

A KÖZÉP-EURÓPAI RÉSZVÉNYPIACIOK

BÉT Elemzések, 2005. március

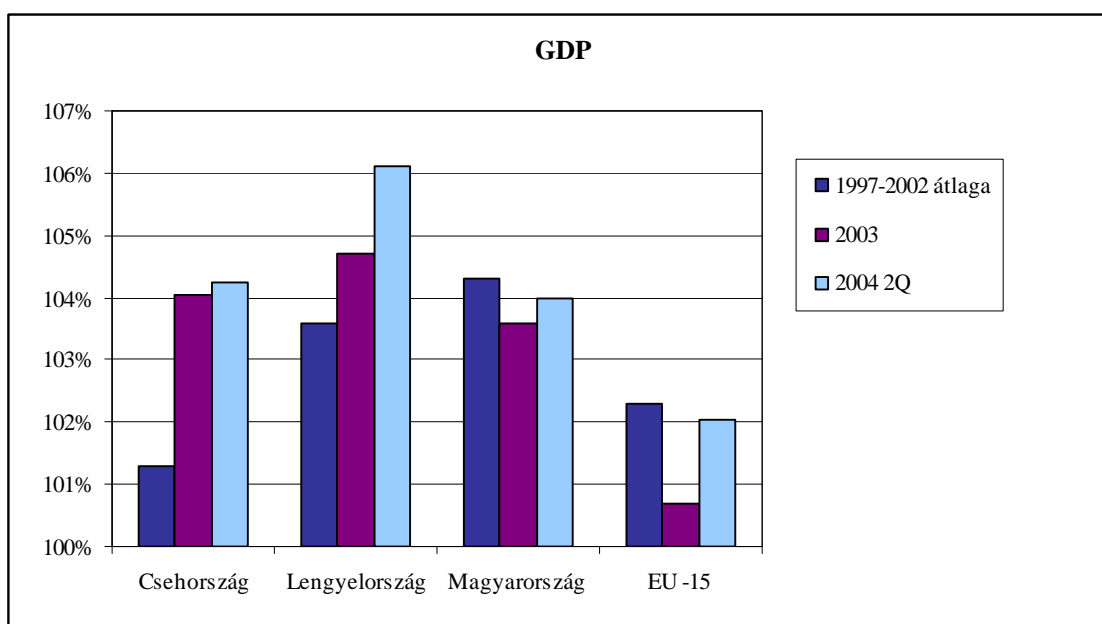
Bár a 2004. évet tekintve az európai tőzsdék teljesítménye vegyes képet mutat, a közép-európai régió egységesen kiemelkedő teljesítményt nyújtott. A régió országainak fejlődése nem csupán GDP növekedésben, de tőkepiaci aktivitásukban is megragadható. Az említett piacokra a jelentős kapitalizáció- és forgalomnövekedés mellett új piaci szereplők megjelenése volt jellemző. A továbbiakban e kedvező folyamatokat Közép-Európa három vezető tőzsdéjének - a Budapesti Értéktőzsdének (BÉT), a Prágai Értéktőzsdének és a Varsói Értéktőzsdének - 2004. évi teljesítményén keresztül mutatjuk be.

Makrogazdaság

A kiemelt országok – Csehország kivételével - már 1997 és 2002 között is dinamikusan fejlődtek, és GDP-jük éves növekedési üteme meghaladta az Európai Unió 15 régi tagállamának teljesítményét.

Ez a tendencia az elmúlt másfél év során is érvényesült, s még szignifikánsabbá vált. A gyorsan fejlődő országok közé felsorakozott Csehország, sőt GDP-növekedésének mértéke meghaladta Magyarországot is. Mint azt az 1. ábra is jól mutatja Lengyelország után, Csehország bruttó hazai termelése is töretlenül növekszik, míg Magyarországon - akárcsak a többi EU-s tagállam esetében - lassuló növekedés volt tapasztalható, melynek egyik oka az EU tagállamokra jellemző regresszív gazdasági hatások begyuruzása volt.

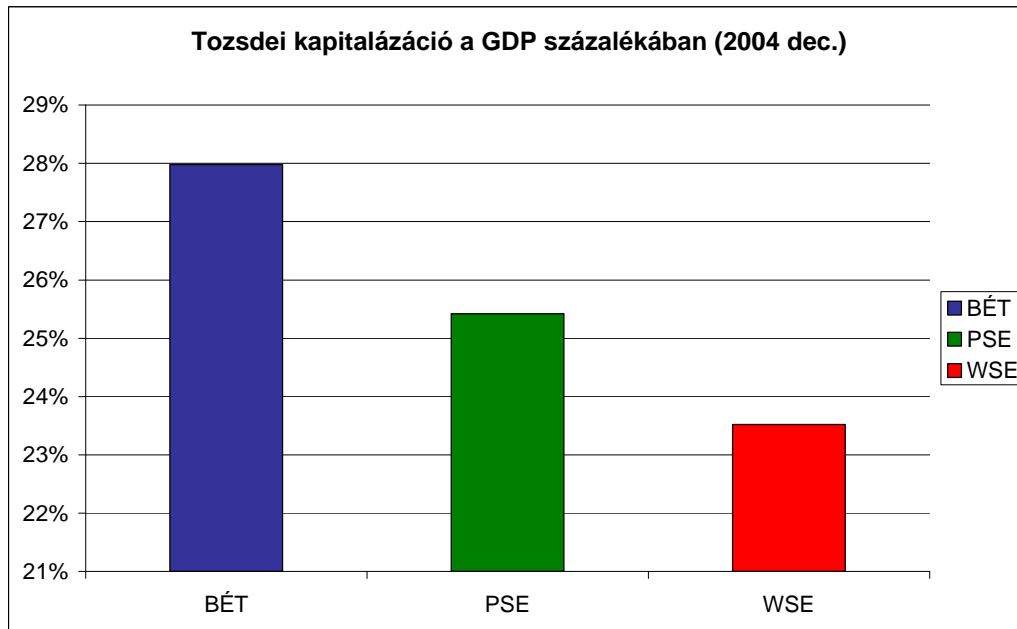
1. ábra



Forrás: Reuters

A három ország tokepiacának a súlyát láthatjuk az alábbi ábrán. A Budapesti Értéktőzsdének van a legnagyobb relatív súlya a régióban, de mindhárom esetben 20 és 30% közé esik a tozsdei kapitalizáció GDP-hez viszonyított súlya.

2. ábra

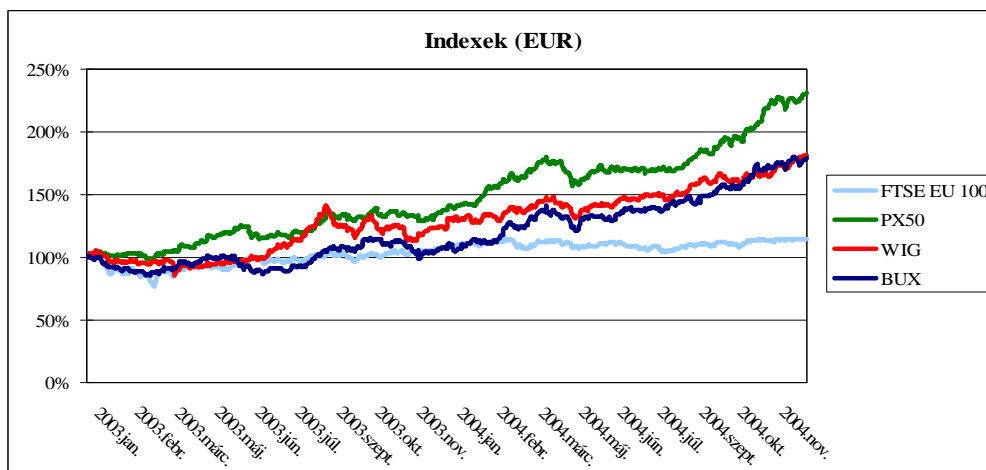


Forrás: Federation of European Securities Exchanges (FESE), Reuters

A három tozsde

Már 2003-ban is kiemelkedő teljesítményt értek el Közép-Európa vezető tozsdéi (Budapest, Prága, Varsó), s a piaci aktivitás 2004-ben tovább nőtt. A három említett tozsde indexei az európai átlagon felül teljesítettek. A Varsói Tozsde hivatalos indexe a WIG 81,53%-ot, a Prágai Tozsde indexe a PX-50 130,7%-ot, míg a BÉT hivatalos indexe a BUX 79,15%-ot emelkedett euró alapon 2003. január 1-hez képest. E három index növekedését hasonlíttja össze a 3. ábra, a 100 vezető európai részvény árfolyamának mozgását aggregáltan mutató FTSE EUROTOP 100 index 2003-2004 évi teljesítményével, mely a vizsgált időszakban 14,73%-kal növekedett.

3. ábra

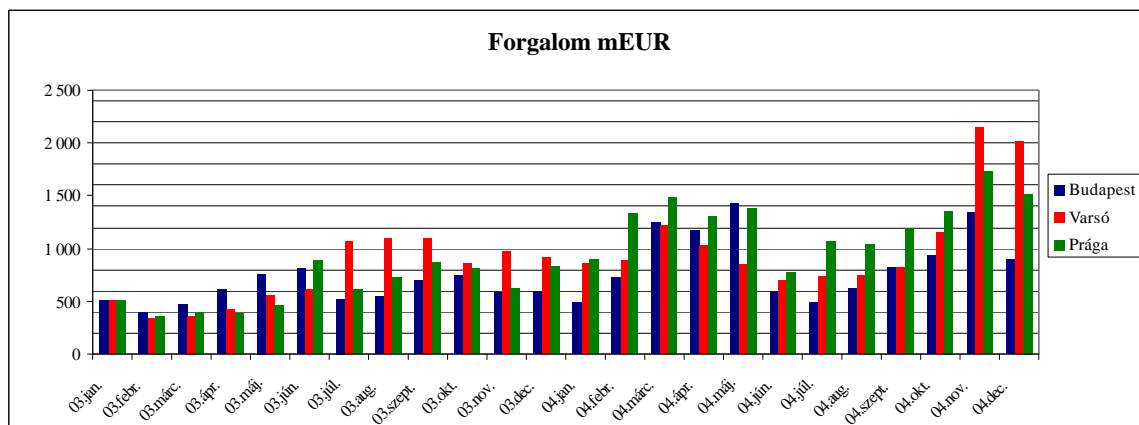


Forrás: Reuters

A régi hüvelykujj szabályt alkalmazva az árak emelkedéséből önmagában nem szabad messzemenő következtetést levonni. A részvényt piac tartós fellendülésének jele ugyanis a növekvő likviditás melletti áremelkedés. A három vizsgált piacon éppen ez figyelhető meg a forgalom alakulásának vizsgálata során.

A három tőzsde részvényforgalmát az alábbi grafikon mutatja.

4. ábra

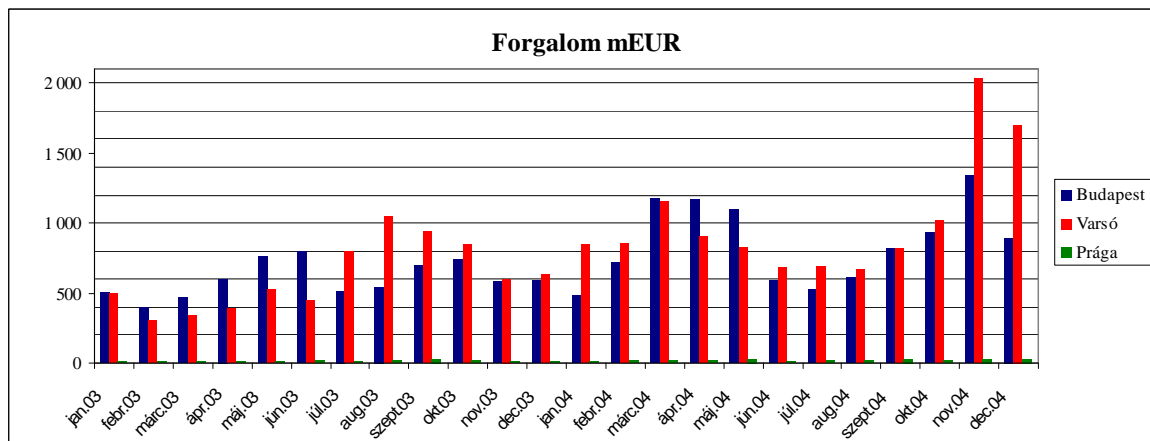


Forrás: FESE

A részvényforgalom 2003-hoz viszonyítva jelentősen nőtt. Szembetűnően megélték a piac március, április, május hónapokban - vagyis abban az időszakban, amikor az osztalékfizetés mértékéről döntenek a kibocsátó vállalatok -, valamint az év végén. Természetesen az érdeklődés – egyebek mellett - a cégek 2003 és 2004 évi jó teljesítményének köszönhető. Összehasonlítva a 2004-es és 2003-as évi havi forgalmait: Prága és Varsó is vegyes képet mutat, míg a BÉT június kivételével folyamatosan jobban teljesített.

Érdekes összehasonlítani a teljes forgalmat az 5. ábrán látható folyamatos kereskedés (ajánlati könyves) forgalmával, amely nem tartalmazza a fix ügyletek eredményeit. (Fix ügylet tulajdonképpen egy tőzsdén kívül kötött ügylet, a tőzsdén keresztül lebonyolítva. Ebben az esetben mind az eladó, mind a vevő meghatározott és a tranzakció lebonyolításáról a piac csak később értesül, így a tőzsdék nem veszik figyelembe a fix ügyleteket az árfolyamszámításnál.)

5. ábra

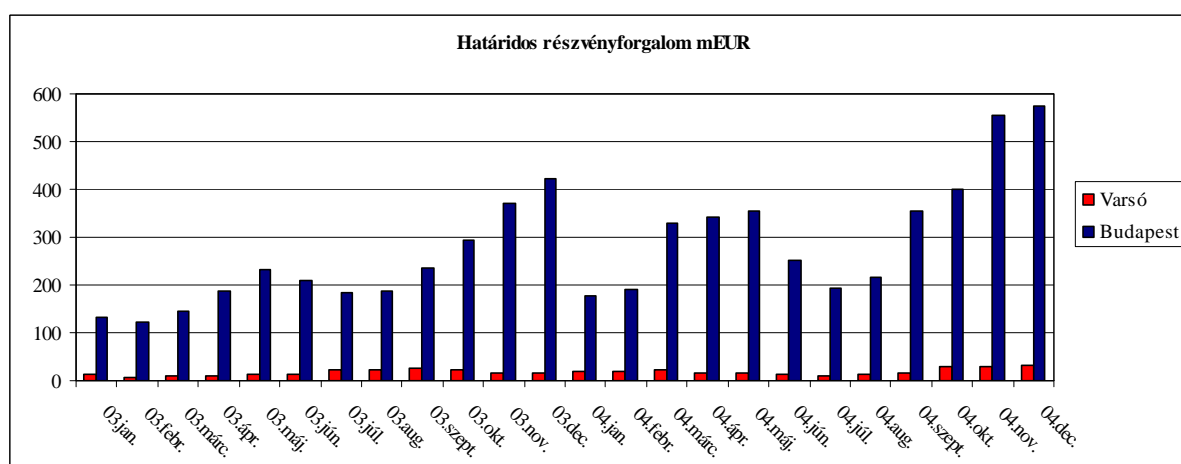


Forrás: FESE

Jól látszik, hogyha csak a folyamatos kereskedés során lebonyolított tranzakciókat vizsgáljuk, a budapesti és a varsói forgalom mellett eltörpül a Prágai Tozsde részvényforgalmának értéke. Ott ugyanis a kereskedés meghatározó része a piac számára kevésbé átlátható módon ún. fix ügyleteken (letárgyalt ügyletek – negotiated deals) keresztül zajlik.

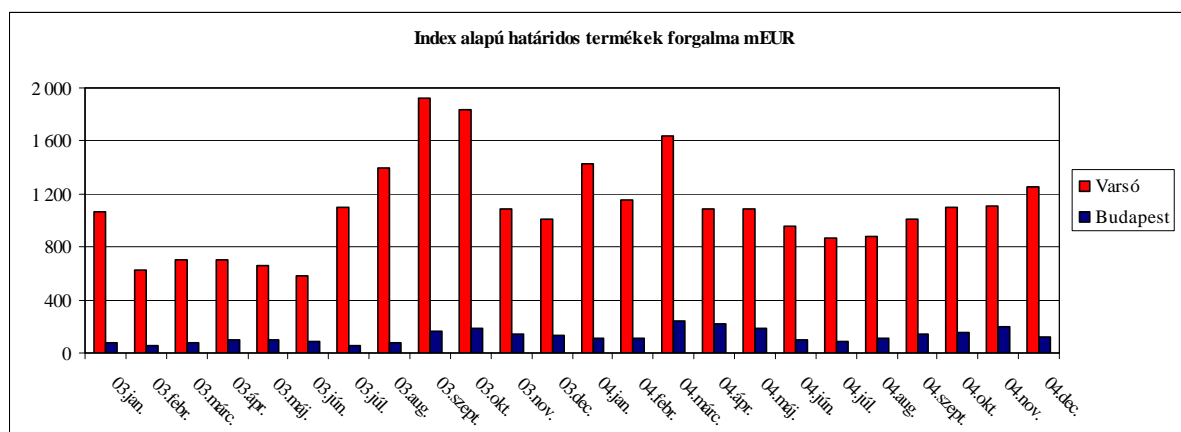
Az azonnali piac mellett a származékos piac forgalma is növekedett a vizsgált időszakban. A határidos részvény és az index alapú határidos termékek forgalmát mutatja az alábbi két grafikon.

6. ábra



Forrás: FESE

7. ábra



Forrás: FESE

Ezt az összehasonlítást csupán a Budapest Értéktőzsde és a Varsói Tozsde esetében tehetjük meg, hiszen a Prágai Tozsde nem rendelkezik származékos piaccal. Míg a határidos részvények esetében a BÉT bizonyult eredményesebbnek, addig az index alapú termékek forgalma Varsóban volt magasabb.

A forgalom értékbeli vizsgálata mellett érdemes a koncentrációra vonatkozó jellemzőket is figyelembe venni. A 2004 áprilisát követő hat hónap során a piaci tokeértékük alapján csoportosított kibocsátók részvényeinek forgalma az alábbi táblázat szerint alakult.

8. ábra

A tozsdei cégek átlagos forgalma és a kereskedés koncentrációja

Kapitalizáció (mrd Ft)	Cégek száma			Átlagos forgalom mFT			Aránya az összforgalomban		
	Varsó	Prága	Budapest	Varsó	Prága	Budapest	Varsó	Prága	Budapest
1 alatt	36	0	15	299,7	-	186,4	0,9%	-	0,1%
1 - 3	46	3	7	717,3	0,2	1 814,2	2,6%	0,0%	0,5%
3 - 10	38	5	9	1 810,9	1,7	3 081,0	5,5%	0,0%	1,1%
10 - 25	32	9	5	3 289,0	8,0	5 170,6	8,4%	0,0%	1,1%
25 - 50	19	7	5	7 714,0	14,5	13 178,1	11,7%	0,0%	2,7%
50 - 100	10	4	4	7 576,5	38,4	20 235,2	6,1%	0,0%	3,4%
100 - 500	15	4	3	18 513,3	37 420,5	146 415,8	22,2%	9,6%	18,2%
500 felett	5	4	3	132 994,8	353 603,5	586 897,5	42,6%	90,4%	72,9%

Forrás: BÉT, PSE, WSE

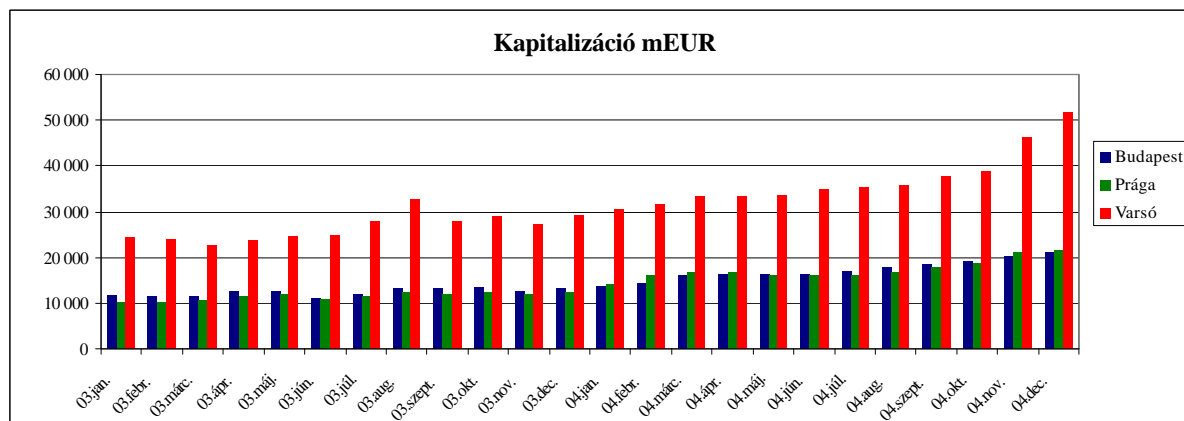
Jól látható, hogy a cseh részvénytőzsde a legkoncentráltabb, a forgalom több mint 90%-a négy értékpapírhoz köthető. A BÉT esetében már jobban eloszlik a forgalom a különböző méretű vállalatok között, s ebben a tekintetben a lengyel piac mutatja a legkiegyensúlyozottabb képet, hiszen ott a legnagyobb öt cég a teljes forgalom alig 43%-át adja.

A piacok likviditásának újabb aspektusát vizsgálhatjuk meg a 8. ábra segítségével, ahol azt láthatjuk, hogy az egyes tozsdéken kapitalizáció szerinti csoportokba osztva mekkora a cégek átlagos forgalma. Azt tapasztaljuk, hogy az 1 milliárd forintnál kisebb cégeket leszámítva minden kategóriában a BÉT-en szereplő cégek átlagos forgalma a legmagasabb. A prágai tozsdén a magas koncentrációnak megfelelően csak a legnagyobb kapitalizációjú cégek esetében van említésre méltó forgalom, ebben a tekintetben meg is előzik a Varsói Értéktőzsdét.

A részvények forgási sebessége Varsóban volt a legalacsonyabb 25,34%, míg Budapesten 50,98%, Prágában pedig 69,4% volt. A Prágai Értéktőzsde esetében azonban ne feledkezzünk meg a fix kötések magas arányáról, melyet figyelmen kívül hagyva a részvények forgási sebessége csupán 1,18% lenne.

A kiemelkedő forgalom mellett mindhárom tozsdén jelentősen emelkedett a kapitalizáció. A vizsgált időszak elejéhez – 2003. január 1. – képest a Budapesti Értéktőzsde részvényeinek piaci tőkeértéke 80,69%-kal, a Prágában jegyzett részvényeké 114,3%-kal, míg a lengyel részvényeké 112,88%-kal emelkedett.

9. ábra

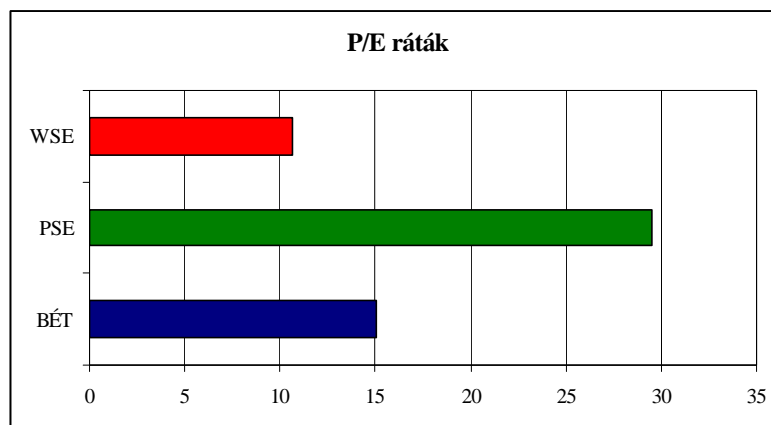


Forrás: FESE

Mint azt az indexek alakulása is jól mutatta: a közép-európai vállalatok jó teljesítményét és ígéretes jövőbeni lehetőségeit a piac jelentos forgalom- és árfolyam-növekedéssel jutalmazta. A kapitalizáció növekedését azonban eltérok okok magyarázzák az egyes országokban. Míg az árak emelkedése mindhárom piacon a piaci érték növekedését vonta maga után, addig ez Varsóban jelentos mértékben kiegészült az új tozsdéi cégek megjelenése miatti kapitalizáció-bövíüléssel.

A tozsdén forgó részvények értékének megítélését jól mutatja a P/E ráta, ami azt mutatja, hogy a részvény ára hányszorosa az egy részvényre jutó nyereségnek. Az alábbi grafikon mutatja a piacok 2004. évi átlagos P/E rátáját.

10. ábra



Forrás: Bloomberg

Míg a budapesti és prágai cégek megítélése 2004-ben a legjobb volt az utóbbi 4 évet tekintve, addig a varsói részvényeket a befektetők az elmúlt évben értékelték a legalacsonyabbra. A Prágában jegyzett részvények a jelentos árfolyam-növekedés következtében kisebb növekedési potenciállal rendelkeznek, mint a magyar vagy az igen alulértékelt lengyel papírok.

Új részvények

Varsói Tozsdé

Lengyelországban már 2003-ban megkezdődött a vállalatok tozsdére áramlása. Akkor 6 új céget, vagyis azok részvényeit vezették be a parkettre. A vállalatok tevékenységi körüket és a bevezetés okait nézve is változatos képet mutatnak. A HOOP SA üdítőital-gyártó, a REDAN SA ruházati és az IMPEL SA nem core business tevékenységek átvételével foglalkozó cégek piaci terjeszkedésük finanszírozása miatt kényszerültek tokebevonásra tozsdéi megjelenés útján. A DUDA SA húsipari vállalat és az SNIEZKA SA – Lengyelország legnagyobb lakk- és festékgyártó cége- mostanra érte el azt a szintet, hogy a 1990-es évek magánvállalkozásaként induló társaság komoly kibocsátóként jelent meg a tokepiacon. Ebben az évben vezették be az első külföldi részvényt, a Bank Austria Creditanstalt részvényeit, melynek elsodleges piaca a Bécsi Tozsdé.

2004-ben 36 részvéennyel bövíült a Varsói Tozsdén kereskedett értékpapírok köre. A bevezetett vállalatok nevét az alábbi táblázat tartalmazza.

11. ábra

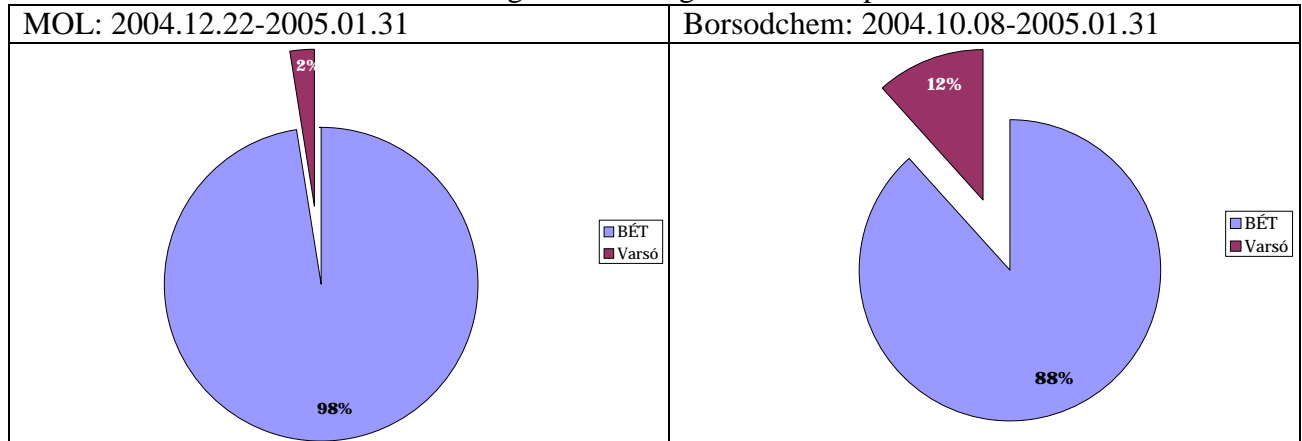
Vállalat	Bevezetés időpontja
ATM Grupa	2004.02.05
Plast-Box	2004.02.27
Betacom	2004.03.19
Doradztwo Gospodarcze DGA	2004.04.20
Techmex	2004.05.19
Inter Cars	2004.05.26
Globe Trade Centre	2004.06.11
JC Auto	2004.06.30
Artman	2004.07.01
Hygienika	2004.07.05
SM Media	2004.07.05
Broker FM	2004.07.14
Ceramika Nowa Gala	2004.07.14
Elstar Oils	2004.07.16
PBG	2004.08.02
Capital Partners	2004.08.20
COMP Rzeszów	2004.09.27
BorsodChem	2004.10.08
ATM	2004.10.15
Swissmed	2004.10.15
WSIP	2004.11.03
Fam	2004.11.03
PKO Bank	2004.11.10
Torfarm	2004.11.22
PEKAES	2004.11.26
Koelner	2004.11.30
CCC	2004.12.02
Praterm	2004.12.06
TVN	2004.12.07
Polcolorit	2004.12.09
IVAX Corp	2004.12.10
BMP AG	2004.12.16
Dwory	2004.12.20
MOL	2004.12.22
Drozapol	2004.12.23
Eurofaktor	2004.12.30

A foleg – a már bevezetett vállalatok méretéhez képest – kis- és közepes kapitalizációjú kibocsátó mellett megjelent több külföldi vállalat is. Mind a négy kibocsátó másodlagos piacának választotta a lengyel tőkepiacot. A BÉT-en is jegyzett BorsodChem és MOL mellett az amerikai székhelyű IVAX Corp. (AMEX) és a német BMP AG bevezetésével a külföldi részvények száma ötre nőtt Varsóban. 18 bevezetés esetében a cél a növekedés és további befektetések finanszírozása, míg a másik két esetben a piaci érték és a vállalat presztízsének növelése volt. A frissen debütált cégek között megtalálható az informatikai, vegyipari, építőipari, kereskedelmi vállalatok mellett a média, sőt a szolgáltatóipar képviselői is. Fontos még megjegyezni, hogy ezeknek az újonnan tőzsdére bevezetett társaságoknak a legtöbbször nem a Lengyelországban most aktuális privatizáció eredményeképpen került a parkettra, hiszen magánvállalkozásokról beszélhetünk. Azonban az év legjelentősebb IPO-ja a PKO Bank privatizációjának eredménye. A 36 új részvény megjelenésével a Varsói Tőzsde részvénytőzsdéjének kapitalizációja több mint 1000 milliárd zlotyival emelkedett.

A MOL és a Borsodchem bevezetése kapcsán fontos megjegyezni, hogy ezen papírok elsődleges legnagyobb likviditású piaca továbbra is Budapesten maradt, hiszen a nagy nemzetközi befektetők preferált piaca továbbra is itt található. Azonban elmondhatjuk, hogy az említett két cég sikeresen elérte a lengyel magánbefektetői réteget.

12. ábra

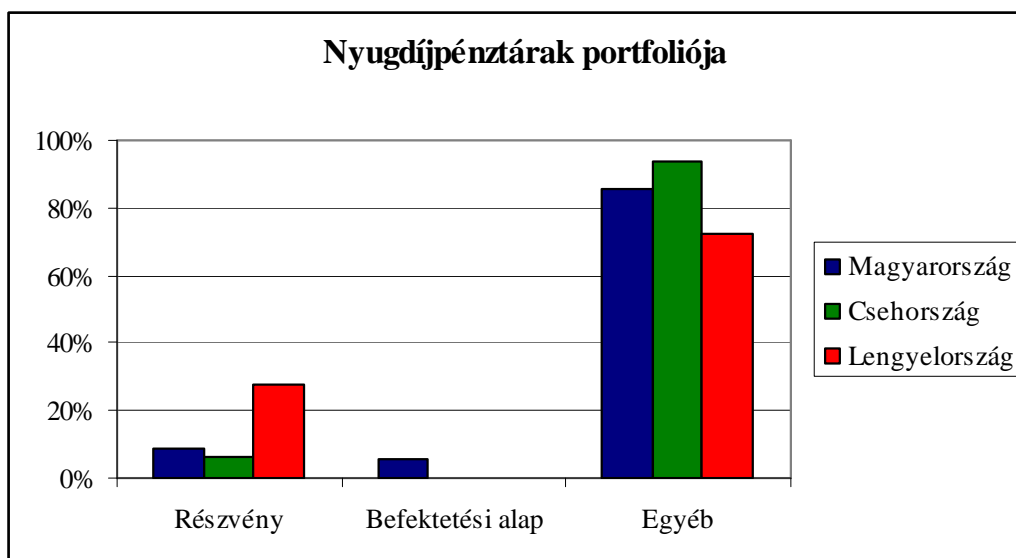
A MOL és a Borsodchem forgalmának megoszlása Budapest és Varsó között



Forrás: BÉT, Reuters

A cégek tömeges tozsdei megjelenése több tényezovel is magyarázható. Egyes vállalatok már két-három éve tervezték részvényeinek bevezetését és a mostani piaci fellendülés hatására tuzték napirendre a bevezetés lehetőségét. A nyugdíjalapokra vonatkozó szabályozások reformja is kedvezoen hatott a lengyel értékpapíriacra. Az új szabályozás szerint a magánnyugdíj-pénztárak vagyonuk 40%-át fektethetik tozsdén kereskedett részvénybe, míg Magyarországon ez az arány 30%, Csehországban pedig csupán 20% lehet. Ezen belül Lengyelországban a külföldi papírok aránya legfeljebb a vagyon 5%-át teheti ki. A szabályozás reformja miatt egyszerűbbé vált magánnyugdíj-pénztár alapítása is. A fo különbség azonban nem a szabályozásból, hanem a szabályok alkalmazásából ered: ugyanis míg a lengyel nyugdíjalapok ki is használják a törvény nyújtotta lehetőséget és eszközeik közel 30%-át részvénybe fektetik, addig Magyarországon ez az érték a 10%-ot sem éri el. Egy 2002. évi felmérésbol jól látszik ez a tendencia. A lengyel nyugdíjpénztárak vagyonuk több, mint 27%-át fektették részvényekbe, míg Magyarországon és Csehországban ez az arány 10% alatt maradt. Ezt mutatja az alábbi táblázat is.

13. ábra



Forrás: OECD

A lengyel kisbefektetők nem csak a nyugdíjpénztárakra figyeltek fel az elmúlt időszakban, hanem – főként az emelkedő árfolyamok hatására - a befektetési alapok is egyre vonzóbb befektetési lehetőségeket kínálnak számukra. A fent említett folyamatok együttes eredménye lehet az, hogy új bevezetések szempontjából a Varsói Tőzsde Európa egyik vezető piaca lett 2004-ben.

Prága

A Varsói Tőzsde kiemelkedő eredményei mellett a Prágai Tőzsde már korántsem büszkélkedhet ennyire. 2003 folyamán új részvényt nem, inkább kötvényeket vezettek be. 2004-ben eddig egy értékpapírral bővült a cseh piacon kereskedett részvények száma. A Hollandiában bejegyzett, de főleg Csehországban és Szlovákiában tevékenykedő ZENTIVA részvényei eddig a Pozsonyi Tőzsdén forogtak. Az egészségügyi termékeket és gyógyszereket gyártó cég azonban júniusban kivonta papírjait a pozsonyi piacról és inkább a cseh tőzsdét választotta. Ezzel a lépéssel kívánta élénkíteni részvényeinek forgalmát.

Budapest

A Budapest Értéktőzsde a 2003-as évet két új bevezetéssel zárta, bár egyik sem tekinthető IPO-nak. A Forrás Rt. törzsrészvényét és osztalékelsőbbégi részvényét is bevezette tavaly augusztusban a BÉT-re. Ennek a kibocsátásnak fő momentumát a kárpótlási jegyek becserélése volt. A 2003-as év másik eseménye az FHB részvények bevezetése volt, melynek során az ÁPV Rt. értékesítette a tulajdonában lévő FHB részvények egy részét. 2004 a Freesoft Rt. IPO-ját hozta a BÉT-nek. Az informatikai szolgáltató cég részvényei 2004 szeptemberétől forognak a Budapesti Értéktőzsdén. A folyamatos kínálatbővítést szolgálja a BÉT Tőzsdeképes Cégek Klubja (TCK) elnevezésű kezdeményezése., A BÉT ezzel is támogatja és nyilvános bemutatkozási lehetőséget biztosít azoknak a vállalatoknak, melyek a közeljövőben tőzsdére szeretnének lépni. A Klubnak jelen pillanatban 30 tagja van, s az így bemutatkozó vállalatok száma egyre bővül. 2005-ben - a várakozások szerint - 4-5 újabb társaság részvényeit vezetik be majd a BÉT-re, melyek közül talán az első a TVNetWork Rt. lehet, mely a közelmúltban jelezte, hogy 2005 folyamán tervezi papírjai tőzsdei bevezetését.

Készítette: Marczell Zsófia, BÉT