

ANALIZA PODUZEĆA

Compagnie Maritime Belge SA (CMB.BR)

Zaključak:

Preporuku za držanje dionice CMB Compagnie Maritime Belge dajemo na osnovi vrednovanja s DCF (FCFF) modelom, DDM modelom i multiplikatorima s kojima smo dobili prosječnu ciljanu cijenu od €23,79, koja je 47,5% veća od tekuće tržišne cijene. Preporuka za držanje dionice odnosi se prije svega zbog velikih neizvjesnosti na brodarskim tržištima.

Možemo reći kako je CMB bio itekako pogoden globalnom krizom, ali treba reći kako poduzeće kroz tu krizu prolazi vrlo stabilno uz relativno male korekcije prihoda i dobiti.

Razlog tome možemo naći u prodaji već postojećih brodova iz flote, te racionalizaciji troškova posebno u 2007. i 2008. godini. Isto tako i rast Kineskog i Brazilskog gospodarstva imao je značajan pozitivan utjecaj na poslovanje. U 2010. zabilježen je rast prihoda dok je dobit ostala na razini iz 2009.

2011. očekuje se nastavak oporavka svjetske trgovine, ali ipak sporijim intenzitetom. Prema procjenama WTO globalna trgovina u 2010. porasla je za 14,5%, a prognoze za 2011. očekuju rast od oko 6,5%. U srednjem roku vjerujemo da će CMB nastaviti stabilno poslovati sa pozitivnim stopama rasta, prvenstveno zbog oporavka svjetske trgovine, brodarskog i avio sektora gdje je CMB ostvarivao skromne stope rasta.

Glavni rizici za CMB su velika izloženost i ovisnost o Kineskoj industriji i zemljama u razvoju, još uvijek krhak rast i oporavak svjetske ekonomije, te velika konkurenca u brodarskom sektoru. U narednim godinama kao velik izazov za poduzeće predstavljaće naglo povećanje kapaciteta brodskog prijevoza na tržištu.

	CMB.be	Industrija	Sektor
Rast prodaje	3,17	4,83	6,66
Rast EPS	-4,71	-8,77	12,81
Rast CAPEX	18,32	4,48	11,5
EBITD	50,26	18,12	13,16
Marža profitata	37,29	6,02	6,08
ROA	15,33	4,26	4,07
ROE	29,94	10,17	10,23

*prosjek 5 godina

PREPORUKA: Držati

Ciljana cijena	€ 23,79
Cijena na dan 13/11/2011	€ 16,13
Min/maks cijena zadnjih 12 mј.	€15,05/€23,74

Podaci o dionici

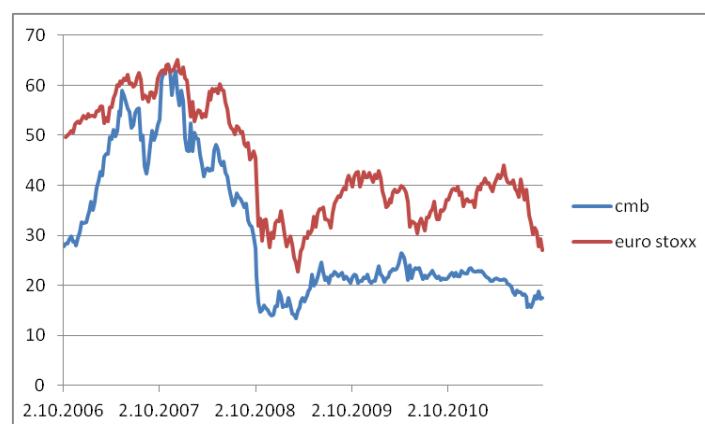
Yahoo/Reuters	CMB.BR/CMB.BE
Prosječan dnevni volumen (3 mј.)	20.635
Tržišna kapitalizacija (u mil. €)	€609,0
Broj dionica	35,0 mil.
Sektor	Industrijski transport
Država	Belgija

Nadolazeći događaji

Rezultati četvrtog kvartala	19/01/2012
Dan investitora	08/05/2012

Profil poduzeća

CMB je poduzeće s sjedištem u Belgiji koje se bavi brodskim i zrakoplovnim transportom, te konzultantskim uslugama i nekretninama. Putem svoje podružnice Bocimar International CMB je uključen u sektor prijevoza suhih i rasutih tereta diljem svijeta. CMB je također većinski dioničar ASL zrakoplovstva koje je prisutno na teretnom i putničkom tržištu u Europi. ASL posjeduje i upravlja flotom od 49 zrakoplova. Druge aktivnosti CMB grupe uključuju RESLEA nekretnine i 27%-ni udio u Anglo Eastern Management Group.



Filip Majić
filipt1862@gmail.com

Student investitor

Tim za Analizu Poduzeća



Sadržaj

1.Podaci o poduzeću.....	2
1.1.Menadžment poduzeća.....	3
1.2.Struktura dioničara.....	3
1.3.Povijest poduzeća.....	2
2.Analiza poduzeća.....	3
2.1.Struktura prihoda i rashoda	3
2.2.Bocimar International	3
2.3.ASL Aviation.....	5
2.4.Ostale aktivnosti.....	6
2.5.Trendovi koji utječu na transport.....	7
2.6.SWOT analiza.....	11
3.Financijske karakteristike	12
3.1.Rezultati prve polovice 2011.....	12
3.2.Financijski pokazatelji.....	13
3.2.Izvještaj o novčanom toku.....	15
4. Vrednovanje.....	16



www.finance.hr

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

1.Podaci o poduzeću

d.o.o. od 1895.

Compagnie Maritime Belge odnosno CMB grupa je belgijska kompanija sa sjedištem u Antwerpenu koja svojim poslovanjem djeluje po cijelom svijetu. To je društvo s ograničenom odgovornošću prema belgijskom zakonu još od 1895. godine, te je trenutno aktivna u brodarskom prijevozu suhih i rasutih tereta te u zrakoplovstvu. Njezine dionice kotiraju na NYSE Euronext u Bruxellesu i uključene su u Next 150 indeks i BelMid index. Poslovanje grupe može se podjeliti na tri poduzeća, a to su Bocimar International, ASL Aviation i ostale aktivnosti.

Glavni dio prihoda grupe otpada na Bocimar Int.

CMB je uključen u sektor suhih i rasutih tereta već više od 25 godina putem svoje u stopostotnom vlasništvu belgijske podružnice Bocimar International. Trenutno se Bocimar flota sastoji od 15 Capesize, 4 Handymax i 5 Handysize plovila. Bocimar International posjeduje 21 plovilo u svome vlasništvu, a 2 u zajedničkom vlasništvu kroz zajednička ulaganja, joint ventures sa stranim brodarima, kao što su Wah Kwong Group (Hong Kong) i Oak Maritime Group (Tajvan). Uz postojeću modernu flotu koja se uglavnom sastoji od Capesize, Handysize, Handymax plovila Bocimar Grupa također ima i opsežan program novogradnja. Trenutno je u izgradnji ili naručeno 18 brodova, od kojih bi 13 trebalo biti isporučeno 2011. Bocimar međunarodna poslovanja sastoje se uglavnom od prijevoza suhog rasutog tereta, posebice ugljena, rude i žitarica. Tijekom godina, Bocimar je stekao izvanrednu reputaciju s 'blue chip' karakterom koja se pokazuje i u broju ugovora sa raznim proizviđačima čelika i kompanijama u energetskom sektoru. Bocimar Int. ima svoje urede u Tokyou, Shanghai i New Delhiu.

ASL Aviation također je dio grupacije CMB koja posjeduje 51% udjela zajedno sa strateškim partnerom Petercamom. ASL flota sastoji se od 49 zrakoplova tipa Airbusa A300, Boinga 737 i ATR zrakoplova u različitim konfiguracijama (robe i putnika). ASL zrakoplovstvo značajno je prisutno na teretnom i putničkom tržištu u Europi, te je usredotočeno na pružanje zrakoplovnih usluga i djelatnosti.

Ostale aktivnosti uključuju Grupe RESLEA (nekretnine) i 27% udjela u Anglo Eastern Management Group . Kroz stjecanje 27% udjela u anglo-istočnoj



Management Group u 2007, CMB se udomaćio u sektoru specijaliziranom u pružanju usluga upravljanja brodova, posada i upravljanju novogradnja te konzultantskim uslugama.

10 članova
uprave

3 člana čine
izvršni odbor

1.1.Menadžment poduzeća

Uprava CMB-asastoji se od 10 članova od kojih su troje (Marc Saverys, Ludwig Criel i Benoit Timmermans) članovi izvršnog odbora. Izvršni odbor ima najšire menadžerske ovlasti dane statutom poduzeća. Osim pitanja koja diktira zakon zatvaranje računa, godišnje i polugodišnje izvješće, priprema priopćenja za tisak ili priprema godišnje skupštine, odbor razmatra i sljedeće stavke: tvrtkinu strategiju i strukturu, proračune, privremene rezultate i prognoze, pregledi dan za danom poslovanja i učestala komunikacija sa glavnim podružnicama, investicije i ne investicije u fiksne imovine i sudjelujuće interese, nadziru portfolio investicija te kupnju i prodaju vlastitih dionica.

Izvršni direktori:

Marc Saverys, direktor od 1991. i izvršni direktor od 1992., rođen 1954., mandat mu ističe na skupštini dioničara 2012.

Ludwig Criel, direktor od 1991., rođen 1951., mandat mu ističe na skupštini dioničara 2012.

Benoit Timmermans, direktor od 2004., rođen 1960., mandat mu ističe na skupštini dioničara 2013.

Upravni odbor se saziva kada god interesi društva to zahtijevaju, te na zahtjev najmanje tri člana upravnog odbora. Radni postupak Upravnog odbora utvrđuju se statutom i odredbama društva.

1.2.Struktura dioničara

Kapital CMB grupe sastoji se od 34 800 000 milijuna dionica. Krajem 2010. godine u vlasničkoj strukturi bila su zastupljena dva velika dioničara od kojih niti jedan nije imao više od 50%.



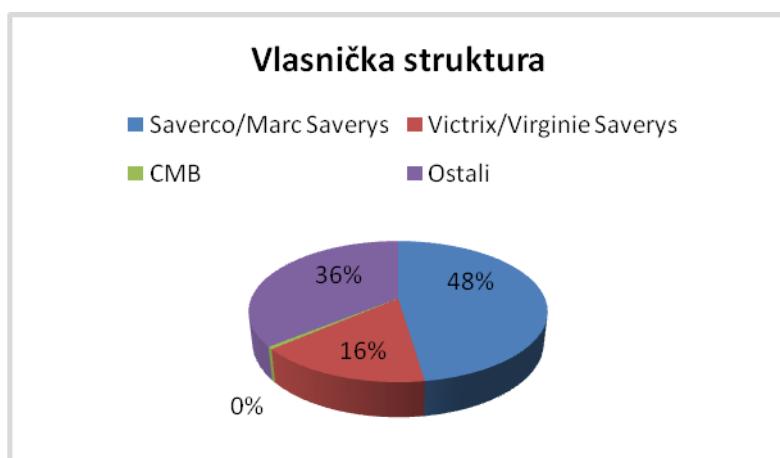
www.finance.hr

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

2 najvećih dioničara, 64% kapitala

Obitalj Saverys većinski vlasnici

Najveći dioničar je privatno poduzeće Saverco NV čiji je vlasnik Marc Saverys član uprave i izvršnog odbora, a drugi najveći dioničar je tvrtka Vitrix NV čija je vlasnica Virginie Saverys isto tako članica uprave, a ujedno i sestra Marcia Saverysa tako da možemo reći da je poduzeće CMB u privatnom vlasništvu obitelji Saverys. Njihov zajednički udio iznosi 64%. Ostalih 36% je free float na tržištu kapitala. Na dan 31. prosinca 2010. temeljni kapital društva iznosio je 25 milijuna eura te je temeljni kapital u cijelosti je uplaćen. Sve dionice kotiraju na NYSE Euronext u Bruxellesu, a broj vlastitih dionica koje drži društvo na dan 30. kolovoza 2011. iznosilo je 500.000 dionica.



Izvor:CMB

1.3.Povijest poduzeća

Poduzeće CMB ima dugu povijest koja seže u 1895. godinu još kada je naziv poduzeća glasio Compagnie Belge Maritime du Congo (CBMC), a sve je počelo zbog britanskih interesa kako bi omogućili povezanost i trgovinu sa Afrikom. 1930ih godina novi belgijski vlasnik mijenja ime u CMB i sa tim vremenom započinju plovidbe prema Južnoj i Sjevernoj Americi te dalekom istoku. 1960ih godina CMB je specijalizirao svoje rute ponajviše prema središnjoj i južnoj Americi, a 1962. godine ulazi u sektor krutih i rasutih tereta. Tih godina započinje i dominacija kontenjerskog prijevoza. 1975. godine nakon dobrog poslovanja sa rasutim teretima CMB preuzima manjinski dio trgovačkog poduzeća Bocimar, a konačno priključenje Bocimara dovršeno je 1982. godine. Nakon uspješnog brodskog poslovanja CMB je diverzificirao djelatnost te je



www.finance.hr

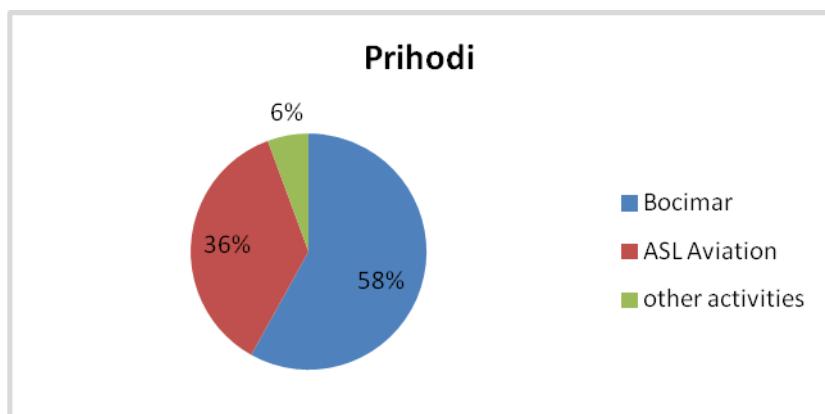
Financijski klub • info@finance.hr
Trg J.F. Kennedyja 6 • 10000 Zagreb • Hrvatska

postao prisutan i u zrakoplovnom transportu, logistici, nekretninama i konzultantskim uslugama.

2.Analiza poduzeća

2.1.Struktura prihoda i rashoda

Poslovni prihodi CMB grupe za 2010. godinu iznosili su € 485 milijuna. Gledano po grupama najveći udio po poslovnim prihodima odnosi se na Bocimar Int. sa 58% ili € 280 milijona u što spada brodski transport krutih i rasutih tereta, slijedi ASL Aviation sa 36% ili € 174 milijona, a ostalih 6% ili € 30 milijona odnosi se na ostale aktivnosti vezane za pruzanje logističkih i konzultantskih usluga itd.



Izvor:CMB

2.2.Bocimar International

Utjecaj krize na poslovanje

Svjetska finansijska kriza snažno je utjecao na pomorski prijevoz krajem 2008. i 2009. godine. Kolaps industrijske proizvodnje te usporavanje rasta globalne trgovine sa 6,4% 2007. na 2,1% 2008. značajno je pogodilo sektor transporta pa tako i pomorski prijevoz.

Pad industrijske proizvodnje i globalne trgovine

Prosječni spot tržišni tečaj za Capesize brodove čiji je udio u floti najveći za prvu polovicu 2009. iznosio 31.056 \$/dan, a za usporedbu u 2008. godini prije snažnijeg utjecaja krize iznosio je 135.161 \$/dan. Za Panamax brodove u prvoj polovici 2009. godine iznosio je 10.962 \$/dan, a u 2008. godini 59.285 \$/dan što je značajno utjecalo na prihode Bocimar Int.

U drugoj polovici 2009. godine stanje se malo popravilo pa je prosječni spot tečaj za capesize brodove iznosio 47.072 \$/dan (2008: \$ 60,236/dan), a za



Rast ponude novoizgrađenih brodova za 28% na god. razini

panamax brodove \$ 19.216/dan (2008: \$ 27,362/dan). Takav udarac natjerao je Bocimar Int. da se okreće tržištu Kine čija je proizvodnja čelika rasla 8.5%, a željeza za nevjerojatnih 40%, dok je svjetska proizvodnja bilježila značajan pad. Unatoč padu narudžbi iz Japana i Europe trgovina željeznom rudom rasla je u 2009. godini za 8%, dok je globalna trgovina smanjena za rekordnih 12,2% (WTO). Velik utjecaj na rezultate poslovanja u 2009. i 2010. godini imala je i velika ponuda brodova na tržištu koju je pratila slaba potražnja.

Prihodi u 2010. godini u odnosu na 2009. porasli su za 14% prije svega zbog toga što je došlo do jačanja tržišta prijevoza ugljena, i veće potrošnje ugljena u svijetu za 7,6% u 2010., te je u potpunosti uspjelo nadoknaditi pad tržišta prijevoza željezne rude posebno u Kini. Unatoč brojnim otkazivanjima, krajem godine došlo je do masivnog priljeva novoizgrađenih brodova, te povećanja kapaciteta za 28% na godišnjoj razini, što je učjecalo i na cijenu samog prijevoza. Ukupni rast tržišta pomorskog prijevoza nije pratio takav rast, te je krajem godine tečaj za capesize brodove pao ispod 20 000 \$/dan. Krajem 2010. Bocimar Int. u svojoj floti posjeduje 15 capesize, 4 handymax i 5 handysize brodova.

AVERAGE MARKET RATES \$/DAY		
Trip charter	2009.	2010.
Capesize	39.064	30.668
Panamax	15.089	20.221
Handymax	16.915	21.867
Handysize	11.277	16.308

Izvor:CMB

Dobra pokrivenost ugovorima za 2011/12.

Utjecaja globalne krize, pad potražnje Kine za željeznom rudom i porast operativnih troškova utjecali su na smanjenje neto dobit za 29%.

Zbog otkaza naručenih brodova i izgradnje manjih, te pokrivenost sa već postojećim ugovorima omogućila je Bocimaru Int. relativnu sigurnost na volatilnom tržištu u 2010.

u 000 €	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Prihodi	360.056	316.060	283.619	240.221	280.441
EBIT	132.078	243.055	251.349	132.857	104.308
Neto dobit	130.667	243.018	244.566	122.209	94.825

Izvor:CMB



www.finance.hr

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

Unatoč prognozi održivog rasta u Kini i oporavka ekonomija u svijetu očekuje se da će rezultati za 2011. godinu biti nešto bolji od rezultata iz 2010. godine. Sa visokom pokrivenosti svoje capesize flote od 80-90% za 2011. i 2012. može se reći kako je Bocimar Int. prilično dobro zaštićen od volatilnosti na tržištu. Glavni izazov za Bocimar Int. u 2011. biti će pitanje kako uspješno raspoređiti novoizgrađenih 10 handysize brodova u svoju flotu. Isto tako javlja se i prjetnja mogućeg pada potražnje na području Europe zbog širenja dužničke krize te usporavanja ekonomija zemalja u razvoju. Jedna od prijetnji za Bocimar Int. je i suočavanje sa nekontroliranim rastom novogradnje i povećanjem kapaciteta koje ne prati potražnja što bi moglo rezultirati dalnjim smanjenjem cijena u pomorskom prijevozu.

2.3.ASL Aviation

Proširena suradnja s najvećim klijentima

Nakon raznih akvizicija koje su dovele do osnivanja ASL zrakoplovstva tijekom 2008., 2009. godina protekla je relativno stabilno obziru na teška vremena za zrakoplovnu industriju uslijed pada volumena u putničkom i teretnom prijevozu. U 2010. ASL je povećao obujam poslovanja proširenjem suradnje sa DHL-om, Europ Air Post-om, Le Poste-om i prijevozom putnika. Kao rezultat toga prihodi ASL-a porasli su za 16%. U 2010. ASL Aviation kupio je tri manje avio kompanije sa sjedištima u Južnoj Africi i Irskoj, te je time svoju flotu povećao za 13 aviona. Unatoč povećanju prihoda i broju sati leta, neto dobit smanjena je za 7%.

u 000 €	2008.	2009.	2010.
Prihodi	168.510	150.025	174.345
EBIT	11.814	14.087	15.088
Neto dobit	6.161	8.003	7.401

Izvor:CMB

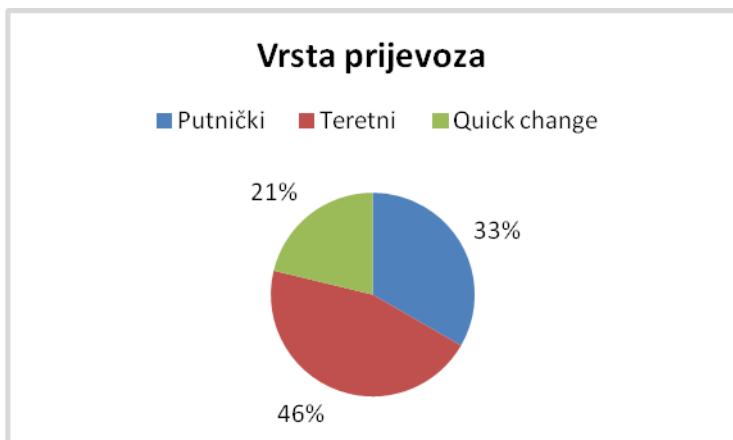
Akvizicija 3 avio kompanije, povećale prihode

Razlog tome je povećanje troškova poslovanja, prije svega cijena goriva i pooštravanja regulativa u zračnom prijevozu. Kao neke od glavnih rizika poslovanja ASL Aviationa u narednim godinama treba spomenuti smanjenje potražnje za putnički charter od strane putničkih agencija i značajne promjene u vrijednosti zrakoplova uslijed promjena tehnologije, koji su kod ASL-a u prosjeku stari 21 godinu.



www.finance.hr

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



Izvor:CMB

“quick change” model

Od ukupnog broja aviona u floti njih 46% koristi se za teretni prijevoz, 33% za putnički promet, a na ostalih 21% primjenjuje se poslovni model 'quick change'.

ASL djeluje kroz svoja dva glavna zračna prijevoznika Air Contractors iz Dublina i Europe Airpost iz Pariza. Važno je reći kako je 2009. godine ASL Aviation produžio ugovor na 3 godine sa jednim od svojih glavnih klijenata, te je u svrhu toga razvio jedinstveni poslovni model „quick change“. Poslovni modelom „quick change“ omogućene su značajne uštede u poslovanju. „Quick change“ model podrazumjeva korištenje velikih robusnih aviona kao što su Boeing 737-300 tako da se po danu koriste za prijevoz putnika, a u toku noći za prijevoz tereta.

2.4.Ostale aktivnosti

u 000 €	2008.	2009.	2010.
Prihodi	30.081	23.268	30.507
EBIT	-5.311	-9.525	-9.480
Neto dobit	-38.870	-10.450	18.645

Izvor:CMB

2010. prodan 50% udjelu u Hessenatie Logisticsu

Pod ostale aktivnosti u CMB grupi spadaju nekretninska kompanija Reslea i Anglo Eastern Management Group u kojem CMB posjeduje 27% udjela. 2010. prodan je 50%-tni udjel u Hessenatie Logisticsu zahvaljujući čemu su uspjeli ostvariti dobit na kraju razdoblja. Rezultati na kraju 2010. bili bi na razini iz 2009., ali prodajom imovine poslovanje su završili sa dobiti od 18.645 mil. €.



www.finance.hr

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

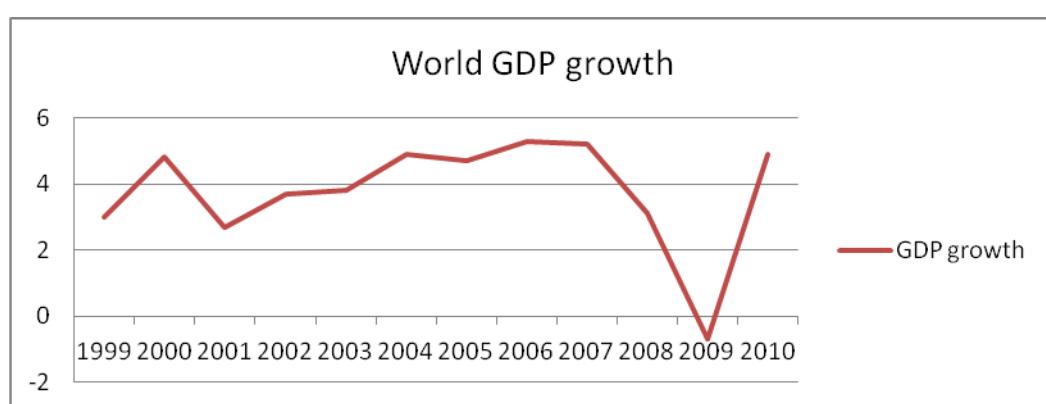
2.5.Trendovi koji utječu na transport

- cijene vozarina (BDI index)
- tržište rabljenih i novoizgrađenih brodova
- globalni gospodarski rast
- potražnja za robama
- cijene goriva
- novi pomorski pravci, piratstvo

Ciklička industrija

Pomorska tržišta su cikličke prirode pa je normalna pojava kada zarade od vozarina i tržišne cijene brodova dosežu vrhunce. Nakon trenda rasta od kraja 2007. i u 2008. došlo je do globalne krize, a samim time i do pada svjetske trgovine što je imalo značajne posljedice na brodarski sektor. U brodarskom sektoru to se očitovalo smanjivanjem cijena vozarina jer se ponuda brodskog prostora izjednačava sa potražnjom za brodskim prostorom, a kasnije je ponuda postala veća od potražnje. U 2007. CMB je imao 12% manje prihode, ali i rast neto dobiti od čak 88%. Razlog tome je prodaja brodova na brodarskom tržištu, a ta praksa uvelike se nastavila i u 2008. godini. U 2007. na prodaji brodova uprihodili su 144 mil., a u 2008. godini 168 mil. €.

Važnost utjecaja globalnih pokazatelja



Izvor: Indexmundi

Utjecaj Kine i zemalja u razvoju

Pomorska tržišta sastoje se od vozarinskog tržišta, tržišta rabljenih brodova, tržišta novogradnji, tržišta dotrajalih brodova. Veza između tih tržišnih ravnoteže jedna je od najvažnijih ekonomskih relacija u modelu vozarinskog tržišta i na samim pomorskim tržištima. Glavni čimbenici koji su utjecali na poslovanje CMB-a bili su gospodarska kriza, regionalni gospodarski rezultati,

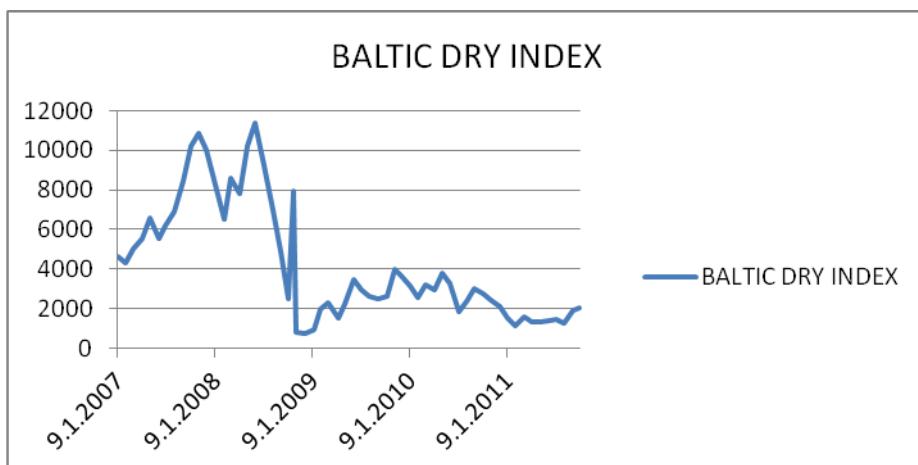


www.finance.hr

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

industrijalizacija koja se ponajviše odnosi na rastuća tržišta, prije svega Kine, te proizvodni trendovi.

Globalna kriza se u brodarstvu očitovala u drastičnom padu potražnje brodarskih usluga i uslijed toga drastičnom padu vozarina i cijena chartera, kao što i možemo vidjeti na grafu. Kod CMB-a vidljivi su utjecaji globalne krize i problemi sa likvidnošću naročito krajem 2007. i u 2008. kada je i došlo do vrtoglavog pada BDI indeksa.



Izvor:Bloomberg

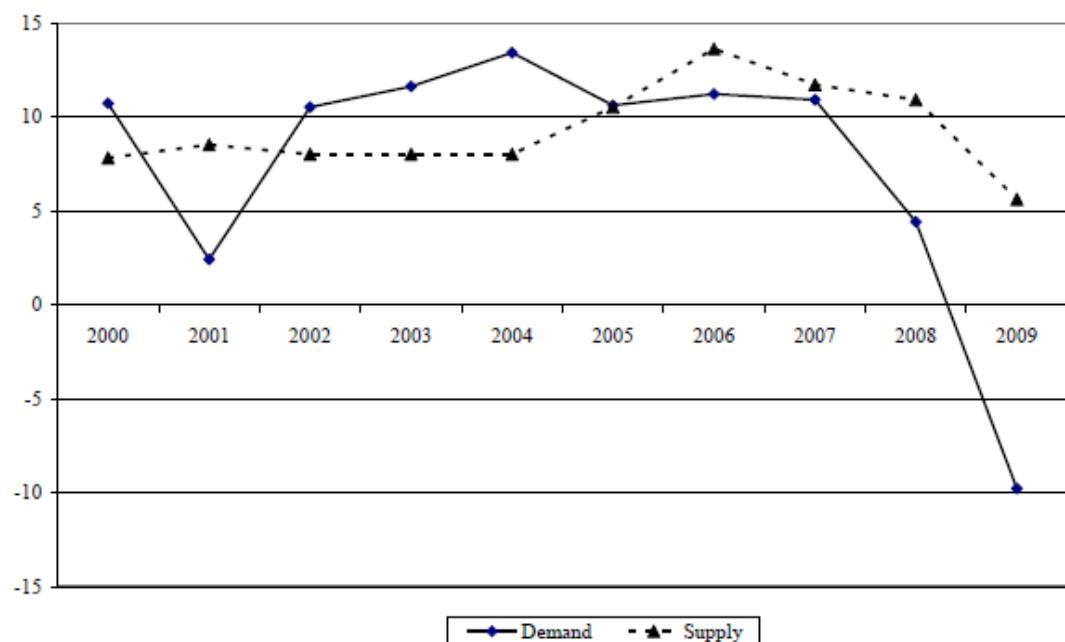
BDI Index pokazatelj cijena u brodarskom prijevozu

Prema izvješću UNCTAD indeks BDI je od svibnja 2008. godine do prosinca iste godine pao za oko 94%, te se vrijednost indeksa opasno približila kritičnoj točki u kojoj vozarine jedva da pokrivaju same troškove pogona i posade. U brodograđevnom smislu brodovi za rasute terete s kojima posluje CMB su prilično jednostavni za izgradnju pa nisu ni skupi, a ulazak na tržište i izlazak s njega su jednostavni. Važno je i napomenuti da su i uvjeti poslovanja kroz 2008. pa i 2009. otežani i zbog toga što su banke rigoroznije nastupale prema izvoznicima uskraćujući izdavanje bankovnih akreditiva i plaćevnih jamstava nužnih u međunarodnoj trgovini.

Na utjecaj globalne krize ukazuje nam i grafikon o kretanju ponude i potražnje u kontenjerskom prometu od 2000. do 2009., gdje se jasno vidi da se nakon 2007. potražnja ubrzano smanjuje, dok ponuda ima iste tendencije, ali smanjenijim intenzitetom.



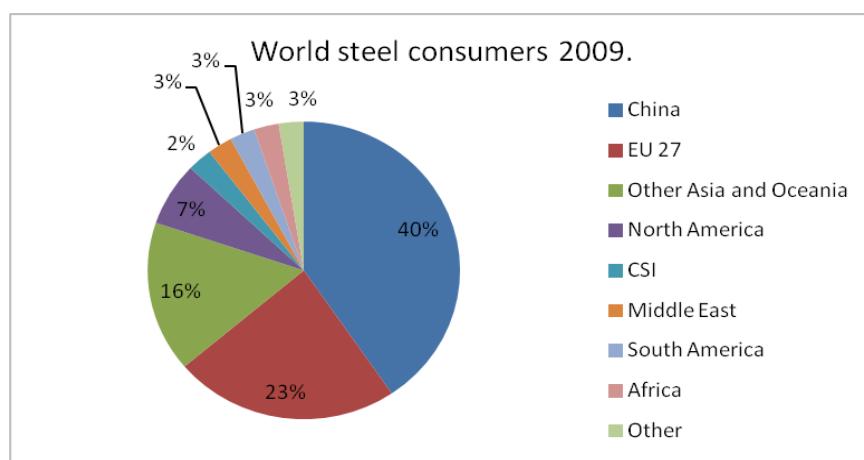
Growth of demand and supply in container shipping, 2000 – 2009



Izvor:UNCTAD

Dominacija Azije u pomorskom prijevozu, opadanje važnosti Europe

Kao jedna od važnijih odrednica koja utjeće na kretanja u pomorskom transportu je i stanje gospodarstava zemalja u razvoju, naročito zemalja u Aziji prvenstveno Kine i Indije. U zadnjih 10 godina traje kontinuirani rast udjela pomorskog transporta u zemljama u razvoju na koje je u 2009. otpadalo 61,2% ukupno utovorene robe i 55% istovarene robe. U tome dominira Azija na koju je u 2009. otpadalo 41% ukupnog istovara dobara, dok se udjeli u Americi i Europi smanjuju.

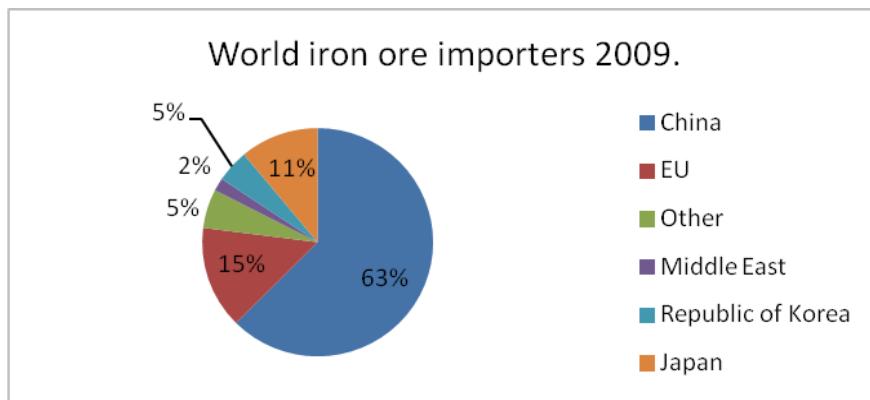


Izvor:UNCTAD, review of maritime transport 2010



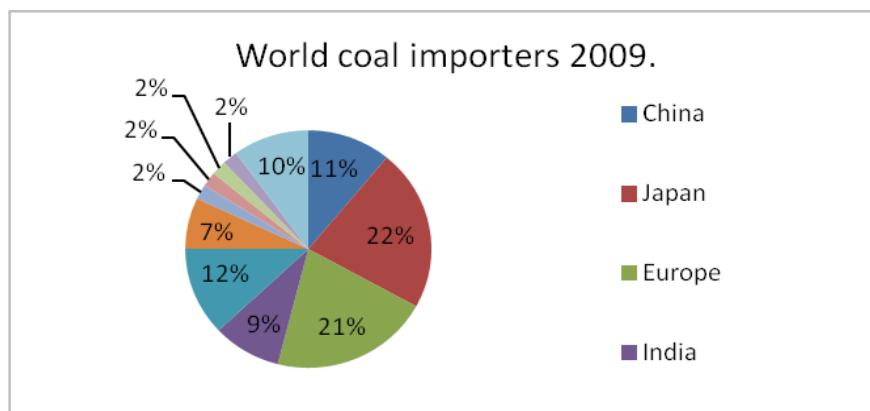
Pomorski prijevoz CMB-a, odnosi se na suhe rasute terete čelik, željeznu rudu, ugljen i žitarice, pa u nastavku možemo vidjeti i glavna potrošače i tržišta kojima je okrenuto poduzeće.

Na Kinu otpada 63% ukupne potražnje za željeznom rudom



Izvor:UNCTAD, review of maritime transport 2010

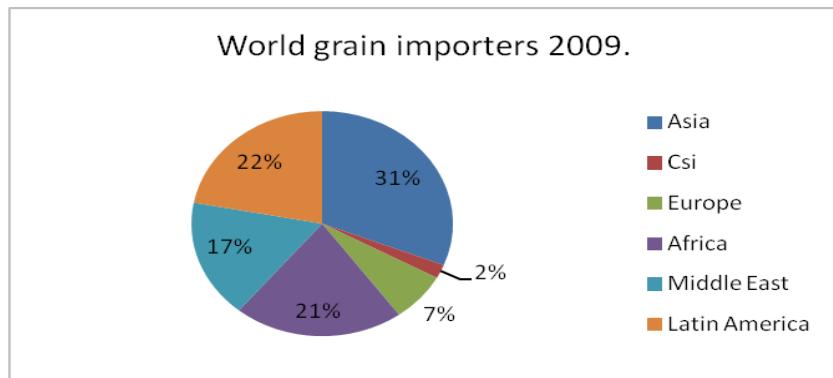
Važnost Kine na tržišta prijevoza vidljivo je i u potražnji njene ekonomije za željeznom rudo. Kina u ukupnoj potražnji za željeznom rudom sudjeluje sa 63%, pridodam li i druge Azijske zemlje možemo zaključiti da potražnja Azije premašuje 80% ukupnih potreba.



Izvor:UNCTAD, review of maritime transport 2010

U 2010. potrošnja ugljena porasla je za 7,6%. Prema grafikonima lako je zaključiti kako su glavna tržišta transporta ugljena isto tako smještena u Aziji i zemalja u razvoju. Treba napomenuti kako se udjeli zapadni zemalja iz godine u godinu smanjuju.





Izvor:UNCTAD, review of maritime transport 2010

Kod potražnje za žitaricama najveća potražnja uz Aziju otpada na Južnu Ameriku i Afriku, dok među najvećim uvoznicima neznatan utjecaj imaju zapadne zemlje. Na Aziju, Južnu Ameriku i Afriku otpada 74% ukupne potražnje.

2.6.SWOT analiza

Snage

- Dugogodišnje iskustvo u pomorskom transportu, 105 godina iskustva
- Kvalitetna i dugogodišnja suradnja sa velikim proizvođačima (čelika, željeza, rasutih tereta)
- Jednostavan ulaz i izlaz sa tržišta prijevoza rasutih tereta

Slabosti

- Prevelik utjecaj gospodarskih kretanja na poslovanje
- Preveliko pouzdanje u kinesku ekonomiju i zemlje u razvoju
- Prevelika ovisnost o proizvodnim trendovima
- Problematika poticaja

Prilike

- Rastuća tržišta Kine na kojima su prisutni dugi niz godina
- Pristup finansijskim tržištima, jer brodarstvo ima međunarodni karakter i važno je za svjetsko gospodarstvo
- Diverzifikacija poslovanja na zrakoplovstvo, logistiku i nekretnine

Prijetnje

- Izloženost tečajnim promjenama



- Brze i velike fluktuacije na tržištima
- Velika konkurenca na tržištu
- daljnja konsolidacija i koncentracija dobavljača
- nekontrolirani rast ponude brodskog prostora
- izmijene trgovačkih obrazaca

3.Financijske karakteristike

3.1.Rezultati prve polovice 2011.

Izvještaj o dobiti za prvu polovicu 2011. godine pokazuje da je CMB grupa ostvarila prihode od 237,412 milijuna € prihoda što je rast od 9% u odnosu na isto razdoblje lani. Zarada prije poreza od 22,09 milijuna € manja je za 75 % u odnosu na isto razdoblje lani, a neto dobit od 19,11 milijuna € manja je za 78%.

Pad profitabilnosti
Pad prihoda i dobiti
Bocimar Int.

Po grupama Bocimar Int. zabilježio je pad prihoda od 1,4% na 129,23 milijuna € i neto dobiti od 32,88 milijuna €, što je pad od 30% u odnosu na godinu prije. Razlog takvog rezultata može se naći u činjenici da je 2010. Bocimar Int. prodao 2 postojeća broda i na tome uprihodio 9,9 milijuna €, dok u prvoj polovici 2011. nije bilo prodaje brodova. Isto tako može se reći kako nije došlo do značajnog oporavka tržišta krutih i rasutih tereta, a i na poslovne rezultate značajno su utjecale i tečajne razlike. Unatoč rastu potražnje u svijetu, negativan utjecaj na poslovanje svakako je imao utjecaj priljeva novoizgrađenih brodova, te time i povećanje transportnih kapaciteta na tržištu. U prilog tome ide i činjenica kako je svjetska capesize flota na godišnjoj razini povećana za 15%, a handysize flota za 5%.

ASL Aviation zabilježio je prihode od 100 milijuna €(73,7 mil. € u 2010.) te neto dobit od 7,3 milijuna € što je rast od 78% u odnosu na lani. Razlog većih prihoda i dobiti je akvizicija Safair Operationsa i Air Contractorsa EAP-a. Preuzimanjem Safair Operationsa, u prvih šest mjeseci povećalo je dobiti za 4,7 milijuna €. ASL Aviation osim preuzimanja povećalo je svoju flotu i nastavilo proces širenja aktivnosti.

Divizija prodaje rezervnih dijelova imala je snažan rast i pokazala se kao važan segment poslovanja,dok su aktivnosti leasinga zabilježile su stabilne prihode.



Ostale aktivnosti CMB grupe zabilježile su prihode od 8 milijuna € što je pad od 38% u odnosu na isto razdoblje lani, te neto gubitak od 21 milijun € (u 2010. 41,6 mil. €). Rezultat ostalih aktivnosti CMB grupe snažno je pod utjecajem tečajnih gubitaka od gotovo 19 mil. € na poziciju u USD kompanije CMB NV. U istom razdoblju prošle godine ostvaren je rekordan profit od 38 mil. €. U travnju 2011. završena je prodaja Hessenatie Logistics u vrijednosti od 30,14 mil. €.

3.2.Financijski pokazatelji

Pokazatelji likvidnosti

Koeficijent ubrzane likvidnosti pokazuje nam količinu najlikvidnije imovine u poduzeću, te iz njega možemo zaključiti kako je do 2009. likvidnost bila vrlo dobra, ali 2010. kratkoročne obveze premašivale su novac i potraživanja za 11%. Koeficijent tekuće likvidnosti do 2009. je pokazivao sve bolju likvidnost gdje je kratkotrajna imovina bila 2,31 puta veća od kratkoročnih obveza. U 2010. likvidnost se nešto narušila i koeficijent je pao na 1,89. Najveći dio kratkotrajne imovine odnosio se na financijsku imovinu i novac. Koeficijent financijske stabilnosti se isto tako popravljao do 2009. te se 2010. neznatno narušio. Pokazatelji nam ukazuju na slab oporavak tržišta i u 2010. te je to i utjecalo na likvidnost poduzeća, iako u cijelini likvidnost nije narušena.

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Koef. ubrzane likvidnosti	1,24	1,04	1,44	1,55	0,89
Koef. tekuće likvidnosti	1,26	1,60	1,64	2,31	1,89
Koef. financijske stabilnosti	1,38	0,92	1,20	1,02	1,19

Pokazatelji zaduženosti

CMB grupa nije visoko zaduženo poduzeće

Svi pokazatelji zaduženosti pokazuju da poduzeće CMB nije visoko zaduženo poduzeće i da ima prostora za daljnja zaduženja. Koeficijent zaduženosti i koeficijent vlastitog financiranja pokazuju nam da se od 2006. pa do 2010. u prosjeku polovica imovine financirana iz tuđih, a polovica iz vlastitih izvora što je optimalno stanje. Koeficijent financiranja isto tako ukazuje na nisku zaduženost i veliku pokrivenost vlasničkom glavnicom. Stupanj pokrića kamata



smanjuje se u 2009. i 2010., a utjecaj na to imao je pad dobiti iz poslovanja, a ne povećanje zaduženosti.

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Koef. zaduženosti	0,51	0,45	0,53	0,47	0,50
Koef. vlastitog financiranja	0,49	0,55	0,47	0,53	0,50
Koef. financiranja	1,06	0,82	1,13	0,89	0,98
Stupanj pokrića 2	0,88	0,80	0,85	0,86	0,87
Pokriće troškova kamata	8,84	11,50	11,27	8,06	5,49

Pokazatelji profitabilnosti

Marže i profitabilnost opadaju

EBITDA i EBIT marže od 2007. su u padu i time pokazuju negativne utjecaje globalne krize na profitabilnost. Profitabilnost je u 2007. za 144 mil.€ i 2008. za 168 mil.€ popravljena je prodajom brodova iz flote. Takva praksa nije se nastavila u 2009. i 2010. i zbog toga je i profitabilnost nastavila padati. Povrat na uloženu imovinu isto tako od 2007. je u padu i u 2010. iznosi skromnih 8,4%. Povrat na vlastiti kapital isto se smanjuje, 2010. iznosi 14,3%.

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
EBITDA marža	54,4%	95,9%	62,2%	44,4%	34,1%
EBIT marža	45,5%	84,5%	53,5%	33,2%	22,6%
ROA	18,7%	27,9%	20,0%	10,9%	8,4%
ROE	33,8%	46,4%	38,4%	18,1%	14,3%

Pokazatelji investiranja

Pokazatelji investiranja isto pokazuju negativne utjecaje tržišta nakon 2007. EPS i DPS najveći su u 2007. i 2008., razlog tome su prodaja brodova iz flote koji su jednokratno utjecali na dobit. Dobit u 2009. je pala za 77% u odnosu na 2008. 2009. i 2010. iako ukupni prihodi nisu značajno pali, skuplji uvjeti poslovanja odrazili su se na profitabilnost i stanje dionice na tržištu. Odnos tržišne i knjigovodstvene cijene u 2009. se izjednačio, dok je u 2010. knjigovodstvene cijena veća od tržišne što možemo komentirati kao nepovjerenje investitora jer smatraju da je dionica ili precjenjena ili nisu zadovoljni povratom na uloženu dionicu.

	2006	2007	2008	2009	2010
Ukupna rentabilnost dionice	11,9%	12,3%	33,9%	16,6%	16,5%
Dividendna rentabilnost	9,2%	5,8%	27,9%	7,3%	6,1%
EPS	3,87	7,26	6,10	3,45	3,49



DPS	3,01	3,41	5,01	1,53	1,29
P/E (x)	8,43	8,16	2,95	6,03	6,05
P/BV (x)	2,85	3,79	1,13	1,09	0,87
P/S (x)	3,13	6,47	1,30	1,75	1,51
P/CF (x)	6,79	7,14	2,46	4,36	4,15
EV/EBITDA (x)	7,01	7,49	3,08	5,27	7,71

Pokazatelji P/E, P/BV i P/CF ukazuje na podcenjenost dionice.

	Company	Industry	Sector
P/E Ratio (TTM)	5,57	12,53	17,32
P/S (TTM)	1,03	0,62	1,62
P/CF (TTM)	3,34	4,19	9,52
Dividend yield	6,35	3,44	1,91

Izvor:Reuters

Pokazatelji aktivnosti

Pokazatelji aktivnosti pokazuju nam učinkovitost upotrebe kapitala u ostvarivanju prihoda. Koeficijent obrtaja ukupne imovine od 2006. do 2008. godine bio je ujednačen i iznosio je oko 0,5, što znači da poduzeću CMB trebalo 2 godine da obrne cijelokupnu imovinu, taj omjer u 2009. godini se smanjio na 0,39, a u 2010. na 0,33 što ukazuje na usporavanje cirkulacije imovine. Prosječno trajanje naplate potraživanja pokazuje da u zadnje dvije godine CMB nije imao poteškoća u naplati, u prosjeku u 2009. i 2010. trebalo im je 43 dana da naplate potraživanja.

	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Koef. obrta ukup imovine	0,58	0,55	0,53	0,39	0,33
Koef. obrta kratkotrajne imovine	3,71	1,75	2,11	1,22	1,36
Koef. obrta potraživanja	8,15	4,88	5,64	8,67	8,43
Trajanje naplate potraživanja (u danima)	44,76	74,82	64,77	42,11	43,32

3.2.Izvještaj o novčanom toku

Glavni novčani tok iz poslovnih aktivnosti

Glavni izvor novčanih tokova je novčani tok iz poslovnih aktivnosti koji je u 2010. godini iznosio 101 milijuna € i veći je u odnosu na predhodnu godinu za 15%. Razlog toga je veći priljevi sredstava od nenovčanih transakcija i investicijskih aktivnosti.

Kroz sve promatrane godine novčani tok iz poslovnih aktivnosti bio je dovoljan da pokrije izdatke za investicijske i financijske novčane tokove osim u 2007



godini. Razlog za to bilo je stjecanje 27% udjela u anglo-istočnoj Management Group. Samo 2006. godine novčani tok iz poslovnih aktivnosti bio je veći od neto dobiti za to razdoblje, u ostalom promatranom razdoblju to nije bio slučaj.

4. Vrednovanje

Za vrednovanje CMB-a koristili smo se DCF (FCFF) modelom, DDM modelom i multiplikatorima. Na osnovi vrednovanja dobili smo ciljanu cijenu dionice od 23,79 €, što je 47,5% više od tržišne cijene 16,13 € na dan 13/11/2011. Za izračun nerizične stope potrebne za DCF model uzeli smo prinos do dospijeća 10-godišnje državne obveznice Belgije. Prodaju kao cijelu smo prognozirali pomoću multiplikatora, pri čemu smo za stopu rasta BDP-a koristili prosječnu stopu rasta BDP-a Belgije od 1995. do 2010. koja iznosi 3,2%. Kako bi što točnije dobili potencijal rasta dionice, morali smo pročistiti prihode koje ostvaruje CMB zbog prodaje brodova, jer ne oslikava stanje prihoda od primarne djelatnosti, transporta i usluga. Tako smo dobili EBIT prilagođen za prodaju brodova, te prognozirali prosječan rast od 25% kakav je bio prisutan od 2006.

Ciljana cijena 23,79 €

(tis. €)	2007.	2008.	2009.	2010.	2011. E	2012. E	2013. E	2014. E	2015. E	TV
Prihodi od brodarskih aktivnosti	318.056	482.210	413.514	485.293	524.116	550.322	575.087	598.090	622.014	641.732
<i>Rast prihoda (%)</i>	-12%	52%	-14%	17%	8,0%	5,0%	4,5%	4,0%	4,0%	3,2%
EBITDA	304.936	299.880	183.481	165.429	288.264	286.168	287.543	287.083	286.126	282.362
<i>EBITDA marža (%)</i>	96%	62%	44%	34%	55%	52%	50%	48%	46%	44%
Deprecijacija i amortizacija	-36.137	-42.028	-46.062	-55.513	-52.412	-55.032	-57.509	-59.809	-62.201	-64.173
<i>Amortizacija (%)</i>	-11%	-9%	-11%	-11%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
EBIT prilagođen za prodaju brodova	124.568	89.689	102.997	96.718	131.029	137.581	143.772	149.523	155.503	160.433
<i>EBIT marža (%)</i>	39%	19%	25%	20%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Financijski rezultat	-17.270	-55.765	-14.606	13.762	-26.206	-27.516	-28.754	-29.905	-31.101	-32.087
<i>Financijski rezultat (%)</i>	5%	12%	4%	-3%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Porez na dobit	731	9.770	-3.051	-2.807	-1.048	-1.101	-1.150	-1.196	-1.244	-1.283
<i>Efekt. porezna stopa (%)</i>	0%	-5%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Neto dobit	252.260	211.884	119.762	120.871	103.775	108.964	113.867	118.422	123.159	127.063
<i>Promjena (%)</i>	88%	-16%	-43%	1%	-14%	5%	4%	4%	4%	3%
<i>Marža(%)</i>	79%	44%	29%	25%	25%	25%	22%	22%	20%	20%
EPS	6,980	6,080	3,430	3,470	2,999	3,149	3,291	3,423	3,560	3,672

Kod investicija i reinvestiranja predviđjeli smo njihov prosječni pad od 23,49% kroz sve 4 godine, zbog smanjenja ulaganja u kapitalne projekte koje je prisutno od 2006 godine.

Kako bi dobili sadašnju vrijednost čistih novčanih tokova prognozirali smo prosječni rast prihoda od 4,8% do 2015. Tu odluku temeljili smo na podacima o rastu prihoda od 2006. do 2010., te na očekivanom oporavku globalne trgovine i većoj potražnji zapadnih zemalja uslijed oporavka njihovih tržišta. Nakon toga morali smo izračunati EBIT prilagođen za jednokratnu prodaju brodova, s prognoziranim rast od 25%, na temelju rasta EBIT-a od 2006.-2010. Za neto kapitalna ulaganja prognozirali smo da rast za 26%, nešto veći od prosječnog koji je iznosio 15%. Na temelju razlike između EBIT (1-T) i neto kapitalnih ulaganja dobili smo prognozirane novčane tokove koje smo, kako bi dobili njihovu sadašnju vrijednost, diskontirali sa prosječnim ponderiranim troškom kapitala (WACC).

Godina	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	TV	
Prihodi	524.116	550.322	575.087	598.090	622.014	641.732	
EBITDA	288.264	286.168	287.543	287.083	286.126	282.362	
EBIT	131.029	137.581	172.526	179.427	217.705	256.693	
EBIT (1-T)	86.492	90.817	113.884	118.440	143.707	169.443	
CAPEX	78.617	82.548	86.263	89.714	93.302	96.260	
Amortizacija	-52.412	-55.032	-57.509	-59.809	-62.201	-64.173	
Neto kap. ulaganja	131.029	137.581	143.772	149.523	155.503	160.433	
FCFF	-44.537	-46.764	-29.887	-31.083	-11.796	9.010	
Sadašnja vrijednost FCFF	-41.272	-40.158	-23.784	-22.922	-8.062	213.345	77.147

Betu dionice dobili smo na temelju povijesnih podataka cijene dionice u posljednjih 5 godina. Beta od 1,62 u odnosu na DJ EURO STOXX P ukazuje nam na veće promjene i oscilacije dionice uzrokovane tržišnim rizicima. Nerizična stopa iznosi 3,98%, a sastoji se od zahtijevanog prinosa i *default spreda* zemlje koji u slučaju Belgije iznosi 0,45%. Prosječni ponderirani trošak kapitala od 7,91% koristili smo kao diskontnu stopu kako bi dobili sadašnju vrijednost novčanih tokova poduzeća. Uz diskontnu stopu za mjerjenje osjetljivosti i prognoze koristili smo i stope rasta BDP-a Belgije.

Komponente diskontne stope	
Beta	1,62
Rizik zemlje	0,49%
WACC	7,91%
Nerizična stopa	3,98%
Tržišna vrijednost kapitala	602.040
Tržišna vrijednost duga	551.947
Trošak glavnice	12,00%



5.Financijski izvještaji

BILANCA	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
<i>Dugotrajna imovina</i>					
Ostala dugotr. Imovina	0	0	35	36	2.275
Nematerijalna imovina	207	204	261	296	537
Materijalna imovina	639.266	618.405	845.081	796.894	1.180.038
Financijska imovina	49.670	59.996	31.292	54.634	77.098
Potraživanja	949	945	1.728	1.913	5.731
<i>Ukupna dugotrajna imovina</i>	690.092	679.550	878.397	853.773	1.265.679
<i>Kratkotrajna imovina</i>					
Ostala potraživanja					
Zalihe	5	1	5.674	7.091	8.815
Potraživanja od kupaca	58.623	110.858	110.986	55.953	65.681
Financijska imovina	1.739	107.832	30.010	123.313	206.200
Novac	68.505	91.005	150.386	210.530	125.670
<i>Ukupna kratkotrajna imovina</i>	128.872	309.696	297.056	396.887	406.366
UKUPNA IMOVINA	818.964	989.246	1.175.453	1.250.660	1.672.045
<i>KAPITAL</i>					
Upisani kapital	397.373	543.034	551.098	662.567	844.121
Ostali kapital	255	255	255	255	255
Manjinski interesi u kapitalu	0	0	0	0	0
Ukupni kapital	397.628	543.289	551.353	662.822	844.376
<i>DUGOROČNE OBVEZE</i>					
Odgodjene porezne obveze	23.455	16.596	5.669	6.951	7.588
Zajmovi	286.218	228.108	424.893	397.181	591.933
Ostali dugoročni dugovi	9.434	7.772	12.004	11.850	13.028
<i>Ukupne dugoročne obveze</i>	319.107	252.476	442.566	415.982	612.549
<i>KRATKOROČNE OBVEZE</i>					
Ostale obveze	145	2.000	5.308	3.479	6.273
Financijski instrumenti	0	0	0	0	8.911
Zajmovi	25.413	79.500	22.140	55.842	72.786
Porez na dobit	671	2.819	3.454	626	857
Dobavljači	76.000	109.162	150.632	111.909	126.293
<i>Ukupne kratkoročne obveze</i>	102.229	193.481	181.534	171.856	215.120
UKUPNE OBVEZE	421.336	445.957	624.100	587.838	827.669
PASIVA	818.964	989.246	1.175.453	1.250.660	1.672.045



www.finance.hr

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

RAČUN DOBITI I GUBITKA	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Prihodi od prodaje	362.013	318.056	482.210	413.514	485.293
Rashodi prodanih proizvoda					
Bruto marža	362.013	318.056	482.210	413.514	485.293
Troškovi prodaje i administrativni troškovi	-229.608	-169.261	-291.731	-246.135	-302.711
Ostali prihod	119.581	216.637	176.118	68.990	34.345
Ostali troškovi	-55.015	-60.496	-66.717	-52.888	-51.498
EBITDA	196.971	304.936	299.880	183.481	165.429
Amortizacija i deprecijacija	-32.414	-36.137	-42.028	-46.062	-55.513
EBIT	164.557	268.799	257.852	137.419	109.916
Kamate	-18.607	-23.371	-22.874	-17.051	-20.015
Ostali finansijski prihod/rashod	-6.090	-7.521	-32.891	2.445	33.777
Udio u dobiti povezanih poduzeća	2.543	13.622	0	0	0
Dobit prije poreza	142.403	251.529	202.087	122.813	123.678
Porez	-8.022	731	9.770	-3.051	-2.807
Neto dobit iz redovnog poslovanja	134.381	252.260	211.857	119.762	120.871
Manjinski interesi	0	0	-27	0	0
Neto dobit	134.381	252.260	211.884	119.762	120.871

IZVJEŠTAJ O NOVČANOM TOKU	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.
Zarade prije poreza	142.403	242.553	202.087	122.813	123.678
Plaćen porez	1.730	-3.351	-2.807	-3.525	-1.013
Amortizacija i deprecijacija	-6.692	-101.898	-60.687	5.651	28.293
Promjene u radnom kapitalu	7.636	-11.678	39.595	-24.169	-39.810
Ostale stavke	-8.807	-12.672	-13.191	-13.120	-10.226
Operativni novčani tok	136.270	112.954	164.997	87.650	100.922
CAPEX	-162.641	20.556	41.881	-23.815	-196.965
Akvizicije	-11.512	16.792	-34.202	-22.377	-28.930
Ostale stavke	-1.290	-43.057	-10.849	8.944	6.195
Investicijski novčani tok	-175.443	-5.709	-3.170	-37.248	-219.700
Promjene u dugu	149.530	-10.152	141.903	19.713	87.960
Isplaćene dividende	-104.698	-118.614	-174.142	-53.035	-44.677
Ostale promjene	-3.515	0	-26	0	-1.486
Financijski novčani tok	41.317	-128.766	-32.265	-33.322	41.797
Promjene u novcu i novčanim ekvivalentima	2.144	-21.521	129.562	17.080	-76.981



www.finance.hr

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