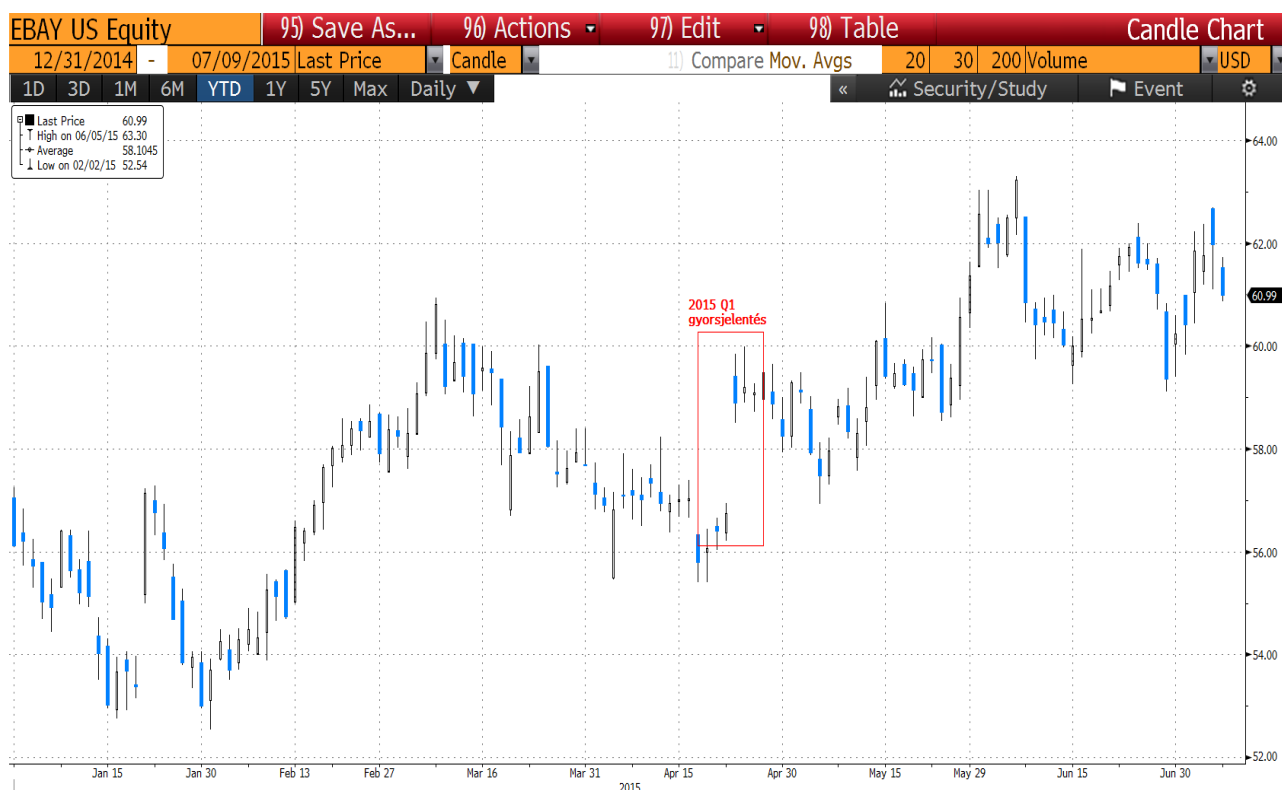


eBay – PayPal szétválás

Hamarosan különálló sztoriként is le lehet kereskedni a PayPal sztorit, miután leválasztják a céget az eBay-ről. A közelgő társasági eseménytől nem csak Carl Icahn arcára ült ki a mosoly, hanem a befektetőkére is, hiszen az időközben bejelentett on-line pénzváltással foglalkozó cég felvásárlása további értéknövekedést hozhat a részvényeseknek.



Szétválasztás technikai részletei:

- Azon ügyfelek, akik július 6-a előtt rendelkeztek eBay részvénnel automatikusan kaptak a meglévő részvény mellé egy PayPal részvényt is.
- Július 6-17 között technikai értelemben már két különböző sorozat alatt futnak a papírok. Az „EBAYV US Equity” ticker alatt futó részvény nyitóára 24 dollár volt (*PayPal jog nélküli sorozat*), míg a „PYPLV US Equity” tickerrel ellátott részvény ára 38 dolláron debütált. A két részsorozat árfolyamának összege természetesen ki kell, hogy adja az „EBAY US Equity” ticker alatt futó eredeti részvény árát.
- A PayPal részvények július 17-én kerülnek az ügyfelek számlájára.
- Az első kereskedési nap július 20-a lesz a PayPal életében (*ticker: PYPL*).



Ne maradjon le, értesüljön időben a piaci mozgásokról!

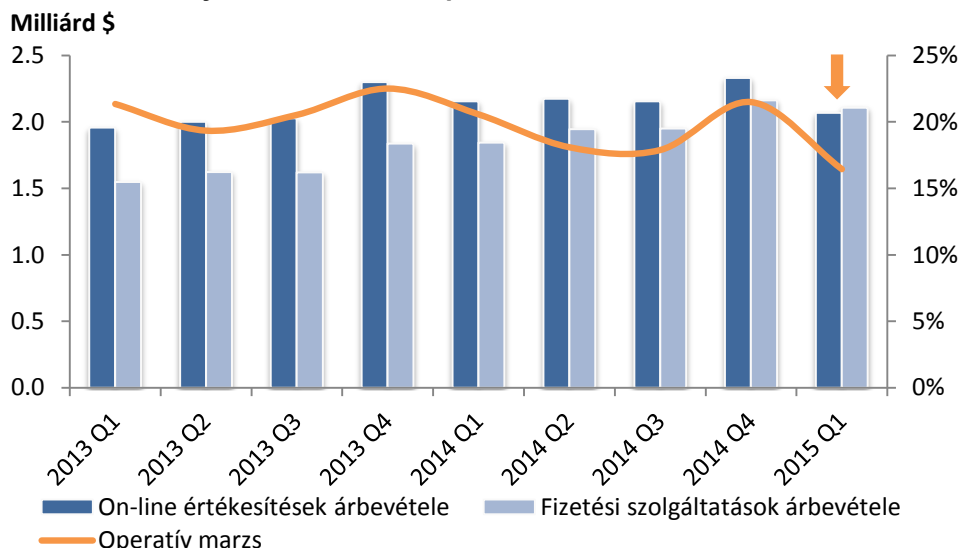
Díjmentes, egyedi árfolyam értesítések az Erste Marketen!

➤ **Részletek**

Pénzügyi helyzetkép

Az eBay és a PayPal növekedési lehetőségeinek különbözőségét jól mutatja az alábbi ábra, mely a bevételek alakulását mutatja negyedéves bontásban. A legutolsó negyedévben már a fizetési szolgáltatások bevételei meghaladták az on-line piactér bevételeit.

eBay bevételeinek és operatív marzsának alakulása

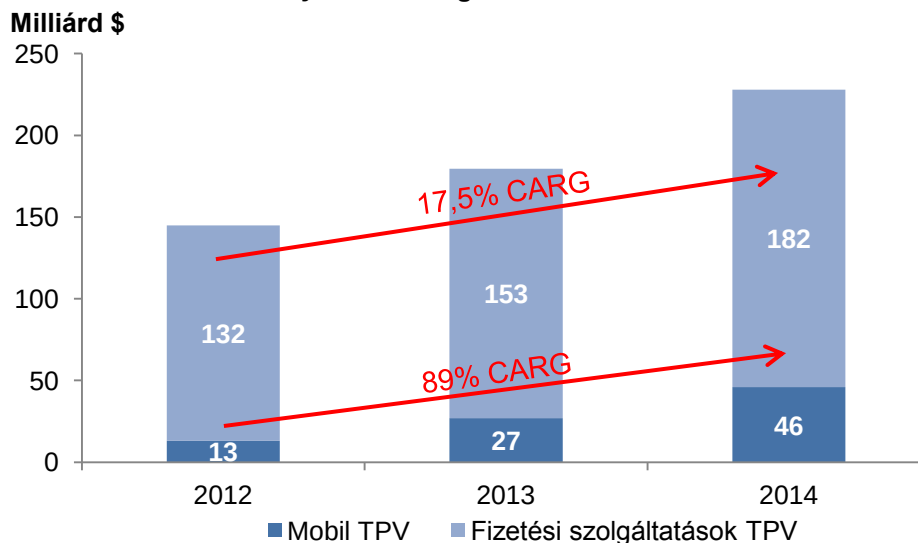


Forrás: eBay negyedéves beszámolók, Erste

A különbség a későbbiekben is fennmaradhat a menedzsment szerint, ugyanis középtávon 15%-os árbevétel növekedést tervez, ami könnyen meg lehet látva az on-line fizetések piacának lehetőségét. Nem véletlen fizetett a cég készpénzben 890 millió dollárt a Xoom nevű on-line pénzváltással foglalkozó cégért (32%-os prémium), illetve 280 millió dollárt a Paydiant nevű startupért sem.

A mobilfizetések térnyerése mellett sem mehetünk el szó nélkül, ugyanis a benne rejlő potenciál és a cégszintű nettó fizetési forgalomból immáron 20%-ot kihasználó súlya is iránymutatással szolgál a jövőre nézve.

eBay fizetési forgalmának alakulása



Forrás: eBay éves jelentések, Erste

*TPV (Net Total Payment Volume): Cégszintű nettó fizetési forgalom

**CARG (Compound Annual Rate Growth): éves átlagos növekedési ütem

Persze szép dolog a növekedés, de mit sem ér, ha nem társul hozzá magas megtérülés. Nos, ha csak az on-line értékesítések (*eBay alaptervékenysége*) operatív profitját hasonlítjuk a bevételekhez, akkor 39,2%-os operatív profit marzsot kapunk a legutolsó negyedéves adatok alapján. Ehhez képest az PayPal operatív profit marzsa csupán 15,1%-ot tett ki.

A tranzakció egyik sarokpontja, hogy az eBay 3,8 milliárd dollárnyi készpénzt is átad a PayPal részére, ezzel, kicsivel több, mint 6 milliárd dollárra duzzasztva a cég készpénzállományát. A magasabb cash flow termelő képesség és készpénzállomány még jól fog jönni a jövőbeli felvásárlások alkalmával.

Kockázatok

Carl Icahn már a tavaly szeptemberi bejelentés előtt (*spin-off*) igyekezett nyomást gyakorolni a menedzsmentre, hogy mielőbb hajtsa végre a leválasztást, ezzel értéket teremtve a részvényeseknek. A befektetési guru kezében a legfrissebb adatok alapján 3,81%-nyi eBay részvény (46.271.370 darab) van, ezzel pedig a negyedik legnagyobb részvényes címet birtokolja, azaz ha eladja a kezében lévő mennyiséget, akkor azzal átmenetileg megijesztheti a befektetőket.

A másik problémát az erősödő verseny jelenti, ugyanis az ApplePay, a Google AndroidPay vagy éppen az AliPay is mind-mind szeretne egy vastag szeletet kihalítani a piacból. Ráadásul a hagyományos kártyatársaságok is egyre nagyobb aktivitást mutatnak ezen a területen.

Értékeltség

A legutóbbi négy negyedév adatait (*TTM*) felhasználva próbáltuk meghatározni a cégértéket. Az EV/Sales és az EV/EBITDA mutató mentén kapott cégértékek mind a két esetben eltérést mutatnak az eBay piaci értékéhez képest.

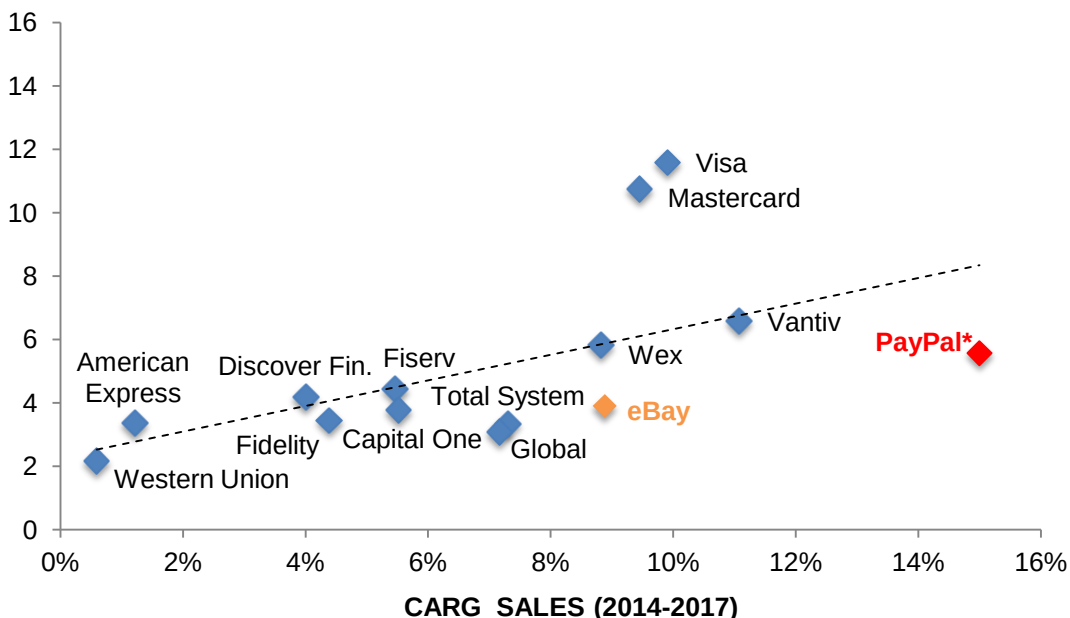
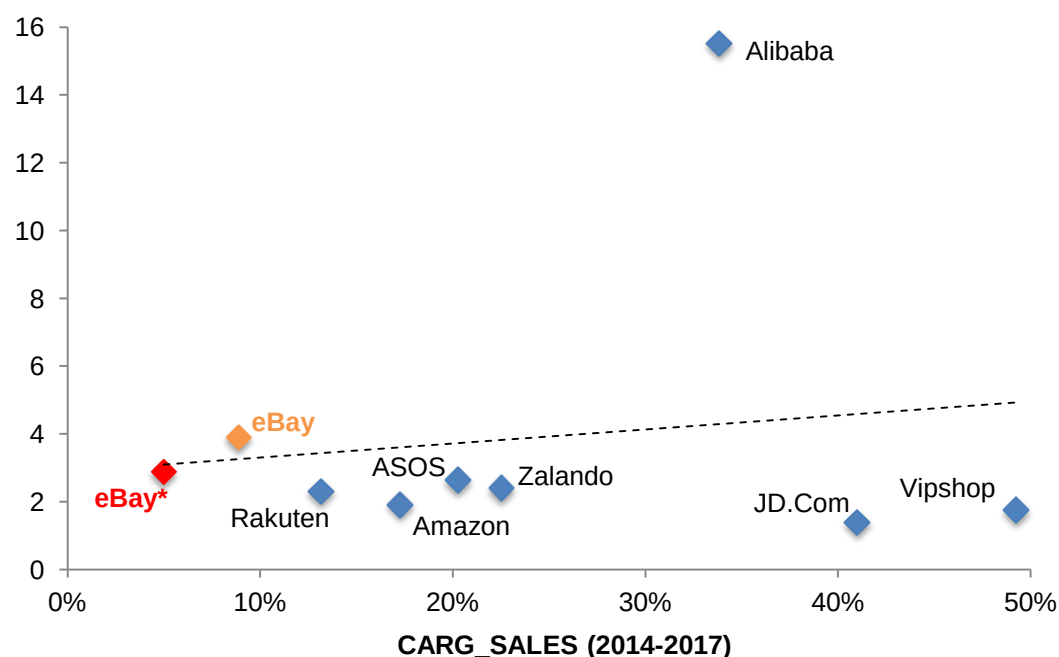
Millió dollár	Ebay (on-line kereskedő cégek)	PayPal (fizetési rendszerek)
Iparági EV/Sales	2.36	3.84
Árbevétel	\$8,731.00	\$8,167.00
Becsült cégérték	\$20,614	\$31,401
Iparági EV/EBITDA	37.76	11.64
EBITDA	\$3,220	\$1,784
Becsült cégérték	\$121,596	\$20,766
	Árbevétel alapú árazás	EBITDA alapú árazás
Becsült cégérték	\$52,015	\$142,362
Konszolidált cégérték (EV)	\$71,105	\$71,105
Konszolidált cégértéktől való eltérés	-\$19,090	+\$71,257

Forrás: eBay negyedéves jelentések, Bloomberg, Erste

Az EV/EBITDA alapú árazás szerint a jelenlegi cégérték kétszeresét kellene, hogy érje a cég. Az árazást azonban nagyban torzítja, hogy az on-line kereskedő cégek esetében az előbbi ráta mértéke 12 és 60 között szóródik, ezzel nagyban rontva kalkulációinkat.

Ha a cégszintű 13,2-es EV/EBITDA mutatót használnánk, akkor 63,4 milliárd dolláros cégértéket kapnánk.

A fentebb már említett 24 és 38 dolláros eBay és PayPal árfolyammal és TTM árbevétellel számolva a következő értékeltségeket kapnánk a szétdarabolás után.

EV/SALES alapú értékeltség a növekedési kilátások figyelembe vételével
EV/SALES 2015

EV/SALES 2015


eBay: jelenlegi konszolidált állapot

Forrás: Bloomberg, Erste

A tömegből a Visa, Mastercard, Alibaba hármas a lényegesen nagyobb nyereséghányad miatt lóg ki felfelé. Amennyiben kivennénk őket a becslésből, akkor már csak a PayPal esetén beszélhetnénk alulértékeltségről.

Összességében azt mondhatjuk, hogy a PayPal jóval nagyobb növekedés elé nézz és árazási szempontból is kedvezőbb képet fest, mint az eBay. Számunkra már csak az a kérdés, hogy a menedzsment hogyan tudja a profitabilitását növelni az előttünk álló időszakban.

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 hány-szorosát fizeti a piac a tulajdonolt eszközök piaci értékének (más szavakkal: ha felszámolnánk a céget, akkor a hitelezők kifizetése után rendelkezésre álló pénz hány-szorosát 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.
