

Honvéd Klasszikus, Kiegyensúlyozott, Növekedési, Működési és Likviditási Portfólió a Concorde Alapkezelő vagyongazdálkodásában

2017. február

Állampapírok

A pénztár benchmarkjában szereplő MAX Composite 0,04 százalékkal nőtt február folyamán. Mindvégig tartottuk a referencia indexnek megfelelő hosszúságú durationt a portfólióban.

Februárban lényeges változás nem történt a hazai kötvénypiacon. Az MNB-nek (is) köszönhetően folyamatos a likviditásbőség, ami a hozamgörbe rövid oldalát a nulla szinthez tapasztja. Az emelkedő inflációs várakozások és nemzetközi hatások eredőjeként továbbra is igen meredek a hozamgörbe, emiatt az átlagidő alulsúlyozásának nagy a költsége. A hozamok február folyamán nem változtak érdemben, az állampapírindexek 0-0,04%-kal emelkedtek.

Ebben a helyzetben továbbra is semleges, a benchmarkénak megfelelő szinten tartottuk a portfólió átlagidejét. A portfólió összetételét tekintve azonban történt változás: a hónap elején a 2022/A jelű papírok egy részét 2020/A és 2024/B jelű kötvények kombinációjára cseréltük. Ez utóbbi két papír együttesen véleményünk szerint vonzóbb az előbbinél, miközben a portfólió átlagidejét nem változtattuk.

Minél távolabb van egy államkötvény lejáratára, illetve minél hosszabb egy kötvényportfólió átlagideje vagy kamatláb-érzékenysége vagy durationje (amit a bennük lévő kötvények pénzmozgásaiból lehet kiszámolni), annál nagyobb ingadozásra képes a portfólió napi piaci értéke a kamatszint függvényében. Kedvező makrogazdasági folyamatok (csökkenő kamatlábak) esetén a hosszabb kötvények árfolyama nagyobb emelkedésre képes, mint a rövidebb kötvényeké.

Részvények

Február elején jelentett a Richter, amit követően a társaság a várakozásoknál sokkal rosszabb kilátásokat fogalmazott meg 2017-re. Szinte ugyanezt tette tavaly is, aminél végül sokkal jobb eredményei lettek, mint amit a management várt. Mondhatnánk, hogy csak túlzott pesszimizmus és a piac így is tekint az eseményekre. Ám szerintünk valóban rosszabb a helyzet, amiről a piac nem akar tudomást venni. Évek óta romlik a társaság generikus termékeinek (árbevétel döntő része) marginja az árnyomás miatt. Ez még mintha fokozódott is volna, kiterjedve a nőgyógyászati termékekre is. 2016 valóban jobb lett az előre jelzettnél, de döntően két tényező miatt. Egyrészt nagyot emelkedett az olajár, sokat erősítve rubel-en és így az orosz eladások profitján. Másrészt a társaság kevesebbet költött kutatásra - jövőbe való beruházásra-, mint azt tervezte. Ez nem pozitív a jövőre. Úgy romlik a Richter bruttó profitabilitása, hogy már megjelentek a Cariprazine 100%-os profittartalmú royalty bevételei.

Ezeket látva alulsúlyoztuk a Richtert, figyelembe véve a fő üzletág - generikus- árnyomását szerintünk inkább túlértékeltek a részvények.

A hónap közepén megbicsaklott a román villamos energia hálózatot üzemeltető Electrica árfolyama, miután egy kisebb egyszeri veszteség érte a társaságot. Mivel az árfolyamreakciót túlzottnak találtuk ezért növeltük az egyébként benchmarkon kívüli részvény súlyát.

Az Orange távközlési vállalat lengyel leánycége újabb gyomrost kapott, miután a menedzsment a negyedéves és egyben éves jelentés közzététele után nem javasolt osztalékfizetést a vártnál gyengébb piaci folyamatokra hivatkozva. A társaság jelenlegi beruházási programjának keretében üvegszálás internethálózatát erősíti, mellyel párhuzamosan intenzív marketing kampányt futtat. Az anyagilag megterhelő időszak ráadásul egy nagyfokú piaci árversennyel párosul, melyet látva a menedzsment jobbnak vélte az osztalékfizetés elhalasztását. A mind abszolút értelemben, mind pedig relatíve a régiós távközlési cégekhez képest alulteljesítő társaság részvényei közel 13 százalékot zuhantak a jelentést követően. Véleményünk szerint idővel, csillapodhat az iparági árverseny, javulhat a társaság piaci pozíciója és újra fizethet osztalékot ezért óvatos mértékben vásároltunk a cég részvényeiből.

A hónap második felében növeltük a lengyel PKN-ben, olajfinomító és vegyipari cégben meglévő alulsúlyunkat. A társaság papírjai kilóttak. Februárban közel 18 százalékot emelkedtek miután szóba került a Lotos, másik lengyel olajcéggel való esetleges egyesülés, melynek elsődleges célja az állami befolyás növelése lenne és bizonyos szinergiák kihasználása. A pozitív szinergiák ellenére úgy véljük, hogy az állami befolyás növelése, mely egyébként az egyesülés nélkül is megvalósítható, növelheti az értékromboló beruházások esélyét. A PKN vonzó tőkeszerkezete ugyanis sok mindent képes lehet finanszírozni. Negatív hír volt, hogy a pénzügyi vezető politikai indíttatású leváltása is szóba került. Összességében nőtt a cég túlármozottsága így indokoltnak találtuk a PKN súlyának csökkentését.

Budapest, 2017. március 9.

Concorde Alapkezelő