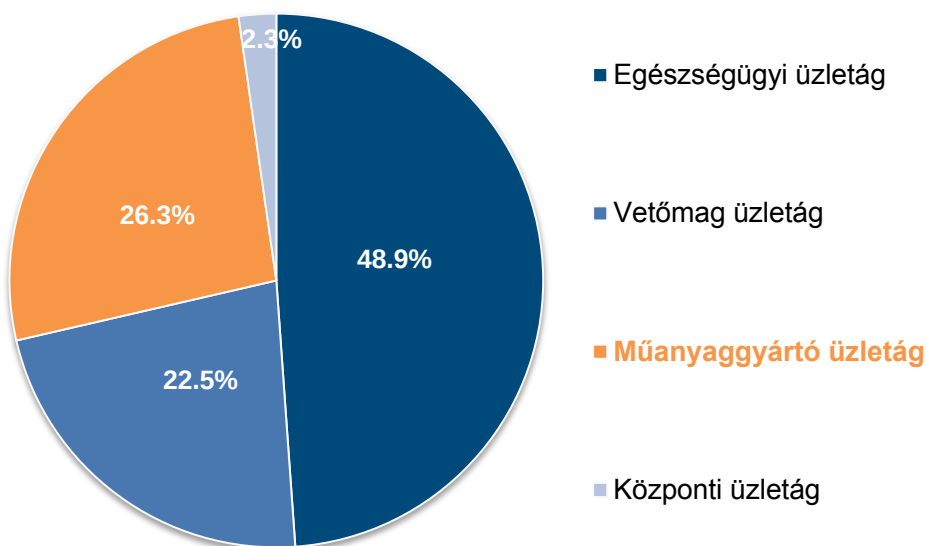


Covestro - IPO

vegyipar

Szeptember 21-e óta zajlik a Bayer műanyaggyártó részlegének, a Covestronak a jegyzése, ugyanis az üzletrészt leválasztja a német gyógyszergyár. A részvénykibocsátásból akár 2,5 milliárd eurót is bevonhat a cég, ami a Deutsche Post 2000-ben végrehajtott 6,25 milliárd eurós kibocsátása óta a legnagyobb német IPO lenne.

A Bayer legutolsó negyedéves gyorsjelentése szerint a műanyaggyártó üzletág a bevételek 26,3%-áért felelt, míg az eredmény soron (EBIT) 15,2%-os részarányt láthattunk. Egyszóval nem elhanyagolható érték távozik a cégből.



Forrás: Bayer negyedéves jelentés, Erste

A leválasztás után a Covestro név alatt futó egység önmagában sokkal rugalmasabb és költséghatékonyabb lehet a stratégia szabadság és a fókuszáltabb üzletmenetnek köszönhetően.

A részvénykibocsátás részletei:

- jegyzés szeptember 21-től október 1-ig tart
- az első kereskedési nap október 2-a
- közkézhányad 34-40% között alakulhat ársávtól függően
- részvények darabszáma 70,4-94,3 millió darab között
- kibocsátási ársáv 26,5-35,5 euró
- Bayer lock-up periódusként 180 napot vállalt, utána fokozatosan eladhatja a részesedését



Iratkozzon fel hírleveleinkre!

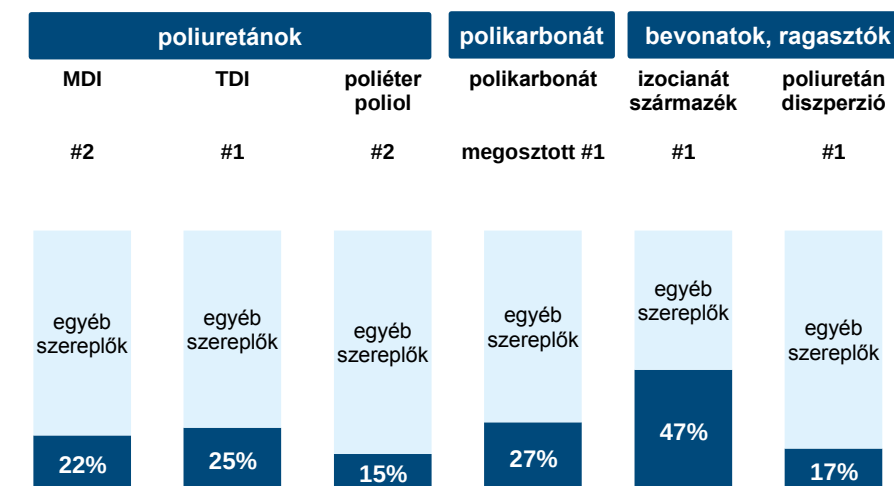
Elemzőcsapatunk napi rendszerességgel ad tájékoztatást a piac állásáról és a várható mozgásokról.

➤ **Feliratkozás**

Piacvezető szerep

A különböző műanyagok gyártásában a Covestro szinte kivétel nélkül piacvezető szereppel bírt 2014-ben, amit az alábbi ábra is jól szemléltet. A trónról nehezen tudják majd a céget letaszítani, mivel a piacra lépés a kompozit műanyaggyártás területén igen nehézkes a jelentős beruházási igény és az elnyert fogyasztói bizalom miatt. Igaz még így is sokakat vonzhat a magas megtérülési lehetőség.

Covestro globális piaci pozíciója és részesedése



Forrás: Nexant, Orr & Boss, Erste

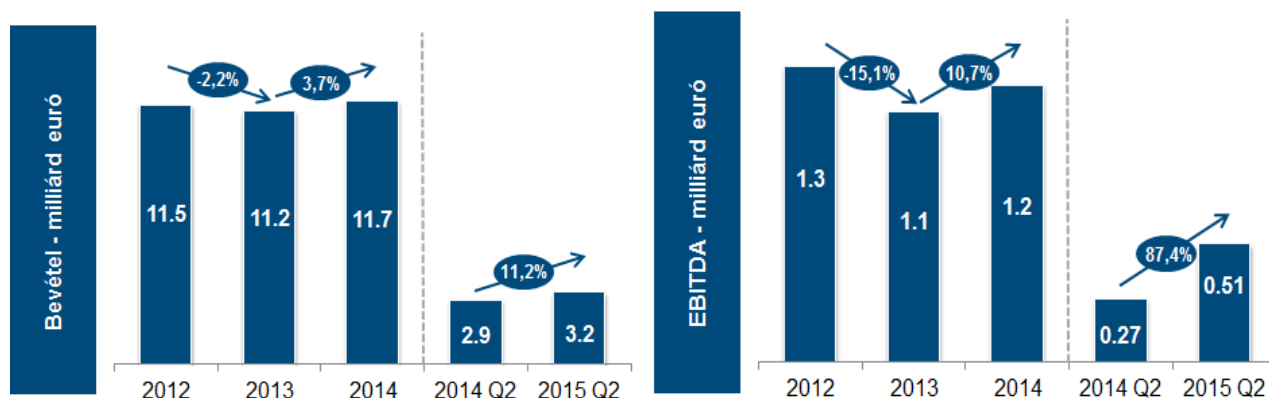
A Nexant elemzése szerint az iparági kilátások kedvezőek, ugyanis 2014 és 2020 között az átlagos éves növekedési ütem az MDI-k keresletében 5,8%, a TDI esetén 4,8%-ék, míg a polikarbonát termékek esetén 4,6% lehet.

A kínálati oldal ezzel szemben 4,1%, 4,0% és 1,9%-kal tud majd csak bővülni. Nem szabad azonban elhallgatnunk azt a tényt, hogy mind a három esetben enyhén túlkínálatos piaccal számol a dokumentum.

Pénzügyi helyzetkép

A Covestro pénzügyi helyzetében pozitív változás állt be a 2014-es pénzügyi évben, ugyanis az árbevétel közel 4%-kal, míg az EBITDA hozzávetőlegesen 11%-kal nőtt.

A 2015-ös második negyedév még ennél is jobban alakult, mint ahogy azt az alábbi ábrán látjuk. A háttérben a növekvő értékesítés és a költségstruktúra javulása állt, aminek köszönhetően éves alapon majdnem megduplázódott az EBITDA.



Forrás: Covestro, Erste

A költség oldal kontroll alatt tartásában nagy szerepet játszik, hogy az árbevételhez képest a beruházások értéke csupán 5,6% volt 2014-ben. A közeli versenytársak esetében ez az érték átlagosan 5,5-7,0% között alakul. Persze kivételek ezúttal is akadnak, példának okáért a legnagyobb MDI gyártó, a kínai Yantai Wanhua esetében ez az érték 41,2%.

A cég készpénz termelő képességéről sokat elárul, hogy a menedzsment már a 2015-ös, azaz az IPO éve után 30-40%-os osztalék kifizetési rátában gondolkodik. A 100-150 millió eurós sáv felső értékével (94,3 millió darabos részvénytársaság, 35,5 eurós ár mellett) számolva ez 4,5%-os éves osztalékhozamot jelentene, ami igazán szemrevaló – a Bayer esetében 2,2% körül alakulhat ez az érték a Bloomberg előrejelzése szerint.

Céérték és árazás

A céérték meghatározásához fogódzkodót nyújtott a társaság [honlapján](#) található dokumentum, mely szerint a Covestro 2,5 milliárd euróyi tőkét kíván bevonni a következő formában.

- A.) Ha a kibocsátási ársáv alján, azaz 26,5 eurón valósul meg a kibocsátás, akkor 94,3 millió darabnyi részvényt dobnak a piacra.
- B.) Ha a kibocsátási ársáv tetején, azaz 35,5 eurón valósul meg a kibocsátás, akkor 70,4 millió darabnyi részvényt dobnak a piacra.

Továbbá a Bayer kezében fennmaradó részesedés minél kisebb hígulása miatt a „B” esethez 34%-os, míg az „A” esethez 40%-os közkézhányad társul majd.

Figyelembe véve a fenti megállapításokat, és a 4 milliárd eurós nettó adósságállományt a következő céértékeket kaptuk (EV). Az EV/EBITDA mutató esetén az 1,48 milliárd eurós TTM (elmúlt 12 hónap) EBITDA-t használtuk.

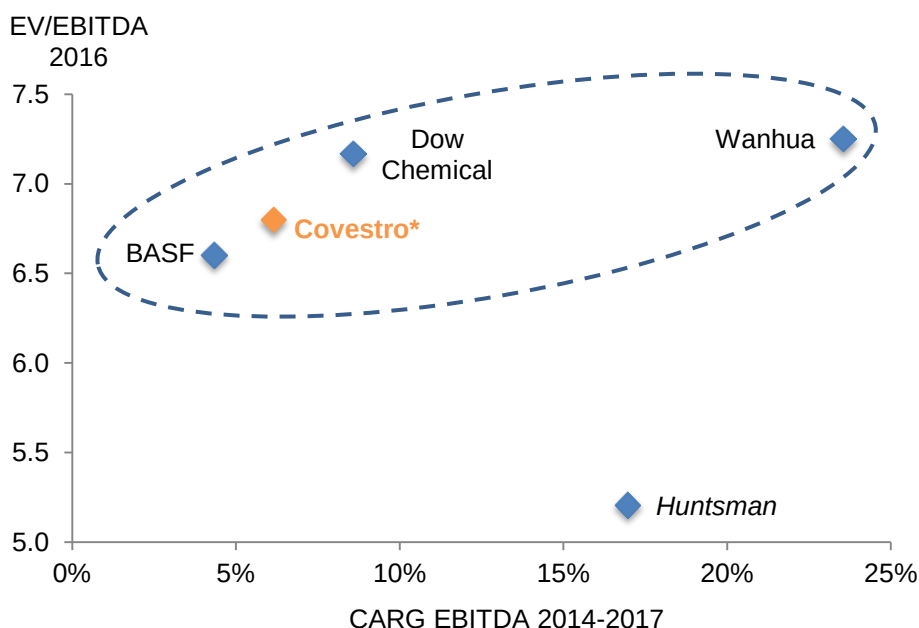
A kibocsátandó részvénytársaság és az ajánlati ársáv alapján kialakuló céérték milliárd euróban						
Árfolyam (€)	Részvény darabszám (millió)					
	70.4	75.2	80.0	84.7	89.5	94.3
26.5	9.49	9.66	9.82	9.97	10.11	10.25
28.3	9.86	10.04	10.22	10.38	10.53	
30.1	10.23	10.43	10.61	10.78		
31.9	10.61	10.81	11.01			
33.7	10.98	11.20				
35.5	11.35					

A kibocsátandó részvénytársaság és az ajánlati ársáv alapján kialakuló EV/EBITDA ráta						
Árfolyam (€)	Részvény darabszám (millió)					
	70.4	75.2	80.0	84.7	89.5	94.3
26.5	6.41	6.52	6.63	6.73	6.83	6.92
28.3	6.66	6.78	6.90	7.01	7.11	
30.1	6.91	7.04	7.17	7.28		
31.9	7.16	7.30	7.43			
33.7	7.41	7.56				
35.5	7.66					

A társaság menedzsmentje szerint 2016-ra 6,8 EV/EBITDA rátával szeretne a cég rendelkezni. A korábban felvázolt forgatókönyvek közül az „A” esetben ez már most is teljesülne. A „B” forgatókönyv esetén kiszámolt 7,66-os EV/EBITDA megvalósításához évente átlagosan 6,16%-os EBITDA növekedésre lenne szükség, ami úgy gondoljuk nem egy vállalhatatlan feladat a cég pénzügyi eredményeit figyelembe véve.

A versenytársakkal való összevetés elég nehézkes, miután kimondottan csak ezzel a területtel foglalkozó cég nem igazán van jelen a piacon. Ennek ellenére megpróbáltunk kialakítani a Covestrohoz hasonló cégekből egy peer groupot. A kis elemszám miatt az értékeltségek összevetését nem árt a helyén kezelni.

EV/EBITDA alapú értékeltség a növekedési kilátások figyelembe vételével



Forrás: Bloomberg, Erste

*A cég által meghatározott EV/EBITDA rátával és annak eléréséhez szükséges éves átlagos EBITDA növekedéssel számoltunk

A Huntsman esetében azért láthatunk ilyen szintű alulértékeltséget, mert a cég piaci kapitalizációjához képest (3,4 milliárd dollár) az adóság állomány (4,9 milliárd dollár csak a hosszúlejáratú adósság) óriási, ami eltorzítja a cégértéket (EV).

Összességében azt mondhatjuk, hogy a Covestro személyében a műanyaggyártás piaci szegmensének egyik nagygúja megy a tőzsdére, mely a Bayer-ről való leválással rugalmasabb és költséghatékonyabb lehet a stratégia szabadság és a fókuszáltabb üzletmenetnek köszönhetően, ami a pénzügyi mutatók és a növekedési kilátások javulásában ölthet testet.

A jelenleg rendelkezésre álló adatok figyelembe vétele mellett az IPO árazása kedvezőnek mondható, így érdemes lehet elgondolkodni a részvény megvásárlásában.

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) alulárazott a részvény; (ii) az eredménye csökkenni fog az adott vagy az elkövetkező években.

A magas PE mutató a következőket jelentheti: (i) túlárazott 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) alulárazott a részvény; (ii) a cég bruttó készpénztermelése az elkövetkező években csökkenni fog.

A magas EV/EBITDA mutató a következőket jelentheti: (i) túlárazott 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 részvényt számmal

Könyvszerinti érték = A cég sajáttőkéje

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

Az alacsony P/BVPS mutató a következőket jelentheti: (i) alulárazott 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) túlárazott 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	Izbéki Ottó	1-235-5123	Mezei Ákos	1-235-5122
Bézsényi Zoltán	1-235-5855	Kababik József	1-235-5124	Rácz Gábor	1-235-5857
Czene Tamás	1-235-5121	Kéri Lajos	1-235-5874	Varjú Péter	1-235-5111
Csillag Zsigmond	1-235-5850	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 szavatosságot 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.
