

Nokia – spekulatív vétel

technológiai szektor

Belépési pont: 6,40 euró Kiszállási pont: 7,85 euró Stop-loss: 6,09

Mozgalmas heteket tudhat maga mögött a finn Nokia, hiszen térképüzletág (HERE) eladásának bejelentése előbb csúcsra lökte az árfolyamot, majd a francia Alcatel-ért tett felvásárlási ajánlat és a vártnál gyengébb első negyedéves eredmények publikálása után megijedtek a befektetők és komolyan beütötték a finn cég árfolyamát. Az Alcatel felvásárlása nyomán keletkező szinergia hatások kiaknázása és a térképüzletágért kapott összeg ésszerű elköltése azonban újra észak felé kormányozhatja az árfolyamot meglátásunk szerint.



A Nokia első negyedéves számai bevétel soron még megverte a várakozásokat, ugyanakkor az operatív profit alulteljesítése komoly meglepetés volt a piac számára. A háttérben a hálózati üzletág gyenge teljesítménye állt, ami cégszinten a legfontosabb egységnek számít. A megugró költségek mellett a problémát az értékesítések eltolódása okozta az alacsonyabb profitabilitást biztosító hardware szegmens irányába – a szegmens profit marzsa ugyanis 9,3%-ról 3,2%-ra esett a gyorsjelentés szerint.

Millió EUR	2015 Q1	Várakozás	2014 Q1	év/év alapú változás
Bevétel	3 196	2 980	2 664	+20,0%
Bruttó fedezeti szint	42,5%	-	45,6%	-310bps
Operatív profit	265	298	305	-13,1%
EPS (EUR)	0,050	0,049	0,040	+25,0%

Forrás: Nokia Investors, Erste



Ne maradjon le, értesüljön időben a piaci mozgásokról!

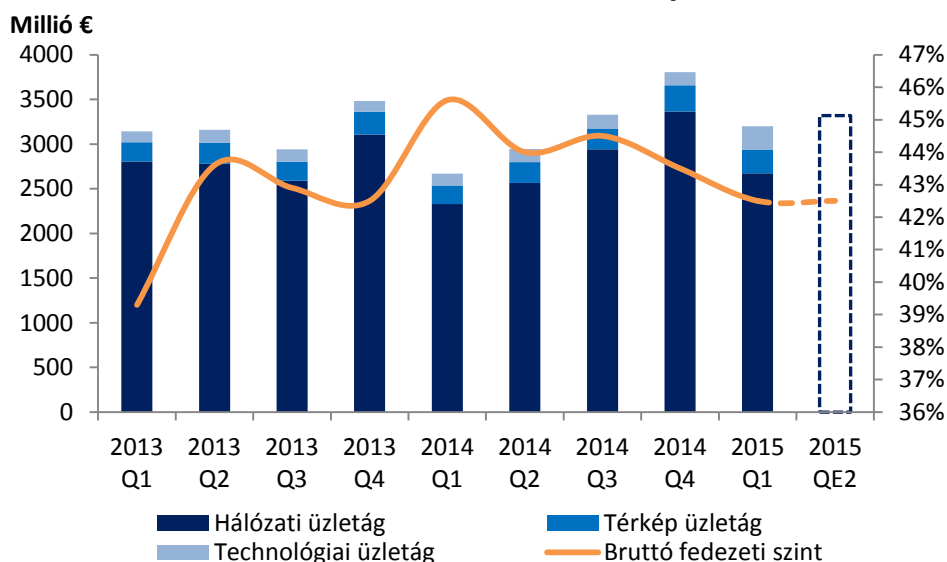
Díjmentes, egyedi árfolyam értesítések az Erste Marketen!

➔ Részletek

Gyorsjelentés számai

A cégszintű árbevétel éves alapon 20%-kal tudott növekedni, ezzel elérve a 3,2 milliárd eurót. A hálózati üzletág 15%-kal, a térkép üzletág 25%-kal, míg a technológiai üzletág 103%-kal növelte bevételeit. Utóbbi esetében a különböző licenzekhez köthető megállapodások hozták a legtöbbet a konyhára.

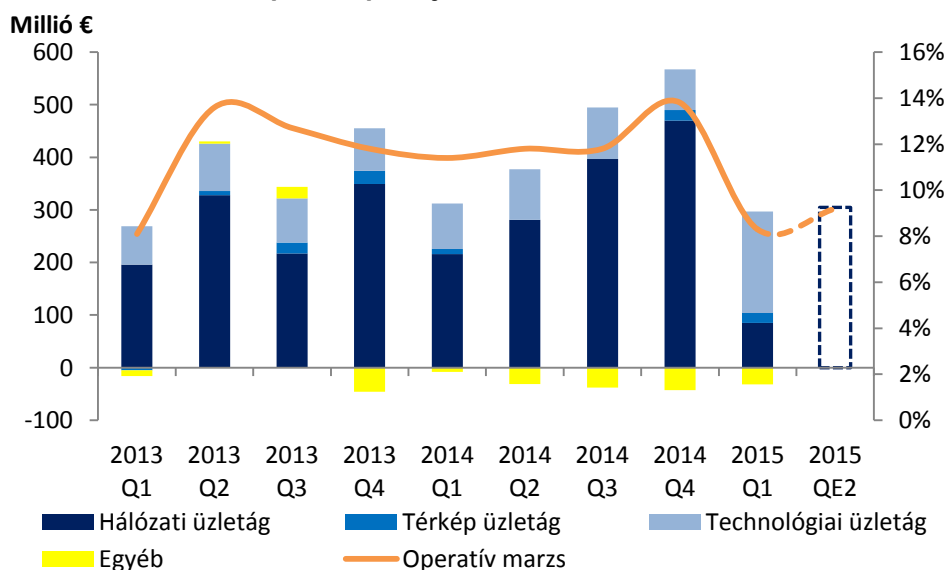
A Nokia árbevételének és bruttó fedezeti szintjének alakulása



Forrás: Nokia, Bloomberg, Erste

A bevezetőben is említett hálózati üzletág profitabilitásának összeomlása az alábbi ábrán egyértelműen tetten érhető, illetve az előbb említett technológiai üzletág előretörése is. A Bloomberg által gyűjtött elemzői becslések szerint a következő negyedévben újra emelkedésnek indulhat az operatív marzs, ami egybeesik a menedzsment prognózisaival is, hiszen a hálózati üzletág esetén 8-11%-os értékkel kalkulálnak a teljes évre nézve.

A Nokia operatív profitjának és marzsának alakulása



Forrás: Nokia, Bloomberg, Erste

Alcatel felvásárlás sarokpontjai

A két cég között megszületett szándéknyilatkozat, mely kiterjed az Alcatel részvények (ADR-ek is) mellett az átváltható kötvényekre is, még nem minősül kötelező érvényű ajánlatnak. Az új cégben a régi részvényesek 66,5%-os, míg az Alcatel tulajdonosai 33,5%-os részesedéshez juthatnának.

A Nokia részvényesek és a versenyzhatóságok jóváhagyása után szavazhatnak majd csak az Alcatel részvényesei az ajánlatról. Ennek időpontja egyelőre nem ismert, de figyelembe véve, hogy a finn cég 2016 első felében lezárna a tranzakciót az idei év végén vagy a jövő év elejére tippelnénk.

Az Alcatel menedzsmentje egyértelműen támogatja a frigy létrejöttét, azonban a második legnagyobb részvényes, az 5%-os tulajdonrészrel bíró Odey Asset Management szerint túlságosan alacsony árat kínált fel a Nokia. Nem tetszésének hangzott is adott azzal, hogy levelet kíván küldeni az Alcatel befektetőinek, melyben arra kéri őket, hogy ne ajánlják fel részvényeiket a felvásárlás során. Ha a részvényesek 51%-a felajánlja értékpapírjait *(átváltható kötvényeket is beleszámítva)* a Nokiónak, akkor a felvásárlás elé nem gördülhet már más akadály – véleményünk szerint az Odey Asset Management nem fogja tudni meggyőztetni az ügyletet kalóz akciójával.

A Nokia készpénz helyett az újonnan születő cégből részesedést ajánlott fel, mégpedig úgy, hogy 1 darab Alcatel-Lucent részvényért cserébe 0,55 Nokia részvényt adna.

Ajánlati ár és cégérték számítás az Alcatel részvényeire

Alcatel részvényekre tett ajánlati ár <i>(Nokia április 13-i záró ára alapján)</i>	4,27 €
Hígított részvénytársam (millió darab)	3 218
OCEANE átváltható kötvény (millió darab)	426
Teljes hígított részvénytársam (millió darab)	3 643
Cégérték (millió euró)	15 570
2019 és 2020-as OCEANE kötvények névértéke (millió euró)	-1 149
Kiigazított cégérték (millió euró)	14 421
Egy részvényre jutó kiigazított cégérték	4,48 €

Forrás: Nokia, Erste

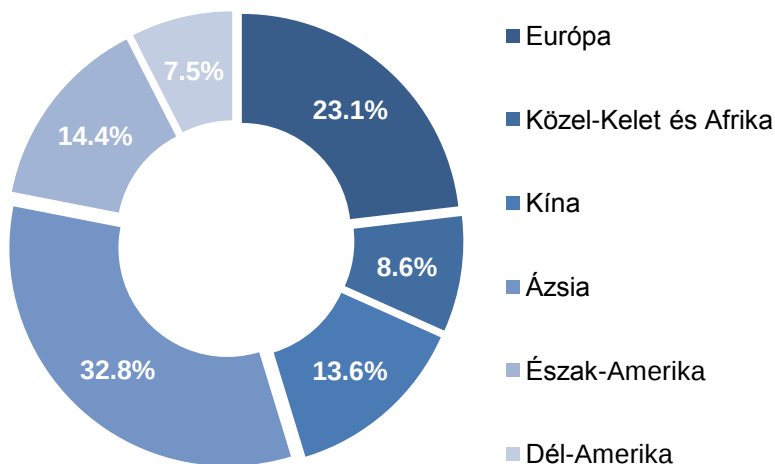
A fenti számítások alapján az Alcatel értékét 15,57 milliárd euróra teszi a Nokia. Az egy részvényre jutó 4,27 eurós ajánlati ár az előző napi záró értékhez képest 16%-os, az 1 havi átlagárhoz képest 24%-os prémiumot jelentett az adott napon. A konstrukció negatívuma, hogy a Nokia részvények esésével párhuzamosan az átszámított ajánlati ár is csökken.

Mit nyerhet ezzel a Nokia?

Elsősorban **új piacokat**. A Nokia szerint ugyanis az általa megcélozható piacok nagysága 84 milliárd euró volt, ez a felvásárlással 130 milliárd euróra bővíthetne.

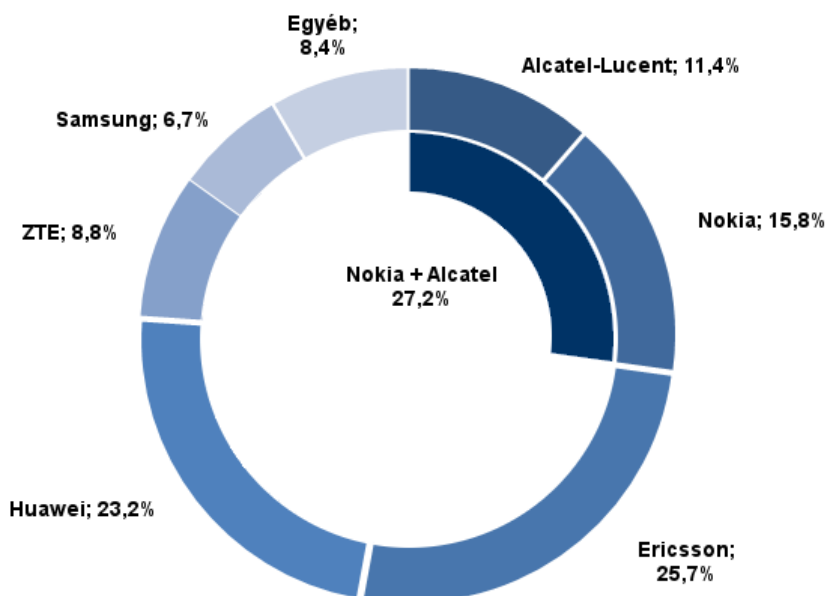
Jelen pillanatban a Nokia elsődleges piacának Európa és Ázsia számít az árbevétel alapján, lásd a következő oldali ábrát. Az összeolvadás után komoly befolyást szerezhetne Amerikában is a cég, mivel az Alcatel bevételeinek 44%-a Észak-Amerikában képződik, miközben ez az érték a finn cégnél jelen pillanatban csupán 15%-os részt hasít ki.

A piaci szegmentáció mellett a termékszerkezetben is változás állhatna be, ugyanis a hálózati üzletág fejlesztései mellé be lehetne emelni az Alcatel által kínált nagyobb marginnal rendelkező integrált IP megoldások mellett a legújabb iparági trendbe sorolható felhő alapú szolgáltatásokat is.

A Nokia bevételeinek földrajzi megoszlása


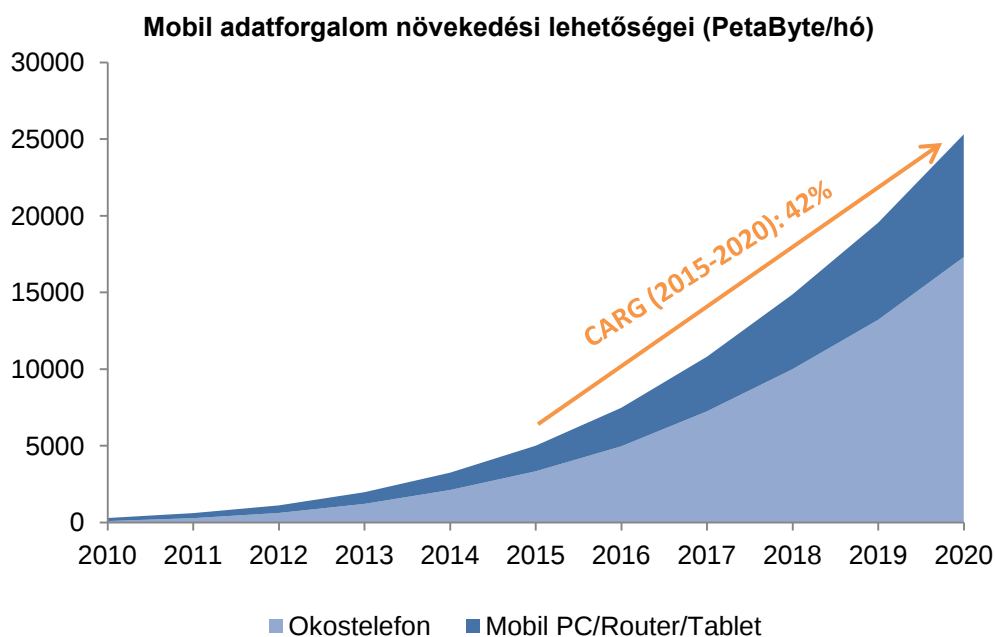
Forrás: Nokia, Erste

Nem szabad azonban szó nélkül elmennünk a mellett, hogy mit sem ér az új piacra való belépés **növekedési lehetőségek** nélkül. Az IDC statisztikái szerint a hálózati eszközgyártók piacán az egyesülésnek hála a legnagyobb piacrészesedéssel rendelkező cég születne meg, megelőzve az Ericsson-Huawei párost.

Hálózati eszközgyártók piaci részesedése árbevétel alapján (2014)


Forrás: IDC, Erste

A hálózatok fejlesztésének szükségességét a **növekvő adatforgalom** adja. Az iparági elemzők szerint 2015 és 2020 között átlagosan 42%-kal bővíthet a mobil eszközök adatforgalma. A háttérben nem csak az egy előfizetésre jutó adatforgalom növekedése áll, hanem az okostelefon előfizetések számának emelkedése is. Az élményben pedig ki más, mint az ázsiai országok helyezkednek el, itt 2020-ig több mint 6-szorosára nőhet az adatforgalom.



Forrás: Ericsson, Erste

Lássuk mit is jelenthetne ez a tranzakció a számok nyelvén. A főbb **pénzügyi sorok** a következőképpen alakulnának. A két cég együttesen tavaly 25,9 milliárd eurós bevétel mellett 2,3 milliárd eurós üzemi eredményt ért volna el, amihez évi 900 millió eurós szinergiahatás is társulhatna, továbbá a pénzügyi kiadások is csökkenhetnének közel 200 millió euróval 2017-ig.

Főbb pénzügyi tételek változása konszolidáció esetén

Milliárd euró	Nokia	Alcatel	Konszolidált
Bevétel	12,7	13,2	25,9
Operatív profit	1,6	0,6	2,3 / 3.2*
Operatív profit marzs	12,8%	4,7%	8,7% / 12,3%*

Forrás: Nokia, Erste

*900 millió eurós éves szinergiahatást is figyelembe véve

A készpénzállomány megugrása mellett az eladósodottsági mutató értéke sem növekedne a hitelfelvétel nélküli tranzakció miatt, ami kedvezően hathatna a társaság adósságának minősítésére, azaz visszakerülhetne a cég a befektetésre ajánlott kategóriába. Jelen pillanatban a Standard & Poor's hitelminősítőnél „BB+”, a Moody's esetében „Ba2” besorolás mellett forognak a vállalat kötvényei. Az első esetben 1 fokozatra, a második esetben 2 fokozatra van a befektetésre ajánlott kategóriától a cég.

Készpénzállomány változása konszolidáció esetén

Milliárd euró	Nokia	Alcatel	Konszolidált
Készpénz állomány	7,7	5,6	13,3
Adósság	-1,9	-3,9	-5,8
Nettó készpénz állomány	5,8	1,7	7,5
Részvényárfolyam százalékában (2015.04.13 záróár alapján)	20,1%	13,8%	26,0%

Forrás: Nokia, Erste

Térképüzletág értékesítése

A Nokia térképüzletága igen kelendőnek számít az autógyártók körében, legalábbis az elmúlt hetekben felröppent hírek erről tanúskodnak. A finn gyártó még az Alcatel felvásárlás előtt bejelentette, hogy megfelelő ajánlat esetén hajlandó megválni a HERE névre keresztelt üzletágától, ami a menedzsment szerint 2 milliárd eurónyi értéket képvisel a cégben.

Az Uber elviekben 3 milliárd dollárt fizetne az üzletágért, amit a Facebook már használ, az Apple pedig egyelőre csak szeretne. A felvásárlási versenybe több autógyártó is beszállna (Mercedes, Audi, BMW) konzorcium formájában, de egyelőre még pontos ajánlati árral nem szolgáltak. A pletykák szerint fejenként 700 millió eurót áldoznának az ügyletre, ami azt jelentené, hogy újabb cégeket kellene a kalapba bepakolni, hogy ténylegesen versenyben maradjanak a licit során.

A kínai Tencent Holdings és NavInfo, valamint a svéd EQT Partners, mint potenciális érdeklődő nevével is találkozunk az éterben, még hozzá egy 4 milliárd dolláros összeg kíséretében.

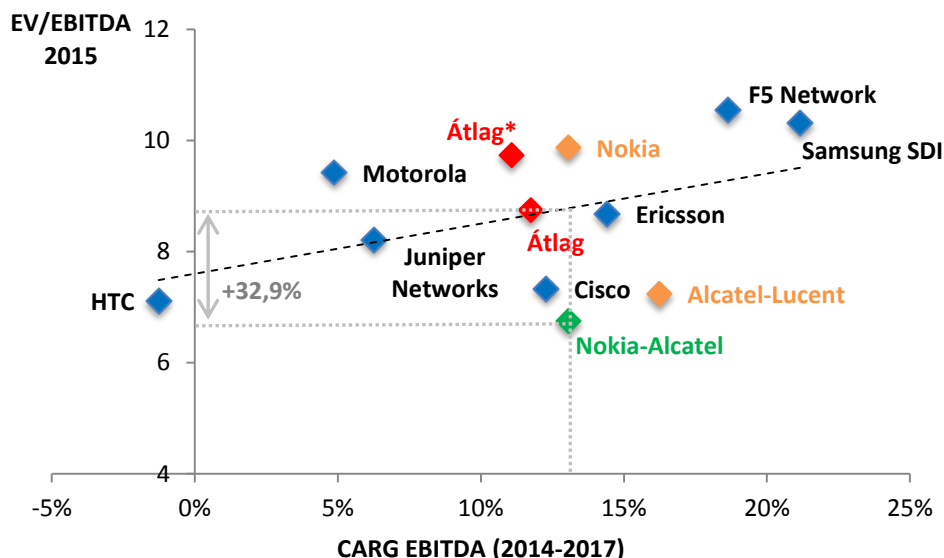
Utóbbi összeg még az euróra történő átkonvertálás után is közel kétszeres lenne a Nokia által meglobogtatottnak. Ez sok vagy kevés? Nos, ha előállítunk egy P/S (Price/Sales) alapú mutatószámot, akkor 3,5-3,6-os értéket kapunk.

A hasonló területen tevékenykedő TomTom ezzel szemben 2,43-as, a Garmin pedig 3,04-es P/S rátán forog jelen pillanatban a Bloomberg adatai szerint. Egy szóval vastagon fogna az a bizonyos ceruza, hiszen a befolyó összeg *(adók levonása előtt)* részvényenként közel 1 eurót jelentene.

Értékeltség

A felvásárlási célpontként funkcionáló Alcatel-Lucent alulértékeltségéhez kérdés sem férhet az alábbi ábra alapján. A reorganizációs folyamatok kellős közepén tartó cég talpra állásában nem mindenki hisz, így talán érthető a jelentős diszkont alkalmazása (20,8%).

A Nokia esetében ezzel szemben közel 11,5%-os prémiumot láthatunk az átlaghoz képest *(nem tartalmazza a ZTE számait)*.



Forrás: Bloomberg, Erste

*Kiigazítva a közvetlen versenytárs ZTE értékeivel is (CARG EBITDA: 5,05%, EV/EBITDA: 18,62), ami nem került feltüntetésre alapesetben, ugyanis kiugró értéke jelentősen torzította volna a minta illeszkedésének helyességét.

Mindennek ellenére úgy gondoljuk, hogy az esetleges egyesülés okozta szinergia hatások beépülésével a túlértékeltség pillanatok alatt eltűnne (lásd az ábrán) és közel 33%-os alulértékeltségbe fordulna át az árazás, ezért érdemes a vételekben gondolkodni.

Fogalmak

P/E = P / EPS = Price / Earning Per Share = A részvényárfolyam osztva az egy részvényre jutó eredménnyel

EPS = A vállalat nettó eredménye osztva a forgalomban levő részvények számával

Megmutatja, hogy a részvényvásárlással eszközölt befektetésünk hány év alatt térül meg nettó eredmény szinten.

Az alacsony PE mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) az eredménye csökkenni fog az adott vagy az elkövetkező években.

A magas PE mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) magas eredménybővülés várható az adott és/vagy az elkövetkező években.

EV/EBITDA = Enterprise Value / Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization

EV = Piaci kapitalizáció+ nettó adósság

Piaci kapitalizáció = Részvény szám szorozva az árfolyammal

Nettó adósság = Rövid és hosszú távú adósság összege mínusz a cég készpénzállománya

EBITDA = Operatív eredmény és az amortizáció összege

Operatív eredmény = A nettó eredmény, a kisebbségi részesedés, az adó és a pénzügyi eredmény összege = Az értékesítés árbevétele csökkentve a cég működési költségeivel.

Megmutatja, hogy a cég működéséből keletkező eredményből hány év alatt lehetne kifizetni a részvényeseket és a hitelezőket.

Az alacsony EV/EBITDA mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) a cég bruttó készpénztermelése az elkövetkező években csökkenni fog.

A magas EV/EBITDA mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) a cég bruttó készpénztermelése az elkövetkező években növekedni fog.

P/BVPS = Price per Book Value Per Share = A részvényárfolyam osztva az egy részvényre jutó könyvszerinti eszközértékkel

BVPS = Book Value Per Share = Könyvszerinti érték osztva a részvénytárral

Könyvszerinti érték = A cég sajáttőkéje

Megmutatja, hogy hányszorosa fizeti a piac a tulajdonolt eszközök piaci értékének (más szavakkal: ha felszámolnánk a céget, akkor a hitelezők kifizetése után rendelkezésre álló pénz hány-szorosa fizetjük ki az adott árfolyamon vásárolt részvény esetén).

Az alacsony P/BVPS mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) a sajáttőkére vetített megtérülés – azaz a nettó eredmény osztva a saját tőkével – alacsony, azaz kisebb, mint az elvárt hozam (esetleg negatív - azaz veszteség), amely általában az adott ország kockázatmentes kamatlábánál 0-5% ponttal nagyobb hozamot jelent.

A magas P/BVPS mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) a sajáttőkére vetített megtérülés – azaz a nettó eredmény osztva a saját tőkével – magas, azaz magasabb, mint az elvárt hozam, amely általában az adott ország kockázatmentes kamatlábánál 0-5% ponttal nagyobb hozamot jelent.

Az Erste Brókerek munkanapokon 8:30 és 22:00 óra között várják tőzsdei megbízásait telefonon:

Angyal Krisztián	1-235-5852	Farkas László	1-235-5895	Kis Dániel	1-235-5873
Balog Enikő	1-235-5114	Háhn Gábor	1-235-7564	Kovács Zsolt	1-235-5175
Baráth Tibor	1-235-5854	Hanzli Judit	1-235-5886	Lojis László	1-235-5849
Bereczk Zoltán	1-235-5860	Kababik József	1-235-5124	Rácz Gábor	1-235-5857
Bézsényi Zoltán	1-235-5855	Kéri Lajos	1-235-5874	Varjú Péter	1-235-5111
Czene Tamás	1-235-5121	Kincse Áron	1-235-5858	Visnyai Zoltán	1-235-5153

Honlap: www.ersteinvestment.hu, www.erstemarket.hu e-mail: info@ersteinvestment.hu

A kiadványban foglalt információk az Erste Befektetési Zrt. - 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: E-III/324/2008 és III/75.005-19/2002, tőzsdedetagság: Budapesti Értéktőzsde és Deutsche Börse (Társaság) által hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azokért a Társaság szavatosságát vagy felelősséget nem vállal. A kiadványban foglaltak nem minősíthetők befektetésre való ösztönzésnek, befektetési tanácsadásnak, értékpapír jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó felhívásnak vagy ajánlatnak. A tőkepiaci és makrogazdasági helyzetet, a befektetések és azok hozamai alakulását olyan tényezők alakítják, melyre a Társaságnak nincs befolyása, a befektető által hozott döntés következményei a Társaságra nem háríthatók át. A kiadványban foglaltak – teljes vagy részleges – felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a Társaság előzetes írásos engedélyével lehetséges. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.ersteinvestment.hu, ügyletek előtti tájékoztatásról szóló Hirdetményben.

A kiadvány nem a befektetési elemzések függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, nem vonatkozik rá a befektetési elemzések terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.
