteles és gyors tervre van szükség a költségvetési hiány lefaragására, ezt azonban nehezíti a választásokat követően kialakult politikai káosz, ami további kockázati prémiumot rak a helyi eszközökre. Orosz befolyásra hivatkozva a tavalyi választás első fordulójának eredményét megsemmisítette az alkotmánybíróság, majd a májusi megismételt fordulón a nagy népszerűségnek örvendő szélsőjobb oldali jelölt indulását is megtiltották., ami komoly belpolitikai feszültségek forrása.

A listán szerepeltettük az albán eurós kötvényeket is, mint egy szintén rövidebb lejáratú, és a fenti országokhoz képest makro fundamentumokat tekintve jelenleg vonzóbbnak mondható alternatíva. Az albán egy kicsi és relatíve zárt gazdaság, melynek 4% 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 2,5%-os lehet a hiány GDP arányosan, hasonló, 3% körüli a folyó fizetési mérleg hiány, miközben a GDP arányos adósságráta az elmúlt években 75%-ról egészen 55%-ig esett. Nem látszanak egyensúlytalanságok, a legnagyobb kockázatot egy ingatlanpiaci túlfűtöttség jelentheti.

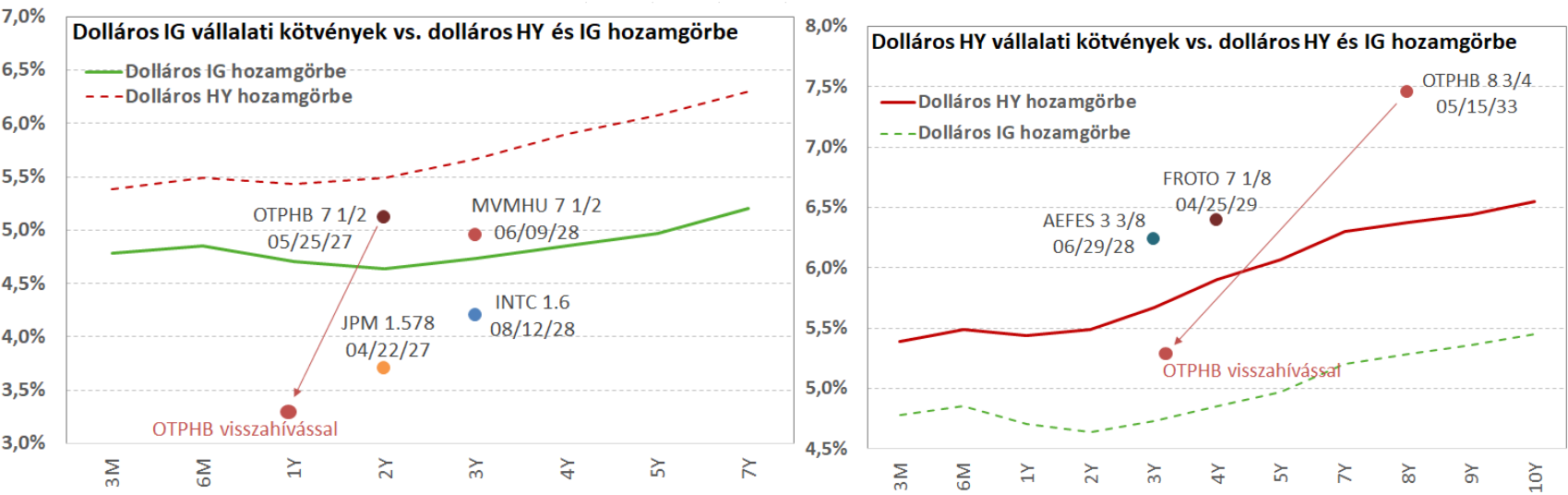


Az euróban kibocsátott vállalati kötvények között a régióban található olyan befektetésre ajánlott hitelbesorolású kötvényeket, amik magasabb szinten forognak, mint a hasonló kategóriájú európai társaik. Ilyen például az egyik legnagyobb lengyel közműcég a **Tauron** (melynek kötvényei jelenleg valamelyest magasabb hozammal forognak hasonló kockázati profil mellett, mint a listán korábban szereplő MVM kötvényei).

A banki kötvények közül az **OTP** 2029-es lejáratú papírja, és az októberben frissen 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. Az osztrák ingatlanos cég, a **CA Immo** 2030-as lejáratú kötvénye továbbra is szerepel a listán, mely a befektetésre ajánlott besorolása ellenére is a magas hozamú kötvények szintjéhez közeli hozamon forog. Európából a **Volkswagen** lízing üzletága által kibocsátott kötvény került még a listára a többiekénél alacsonyabb hozam ellenére is, aminek az oka, hogy az eurós választások között ritka az 1000 eurós névérték. 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 **Pemex** és a szintén francia, az Auchan kiskereskedelmi egységeket működtető **ELSO SACA** is. 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.
Vállalati kötvények (EUR)									
Volkswagen Leasing	VW 3 7/8 10/11/28	XS2745725155	3,875	2028.10.11.	-	-	2,74%	BBB+	1 000
OTP BANK	OTPHB 5 01/31/29	XS2754491640	5,000	2029.01.31.	2028.01.31.	2,99%	3,43%	Baa3	100 000
OTP BANK	OTPHB 4 1/4 10/16/30	XS2917468618	4,250	2030.10.16.	2029.10.16.	3,45%	3,65%	Baa3	100 000
Tauron	TPEPW 2 3/8 07/05/27	xs1577960203	2,375	2027.07.05.	-	-	2,95%	BBB-	100 000
CA IMMOBILIEN	CAIAV 4 1/4 04/30/30	XS2927556519	4,250	2030.04.30.	2030.01.30.	3,99%	4,00%	Baa3	100 000
Forvia	EOFP 5 1/8 06/15/29	XS2774391580	5,125	2029.06.15.	2026.06.15.	5,64%	4,69%	BB	100 000
ELO SACA	ELOFR 3 1/4 07/23/27	fr0013524865	3,250	2027.07.23.	2027.04.23.	4,48%	4,35%	BB	100 000
PETROLEOS MEXICANOS	PEMEX 2 3/4 04/21/27	xs1172951508	2,750	2027.04.21.	-	-	5,65%	BBB	100 000



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 olyan kötvényeket listáztunk, amik nem amerikai kibocsátásúak, vagy relative alacsony kamat (kupon) mellett magas hozamot kínálnak.

A régiós vállalatok jellemzően euróban bocsátanak ki kötvényeket, a dollárban elérhető lista jóval szűkebb. Emiatt látható az, hogy a listán két, az **OTP-hez** kötődő elmúlt években kibocsátott MREL kötvény is szerepel, melyek közül a 2027-es senior preferred, vagyis magasabban besorolt a hosszabb lejáratú 2033-as alárendelt papírhoz képest. Mindkét esetben van lehetőség időben korábban visszahívni a kötvényeket, ilyen esetben az adódó hozampotenciál már jóval korlátozottabb. A régióból az **MVM** kötvényei bírnak még némi hozamprémiummal a befektetésre ajánlott vállalatok átlagos hozamához képest.

Vállalat	Kötvény	ISIN	Kamat (%)	Lejárat	Visszahívás	Hozam (visszahívás)	Hozam (lejárat)	Besorolás (Fitch/Moody's/S&P)	Min menny.
Vállalati kötvények (USD)									
JP MORGAN	JPM 1.578 04/22/27	US46647PCB04	1,58	2027.04.22.	2026.04.22.	3,1%	3,7%	A-	2 000
Intel	INTC 1.6 08/12/28	US458140bt64	1,60	2028.08.12.	2028.06.12.	4,3%	4,2%	BBB+	2 000
OTP BANK	OTPHB 7 1/2 05/25/27	XS2626773381	7,50	2027.05.25.	2026.05.25.	3,3%	5,1%	BBB-	200 000
MVM ENERGETIKA ZRT	MVMHU 7 1/2 06/09/28	XS2634075399	7,50	2028.06.09.	2028.03.09.	4,8%	5,0%	BBB-	200 000
Ford Otomotiv	FROTO 7 1/8 04/25/29	XS2782775345	7,13	2029.04.25.	2029.01.25.	6,4%	6,4%	BB	200 000
Anadolu Efes	AEFES 3 3/8 06/29/28	XS2355105292	3,38	2028.06.29.	2028.03.29.	6,5%	6,2%	BB+	200 000
OTP BANK	OTPHB 8 3/4 05/15/33	XS2586007036	8,75	2033.05.15.	2028.02.15.	5,3%	7,4%	BB	200 000

A tágabb értelemben vett régióból két török vállalat (**Ford Otomotiv és Anadolu Efes**) dolláros kötvénye is a listára került, melyek jóval magasabb kockázatokat hordoznak, ehhez azonban kellően vonzó hozamprémium is társul az átlagos magas kockázatú vállalati hozamokhoz képest. A nemfizetési kockázatot mérsékli, hogy mindkét esetben a tulajdonosok között nagynevű multinacionális vállalat is megtalálható, miközben jelentősek az exportbevételek (ami a deviza gyengülése jelentette kockázatokat mérsékli), stabil a profittermelés és az eladósodottság is komfortos.

Az amerikai vállalatok esetében az alacsony kuponnal és vállalható hozammal bíró kötvények kerültek a listára, olyan ismert világszintű cégektől, mint a **JP Morgan** vagy az **Intel**.

Befektetésre ajánlott hitelbesorolással bíró kötvények kibocsátói:

A **JP Morgan** 4,1 ezer milliárd dolláros eszközállományával a legnagyobb az USA-ban és globálisan is az egyik legnagyobb pénzintézet. Vezető a befektetési banki, pénzügyi szolgáltatási, kereskedelmi banki, és vagyonkezelési üzletágban is. A bevételek túlnyomó része Észak-Amerikából származik, leányvállalatai révén azonban a világ számos országában rendelkezik kiterjedtséggel. A bank likviditási fedezeti mutatója (LCR) legutóbb 113% volt, a CET1 tőke megfelelési arány 15,7%, ami komfortosnak tekinthető. Legutóbbi gyorsjelentésében erős eredményről számolt be a bank a megemelkedett befektetési banki, valamint vagyonkezelési bevételek miatt. A kereskedelmi banki részlegben jelentős új betétbeáramlást tapasztaltak. A JP Morgantól egy 2027 áprilisi lejáratú kötvény került a listára, amelynek hozama meghaladja a 4%-ot, 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 87 éve alapított, németországi székhelyű **Volkswagen** a világ egyik legnagyobb személy és tehergépjármű gyártója, járműveit számos függetlenül működő márka alatt értékesíti; emellett pénzügyi szolgáltatásokat (lízing, jármű finanszírozás) is kínál ügyfeleinek. A piaci kapitalizációja több, mint 50 milliárd euró; alkalmazottainak a száma meghaladja a 680 ezret, és a világ számos országában rendelkezik gyárakkal és kutatóközpontokkal. A tavalyi év első kilenc hónapjában 6,5 millió járművet szállított le, ami 2,8%-os visszaesést jelent éves alapon. Ennek ellenére a bevétel 1%-kal, 237 milliárd euróra emelkedett köszönhetően a pénzügyi szolgáltatások üzletág erős teljesítményének. 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 amerikai **Intel Corporation** leginkább a számítógépekben használt processzorairól ismert. Piaci kapitalizációja közel 100 milliárd dollár, valamint több, mint 120 ezer embert foglalkoztat. Az elmúlt időben a vállalat többször is a várakozásoktól és a korábbi számoktól elmaradó eredményeket közölt, a tavalyi évben azonban így is 53,1 milliárd dolláros bevételt ért el. Az EBITDA 7,5 milliárd dollár lett 2024 végén, ami jelentősen elmarad az egy évvel korábbi 10,9 milliárd dollártól, de ez a ciklusnak mondható üzletmenet velejárója. A korábbinál gyengébb számok miatt a menedzsment költségcsökkentésbe kezdett: 10 milliárd dollárt terveznek megspórolni 2025-ben; ahhoz, hogy ezt elérjék tavaly augusztusban egy 15000 fős leépítést jelentettek be, valamint a termék portfóliót is egyszerűsíteni tervezik. Az Intel adósságműködési komfortosak, a besorolása a Fitch-nél BBB+ negatív kilátások mellett, az S&P-nél BBB-negatív kilátások mellett.

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 (18,9%-os a CET1 ráta, 270%-os LCR), 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 74%-os, a Stage 3 hitelek (3,6%) fedezettsége meghaladta az 59,5%-ot az évben. A listára a bank több kötvénye is felkerült, melyek többsége senior preferred besorolású és MREL követelményeknek megfelelő papír.

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, több mint 2 600 milliárd forintos bevételt és 451 milliárd forintos EBITDA-t ért el 2024 első félévében. Az MVM eladósodottsága nem magas, nettó hitel/EBITDA hányadosa 1,85 körüli. Az állami tulajdon miatt az MVM kötvényeivel kapcsolatos kockázatok mérsékeltek.

A **CA Immobilien Anlagen AG** egy bécsi központú ingatlankezeléssel, adás-vétellel, és fejlesztéssel foglalkozó vállalat. Legnagyobb részét 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. A társaság 2024 harmadik negyedévében Németországban és Ausztriában adott el nem stratégiai fontosságú eszközöket, mindet a könyv szerinti érték felett. Az eladósodottsága szektorszinten alacsony (37,4%-os LTV). A nem stratégiai eszközök eladása várhatóan folytatódik, de a vállalatnak ezek nélkül is kellően erős a likviditási pozíciója, hogy az egyébként kis számú fejlesztési projektet befejezze és eleget tegyen a közben felmerülő kötelezettségeknek is. A tartósabban magasan ragadó kamatszintek persze kockázatot jelentenek, azonban 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 szolgálnak 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 2,9-szeres, ami a stabilabb bevételű közműszektorban nem mondható kiugrónak. Az idei évben az eredménytermelés gyengébb (kisebb adózott veszteség az első 9 hónapban), de a pénzügyi termelési képesség erős. 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 technológiai vállalata, amely számos területen, például a világítási technikák, kipufogórendszerek, ülések és autóbelső fejlesztésében és gyártásában játszik vezető szerepet. A tavalyi évben 27 milliárd eurós bevételt ért el, ami kismértékben elmarad az egy évvel korábbi 27,2 milliárdos értéktől. Pozitívan változott az EBITDA, éves alapon 0,2%-os növekedést tud felmutatni a vállalat, emellett a nettó adósság csökkent 5%-kal év/év összehasonlításban. 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 (melynek kötvényei korábban szintén szerepeltek a listán, mostanra azonban az Anadolu papírjai jobb hozamprémiumot kínálnak), 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. Az árbevétel 2024-ben 231 milliárd TRY volt, az EBITDA pedig 39,4 milliárd, míg az adózott eredmény 23 milliárd. Az adósságállomány nem mondható magasnak, a nettó adósság / EBITDA mutató 0,6-szoros, hosszú távon 1-2x közötti mutató a cél. Az adósság lejárat szerkezete elfogadható (3,1 év átlagos lejárat), a meglévő készpénzállomány fedezi a következő 4 évben lejárat adósságokat. A hosszú lejáratú hitelek nagy része dollárban denominált, de a készpénzállomány egy jelentős része is. Emellett az orosz és török devizás kitétségek több mint 90%-a fedezett (EUR, USD). 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 Motor Company 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 2024-ben 595 milliárd török lira volt, emellett az évben 39 milliárd lirás nettó eredményt ért el. A 2024-es árbevételen belül az export részaránya 77%-os volt. A nettó adósság / EBITDA mutató 2024-ben 2,38 volt, a társaságot követő elemzők közül a Bloomberg adatbázisa alapján tizenheten ajánlják vételre, négyen tartásra, míg jelenleg nincsen érvényben eladási ajánlás. A társaság 2024-es bruttó adósságának mintegy 80%-a volt euró, míg 14%-a dollár alapú. 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 Retail élelmiszer 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, illetve a szabad készpénz égetés is jelentős volt, 224 millió EUR. 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 tavaly 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 (ahogy 2018-20-as években is eszközadással hajtottak végre jelentős hitelállomány lefaragást).

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 97 milliárd dollár körüli jelenleg és közel 80%-ban dollárban denominált (kb. 8-szoros nettó adósság / EBITDA mutató). Kedvező ugyanakkor, hogy az elmúlt években az adósság csökkenő pályán van, mintegy 14%-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-	
A1	A+	A+	Felső kategóriájú
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	
Baa2	BBB	BBB	Felső közép kategóriájú
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	Alsó közép kategóriájú
B1	B+	B+	
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC+	Spekulatív, befektetésre nem ajánlott
Caa2	CCC	CCC	
Caa3	CCC-	CCC-	
Ca	CC	CC	
Ca	C	C	Erősen spekulatív
C	D	DDD	
-	D	DD	
-	D	D	
			Jelentős kockázatú, extrémén spekulatív
			Csőd, kisvalószínűségű megtérülés
			Csőd

- 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

Sándor Dávid
Vezető befektetési stratégia

Puzsár József
Szenior elemző

Szemán Ákos
Szenior elemző

Gergács Bálint
Gyakornok

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