

## 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 profit-a	18,02	28,35	6
ROA	3,76	7,14	4,24
ROE	17,36	10,98	9,8

Izvor: Reuters

### PREPORUKA: KUPITI

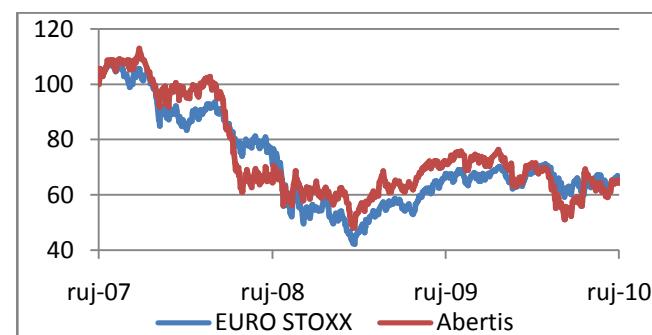
Ciljana cijena	17,29 €
Cijena na dan 26/10/2010	14,23 €
Potencijal za rast:	21,50%
Min./maks. cijena u 12 mjeseci	10,59/15,38

#### Podaci o dionicici

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 investitor)  
Tim za analizu poduzeća



## **SADRŽAJ**

<b>1. OPIS PODUZEĆA .....</b>	<b>2</b>
1.1. Povijest poduzeća.....	2
1.2. Struktura dioničara.....	2
1.3. Geografska rasprostranjenost .....	3
<b>2. ANALIZA IZVJEŠTAJA O DOBITI .....</b>	<b>5</b>
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. Zračne luke (Airports) .....	8
2.2.4. Parkirališta za aute (Car parks) .....	9
2.2.5. Logistički parkovi (Logistics parks) .....	9
2.3. Koncesije u cestovnom segmentu.....	10
<b>3. ANALIZA BILANCE .....</b>	<b>11</b>
3.1. Analiza strukture duga .....	12
<b>4. ANALIZA IZVJEŠTAJA O NOVČANOM TOKU.....</b>	<b>12</b>
4.1. Investicije .....	12
<b>5. FINANCIJSKI POKAZATELJI .....</b>	<b>13</b>
5.1. Pokazatelji likvidnosti.....	13
5.2. Pokazatelji zaduženost .....	14
5.3. Pokazatelji aktivnosti .....	14
5.4. Pokazatelji profitabilnosti .....	15
5.5. Pokazatelji investiranja .....	15
5.6. Cjenovni multiplikatori .....	16
<b>6. VREDNOVANJE .....</b>	<b>16</b>
6.1. FCFF.....	16
6.2. DDM .....	18
<b>7. DODACI.....</b>	<b>19</b>
7.1. Izvještaj o dobiti (2005. – 2009.).....	19
7.2. Bilanca (2005. – 2009.) .....	20
7.3. Izvještaj o novčanom toku (2005. – 2009.).....	21



Multinacionalna kompanija sa sjedištem u Barceloni

Primarna djelatnost:  
izgradnja, održavanje i upravljanje autocestama

2005. ulazi u segment zračnog prometa

2007. ulazi u segment satelitske komunikacije

kontrolira preko 5.500 km autocesta, najviše u Španjolskoj i Francuskoj

## 1. Opis poduzeća

Abertis je multinacionalna kompanija sa sjedištem u Barceloni. Podijeljena je na 5 sektora: cestovni promet, telekomunikacije, zračne luke, parkirališta za aute i logistika, a bavi se izgradnjom, održavanjem i upravljanjem autocesta u koncesiji u Španjolskoj i na međunarodnoj razini, uključujući i benzinske postaje, integriranu logistiku, parkirališta, telekomunikacija vezana uz prijevoz ljudi, dobara i informacija. Dionice Abertisa nalaze se u Ibex 35 indeksu, u kojem se nalazi vodećih 35 kompanija Španjolske.

### 1.1. Povijest poduzeća

Abertis je utemeljen u Barceloni davne 1967., a do 2003. poslovaо je pod imenom Acesa Infraestructuras. Jedno je od prvih poduzeća u Španjolskoj koje se počelo baviti izgradnjom, održavanjem i upravljanjem autocesta. Pošto je mreža autocesta prilično razvijena u Španjolskoj, nema previše prostora za daljnje izgradnje novih, iznimno su izražena preuzimanja i akvizicije manjih poduzeća koje posjeduju koncesije za dijelove autocesta.

Osim poslovanja u cestovnom prometu, Abertis je 2005. kupivši britansku kompaniju TBI ušao i u segment zračnog prometa. Isto tako 2007. opet širi poslovanje na sektor satelitske komunikacije, kupivši 32% udjela u Eutelsat-u, europskom satelitskom operateru te 33,4% udjela u Hispasatu, španjolskom satelitskom operateru.

Logistički parkovi idući su segment poslovanja na koji se počeo širiti, prvenstveno u Čileu i Portugalu, no taj segment zauzima zanemariv udio u ukupnom poslovanju Abertisa.

Kupivši koncesiju za Maubert-Lagrange and François I car parks u Parizu, ušao je po prvi put u Francusku.

Danas Abertis kontrolira preko 5.500 km autocesta pretežno u Španjolskoj i Francuskoj.

### 1.2. Struktura dioničara

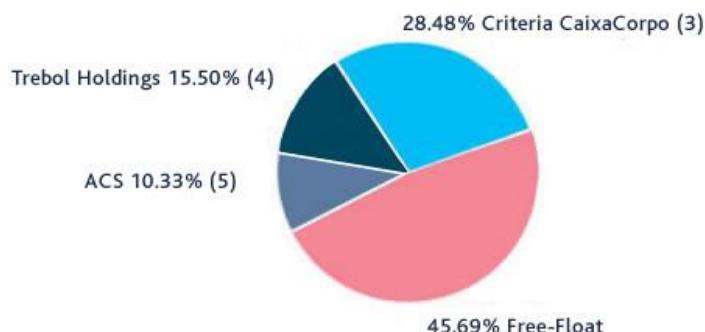
Criteria CaixaCorp jedan je od najvećih pojedičanih dioničara. To je investicijska grupa sa sjedištem u Barceloni, koja se bavi isključivo ulaganjem u financijska i industrijska poduzeća.

Trebol Holdings, također jedan od investicijskih fondova, drugi je po redu i vlasničkoj strukturi Abertisa, dok je na trećem mjestu ACS koji



preko svojih tvrtki-kćeri drži 10,33% vlasništva Abertisa. ACS kompanija je iz sektora infrastrukture i energetika sa sjedištem u Španjolskoj.

Ostatak dionica Abertisa u vlasništvu je manjih dioničara koji svakodnevno trguju ovom dionicom na 4 španjolske burze: Barcelona, Bilbao, Madrid i Valencia.



Specifičnost ovog poduzeća je što već tradicionalno svake godine izdaje bonus dionicu na svaku dionicu staru preko 20 godina. Zadnja takva bonus emisija dionica povećala je broj dionica za dodatnih 35,2 milijuna, te je trenutno sveukupno emitirano 739.037.783 redovnih dionica.

### 1.3. Geografska rasprostranjenost

Kako je Abertis konsolidirao preko 100 manjih tvrtki u kojima ima većinske udjele i preko njih posluje u 17 zemalja, na 3 kontinenta i zapošljava preko 11.000 ljudi, ipak najviše prihoda dolazi upravo iz matične zemlje Španjolske (50%), a nakon toga slijedi Francuska (prvenstveno koncesija za autocestu: sanef) sa 35%, zatim Velika Britanija sa 4% (TBI), Čile sa 5% (Rutas del Pacífico, Autopista Central, and Elqui) i ostale zemlje (Puerto Rico, Argentina, Kolumbija, Irska, Italija, Jamajka, Švedska, Bolivija, SAD i Portugal) sa 6% ukupnih prihoda.

50 % prihoda dolazi iz Španjolske

	Prihodi (mil. €)	H1 2010	H1 2009	Promjena	Udio
Španjolska	994	935		6%	50%
Francuska	688	668		3%	35%
Velika Britanija	80	78		2%	4%
Čile	91	45		102%	5%
Ostale države	117	103		14%	6%
<b>Ukupni prihodi</b>	<b>1.970</b>	<b>1.829</b>		<b>8%</b>	<b>100%</b>



Kao što se vidi iz gornje tablice povećani su prihodi iz svih država u prvoj polovici 2010. U odnosu na prvu polovicu 2009. Razlog porasta prihoda iz Španjolske od 6% je prvenstveno u telekomunikacijskom segmentu te kupnjom preostalih 50% udjela avasa-a. U Francuskoj je taj rast uzrokovani povećanjem i prometa i cijena na autocestama u koncesiji. U Velikoj Britaniji rast je uzrokovani zbog tečajnih razlika te viših prosječnih prihoda po putniku, dok je Čile zbog izvrsnih poslovnih rezultata u cestovnom prometu zapravo skočio na treće mjesto kao zemlja iz koje dolazi najviše prihoda.



[www.finance.hr](http://www.finance.hr)

Financijski klub • info@finance.hr  
Trg J.F. Kennedyja 6 • 10000 Zagreb • Hrvatska

## 2. Analiza izvještaja o dobiti

### 2.1. Struktura konsolidiranih prihoda

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

Značajne promjene u 2006. radi akvizicija

50 % prihoda dolazi iz Španjolske

Analizirajući godišnja kretanja stavki u izvještaju u dobiti, najveće promjene dogodile su se u 2006. radi ogromnih akvizicija manjih tvrtki. Nakon 2006. godine nije bilo značajnijih akvizicija te su se sve ključne stavke ustabilile i počele zauzimat dugoročnije trendove. Neto prodaja je konstantno rasla bez obzira na globalnu krizu što je odličan pokazatelj. No, zbog svih tih akvizicija sve marže imaju blagi trend opadanja. EBITDA je pala na 63% u 2009 što i dalje na prilično visokoj razini. Još jedan negativan trend odnosi se na udio amortizacije u neto prihodima, koji također ima negativan trend. Sve više prihoda otpada na amortizaciju dugotrajne imovine i koncesija autocesta. EBIT jer također u negativnom trendu te se u 2009. zadržao na 39% što je također na zadovoljavajućoj razini i iznad prosjeka ostalih kompanija iz sektora. Neto finansijski prihodi drže se na konstantnoj razini od 2006. nadalje što je dobro jer nema rizika od većih oscilacija ove stavke. Porezna stopa u španjolskoj za kompanije naše veličine je 30%, no zbog odgoda plaćanja poreza i raznih poreznih politika efektivna porezna stopa prilično fluktuirala, no u prosjeku se drži propisane 30%-tne stope. Manjinski interesi ne igraju veliku ulogu, niti značajnije osciliraju.

Neto dobit, a time i zarada po dionici, konstantno raste osim krizne 2008. gdje je zabilježen pad od 9%, no najvažnije da je taj pad ubrzo prekinut, te je poduzeće i dalje počelo bilježiti pozitivne stope rasta neto dobiti.



## 2.2. Analiza prihoda po segmentima poslovanja

Cestovni promet  
najznačajniji segment

Najznačajniji segment Abertisa je svakako cestovni promet, odnosno prihodi od cestarina autocesta u koncesiji te na njega otpada 74% svih prihoda kompanije, dok su ostali segmenti van primarne djelatnosti kompanije, a to su telekomunikacije 15%, zračne luke 7%, parkirališta 4% te logistički parkovi 1%.

Prihodi (mil. €)	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%
rutas del pacífico	43	13	n.a.	2,2%
Autopista Central	33	26	26%	1,7%
Others	24	13	79%	1,2%
<b>Total toll roads</b>	<b>1.449</b>	<b>1.356</b>	<b>7%</b>	<b>74%</b>
<b>Telecom</b>	<b>301</b>	<b>253</b>	<b>19%</b>	<b>15%</b>
<b>Airports</b>	<b>129</b>	<b>126</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>
<b>Car Parks</b>	<b>76</b>	<b>71</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>
<b>Logistics</b>	<b>10</b>	<b>15</b>	<b>-30%</b>	<b>1%</b>
<b>Ostale usluge</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>-22%</b>	<b>0%</b>
<b>Ukupni prihodi</b>	<b>1.970</b>	<b>1.829</b>	<b>7,7%</b>	<b>100%</b>



Ukupan broj prijeđenih vozila na španjolskim autocestama pao 4,8% u 1H-2010

### 2.2.1. Cestovni promet – cestarine (Toll Roads)

Gledajući pojedinačne prihode po sektorima, prihodi od cestarina porasli su za gotovo 7% u prvoj polovici 2010. u odnosu na prvu polovicu 2009, što nam daje odlične signale usprkos globalnoj gospodarskoj krizi. Gospodarska kriza uzrokovala je znatan pad broja prijeđenih vozila, ponajviše kamiona u Španjolskoj (7,5% manje prijeđenih kamiona u odnosu na prvu polovicu 2009), dok je time najmanje bila pogodena Francuska gdje se broj prijeđenih kamiona zapravo povećao za 4,9% u odnosu na prvu polovicu 2009.

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

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

Marže profita su na prilično visokim razinama prvenstveno radi automatizacije naplate cestarina, a time i niskim operativnim troškovima. Upravo iz tog razloga EBITDA je porastao snažnije od prihoda, jer npr. samo u Španjolskoj cestovnoj mreži 76,2% prihoda dolazi pomoću automatiziranih sustava naplata cestarina.

Abertisova najunosnija koncesija je Sanef. Prihod od ove koncesije je porastao za 4,6% što je ispod prosjeka konsolidiranih prihoda cestovnog segmenta, dok je broj prijeđenih vozila povećan za samo 1,6% te je istovremeno povećan prosječan prihod po vozilu za 3% radi većeg udjela kamiona na autocestama. EBIT marža je povećana na 37,2% sa 34,2%, ali i dalje je ispod prosjeka cestovnog segmenta.

Slijedeća najunosnija koncesija je Acesa kojoj su prihodi pali za 1,1% radi smanjenja broja vozila za 4,4%, no EBIT marža Acese je i dalje ostala na visokih 63% što je znatno iznad prosjeka cestovnog segmenta.

Aumar kao treća najunosnija koncesija u cestovnom prijevozu također je smanjila prihode u 1H-2010 odnosu na 1H-2009 radi 7,5% smanjenja broja vozila.

Avasa službeno postaje 4. najunosnija koncesija radi kupnje preostalih 50% udjela u lipnju 2009.

Jedan od najvećih rasta prihoda ostvarila je koncesija Gco od čak 23,6%, radi porasta broja vozila za 5,8%, no udio prihoda ove koncesije u cjelokupnim Abertis-ovim prihodima čini samo 1,3%.



Jedna od značajnijih akvizicija u zadnje vrijeme je kupnja preostalih 50% koncesije Rutas del Pacifico te preostalih 75% koncesije Elqui, obje u Čileu, što je odmah pozitivno doprinijelo ukupnim poslovnim rezultatima.

Segment satelitske komunikacije čini 15% ukupnih prihoda

### 2.2.2. Telekomunikacije (Telecommunications)

Abertisov segment telekomunikacije zauzima 15% ukupnih Abertisovih prihoda te 10% EBITDA. Prihodi ovog segmenta su značajno porasli za čak 18,7% prvenstveno zbog povećanja pokrivenosti digitalnim zemaljskim signalom. DTT pokrivenost porasla je na 98% sa prošlogodišnjih 95%.

(mil. €)	H1 2010	H1 2009	Promjena
Prihodi	301	253	18,7%
EBITDA	120	114	5,1%
Marža	40,0%	45,1%	-5,2 p.p.
EBIT	63	61	2,3%
Marža	20,9%	24,3%	-3,4 p.p.

EBIT je ostao gotovo nepromijenjen radi snažnije amortizacije opreme za lansiranje novog Amazons 2 satelita koji je u završnoj fazi.

Segment zračnog prometa komunikacije čini 7% ukupnih prihoda

### 2.2.3. Zračne luke (Airports)

Segment zračnih luka uključuje DCA grupu, ACDL/TBI i Codad koji privređuju 7% ukupnih Abertisovih prihoda te 3% ukupnog EBITDA.

(mil. €)	H1 2010	H1 2009	Promjena
Prihodi	129	126	2,5%
EBITDA	36	33	6,4%
Marža	27,5%	26,5%	1,0 p.p.
EBIT	9	4	134,0%
Marža	7,3%	3,2%	4,1 p.p.

I prihodi i EBITDA su porasli, usprkos padu broja putnika za 7,3% zahvaljujući višim prosječnim prihodima po putniku za 6,9% te pozitivnom valutnom tečaju (2,7%).



## 2.2.4. Parkirališta za aute (Car parks)

Rast prihoda uzrokovani je rastom ukupno dostupnih parkirnih mesta sa (117.515 na 130.985), a time i povećanjem popunjениh mesta. Najveći udio parkirnih mesta smješten je u Španjolskoj (56%), Italiji (20%) te Portugalu (13%).

	(mil. €)	H1 2010	H1 2009	Promjena
3,86% prihoda dolazi od segmenta parkinga za aute				
Prihodi	76	71	6,0%	
EBITDA	29	26	14,0%	
Marža	38,9%	36,3%	2,6 p.p.	
EBIT	16	15	8,0%	
Marža	21,2%	20,8%	0,4 p.p.	

## 2.2.5. Logistički parkovi (Logistics parks)

Logistički parkovi najveće su smješteni uz autoceste koje Abertis ima u koncesiji. Ovo je više usputni segment poslovanja, pošto sa svojim prihodima (1% od ukupnih prihoda Abertis grupe) uopće ne utječe na ukupnu finansijsku sliku cijele kompanije.

	(mil. €)	H1 2010	H1 2009	Promjena
Logistički parkovi čine manje od 1% ukupnih prihoda Abertisa				
Prihodi	10	15	-30,0%	
EBITDA	5	6	-21,0%	
Marža	44,8%	39,9%	4,9 p.p.	
EBIT	0	1	-78,0%	
Marža	3,2%	9,9%	-6,7 p.p.	

Popunjeno skladišta je 64% što je glavni razlog ispodprosječnih rezultata ovog segmenta.



## 2.3. Koncesije u cestovnom segmentu

Kompanija	Kraj koncesije	km	Država	% udjela
<b>VEĆINSKI UDJELI</b>				
<b>sanef</b>	2029	1.743	France	52,6%
<b>acesa</b>	2021	542	Spain	100,0%
<b>aumar</b>	2019	468	Spain	100,0%
<b>iberpistas</b>	2031	70	Spain	100,0%
<b>castellana</b>	2031	51	Spain	100,0%
<b>aucat</b>	2039	47	Spain	100,0%
<b>aulesa</b>	2055	38	Spain	100,0%
<b>avasa</b>	2026	294	Spain	100,0%
Trados45	2029	15	Spain	50,0%
<b>apr</b>	2044	2	Puerto Rico	75,0%
<b>gco</b> <sup>1</sup>	2018	56	Argentina	49%
<b>elqui</b>	2022	229	Chile	100%
<b>rutas del pacífico</b>	2024	141	Chile	79%
Autopista Central <sup>2</sup>	2031	61	Chile	29%
<b>MANJINSKI UDJELI</b>				
Tunel del Cadí	2023	30	Spain	37,2%
Accesos Madrid (R3-R5)	2049	61	Spain	35,1%
Ciralsa	2040	29	Spain	25,0%
Autema	2037	48	Spain	23,7%
Henarsa - R2	2024	62	Spain	30,0%
Coviandes	2023	86	Colombia	40,0%
RMG	2026	74	UK	33,3%
Ausol	2020	119	Argentina	31,6%
A'Lienor	2065	150	France	35,0%
Alis	2067	125	France	19,7%
Brisa Group	2035	1.378	Portugal	14,6%
Atlantia Group	2038	3.413	Italy	6,7%

3.765 km  
autocesta pod  
direktnim  
upravljanjem

5.575 km sa  
autocestama u  
manjinskom  
vlasništvu

Ukupna duljina autocesta koje su pod direktnim upravljanjem Abertis grupe iznosi 3.756 km, a dok uključimo i dionice autocesta u kojima Abertis ima ispod 50% glasačkog prava ta se udaljenost povećava na 5.575 km.

Važno je napomenuti da nijedna od najprofitabilnijih koncesija ne ističe ubrzo, dapače, najranija ističe tek za 9 godina, dok sve ostale tek za dvadesetak godina.

<sup>1</sup> 57,6% glasačkih prava

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



Najznačajnije promjene u bilanci 2006.

radi značajnijih akvizicija

negativan radni kapital

### 3. Analiza Bilance

Horizontalno analizirajući bilancu zadnjih 5 godina, najznačajnije promjene desile su se u 2006. kada je došlo do snažnih akvizicija manjih tvrtki prvenstveno iz segmenta cestovnog prometa (koncesije za autoceste i tunele). Najznačajnija akvizicija u veljači te godine bila je HIT/sanef grupa u kojoj je preuzeto 57,6% udjela. Sanef grupa prvenstveno se bavi izgradnjom i održavanjem autocesta u Francuskoj, pokrivajući 4 pravca oko Pariza. Najveći dio financiran je zaduživanjem što je značajno promijenilo sliku bilance. Danas sanef koncesija ostvaruje 35,5% ukupnih prihoda Abertis grupe.

Osim te značajne akvizicije, konstantno se rade preuzimanja i kupnje različitih koncesija i tvrtki koje već posjeduju koncesije.

Jednostavnom vertikalnom analizom bilance uviđa se da je najveći dio imovine dugotrajna imovina, točnije ulaganja u nekretnine, postrojenja i opremu, goodwill te dugotrajna ulaganja u manja poduzeća iz istog segmenta. Takav udio dugotrajne imovine u ukupnoj imovini nikako ne ide u prilog likvidnosti. Radni kapital je negativan, a samo kratkoročni zajmovi (ne računajući ostale kratkoročne obvezu) premašuju kratkotrajnu imovinu, koja će se u roku godine dana pretvoriti u novac. Zbog same prirode poslovanja negativan radni kapital im ne predstavlja nikakvu prijetnju, dapače, na takav način posluju već više od 5 godina bez ikakvih problema ponajviše zbog prilično niske ukupne zaduženosti koja je razlog da bez ikavog problema dobivaju nove kredite za pokrivanje onih koji dolaze na namiru.

<b>BILANCA (mil €)</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Novac i novčani ekvivalenti	88.592	332.465	362.626	299.227	341.769
Ostala kratkotrajna imovina	389.743	613.786	702.550	927.680	902.923
<b>Ukupna kratkotrajna imovina</b>	<b>478.335</b>	<b>946.251</b>	<b>1.065.176</b>	<b>1.226.907</b>	<b>1.244.692</b>
<b>Ukupna dugotrajna imovina</b>	<b>7.968.337</b>	<b>18.271.084</b>	<b>19.762.335</b>	<b>20.993.694</b>	<b>23.392.656</b>
<b>AKTIVA</b>	<b>8.446.672</b>	<b>19.217.335</b>	<b>20.827.511</b>	<b>22.220.601</b>	<b>24.637.348</b>
Kratkoročni zajmovi	1.089.196	1.330.794	1.495.821	1.863.988	1.337.640
Ostale kratkoročne obveze	485.085	665.420	1.014.190	926.516	1.050.488
<b>Ukupne kratkoročne obveze</b>	<b>1.574.281</b>	<b>1.996.214</b>	<b>2.510.011</b>	<b>2.790.504</b>	<b>2.388.128</b>
Dugoročni zajmovi	3.227.323	11.103.688	11.668.353	12.763.366	13.847.881
Ostale dugoročne obveze	608.935	1.670.812	1.629.569	1.887.765	2.639.565
<b>Ukupne dugoročne obveze</b>	<b>3.836.258</b>	<b>12.774.500</b>	<b>13.297.922</b>	<b>14.651.131</b>	<b>16.487.446</b>
<b>Ukupni kapital</b>	<b>3.036.133</b>	<b>4.446.621</b>	<b>5.019.578</b>	<b>4.778.966</b>	<b>5.761.774</b>
<b>PASIVA</b>	<b>8.446.672</b>	<b>19.217.335</b>	<b>20.827.511</b>	<b>22.220.601</b>	<b>24.637.348</b>



### 3.1. Analiza strukture duga

Visok udio dugova sa fiksnom kamatnom stopom

Udio dugova sa varijabilnom kamatnom stopom je samo 18%, dok je udio fiksnih 82% (radi hedgiranja), što je odlično za kamatni rizik, pošto povećanje kamatnih stopa neće uvelike utjecati na visinu kamata. Prosječan trošak duga u 1H 2010 bio je 4,5% što je pad od 0,1 p.p u odnosu na 1H 2009, a prosječno dospijeće 7 godina.

<b>Struktura duga (mil €)</b>	<b>H1 2010</b>	<b>% o/ total</b>	<b>2009</b>	<b>% o/ total</b>
Dugoročni dugovi	14.263	95%	13.837	93%
Kratkoročni dugovi	812	5%	1.094	7%
<b>Ukupni dug</b>	<b>15.075</b>	<b>100%</b>	<b>14.932</b>	<b>100%</b>
Prosječno dospijeće (godina)	7	-	7,2	-

Rejting prema S&P je BBB+

Rejting S&P-a za Abertis na dugi rok je „BBB+“, koji je do travnja 2010. bio „A-“, dok je Fitch spustio dugoročni rejting u srpnju 2009. sa „A“ na „A-“, a kratkoročni rejting sa „F1“ na „F2“ što je i dalje na zadovoljavajućoj razini, radi solidne pokrivenosti kamata.

### 4. Analiza Izvještaja o novčanom toku

Kao što je već bilo napomenuto u analizi bilance, najznačajnije promjene dogodile su se 2006. To se lijepo vidi iz novčanog toka gdje su dottične godine investicije (i akvizicije) značajno porasle, najvećim dijelom financirale su se kreditiranjem.

	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Operativni novč. tok	970.840	1.222.371	1.526.426	990.011	1.521.396
Investicijski novč. tok	-1.181.641	-3.961.261	-1.866.462	-1.290.379	-1.042.864
Financijski novč. tok	275.856	2.982.763	370.197	165.006	-343.028
Promjene u novcu i novč. Ekviv.	<b>65.055</b>	<b>243.873</b>	<b>30.161</b>	<b>-135.362</b>	<b>135.504</b>

najznačajnije akvizicije bile su 2006.

#### 4.1. Investicije

Analizirajući Izvještaj o novčanom toku (vidi dodatak u poglavlju 7.3) najzanimljivije stavke novčanog toka su preuzimanja novih poduzeća koja su bila najintenzivnija 2005. (740 mil €), 2006. (3,6 mlrd €) te 2007. (987 mil €), financirana najvećim dijelom zaduživanjem.



Zadnje dvije godine akvizicije novih poduzeća i kupnja preostalih udjela u postojećim tvrtkama-kćerima značajnije je smanjena, dok ulaganja u nekretnine, postrojenja i opremu i dalje blago osciliraju između 540 mil. € (2005.) i 720 mil. € (2007.).

## 5. Financijski pokazatelji

Pokazatelji analize financijski izvještaja stavljuju u odnos dvije ekonomске veličine te se formiraju i računaju radi stvaranja informacijske podloge za lakše donošenje poslovnih odluka. Kako su dugoročni investitori više zainteresirani za dugoročnu profitabilnost i sigurnost, oni više naglašavaju moć za stvaranje prihoda i efikasnost poslovanja nego likvidnost, jer se zna da neprofitabilna poduzeća umanjuju vrijednost imovine i bez obzira na postojeću dobru likvidnost.

### 5.1. Pokazatelji likvidnosti

Loši pokazatelji  
likvidnost

Koefficijent tekuće likvidnosti kao jedan od ključnih pokazatelja likvidnosti nije na pretjerano zavidnim razinama, naprotiv, uzevši u omjer kratkotrajnu imovinu i kratkoročne obveze ispada da Abertis uopće nema radni kapital. Specifičniji pokazatelj likvidnosti je koefficijent ubrzane likvidnosti koji od kratkotrajne imovine gleda samo novac te potraživanja, no kako su upravo te dvije stavke najveće stavke kratkotrajne imovine, ova dva pokazatelja likvidnosti gotovo su identična.

	2005	2006	2007	2008	2009
Koef. Ubrzane likvidnosti	0,30	0,47	0,42	0,43	0,51
Koef. Tekuće likvidnosti	0,30	0,47	0,42	0,44	0,52
Koef. Financijske stabilnosti	1,73	2,84	2,62	2,77	2,87

Pošto nema radnog kapitala, logika nalaže da sve obveze koje će doći na naplatu u roku godine dana neće imati pokrića iz kratkotrajne imovine, koja će se pretvoriti u novac unutar jedne godine. No, kad zapravo pogledamo niz od zadnje četiri godine, pokazatelji likvidnosti gotovo da nepromijenjeno stoje na kritičnoj razini, a usprkos tome poduzeće ostvaruje odlične rezultate. Glavni razlog zašto tako loši pokazatelji likvidnosti i negativan radni kapital uopće nisu negativno utjecali na poslovanje poduzeća je u tome što i dalje imaju dovoljno prostora za daljnja zaduzivanja kojima pokrivaju dospjele obveze. Naime, najviše kratkoročnih obveza zapravo otpada na vraćanje tekućih kredita, koji se opet dalje pokrivaju novim zaduzivanjima. Ukratko, takav način poslovanja bez



ikakvih problema funkcionira već duži niz godina, te nema naznaka da bi moglo biti ikakvih problema u skorijoj budućnosti.

77% ukupne imovine čine obveze

## 5.2. Pokazatelji zaduženost

Kao što je već bilo spomenuto kod pokazatelja likvidnosti, zaduženost je na prihvatljivoj razini. Dug je krajem 2009. činio 77% ukupne imovine, dok je samo 23% bilo financirano vlastitim kapitalom. Iako Abertis koristi prilično visoku pologu, svakako treba napomenuti da je prilično dobro iskorištavaju. U 2009. troškovi kamata bili su na razini 740 mil. € što se može bez problema 2 puta pokriti iz ostvarenog EBIT-a. Upravo taj koeficijent pokrivenosti kamata jedan je od ključnih faktora za određivanje kreditnog rejting, pa je tako Abertis po S&P-u „BBB+“, a default spread korišten kod izračuna troška duga je 3,00%. Takav rejting i dalje daje kreditorima znak kao isplativo ulaganje.

	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
Pokriće troškova kamata	3,81	2,42	2,22	1,93	2,00

Treba im preko 5 godina da okrenu svu imovinu

## 5.3. Pokazatelji aktivnosti

Pokazatelji aktivnosti koji nam govore o brzini cirkulacije imovine u poslovnom procesu također su na relativno niskim razinama, baš kao i pokazatelji likvidnosti. Otkako su napravili snažne akvizicije zadnje četiri godine i time u svoju aktivu upisali veliku količinu dugotrajne imovine, kako bi okrenuli svu svoju imovinu treba im duže od 5 godina. Potraživanja su im na niskim razinama te nemaju rizična potraživanja.

	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
Koef obrta potraživanja	5,35	5,79	5,67	4,42	4,82
Naplata potraživanja (u danima)	68,24	63,01	64,40	82,66	75,75



Pokazatelji profitabilnosti na razinama iznad prosjeka ostalih poduzeća iz sektora

## 5.4. Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti uz pokazatelje investiranja za većinu investitora su od presudnog značaja. Nažalost Abertis nije baš u najboljoj situaciji po tom pitanju. Svi pokazatelji profitabilnosti imaju blagi, ali konstantan trend opadanja. Najsnažnije su pali u 2006. radi najvećih akvizicija u skorije vrijeme. EBITDA marža u 1H-2010 opala je na 59,7%, što potvrđuje i dalje blagi trend opadanja (u 1H-2009 bila je 60,4%). Tim negativnim tempom prate je i sve ostale marže. Iako su svi pokazatelji profitabilnosti u negativnom trendu, i dalje ostaju na prihvatljivim razinama te iznad prosjeka poduzeća ovog sektora.

	2005	2006	2007	2008	2009
EBITDA marža	66,0%	64,6%	64,2%	63,1%	63,4%
EBIT marža	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%

Konstantan rast dividendi

## 5.5. Pokazatelji investiranja

Pokazatelji investiranja, koji u sebi uključuju novu varijablu - broj emitiranih dionica, imaju pozitivne trendove. Nakon 2008. godine, koja je bila teška za sva poduzeća, zarade po dionici opet su se počele oporavljati. Kako je neto zarada u 1H-2010 porasla za 5,1% u odnosu na 1H-2009, vrlo je vjerojatno da će sveukupna zarada u 2010. nadmašit prethodnu godinu i time potvrdit trend rasta EPS-a. Konstantne dividende u Abertisu svakako su jedna od najsvjetlijih točaka ove kompanije. Već 10 godina za redom dividende po dionici konstantno rastu, djelomično radi rasta EPS-a, djelomično radi povećanja odnosa isplate dividendi.

	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

U 2008. godini svi multiplikatori koji u sebi sadržavaju cijenu kao jednu od varijabli, naglo su se popravili. Glavni razlog tome je pad cijene dionice Abertisa, te je ova kompanija postala atraktivnija za kupovinu. Već u 2009. uočava se lagano vraćanje svih pokazatelja na razine prije globalne krize.

	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

Radi pada cijene  
dionica prema  
multiplikatorima  
Abertis postao  
atraktivno  
poduzeće za  
ulaganje

## 6. Vrednovanje

Fer tržištna cijena  
Abertisa je 17,29€  
što je 21,5% iznad  
trenutne tržišne  
cijene

Za vrednovanje Abertisa korišten je DCF model. 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€. Prosječna ciljana cijena ta dva modela je 17,29€ što je 21,5% više od trenutne tržišne cijene.

## 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%	
<b>EBIT (1-T)</b>	<b>580.516</b>	<b>830.579</b>	<b>1.073.574</b>	<b>1.013.786</b>	<b>1.084.187</b>	
<i>EBIT (1-T) Change</i>		43%	29%	-6%	7%	<b>9,29%</b>
Capital expenditure	542.743	451.063	738.588	639.123	720.973	
Amortization	371.500	750.434	789.351	807.612	948.274	
<b>Net CapEx</b>	<b>171.243</b>	<b>-299.371</b>	<b>-50.763</b>	<b>-168.489</b>	<b>-227.301</b>	
Change in WC	170.518	-162.875	157.794	-267.355	12.470	
<b>FCFF</b>	<b>238.755</b>	<b>1.292.825</b>	<b>966.543</b>	<b>1.449.630</b>	<b>1.299.018</b>	
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	
<b>Expected growth</b>	<b>5,53%</b>	<b>-3,04%</b>	<b>0,66%</b>	<b>-2,53%</b>	<b>-1,11%</b>	<b>-1,60%</b>



Prognoza budućih poslovni rezultata napravljena je na temelju projekcije budućih EBIT(1-T) zarada. EBIT(1-T) od 2006. godine (nakon značajnih akvizicija) raste prosječnom od 9,29% godišnje. Te stope uzete su za projekcije budućih zarada.

WACC 5,85%

Discount rate	
<b>WACC</b>	<b>5,85%</b>
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%
<b>Cost of equity</b>	<b>7,59%</b>

trošak kapitala 7,59%

Stable growth	
<b>g</b>	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%
<b>Post-tax cost of debt</b>	<b>4,54%</b>
Default spread	3,00%

trošak duga 4,54%

Trošak kapitala izračunat je na temelju 10-godišnjih španjolskih obveznica, na koje je nadodana premija rizika. Trošak kapitala iznosi 7,59%. Trošak duga izračunat je na temelju prethodno izračunate nerizične kamatne stope i default spreada izračunatog na temelju pokrića troškova kamata. WACC za Abertis iznosi 5,85%. Na temelju ove diskontne stope izračunata je sadašnja vrijednost budućih 5 novčanih tokova raspoloživih poduzeću (FCFF). Kod izračuna terminalne vrijednosti poduzeća korišten je konstantni rast u visini rasta BDP-a Španjolske zadnjih 10 godina. Beta je izjednačena sa 1,00 pošto bi u dugom roku dionica trebala pratiti tržište.

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
<b>FCFF</b>	<b>1.506.266</b>	<b>1.646.175</b>	<b>1.799.080</b>	<b>1.966.187</b>	<b>2.148.816</b>	<b>820.398</b>
Present value	1.420.088	1.463.198	1.507.617	1.553.385	1.600.542	16.747.600
						<b>24.292.430</b>

Dobivena fer vrijednost po dionici je 18,74 €, što je 31,7% više od trenutne tržišne cijene te je prema tome dionica podcijenjena.

prema FCFF fer vrijednost poduzeća 31,7% viša od trenutne tržišne cijene

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
<b>Fair price</b>	<b>18,74 €</b>
Current Price	14,23 €
<b>Potential growth</b>	<b>31,7%</b>



## 6.2. DDM

Druga metoda vrednovanja poduzeća napravljena je isključivo radi konstantnog rasta dividendi te je bilo praktično pomoću Gordonovog modela rasta dividendi izračunat današnju vrijednost budućih primitaka od dividendi.

Prema Gordonovom modelu fer vrijednost poduzeća 11,27% veća od trenutne tržišne cijene

Godina	Isplaćene dividende	Stvarni godišnji rast
2001	<b>0,45</b>	0,0%
2002	<b>0,46</b>	2,2%
2003	<b>0,45</b>	-2,2%
2004	<b>0,48</b>	6,4%
2005	<b>0,50</b>	4,4%
2006	<b>0,50</b>	0,0%
2007	<b>0,56</b>	12,0%
2008	<b>0,60</b>	7,1%
2009	<b>0,60</b>	0,0%

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

Za diskontnu stopu uzeli smo prethodno izračunat trošak kapitala 7,59%.

Na temelju Gordonovog modela sadašnja vrijednost budućih prihoda od dividendi trebala bi biti 15,83€, što je 11,27% više od današnje tržišne cijene, te je također i prema tom modelu dionica Abertisa podcijenjena.



## 7. Dodaci

### 7.1. Izvještaj o dobiti (2005. – 2009.)

('000 €)	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Prihodi od prodaje</b>	<b>1.824.240</b>	<b>3.242.986</b>	<b>3.539.607</b>	<b>3.575.113</b>	<b>3.836.695</b>
Troškovi prodaje i administrativni troškovi	-313.521	-472.822	-546.811	-574.285	-604.504
Ostali prihod	81.640	92.006	80.529	104.317	98.211
Ostali troškovi	-388.190	-768.535	-799.214	-849.255	-898.813
<b>EBITDA</b>	<b>1.204.169</b>	<b>2.093.635</b>	<b>2.274.111</b>	<b>2.255.890</b>	<b>2.431.589</b>
Amortizacija i deprecijacija	-371.500	-750.434	-789.351	-807.612	-948.274
<b>EBIT</b>	<b>832.669</b>	<b>1.343.201</b>	<b>1.484.760</b>	<b>1.448.278</b>	<b>1.483.315</b>
Kamate	-218.809	-556.109	-669.802	-749.516	-740.207
Ostali finansijski prihod/rashod	59.551	95.576	131.117	201.235	167.316
Udio u dobiti povezanih poduzeća	65.095	46.942	100.168	78.794	78.014
<b>Dobit prije poreza</b>	<b>738.506</b>	<b>929.610</b>	<b>1.046.243</b>	<b>978.791</b>	<b>988.438</b>
Porez	-223.638	-354.778	-289.744	-293.643	-265.967
<b>Neto dobit iz redovnog poslovanja</b>	<b>514.868</b>	<b>574.832</b>	<b>756.499</b>	<b>685.148</b>	<b>722.471</b>
Manjinski interesi	3.635	44.802	74.319	66.796	69.407
<b>Neto dobit</b>	<b>511.233</b>	<b>530.030</b>	<b>682.180</b>	<b>618.352</b>	<b>653.064</b>
EPS	0,91	0,90	1,10	0,89	0,95

Izvor: Abertis



## 7.2. Bilanca (2005. – 2009.)

('000 €)	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Dugotrajna imovina</b>					
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
Potraživanja	29.896	77.840	105.118	173.927	425.568
<b>Ukupna dugotrajna imovina</b>	<b>7.968.337</b>	<b>18.271.084</b>	<b>19.762.335</b>	<b>20.993.694</b>	<b>23.392.656</b>
<b>Kratkotrajna imovina</b>					
Ostala potraživanja					
Zalihe	10.106	12.978	22.780	26.383	35.356
Potraživanja od kupaca	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
<b>Ukupna kratkotrajna imovina</b>	<b>478.335</b>	<b>946.251</b>	<b>1.065.176</b>	<b>1.226.907</b>	<b>1.244.692</b>
<b>UKUPNA IMOVINA</b>	<b>8.446.672</b>	<b>19.217.335</b>	<b>20.827.511</b>	<b>22.220.601</b>	<b>24.637.348</b>

('000 €)	2005	2006	2007	2008	2009
<b>KAPITAL</b>					
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
<b>Ukupni kapital</b>	<b>3.036.133</b>	<b>4.446.621</b>	<b>5.019.578</b>	<b>4.778.966</b>	<b>5.761.774</b>
<b>DUGOROČNE OBVEZE</b>					
Odgođene porezne obveze	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
Ostali dugoročni dugovi	343.949	421.264	429.479	493.223	911.329
<b>Ukupne dugoročne obveze</b>	<b>3.836.258</b>	<b>12.774.500</b>	<b>13.297.922</b>	<b>14.651.131</b>	<b>16.487.446</b>
<b>KRATKOROČNE OBVEZE</b>					
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
Dobavljači	262.287	400.681	466.294	596.874	615.762
<b>Ukupne kratkoročne obveze</b>	<b>1.574.281</b>	<b>1.996.214</b>	<b>2.510.011</b>	<b>2.790.504</b>	<b>2.388.128</b>
<b>UKUPNE OBVEZE</b>	<b>5.410.539</b>	<b>14.770.714</b>	<b>15.807.933</b>	<b>17.441.635</b>	<b>18.875.574</b>
<b>PASIVA</b>	<b>8.446.672</b>	<b>19.217.335</b>	<b>20.827.511</b>	<b>22.220.601</b>	<b>24.637.348</b>

Izvor: Abertis



### 7.3. Izvještaj o novčanom toku (2005. – 2009.)

('000 €)	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Zarade prije poreza</b>	<b>514.868</b>	<b>574.832</b>	<b>756.499</b>	<b>685.148</b>	<b>722.471</b>
Plaćen porez	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
<b>Operativni novčani tok</b>	<b>970.840</b>	<b>1.222.371</b>	<b>1.526.426</b>	<b>990.011</b>	<b>1.521.396</b>
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>Investicijski novčani tok</b>	<b>-1.181.641</b>	<b>-3.961.261</b>	<b>-1.866.462</b>	<b>-1.290.379</b>	<b>-1.042.864</b>
Promjene u dugu	722.967	3.179.940	695.580	811.659	135.687
Isplaćene dividende	-282.634	-293.654	-330.756	-379.853	-412.253
Ostale promjene	-164.477	96.477	5.373	-266.800	-66.462
<b>Financijski novčani tok</b>	<b>275.856</b>	<b>2.982.763</b>	<b>370.197</b>	<b>165.006</b>	<b>-343.028</b>
<b>Promjene u novcu i novčanim ekviv.</b>	<b>65.055</b>	<b>243.873</b>	<b>30.161</b>	<b>-135.362</b>	<b>135.504</b>

Izvor: Abertis



[www.finance.hr](http://www.finance.hr)

Financijski klub • info@finance.hr  
Trg J.F. Kennedyja 6 • 10000 Zagreb • Hrvatska