

UPDATE ANALIZE PODUZEĆA

Abertis Infraestructuras, S.A.

Za vrednovanje Abertisa korišten je DCF (FCFF) model te vrednovanje pomoću multiplikatora. Također je radi pravilnog rasta dividendi zadnjih 10 godina, napravljen je DDM (Gordonov model rasta). Nakon toga napravljena je aritmetička sredina između sve tri dobivene vrijednosti. Fer vrijednost poduzeća prema DCF modelu je 19,26€, prema multiplikatorima 17,84€, a prema Gordonovom modelu 17,19€. U prosjeku fer vrijednost poduzeća iznosi 18,10€ što je 23,6% više od trenutne tržišne cijene.

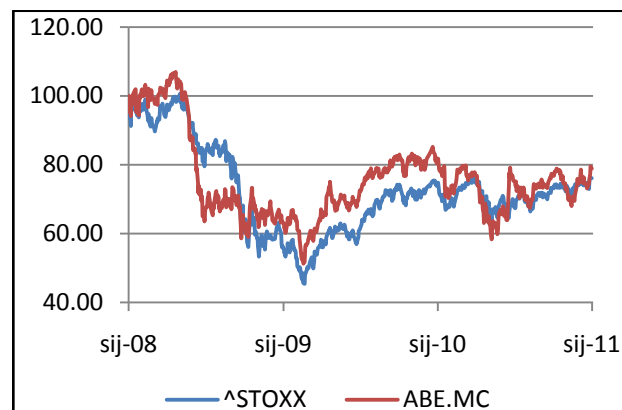
- Porast broja vozila u 3Q 2010 na svim autocestama osim Španjolske
- Očekuje se porast marži u segmentu cestovnog prometa u Europi između 1,2 i 1,6 % u 2011.
- Strategija diversifikacije i stroge kontrole operativnih investicija omogućila je Abertisu nastavak snažnog novčanog toka u otežanoj Španjolskoj ekonomiji
- Prodano je 6,7% talijanske Atlantie za 626 mil. €
- Očekuje se rasprodaja udjela u tvrtkama koje nisu direktno povezane s glavnim poslovanjem Abertisa kao npr: parkirališta i zračne luke (Luton) kraj Londa te europski satelitski operator (Eutelsat) čijih je 32% udjela prošle godine procijenjeno na 1,9 mlrd. €
- **Nakon što je u kolovozu 2010. private equity grupa CVC kupila je 15,5% udjela u Abertisu, CVC tražio između 5,0 i 5,5 mlrd € kako bi pomoću LBO-a preuzeo Abertis. Sklapanje posla se planira za 2011., no te se najvjerojatnije još neće dogoditi tako skoro.**

PREPORUKA: KUPITI

Ciljana cijena	18,10 €
Cijena na dan 18/01/2011	14,64 €
Potencijal za rast:	23,6%
Min./maks. cijena u 12 mjeseci	10,59/14,85

Podaci o dionici

Yahoo/Reuters	ABE.MC/ABE.MC
Prosječan dnevni volumen (3 mj.)	3.562.181
Tržišna kapitalizacija (mil €)	10.307,75
Broj dionica (mil)	724,37
Sektor	Industrijski transport
Država	Španjolska



	3G	1G	6M	1M
^STOXX	-23,90%	2,53%	12,63%	2,23%
ABE.MC	-21,16%	-2,40%	4,86%	4,48%

Ključni pokazatelji	Abertis	Industrija	Sektor
P/E (TTM)	16,21	31,08	26,85
P/S (TTM)	2,62	6,72	1,49
P/BV (MRQ)	2,84	3,11	1,11
P/CF (TTM)	6,24	14,45	20,11
Dividend Yield	4,00	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

SADRŽAJ

1. KLJUČNI PODACI ZA 9M 2010.....	2
2. FINANCIJSKI REZULTAT ZA 9M 2010.....	3
3. VREDNOVANJE	4
3.1. Prognoze poslovanja Abertis grupe	4
3.2. FCFF.....	5
3.3. DDM	6
3.4. Multiplikatori	6



1. Ključni podaci za 9M 2010

Rast neto dobiti 4,2% u
 9M 2010 u odnosu na
 9M 2009

Abertis grupa nastavila je pozitivan duh poslovanja u 2010. Prihodi u prvih 9 mjeseci 2010. u odnosu na isto razdoblje 2009. porasli su 5,5%, EBITDA 4,6% i neto dobit 4,2%.

86% duga sa fiksnom
 kamatnom stopom

Neto novčani tok iznosio je 1,205 mlrd. € što je 7,4% više u odnosu na 9M 2009. te je zbog strogog upravljanja CAPEX-om pomoglo dići slobodni novčani tok za 10,5%, koji se prvenstveno iskoristio za smanjenje neto duga kompanije. Sa prosječnim dospelom dugova od 6,8 godina, 86% duga je sa fiksnom kamatnom stopom ili je fiksirano pomoću hedging instrumenata što čini solidnu financijsku strukturu Abertisa.

Na operativnoj razini, broj vozila u sektoru cestovnog prometa pao je 0,4% u prvih 9 mjeseci 2010. u odnosu na isto razdoblje u 2009., a tom padu najviše je doprinijela Španjolska zbog ekonomskog pada koji je rezultirao snažnom padu prometa teretnih vozila. Pozitivni rezultati na američkom kontinentu i u Francuskoj nisu uspjeli kompenzirati taj pad.

Dividend yield
 preko 4%

U listopadu 2010. isplaćena je redovna „jesenska“ dividenda u visini od 0,30 € i time nastavljen niz redovnih isplata dividendi koji traje već preko 20 godina. Ostatak dividendi za 2010. trebao bi biti isplaćen na proljeće 2011. te bi ukupna dividenda isplaćena iz profita ostvarenog u 2010. trebala biti 5% veća od prošlogodišnje. Trenutni dividend yield iznosi nešto preko 4%.



2. Financijski rezultat za 9M 2010

Iako je broj vozila na autocestama pao, ukupni prihod od cestovnog segmenta za 9M 2010 je porastao za 6% u odnosu na 9M 2009. Kako cestovni segment čini 75% ukupnih prihoda Abertis grupe, taj rast povukao je sveukupan rast prihoda za 5,5%. Također je značajan rast bio u telekomunikacijskom segmentu.

	9M 2010	9M 2009	Chg.	% of total 2010
Total revenues				
Toll Roads	2,332	2,200	6.0%	75.3%
Telecom	418	390	7.2%	13.5%
Airports	211	204	3.2%	6.8%
Car Parks	114	109	4.9%	3.7%
Logistics	16	23	(31.1%)	0.5%
Corporate and other services	7	9	(16.8%)	0.2%
Total revenues	3,097	2,935	5.5%	100%

Tablica 1: Ukupni prihodi u prvih devet mjeseci 2010.

Izvor: Abertis

EBITDA i EBIT marže ostale su na istim razinama (70,6%, odnosno 46,9%), a ujedno su visoko iznad prosjeka cijele Abertis grupe (koje su na razinama EBITDA marža je 62%, a EBIT marža 39%). Sa aspekta marži zarada najlošije stoje zračne luke. To je možda i jedan od razloga zašto je Uprava Abertisa izjavila da se planiraju rješavati tvrtki u vlasništvu koje su u „non-core businessu“.

Planira se rasprodaja tvrtki koje nemaju veze s „core businessom“

EBITDA Margin	9M 2010	9M 2009	Chg p.p.
Toll Roads	70.6%	70.5%	0.0
Telecom	39.4%	44.1%	(4.7)
Airports	30.6%	31.2%	(0.7)
Car Parks	39.5%	37.0%	2.5
Logistics	47.7%	40.3%	7.5
Corporate and other services	n.a.	n.a.	n.a.
Total EBITDA Margin	61.9%	62.4%	(0.6)

Tablica 2: EBITDA marže za prvih devet mjeseci 2010.

Izvor: Abertis

Iako je bilo značajnog rasta prihoda u telekomunikacijskom sektoru, za pad marže od 4,7% prvenstveno je zaslužno ukidanje analognog TV signala, no pokrivenost digitalnim zemaljskim signalom povećala se na 98%



sa 96% u zadnjih 9 mjeseci što bi se u skorijoj budućnosti trebalo pozitivno odraziti na financijski rezultat ovog sektora.

	9M 2010	9M 2009	Chg.
EBIT	1,206	1,166	3.4%
Net profit	561	539	4.2%
Net cash flow	1,205	1,122	7.4%
Net debt	14,337	14,590 ⁽¹⁾	-253

Tablica 3: Ključni financijski podaci za prvih devet mjeseci 2010.

Izvor: Abertis

3. Vrednovanje

Prema FCFF-u, DDM-u i Multiplikatorima dionica je podcijenjena za 23,6 %

Vrijednost po dionici	
FCFF	19,26 €
DDM	17,19 €
Multiplikatori	17,84 €
Aritmetička sredina	18,10 €
Trenutna cijena	14,64 €
Potencijal rasta	23,6%

Za vrednovanje Abertisa korišten je DCF model. Nakon toga radi pravilnog rasta dividendi zadnjih 10 godina napravljen je DDM (Gordonov model rasta) te vrednovanje pomoću multiplikatora. Nakraju je uzeta aritmetička sredina svih triju izračunatih vrijednosti koja iznosi 18,10€ po dionici, koja je u odnosu na trenutnu tržišnu cijenu od 14,64€ 23,6% viša. **Dionica je podcijenjena te je preporučujemo kupiti.** U daljnjem tekstu mogu se vidjeti detalji ovih izračuna.

3.1. Prognoze poslovanja Abertis grupe

Prognoze cjelokupnog poslovanja Abertis grupe napravljene su na temelju dosadašnjih prihoda i marži poslovanja.

('000 €)	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	TV
Net sales	4.066.897	4.209.238	4.377.608	4.552.712	4.757.584	4.995.463
Sales growth (%)	6,0%	3,5%	4,0%	4,0%	4,5%	5,0%
EBITDA	2.521.476	2.609.728	2.714.117	2.777.154	2.854.550	2.997.278
EBITDA margin (%)	62%	62%	62%	61%	60%	60%
Depreciation & amortization	935.386	968.125	1.006.850	1.047.124	1.094.244	1.148.957
Amortization margin (%)	23%	23%	23%	23%	23%	23%
Operating income (EBIT)	1.586.090	1.641.603	1.707.267	1.730.031	1.760.306	1.848.321
EBIT margin (%)	39%	39%	39%	38%	37%	37%
Financial result	-528.697	-547.201	-569.089	-591.853	-618.486	-649.410
Financial result margin (%)	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Income taxes	-317.218	-328.321	-341.453	-341.453	-342.546	-359.673
Income tax rate	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Manjinski interesi	-81.338	-84.185	-87.552	-91.054	-95.152	-99.909
Net profit	658.837	681.897	709.172	705.670	704.122	739.329
Change (%)	1%	3%	4%	0%	0%	5%
Margin (%)	17%	17%	17%	17%	17%	17%
EPS	0,955	0,988	1,028	1,023	1,021	1,072

Tablica 4: Prognoze poslovanja Abertis grupe



3.2. FCFF

Diskontna stopa WACC
iznosi 7,28%

Discount rate	
WACC	7,28%
Equity weight	0,45
Debt weight	0,55
MV of equity	10.099.756
MV of debt	12.149.805

Stable growth	
g	2,85%
Beta	1,00
Country premium	0,45%
WACC	7,55%
ROC	5,87%
Reinvestment rate	48,58%

Izračunata je diskontna stopa WACC koja za Abertis iznosi 7,28%. Za terminal value izračunat je novi WACC te nove stope rasta temeljene na stopama rasta BDP-a Španjolske zadnjih 20 godina. Beta se ovom slučaju izjednačava sa 1,00 radi pravilne korelacije sa španjolskim gospodarstvom.

Beta poduzeća je 0,88

Cost of equity	
YTM	5,42%
Default spread	0,45%
RiskFree rate	4,97%
Beta	0,88
Equity risk premium	4,95%
Cost of equity	9,33%

Cost of debt	
Marginal Tax rate	30,00%
Pre-tax cost of debt	7,97%
Post-tax cost of debt	5,58%
Default spread	3,00%

Trošak kapitala izračunat je na temelju desetogodišnjih španjolskih obveznica, na koje je nadodana premija rizika, a beta je izračunata na temelju mjesečnih prinosa zadnjih 5 godina u korelaciji sa indeksom DJ EURO STOXX P (^STOXXE).

Sadašnja vrijednost
diskontiranih FCFF-a je
25,167 mlrd. €

('000 €)	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	TV
Sales	4.066.897	4.209.238	4.377.608	4.552.712	4.757.584	4.995.463
EBITDA	2.521.476	2.609.728	2.714.117	2.777.154	2.854.550	2.997.278
Amortization	935.386	968.125	1.006.850	1.047.124	1.094.244	1.148.957
EBIT	1.586.090	1.641.603	1.707.267	1.730.031	1.760.306	1.848.321
EBIT (1-T)	1.110.263	1.149.122	1.195.087	1.211.021	1.232.214	1.293.825
CAPEX	813.379	841.848	875.522	910.542	951.517	999.093
Amortization	935.386	968.125	1.006.850	1.047.124	1.094.244	1.148.957
Net CapEx	-122.007	-126.277	-131.328	-136.581	-142.728	-149.864
FCFF	1.232.270	1.275.399	1.326.415	1.347.603	1.374.942	1.443.689
Present value	1.148.649	1.108.178	1.074.298	1.017.393	967.594	19.850.438



Value Per Share - FCFF	
Operating assets	25.166.550
Cash	341.769
MV of debt	12.149.805
Minority interest	69.407
Equity	13.289.107
Fair price	19,26
Current Price	14,64
Growth potential	31,6%

Nakon što od dobivenog iznosa oduzmemo novac, tržišnu vrijednost duga i manjinske interese te podijelimo sa brojem dionica dobivamo fer vrijednost po dionici u iznosu od 19,26 € što je **31,6% iznad trenutne tržišne cijene**. Zanimarili smo promjene u radnom kapitalu zbog nepravilnih oscilacija; prosječna vrijednosti promjene kapitala zadnjih 5 godina iznosila je nula.

3.3. DDM

Godina	Isplaćene dividende	Stvarni godišnji rast
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%

Prema Gordonovom modelu fer vrijednost poduzeća 17,4% veća od trenutne tržišne cijene

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.

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

Na temelju Gordonovog modela sadašnja vrijednost budućih prihoda od dividendi trebala bi biti 17,19€ što je 17,4% više od današnje tržišne cijene, te je također i prema tom modelu dionica Abertisa podcijenjena.

3.4. Multiplikatori

Vrijednost po dionici	
$P_0 / E_1 =$	18,08
P/E (TTM)	14,96
Fer cijena	17,70
$P_0 / S_0 =$	3,08
P/S (TTM)	2,53
Fer cijena	17,84
P_0 / BV_0	2,12
P / BV (MRQ)	1,74
Fer cijena	17,84
Medijan cijena	17,84
Trenutna cijena	14,64
Potencijal rasta	21,87%

Prema multiplikatorima podcijenjena dionica za 21,87%

Vrednovanje pomoću multiplikatora napravljeno je na temelju procijenjenih budućih fundamenata. Prvi od njih je izračunat omjer cijene i zarada, zatim omjer cijene i prodaje te omjer cijene i knjigovodstvene vrijednosti. Na temelju izračunatih multiplikatora dobili smo fer vrijednosti poduzeća. Medijan tih cijena 21,87% je veći od trenutne tržišne cijene te je i na temelju ovog vrednovanja dionica Abertisa podcijenjena.