

ANALIZA PODUZEĆA

Abertis Infraestructuras, S.A.

Za vrednovanje Abertisa korišten je DCF (FCFF) model te nakon toga, radi pravilnog rasta dividendi zadnjih 10 godina, napravljen je DDM (Gordonov model rasta). Ponder svake od navedene dvije metode diskontiranja bio je 50:50. Fer vrijednost poduzeća prema DCF modelu je 18,74€, a prema Gordonovom modelu 15,83€. Aritmetička sredina tih dviju procjena je 17,29€ što je 21,5% više od trenutne tržišne cijene.

Unatoč globalnoj krizi, Abertis je i dalje nastavio poslovati uspješno zadržavajući pozitivne stope rasta svake godine. Istina da je neto dobit u 2008. pala za 9%, no ubrzo je uslijedio oporavak i daljnji rast neto zarada.

Radi 77% obveza u imovini, poduzeće samo 2 puta iz EBIT-a uspijeva pokriti trošak kamata, a i radni kapital je negativan, no nema naznaka da bi mogli postati nelikvidni pošto i ima prostora za daljnja zaduživanja, a takvu politiku poslovanja već uspješno vode duži niz godina.

U prvoj polovici 2010. zabilježen je rast ukupnih prihoda od 7,7% u usporedbi sa prvom polovicom 2009. te isto tako rast neto dobiti od 5,1%, što nam potvrđuje pozitivan trend poslovanja Abertisa nakon krizne 2008. godine.

Prosjeci 5 godina	Abertis	Industrija	Sektor
Rast prodaje	20,43	11,14	5,85
Rast EPS	6,39	14,23	7,56
Rast CAPEX	24,24	-5,63	9,57
EBITD	62,50	47,95	12,34
EBIT	37,00	28,55	8,9
Marža profita	18,02	28,35	6
ROA	3,76	7,14	4,24
ROE	17,36	10,98	9,8

Izvor: Reuters

PREPORUKA: KUPITI

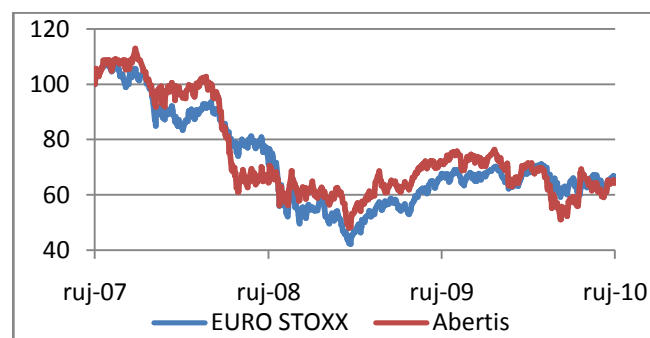
Ciljana cijena	17,29 €
Cijena na dan 26/10/2010	14,23 €
Potencijal za rast:	21,50%
Min./maks. cijena u 12 mjeseci	10,59/15,38

Podaci o dionici

Yahoo/Reuters	ABE.MC/ABE.MC
Prosječan dnevni volumen (3 mj.)	10.606.801
Tržišna kapitalizacija (mil €)	10.202,72
Broj dionica	724.370.000
Sektor	Industrijski transport
Država	Španjolska

Nadolazeći događaji

Rezultati trećeg kvartala	11/11/2010
---------------------------	------------



	3G	1G	6M	1M
Abertis	-34,9%	-9,3%	-8,8%	4,8%
Euro stoxx	-34,0%	-2,4%	-4,3%	1,1%

Ključni pokazatelji	Abertis	Industrija	Sektor
P/E (TTM)	15,76	29,05	19,94
P/S (TTM)	2,55	6,72	1,49
P/BV (MRQ)	2,76	3,11	1,11
P/CF (TTM)	6,07	14,45	20,11
Dividend Yield	4,12	3,16	1,26
EPS(TTM)	8,14	--	--
DPS (TTM)	0,59	--	--
ROA	2,96	4,96	2,23
ROE	17,12	8,49	5,73

Izvor: Reuters

Dragan Andrašec (Student investor)
Tim za analizu poduzeća

UCFTfiCL

1. # \$ Ț ' ' \$ # ~ .)	2
1.1. h	2
1.2. o	2
1.3. Geografska rasprostranjenost	3
2. ° " ° ž Ț . ° ' Ț . * DOBITI (.....#	5
2.1. Struktura konsolidiranih prihoda	5
2.2. Analiza prihoda po segmentima poslovanja	6
2.2.1. Cestovni promet cestarine (Toll Roads)	7
2.2.2. Telekomunikacije (Telecommunications)	8
2.2.3. -	8
2.2.4. h	9
2.2.5. O	9
2.3. Koncesije u cestovnom segmentu	10
3. ANALIZA BILANCE	11
3.1. Analiza strukture duga	12
4. ° " ° ž Ț . ° ' Ț . * " # * v € ° ° " # ! ' #.(.#.Ž.)	12
4.1. Investicije	12
5. FINANCIJSKI POKAZATELJI	13
5.1. Pokazatelji likvidnosti	13
5.2. h	14
5.3. Pokazatelji aktivnosti	14
5.4. Pokazatelji profitabilnosti	15
5.5. Pokazatelji investiranja	15
5.6. Cjenovni multiplikatori	16
6. VREDNOVANJE	16
6.1. FCFE	16
6.2. DDM	18
7. DODACI	19
7.1. @ (2009.)	19
7.2. Bilanca (20052009.)	20
7.3. @ (2009.)	21



1. Q r k u " raq f w | g

Multinacionalna
 Barceloni
 Primarna djelatnost:
 upravljanje autocestama

C d g t v k u " l g " o w n v k p c e k q p c n p c " m q o r c p
 R q f k l g n l g p c " l g " p c " 7 " u g m v q t c < " " e g u v q x p
 r c t m k t c n k - v c " | c " c w v g " k " n q i k u v k m c . " c
 w r t c x n l c p l g o " c w v q e g m u q v l c " " k w " " p m c q " p o e g g u w k p l c k t " q w f
 w m n l w w l w k " k " d g p | k p u m g " r q u v c l g . " k
 telekomunikacija vezana uz prijevoz ljudi, dobara i informacija. Dionice
 Abertisa nalaze se u Ibex 35 indeksu, u kojem se nalazi x q f g k j " 5 7
 m q o r c p k l s k e . " T M r c p l q

1.1. R q x k l g u v " r q f w | g c "

Abertis je utemeljen u Barceloni davne 1967., a do 2003. poslovao
 je po f " k o g p q o " C e g u c " K p h t c g u v t w e v w t c u 0 "
 T M r c p l q n u m q l " m q l g " u g " r q g n q " d c x k v k " k |
 c w v q e g u v c g f l R q e w q q d e g u v d " r t k n k p q " t c | x
 r t g x k - g " r t q u v q t c " | c " f c n l p l g " k | i t c f
 r t g w | k o c p l c " k " c m x k | k e k l g " o c p l k j " r q f v
 dijelove autocesta.

2005. ulazi u segment
 prometa
 2007. ulazi u segment
 satelitske komunikacije

Osim poslovanja u cestovnom prometu, Abertis je 4 2 2 7 0 " m w r k x -
 d t k v c p u m w " m q o r c p k l w " V D K " w - c q " k " w " u g i c
 q r g v " - k t k " r q u n q x c p l g " p c " u g m v q t " u c v g n k
 Eutelsat-u, europskom satelitskom operateru te 33,4% udjela u Hispasatu,
 - r c p l q n u s k o m o p e r a t e r u . v g n k
 N q i k u v k m k " r c t m q x k " k f w k " u w " u g i o g
 - k t k v k . " r t x g p u v x g p q " w " k n g w " k " R q t v w i
 udio u ukupnom poslovanju Abertisa.

kontrolira preko 5.500 km
 r

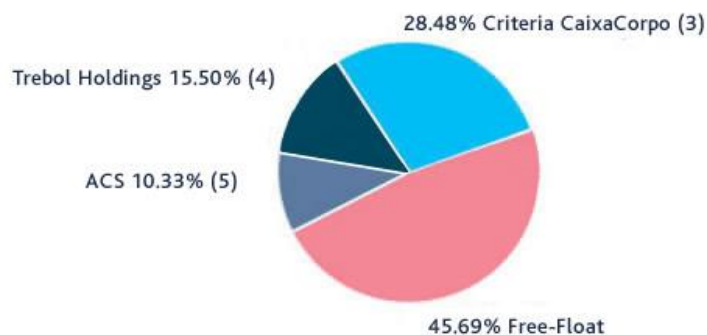
M w r k o n c e s k i " z a M a u b e r t - L a g t c p i g " c p f " H t c p ± q k u "
 R c t k | w . " w - c q " l g " r q " r t x k " r w v " w " H t c p e w u
 Danas Abertis kontrolira r t g m q " 7 0 7 2 2 " m o " c w v q e g u
 T M r c p l q n u m q l " k " H t c p e w u m q l 0

1.2. U v t w m v w t c " f k q p k c t c "

E t k v g t k c " E c k z c E q t r " l g f c p " l g " q f " p c l
 k p x g u v k e k l u m c " i D w e r t æ " g m q p ' k u . l " g m f d k f - ø " g a i " g W " d
 w n c i c p l g o " w " h k p c p e k l u m c " k " k p f w u v t k l u m
 V t g d q n " J q n f k p i u . " v c m q g t " l g f c p " q f
 r q " t g f w " k " x n c u p k m q l " u v t w m v w t k " C d g t v



preko svojih tvrtki- m g t k 2 f 5 f k " x n c u p k - v x c " C d g t v k l g " k | " u g m v q t c " k p h t c u v t w m v w t c " k " g p g t i g Q u v c v c m " f k q p k e c " C d g t v k u c " w " x n c u p u x c m q f p g x p q " v t i w l w " q x q o " f B a r c e l o n a q o " p c Bilbao, Madrid i Valencia.



U r g e k h k p q u v " q x q i " r q f w | g c " l g " - v q izdaje bonus dionicu na svaku dionicu staru preko 20 godina. Zadnja takva d q p w u " g o k u k l c " f k q p k e c " r q x g c n c " l g " d t c je trenutno sveukupno emitirano 739.037.783 redovnih dionica.

1.3. Geografska rasprostranjenost

Kako je Abertis konsolidirao preko 100 manjih tvrtki u kojima ima x g k p u m g " w f l g n g " k " r t g m q " p l k j " r q u n w l | c r q - n l c x c " r t g k n q c m 3 p 2 2 2 k n g w f k k j q f c " f q | g o n l g " T M r c p l q n u m g " * 7 2 ' + . " c " p c m q p " v q koncesija za autocestu: sanef) sa 35%, zatim Velika Britanija sa 4% (TBI), k n g " u c " 7 ' " * T w v c u " f g n " R c e ¶ h k e q . " C w v q r * R w g t v q " T k e q . " C t i g p v k p c . " M q n w o d k l c . Bolivija, SAD i Portugal) sa 6% ukupnih prihoda.

50 % prihoda dolazi iz r

h	H1 2010	H1 2009	Promjena	Udio
r	994	935	6%	50%
Francuska	688	668	3%	35%
Velika Britanija	80	78	2%	4%
&	91	45	102%	5%
\	117	103	14%	6%
Ukupni prihodi	1.970	1.829	8%	100%



M c q " - v q g o m j e t a b l i c k f k x k | p r i p o d i k u w ' u x k u j " f t f l c .
 prvoj polovici 2010. U odnosu na prvu polovicu 2009. Razlog porasta
 r t k j q f c " k | " T M r c p l q n u m g " q f u n k a c i j s k o m l g " r t x
 segmentu te kupnjom preostalih 50% udjela avasa-a. U Francuskoj je taj
 rast uzrokovan p q x g c p l g o " k " r t q o g v c " k " e k l g p c " p
 Velikoj Britaniji rast je w | t q m q x c p " | d q i " v g c l p k j " t c |
 prihoda po putniku . " f q m " l g " k n g " | d q i " k | x t u p k .
 cestovnom prometu zapravo u m q k q " p c " v o t z e m l j a g i z ' k o j d g u v q " r
 f q n c | k " p c . l x k - g " r t k j q f c



2. Čepceknk | c "okdobi l g – v c l c

2.1. Struktura konsolidiranih prihoda

fl h] g " " ÖŁ	2005	2006	2007	2008	2009
Neto prodaja	1.824.240	3.242.986	3.539.607	3.575.113	3.836.695
Sales growth (%)	n.m.	78%	9%	1%	7%
EBITDA	1.204.169	2.093.635	2.274.111	2.255.890	2.431.589
EBITDA margin (%)	66%	65%	64%	63%	63%
Depreciation & amortization	-371.500	-750.434	-789.351	-807.612	-948.274
Amortization margin (%)	20%	23%	22%	23%	25%
Operating income (EBIT)	832.669	1.343.201	1.484.760	1.448.278	1.483.315
EBIT margin (%)	46%	41%	42%	41%	39%
Financial result	-94.163	-413.591	-438.517	-469.487	-494.877
Financial result margin (%)	5%	13%	12%	13%	13%
Income taxes	-223.638	-354.778	-289.744	-293.643	-265.967
Income tax rate	30%	38%	28%	30%	27%
Manjinski interesi	-3.635	-44.802	-74.319	-66.796	-69.407
Net profit	511.233	530.030	682.180	618.352	653.064
Change (%)		4%	29%	-9%	6%
Margin (%)	28%	16%	19%	17%	17%
EPS	0,895	0,877	1,074	0,941	0,947

Čepceknk | k t c l w " i q f k – p l c " m t g v c p l c " u
promjene dogodile su se u 2006. radi ogromnih akvizicija manjih tvrtki.

2006. radi akvizicija

P c m q p " 4 2 2 8 0 " i q f k p g " p k l g " d k n q " | p c c l p
u v c x m g " w u v c d k n k n g " k " r q g n g " | c w | k o c v "
m q p u v c p v p q " t c u n c " d g | " q d | k t c " p c " i n q d c r
zbog svih tih akvizicija sve ma t fl g " k o c l w " d n c i k " v t g p f " q r
r c n c " p c " 8 5 ' " w " 4 2 2 ; " – v q " k " f c n l g " p c "

negativan trend odnosi se na udio amortizacije u neto prihodima, koji
v c m q g t " k o c " p g i c v k x c p " v t g p f 0 " U x g " x k
dugotr c l p g " k o q x k p g " k " m q p e g u k l c " c w v q e g u v c
v t g p f w " v g " u g " w " 4 2 2 ; 0 " | c f t f l c q " p c " 5 ; '
razini i iznad prosjeka ostalih kompanija iz sektora. Neto financijski prihodi

50 % prihoda dolazi iz

f t fl g " u g " p c " m q p u v c p f c m q l g " t – j o r h d p l i g " k a q f q " d 4 2 2
q f " x g k j " q u e k n c e k l c " q x g " u v c x m g 0 " R q t g
p c – g " x g n k k p g " l g " 5 2 ' . " p q " | d q i " q f i q f c
r q n k v k m c " g h g m v k x p c " r q t g | p c " u v q r c " r t k
propisane 30%-tne stope. Manjinski interesi ne igraju veliku ulogu, niti
| p c c l p k l g " q u e k n k t c l w 0

Neto dobit, a time i zarada po dionici, konstantno raste osim krizne
4 2 2 : 0 " i f l g " l g " | c d k n l g f l g p " r c f " q f " ; ' .
prekinut, te je poduze g " k " f c n l g " r q g n q " d k n l g f l k v "
dobiti.

2.2. Analiza prihoda po segmentima poslovanja

Cestovni promet prihodi od cestarina autocesta u koncesiji te na njega otpada 74% svih prihoda kompanije, dok su ostali segmenti van primarne djelatnosti

35,5% svih prihoda dolazi od francuske

h	H1 2010	H1 2009	Promjena	Udio
sanef	699	681	3%	35,5%
acesa	312	316	-1%	15,8%
aumar	139	150	-7%	7,1%
aucat	43	46	-6%	2,2%
iberpistas	50	52	-3%	2,5%
avasa	67	34	n.a.	3,4%
castellana	5	5	4%	0,3%
gco	25	20	24%	1,3%
elqui	8	0	n.a.	0,4%
Autopista Central	43	13	n.a.	2,2%
Others	33	26	26%	1,7%
Total toll roads	1.449	1.356	7%	74%
Telecom	301	253	19%	15%
Airports	129	126	3%	7%
Car Parks	76	71	6%	4%
Logistics	10	15	-30%	1%
Ostale usluge	6	7	-22%	0%
Ukupni prihodi	1.970	1.829	7,7%	100%

2.2.1. Cestovni promet ócestarine (Toll Roads)

Ukupan broj autocestama pao 4,8% u 1H-2010

Ukupni prihodi od cestarina u H1-2010 porasli 6,8% u odnosu na H1-2009

Ingfc l w k " r q l g f k p c p g " r t k j q f g " r q " porasli su za gotovo 7% u prvoj polovici 2010. u odnosu na prvu polovicu 2009. Ukupan broj autocestama pao 4,8% u 1H-2010. Ukupni prihodi od cestarina u H1-2010 porasli 6,8% u odnosu na H1-2009.

	H1 2010	H1 2009	Promjena
Prihodi	1.449	1.356	6,8%
EBITDA	990	925	7,1%
U	68,4%	68,2%	0,2p.p.
EBIT	624	599	4,0%
U	43,0%	44,2%	-1,2p.p.

O c t f l g " r t q h k v c " u w " p c " r t k n k p q " x k u c w v q o c v k | c e k l g " p c r n c v g " e g u v c t k p c . " c " W r t c x q " k | " v q i " t c | n q i c " G D K V F C h p l g " r q t c u c o q " w " T M r c p l q n u m q l " e g u v q x p q l " o t g f l k " automatiziranih sustava naplata cestarina.

Abertisova najunosnija koncesija je Sanef. Prihod od ove koncesije l g " r q t c u v c q " | c " 6 . 8 ' " - v q " l g " k u r q f " r t q s e g o g p v c . " f q m " l g " d t q l " r t k l g g p k j " x q | k k u v q x t g o g p q " r q x g c p " r t q u l g c p " r t k j q f kamiona na autocestama. G D K V " o c t f l c " l g " r q x g c p c " p c " dalje je ispod prosjeka cestovnog segmenta.

Slije f g " c " p c l w p q u p k l c " m q p e g u k l c " l g " C 3 . 3 ' " t c f k " u o c p l g p l c " d t q l c " x q | k n c " | c " q u v c n c " p c " x k u q m k j " 8 5 ' " - v q " l g " | p c v p q " k

C w o c t " m e q " v t g " c " p c l w p q u p k l c " m q p e v c m q g t " l g " u o c - 2 0 1 0 k o n o s u n a 1 H - 2 0 0 9 f r a g i " 7 , 5 % " 3 J smanjenja broja vozila.

C x c u c " u n w f l d g p q " r q u v c l g " 6 0 " p c l w p c preostalih 50% udjela u lipnju 2009.

L g f c p " q f " p c l x g k j " t c u v c " r t k e j m " f c " q 23,6%, radi porasta broja vozila za 5,8%, no udio prihoda ove koncesije u cjelokupnim Abertis- q x k o " r t k j q f k o c " k p k " u c o q " 3 . 5



L g f p c " q f " | p c c l p k l k j " c m x k | k e k l c " w ' 50% koncesije Rutas del Pacifico te preostalih 75% koncesije Elqui, obje u k n g w . " - v q " l g " q f o c j " r q | k v k x p q " f q r t k p k

2.2.2. Telekomunikacije (Telecommunications)

Segment satelitske
15% ukupnih
prihoda

Abertisov segment telekomunikacije zauzima 15% ukupnih C d g t v k u q x k j " r t k j q f c " v g " 3 2 ' " G D K V F C 0 " R r q t c u n k " | c " c m " 3 : . 9 ' " r t x g p u v x g p q " | d q zemaljskim signalom. DTT pokrivenost porasla je na 98% sa r t q - n q i q f k - p l k j " ; 7 ' 0

	H1 201C	H1 200C	Promjena
Prihodi	301	253	18,7%
EBITDA	120	114	5,1%
Mar	40,0%	45,1%	-5,2 p.p.
EBIT	63	61	2,3%
Mar	20,9%	24,3%	-3,4 p.p.

G D K V " l g " q u v c q " i q v q x q " p n g r t i z a c i j e o k l g p l q r t g o g " | c " n c p u k t c p l g " p q x q i " C o c | q p u " 4 "

o
prometa
7% ukupnih
prihoda

2.2.3. \ t c p g " n w m g " * C k t r q t v u +

U g i o g p v " | t c p k j " n w m c " w m n l w w l g " F E m q l k " r t k x t g w l w " 9 ' " w m w r p k j " C d g t v k u q x k

	H1 201C	H1 200C	Promjena
Prihodi	129	126	2,5%
EBITDA	36	33	6,4%
U	27,5%	26,5%	1,0 p.p.
EBIT	9	4	134,0%
U	7,3%	3,2%	4,1 p.p.

I prihodi i EBITDA su porasli, usprkos padu broja putnika za 7,3% | c j x c n l w l w i n " p r i h o d i m a k p o p u t n i k u z a u 6 , 9 % t e p o z i t i v n o m x c n w v p q o " \ g c l w " * 4 . 9 ' "



2.2.4. R c t m k t e n k - v c " | c " c w v g " * E c t " r c t m u +

Rast prihoda uzrokovan je rastom ukupno dostupnih parkirnih
o l g u v c " u c " * 3 3 9 0 7 3 7 " p c " 3 5 2 0 ; : 7 + . " c " v k
P c l x g k " w f k q " r c t m k t p k j " o l g u v c " u o l g - v g
te Portugalu (13%).

3,86% prihoda
dolazi od segmenta
parkinga za aute

	H1 201C	H1 200 ^c	Promjena
Prihodi	76	71	6,0%
EBITDA	29	26	14,0%
<i>U</i>	38,9%	36,3%	2,6 p.p.
EBIT	16	15	8,0%
<i>U</i>	21,2%	20,8%	0,4 p.p.

2.2.5. Logist k m k " (Logistics parks)

N q i k u v k m k " r c t m q x k " p c l k o j e A b e r t i s u w " u o l
k o c " w " m q p e g u k l k 0 " Q x q " l g " x k - g " w u r w v p k
r t k j q f k o c " * 3 ' " q f " w m w r p k j " r t k j q f c " C d
ukupnu financijsku sliku cijele kompanije.

O
ukupnih prihoda
Abertisa

	H1 201C	H1 200 ^c	Promjena
Prihodi	10	15	-30,0%
EBITDA	5	6	-21,0%
<i>U</i>	44,8%	39,9%	4,9 p.p.
EBIT	0	1	-78,0%
<i>U</i>	3,2%	9,9%	-6,7 p.p.

R q r w p l g p q u v " u m n c f k - v c " l g " 8 6 ' " - v q "
rezultata ovog segmenta.



2.3. Koncesije u cestovnom segmentu

Kompanija	km	Kraj koncesije	8 f ŷ U j U	% udjela
J 9 = B G ? = ' I 8 > 9 @ =				
sanef	1.743	2029	France	52,6%
acesa	542	2021	Spain	100,0%
aumar	468	2019	Spain	100,0%
iberpistas	70	2031	Spain	100,0%
castellana	51	2031	Spain	100,0%
aucat	47	2039	Spain	100,0%
aulesa	38	2055	Spain	100,0%
avasa	294	2026	Spain	100,0%
Trados45	15	2029	Spain	50,0%
apr	2	2044	Puerto Rico	75,0%
gco ¹	56	2018	Argentina	49%
elqui	229	2022	Chile	100%
f i h U g ' X Y ' ' d U W ‡ Z] Wc	141	2024	Chile	79%
Autopista Central ²	61	2031	Chile	29%
MANJINSKI UDJELI				
H i b Y ' ' X Y ' ' 7 U X ‡	30	2023	Spain	37,2%
Accesos Madrid (R3 -R5)	61	2049	Spain	35,1%
Ciralsa	29	2040	Spain	25,0%
Autema	48	2037	Spain	23,7%
Henarsa - R2	62	2024	Spain	30,0%
Coviandes	86	2023	Colombia	40,0%
RMG	74	2026	UK	33,3%
Ausol	119	2020	Argentina	31,6%
A'Lienor	150	2065	France	35,0%
Alis	125	2067	France	19,7%
Brisa Group	1.378	2035	Portugal	14,6%
Atlantia Group	3.413	2038	Italy	6,7%

3.765 km
autocesta pod
direktnim
upravljanjem

Ukupna duljina autocesta koje su pod direktnim upravljanjem

3.765 km autocesta pod direktnim upravljanjem

5.575 km sa
autocestama u
manjinskom

5.575 km sa autocestama u manjinskom

¹ 57,8 % u Invin grupu

² Abertis ima 57,7% udjela u Invin group, koja posjeduje 50% udjela u Autopista Central



3. Analiza Bilance

U posljednjem kvartalu 2006. godine, grupa je ostvarila neto prihode od poslovanja u iznosu od 35,5% ukupnih prihoda. Promjene u bilancu 2006. godine su posljedica akvizicije u Parizu. Danas sanef koncesija ostvaruje 35,5% ukupnih prihoda Abertis grupe.

U prilogu se nalazi analiza likvidnosti. Radni kapital je negativan, što ukazuje na to da grupa ima više dugotrajne imovine nego likvidne imovine. Radni kapital se sastoji od dugotrajne imovine, kratkotrajne imovine i kapitala. Radni kapital se može povećati kroz akvizicije i prodaju dugotrajne imovine. Radni kapital se može smanjiti kroz prodaju kratkotrajne imovine i povećanje dugotrajne imovine. Radni kapital se može održati na nivou kroz prodaju dugotrajne imovine i akvizicije. Radni kapital se može povećati kroz akvizicije i prodaju dugotrajne imovine. Radni kapital se može smanjiti kroz prodaju kratkotrajne imovine i povećanje dugotrajne imovine. Radni kapital se može održati na nivou kroz prodaju dugotrajne imovine i akvizicije. Radni kapital se može povećati kroz akvizicije i prodaju dugotrajne imovine. Radni kapital se može smanjiti kroz prodaju kratkotrajne imovine i povećanje dugotrajne imovine. Radni kapital se može održati na nivou kroz prodaju dugotrajne imovine i akvizicije.

BILANCA fl a]` ` ÖŁ	2005	2006	2007	2008	2009
ÖŁ	88.592	332.465	362.626	299.227	341.769
Ostala kratkotrajna imovina	389.743	613.786	702.550	927.680	902.923
Ukupna kratkotrajna imovina	478.335	946.251	1.065.176	1.226.907	1.244.692
Ukupna dugotrajna imovina	7.968.337	18.271.084	19.762.335	20.993.694	23.392.656
AKTIVA	8.446.672	19.217.335	20.827.511	22.220.601	24.637.348
ÖŁ	1.089.196	1.330.794	1.495.821	1.863.988	1.337.640
Uc	485.085	665.420	1.014.190	926.516	1.050.488
I d b Y` _ f U h _ c f c	1.574.281	1.996.214	2.510.011	2.790.504	2.388.128
Ö * [[]` ` ÖŁ	3.227.323	11.103.688	11.668.353	12.763.366	13.847.881
Uc	608.935	1.670.812	1.629.569	1.887.765	2.639.565
I d b Y` X i [c f c b	3.836.258	12.774.500	13.297.922	14.651.131	16.487.446
Ukupni kapital	3.036.133	4.446.621	5.019.578	4.778.966	5.761.774
PASIVA	8.446.672	19.217.335	20.827.511	22.220.601	24.637.348



3.1. Analiza strukture duga

Visok udio dugova sa fiksnom kamatom stopom

Udio dugova sa varijabilnom kamatom stopom je samo 18%, dok je udio fiksnih 82% (radi hedgiranja).

	H1 2010	% o/ total	2009	% o/ total
dugovi	14.263	95%	13.837	93%
M	812	5%	1.094	7%
Ukupni dug	15.075	100%	14.932	100%
h	7	-	7,2	-

Rejting prema S&P je BBB+

Rejting S&P-a za Abertis na dugi rok je š D D D koji je do travnja 2010. godine bio š C ð " š C ð". " c " m t c v m q t q p k " t g l v k p i " u c " š H | c f q x q n l c x c l w q l " t c | k p k . " t c f k " u q n k f p g

4. C p c n k | c " K | x l g - v c l c " q " p q x c p q

M c q " - v q " l g " x g " d k n d k " n p c p r e g o . g " p p v c v l q | " p w r t q o l g p g " f q i q f k n g " u w " u g " 4 2 k a g d e š u V q " u g " f q v k p g " i q f k p g " k p x g u v k e k l g " * k " c m x k | k financirale su se kreditiranjem.

	2005	2006	2007	2008	2009
U] ^ æ c ā ç } ā	970.840	1.222.371	1.526.426	990.011	1.521.396
Q} ç ^ • c ā & ā b	-1.181.641	-3.961.261	-1.866.462	-1.290.379	-1.042.864
Ø ā } æ } & ā b • \	275.856	2.982.763	370.197	165.006	-343.028
Promjene u novcu i	65.055	243.873	30.161	-135.362	135.504

4.1. Investicije

akvizicije bile su 2006.

C p c n k | k t c l w k " K | x l g - v c l " q " p q x c p q 7.3) najzanimljivije u v c x m g " p q x c p q i " v q m c " u w " r t g w koja su bila p c l k p v g p | k x p k l 2006 (3, 0 7 1 0 t " f * 2007 " v g k h " * ; : 9 " f o n a n k p e p è " p c l x g k o " f k l g n q o " | c f w f l k



Zadnje dvije godine akvizici l g " p q x k j " r q f w | g c " k " m w f l g n c " w " r q u - m q g g k k o " v p e v m d p k l g " l g " u o w " p g m t g v p k p g . " r q u v t q l g p l c " k " q m t g' d w " k * 4 2 2 7 0 + " k " 9 4 2 " o k n 0 " p " * 4 2 2 9 0 + .

5. Financijski pokazatelji

R q m c | c v g n l k " c p c n k | g " h k p c p e k l u m k " k g m q p q o u m g " x g n k k p g " v g " u g " h q t o k t c l w " k r q f n q i g " | c " n c m - g " f q p q u g p f g i q q u n p k p k p x k - g " | c k p v g t g u k t c p k " | c " f w i q t q p w " r t p c i n c - c x c l w " o q " | c " u v x c t c p l g " r t k j q f n k m x k f p q u v . " l g t " u g " | p c " f c " p g r t q h k v c imovine i bez obzira na p q u v q l g w " f t q d t w " n k m x k f p q u

5.1. Pokazatelji likvidnosti

O

likvidnost

M q g h k e k l g p v " v g m w g " n k m x k f p q u v k " m c n k m x k f p q u v k " p k l g " p c " r t g v l g t c p q " | c x k f kratkotrajnu imovinu i kratko t q p g " q d x g | g " k u r c f c " f c " C t c f p k " m c r k v c n 0 " U r g e k h k p k l k " r q m c | c v g n k m x k f p q u v k " m q l k " q f " m t c v m q v t c l p g " k o q p q " m c m q " u w " w r t c x q " v g " f x k l g " v i m e y o v a x m g " p c f x c " r q m c | c v g n l c " n k m x k f p q u v k " i q v q x q " u w

	2005	2006	2007	2008	2009
Koef. Ubrzane likvidnosti	0,30	0,47	0,42	0,43	0,51
Sj ^ ~ E A V ^ \	0,30	0,47	0,42	0,44	0,52
Koef. Financijske stabilnosti	1,73	2,84	2,62	2,77	2,87

R q - p v g q o " c " t c f p q i " m c r k v c n c . " n q i k m c " p f q k " p c " p e r n e v w " w " t q m w " a i z k r a t k o t r a j n e " f c p c " imovine, m q l c " g " u g " r t g v x q t k v " w " p q x c e " w p w v r q i n g f c o q " p k | " q f " | c f p l g i d h o s t i g g o t d v t d a " i q f k p p g r t q o k l g p l g p q " u v q l g " p c " m t k v k p q l " t c q f n k p g " t g | w n v c v g 0 " I n c x p k " t c | n q i " | c - negativan radni kapital uop g " m e g a t i v n o u t j e c a l i n a p o s l o v a n j e r q f w | g c " l - g v i " q d w j e i m a j u o d o v o l j n o p r o s t o r a z a d a l j n j a | c f w f l k x c p l c " m q l k o c " r q m t k x c l w " f q u r l g n g q d x g | c " | c r t c x q " q v r e f c " p c " x t c c p l g " v r q m t k x c l w " p q x k o " | c f w f l k x c p l k o c e z " W m t c v

komercijalna banka za kapitalne transakcije i leasing "fwi"
 oqinq "dkvk" komercijalna banka za kapitalne transakcije i leasing "fwi"

5.2. Rqm | cvgnlk" | cfwflgpquv

Mcq - vq "bild" - 77% ukupne imovine, dok je samo 23% bilo financirano vlastitim kapitalom. Iako
 77% ukupne obveze
 Cdg tvku "mqt kvk" rtknk pq "xku qjw" rqn c
 rtknk pq "fqdtq" kumqt kvcxclw0 "W" 422;
 okn0 "p" - vq "ug" oqflg "dg |" rtdngoc "4" r
 Upravo taj koeficijent pokrivenosti kamata l g f c p " l g " q f " m n l w p l
 q f t g k x c p l g " m a j e f a k o v a b e r t i s i p o s & p l w w " k s p d i d d - r o
 default spread mqt kvfg "pk" | tc w p j e c 3 , 0 0 % . t a k a v n e j t i n g f w i c "

	2005	2006	2007	2008	2009
Odnos duga i imovine	0,64	0,77	0,76	0,78	0,77
Odnos kapitala i imovine	0,36	0,23	0,24	0,22	0,23
Odnos duga i glavnice	1,78	3,32	3,15	3,65	3,28
U [\ ä ^ Ä c [z	3,81	2,42	2,22	1,93	2,00

5.3. Pokazatelji aktivnosti

Pokazatelji aktivnosti koji nam govore o brzini cirkulacije imovine u
 r q u n q x p q o " r t q e g t u g w n " c w c k m x q q " t p " k u u w k a b i e " t c | k
 Treba im preko 5 godina da okrenu svu imovinu
 pokazatelji likvidnosti. Otkako su napravili u p c f m g k | k e k l g " | c f p
 godine i time u svoju aktivu upisali vel kmw " m q n k k p w " f w i q v t
 m c m q " d k " q m t g p w n k " u x w " u x q l w R " q k v o t q c x f l k k p x w c " p v l t
 u w " k o " p c " p k u m k o " t c | k p c o c " v g " p g o c l w " t k

	2005	2006	2007	2008	2009
Koef. obrta ukupne imovine	0,24	0,18	0,18	0,18	0,17
Koef obrta kratkotrajne imovine	4,24	3,68	3,62	3,23	3,36
S [^ ~ A [ä c æ A	5,35	5,79	5,67	4,42	4,82
P æ] æ c æ A] [c æ 0 ä	68,24	63,01	64,40	82,66	75,75



5.4. Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti na razinama iznad prosjeka ostalih

Razina profitabilnosti u 2009. godini bila je 60,4%, što je 5,7% više nego u 2008. godini. U 2009. godini pokazatelji profitabilnosti imaju blagi, ali negativnim tempom raste, i dalje ostaju na prihvatljivim razinama

	2005	2006	2007	2008	2009
EBITDA (æ: C)	66,0%	64,6%	64,2%	63,1%	63,4%
EBIT (æ: C)	45,6%	41,4%	41,9%	40,5%	38,7%
ROA	8,6%	5,7%	6,5%	6,2%	5,7%
ROE	16,8%	11,9%	13,6%	12,9%	11,3%

5.5. Pokazatelji investiranja

Konstantan rast dividendi

Pokazatelji investiranja, koji su u godinama od 2005. do 2009. godine, imaju pozitivne trendove. Nakon 2008. godine, koja je bila godina negativnog trenda, u 2009. godini pokazatelji investiranja imaju blagi, ali negativnim tempom raste, i dalje ostaju na prihvatljivim razinama

	2005	2006	2007	2008	2009
EPS	0,89	0,88	1,07	0,94	0,95
DPS	0,49	0,49	0,52	0,58	0,60
Odnos isplate dividendi	55%	55%	48%	61%	63%



5.6. Cjenovni multiplikatori

W " 4 2 2 : 0 " i q f k p k " u x k " o w n v k r n k m c v q t k
jednu od varijabli, naglo su se popravili. Glavni razlog tome je pad cijene
dionice Abertisa, te l g " q x c " m q o r c p k l c " r q u v c n c " c v t
w " 4 2 2 ; 0 " w q c x c " u g " n c i c p q " x t c c p l g " u x
krize.

Radi pada cijene
dionica prema
multiplikatorima
Abertis postao
atraktivno

	2005	2006	2007	2008	2009
Dividend Yield	2,3%	2,2%	2,4%	4,5%	3,8%
P/E (x)	23,70	25,59	19,91	13,68	16,61
P/BV (x)	3,99	3,05	2,71	1,77	1,88
P/S (x)	6,64	4,18	3,84	2,37	2,83
P/CF (x)	13,73	10,59	9,23	5,93	6,77
EV/EBITDA (x)	13,77	12,77	12,13	10,80	11,26

ulaganje

6. Vrednovanje

\ c " x t g f p q x c p l g je DCF model. Nakon toga ratik - v g p
cijena pravilnog rasta dividendi zadnjih 10 godina napravljen je DDM (Gordonov
model rasta). Ponder svake od navedene dvije metode diskontiranja bio je
50:50. H g t " x t k l g f p q u v " r q f w | g c " r t g o c " F E H
Gordonovom mod g n w " 3 7 . : 5 p 0 " R t q u l g p c " e k n l c p
cijene 3 9 . 4 ; p " - v q " l g " 4 3 . 7 ' " x k - g " q f " v t g p w v p g "

6.1. FCFF

	2005	2006	2007	2008	2009	Average
Sales	1.824.240	3.242.986	3.539.607	3.575.113	3.836.695	
EBIT	832.669	1.343.201	1.484.760	1.448.278	1.483.315	
Effective Tax rate	30,3%	38,2%	27,7%	30,0%	26,9%	
EBIT (4T)	580.516	830.579	1.073.574	1.013.786	1.084.187	
EBIT (4T) Change		43%	29%	-6%	7%	9,29%
Capital expenditure	542.743	451.063	738.588	639.123	720.973	
Amortization	371.500	750.434	789.351	807.612	948.274	
Net CapEx	171.243	-299.371	-50.763	-168.489	-227.301	
Change in WC	170.518	-162.875	157.794	-267.355	12.470	
FCFF	238.755	1.292.825	966.543	1.449.630	1.299.018	
Reinvestment rate	58,87%	-55,65%	9,97%	-42,99%	-19,81%	-27,12%
ROC	9,40%	5,46%	6,58%	5,88%	5,63%	5,89%
BV of equity	3.036.133	4.446.621	5.019.578	4.778.966	5.761.774	
BV of debt	3.227.323	11.103.688	11.668.353	12.763.366	13.847.881	
Cash	88.592	332.465	362.626	299.227	341.769	
Expected growth	5,53%	-3,04%	0,66%	-2,53%	-1,11%	-1,60%

R t q i p q | c " d w f w k j " r q u n q x p k " t g | w n v c
 r t q l g m e k l g " - T w a f a d a . E B I T (1 - T) D o K 2 0 0 5 . 3 o d i n e (n a k o n
 | p c c l p k j " c m x k | k e k l c + " t c u v g " r t q u l g p q
 | c " r t q l g m e k l g " d w f w k j " | c t c f c 0 "

WACC 5,85%

Discount rate	
WACC	5,85%
Equity weight	0,43
Debt weight	0,57
MV of equity	9.816.908
MV of debt	12.985.460

Cost of equity	
YTM	3,93%
Default spread	0,45%
RiskFree rate	3,48%
Beta	0,83
Equity risk premium	4,95%
Cost of equity	7,59%

kapitala 7,59%

Stable growth	
g	2,85%
Beta	1,00
Country premium	0,45%
WACC	6,21%
ROC	5,89%
Reinvestment rate	48,43%

Cost of debt	
Marginal Tax rate	30,00%
Pre-tax cost of debt	6,48%
Posttax cost of deb	4,54%
Default spread	3,00%

V t q - c m " m c r k v c n c " k | - t i a f w p o v l k j g " - p c p l
 q d x g | p k e c . " p c " m q l g " l g " p c f q f c p c " r t g o
 7,59%. V t q - c m " f w i c " k | t c w p c v " l g " p c " v g o g n
 m c o c v p g " u v q r g " k " f g h c w n v " u r t g c f c " k | t c
 kamata. WACC za Abertis iznosi 5,85%. Na temelju ove diskontne stope
 k | t c w p c v c " l g " u c f c - p t p k j t k q g q p a q u v t c d w
 r q f w | g w " * H E H H + 0 " M q f " k | t c w p c " v g t o k p c
 konstantni rast u visini rasta BDP- c " T M r c p l q n u m g " | c f p l k j " 3
 k | l g f p c g p c " u c " 3 . 2 2 " r q - v q " d k " w " f w i q o "

Year	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	TV	
EBIT (1-T)	1.184.892	1.294.951	1.415.232	1.546.685	1.690.349	1.590.766	
Reinvestment	-321.374	-351.225	-383.848	-419.502	-458.467	770.368	
FCFF	1.506.266	1.646.175	1.799.080	1.966.187	2.148.816	820.398	
Present value	1.420.088	1.463.198	1.507.617	1.553.385	1.600.542	16.747.600	24.292.430

F q d k x g p c " h g t " x t k l g f p q u v " r q " f k q p k e
 v t g p w v p g " v t f l k - p g " e k l g p g " v g " l g " r t g o c " v

prema FCFF fer

Value per share	
Operating assets	25.643.085
Cash	341.769
MV of debt	12.985.460
Minority interest	69.407
Equity	12.929.987
Fair price	18,74 €
Current Price	14,23 "
Potential growth	31,7%



6.2. DDM

Prema Gordonovom modelu fer vrijednost od cijene

Godina	@ dividende	Stvarni
2001	0,45	0,0%
2002	0,46	2,2%
2003	0,45	-2,2%
2004	0,48	6,4%
2005	0,50	4,4%
2006	0,50	0,0%
2007	0,56	12,0%
2008	0,60	7,1%
2009	0,60	0,0%

Kako su dividende zadnjih 10 godina rasle po stopi od 3,66%, upravo tu stopu smo uzeli za daljnji konstantan rast.

Za diskont stopu smo uzeli 7,59%.

Na temelju Gordonovog modela prihoda od dividendi, izračunali smo vrijednost akcije. Vrijednost akcije iznosi 10,50 kuna.



7. Dodaci

7.1. Ključni podaci za 2009. godine

fl \$ \$ \$ ÖL	2005	2006	2007	2008	2009
Prihodi od prodaje	1.824.240	3.242.986	3.539.607	3.575.113	3.836.695
Vrijednost prodane imovine	-313.521	-472.822	-546.811	-574.285	-604.504
Ostali prihod	81.640	92.006	80.529	104.317	98.211
Ukupni prihodi	-388.190	-768.535	-799.214	-849.255	-898.813
EBITDA	1.204.169	2.093.635	2.274.111	2.255.890	2.431.589
Amortizacija i deprecijacija	-371.500	-750.434	-789.351	-807.612	-948.274
EBIT	832.669	1.343.201	1.484.760	1.448.278	1.483.315
Kamate	-218.809	-556.109	-669.802	-749.516	-740.207
Ostali financijski prihod/rashod	59.551	95.576	131.117	201.235	167.316
Ukupni prihodi prije poreza	65.095	46.942	100.168	78.794	78.014
Dobit prije poreza	738.506	929.610	1.046.243	978.791	988.438
Porez	-223.638	-354.778	-289.744	-293.643	-265.967
Neto dobit iz redovnog poslovanja	514.868	574.832	756.499	685.148	722.471
Manjinski interesi	3.635	44.802	74.319	66.796	69.407
Neto dobit	511.233	530.030	682.180	618.352	653.064
EPS	0,91	0,90	1,10	0,89	0,95

Izvor: Abertis

7.2. Bilanca (2005. ó2009.)

fl fi \$ \$ \$ ` ÖŁ	2005	2006	2007	2008	2009
Dugotrajna imovina					
Ostala dugotr. Imovina	391.033	491.533	454.160	377.763	495.462
Nematerijalna imovina	1.790.365	6.805.150	6.688.266	7.561.407	8.705.221
Materijalna imovina	4.596.431	9.609.848	9.794.794	10.238.952	10.801.471
Financijska imovina	1.160.612	1.286.713	2.719.997	2.641.645	2.964.934
Ú [c i æ0 ã ç æ} b æ	29.896	77.840	105.118	173.927	425.568
Ukupna dugotrajna imovina	7.968.337	18.271.084	19.762.335	20.993.694	23.392.656
Kratkotrajna imovina					
U • c æ æÁ] [c i æ0 ã ç æ					
Zalihe	10.106	12.978	22.780	26.383	35.356
Ú [c i æ0 ã ç æ} b æÁ [á Á	379.637	600.323	679.579	896.727	867.497
Financijska imovina	0	485	191	4.570	70
Novac	88.592	332.465	362.626	299.227	341.769
Ukupna kratkotrajna imovina	478.335	946.251	1.065.176	1.226.907	1.244.692
UKUPNA IMOVINA	8.446.672	19.217.335	20.827.511	22.220.601	24.637.348

fl fi \$ \$ \$ ` ÖŁ	2005	2006	2007	2008	2009
KAPITAL					
Upisani kapital	1.737.166	1.824.025	1.915.226	2.010.987	2.111.537
Ostali kapital	1.222.822	1.628.766	1.975.639	1.361.614	2.180.443
Manjinski interesi u kapitalu	76.145	993.830	1.128.713	1.406.365	1.469.794
Ukupni kapital	3.036.133	4.446.621	5.019.578	4.778.966	5.761.774
8 I ; C F C B 9 ` C 6 J 9 N 9					
U á * [^ } ^ Á] [i ^ : } ^	264.986	1.249.548	1.200.090	1.394.542	1.728.236
Zajmovi	3.227.323	11.103.688	11.668.353	12.763.366	13.847.881
U • c æ ã Á á ~ * [i [] ã	343.949	421.264	429.479	493.223	911.329
I _ i d b Y ` X i [c f c b	3.836.258	12.774.500	13.297.922	14.651.131	16.487.446
? F 5 H ? C F C B 9 ` C 6 J 9 N					
Ostale obveze	95.299	123.319	341.834	180.472	209.508
Financijski instrumenti	14.385	2.510	585	3.015	10.494
Zajmovi	1.089.196	1.330.794	1.495.821	1.863.988	1.337.640
Porez na dobit	113.114	138.910	205.477	146.155	214.724
Ö [à æç b æ ã	262.287	400.681	466.294	596.874	615.762
I _ i d b Y ` _ f U h _ c f c	1.574.281	1.996.214	2.510.011	2.790.504	2.388.128
UKUPNE OBVEZE	5.410.539	14.770.714	15.807.933	17.441.635	18.875.574
PASIVA	8.446.672	19.217.335	20.827.511	22.220.601	24.637.348

Izvor: Abertis



7.3. Kapitalni tokovi 2009.

fl fi \$ \$ \$ ` ÖŁ	2005	2006	2007	2008	2009
Zarade prije poreza	514.868	574.832	756.499	685.148	722.471
Ú æ ^ } Á] [^ :	223.638	354.778	289.744	293.643	265.967
Amortizacija i deprecijacija	371.500	750.434	789.351	807.612	948.274
Promjene u radnom kapitalu	170.518	-162.875	157.794	-267.355	12.470
Ostale stavke	-309.684	-294.798	-466.962	-529.037	-427.786
C d Y f U h] j b] ` b c j U b	970.840	1.222.371	1.526.426	990.011	1.521.396
CAPEX	-542.743	-451.063	-738.588	-639.123	-720.973
Akvizicije	-20.448	-44.047	-1.080.172	-222.907	-40.650
Ostale stavke	-618.450	-3.466.151	-47.702	-428.349	-281.241
= b j Y g h] W] ^ g _] ` b c j	-1.181.641	-3.961.261	-1.866.462	-1.290.379	-1.042.864
Promjene u dugu	722.967	3.179.940	695.580	811.659	135.687
Q •] æ ^ } ^ Á á ã ç ä á ^ } á	-282.634	-293.654	-330.756	-379.853	-412.253
Ostale promjene	-164.477	96.477	5.373	-266.800	-66.462
:] b U b W] ^ g _] ` b c j U	275.856	2.982.763	370.197	165.006	-343.028
Promjene u novcu i b c j U b] a `	65.055	243.873	30.161	-135.362	135.504

Izvor: Abertis

