

ANALIZA PODUZEĆA

Belgacom Group

Poduzeće Belgacom vrednovano je upotrebom dviju metoda: DCF (FFCF) i pomoću multiplikatora. Sljedeći korak je uprosječenje dobivenih rezultata. Procijenjene fer vrijednosti navedene su u nastavku: prema DCF modelu 25,74€ što je 10,6% više od tržišne cijene; prema multiplikatorima je to 16,35€ što označava precijenjenost od 30%, dok je vrijednost poduzeća podcijenjena za 27,71% i iznosi 12.101 milijun €. Uprosječena vrijednost poduzeća ukazuje na podcijenjenost poduzeća od 0,77%, odnosno tržišna cijena dionice u ovom trenutku od 23,28€ odražava fer vrijednost poduzeća.

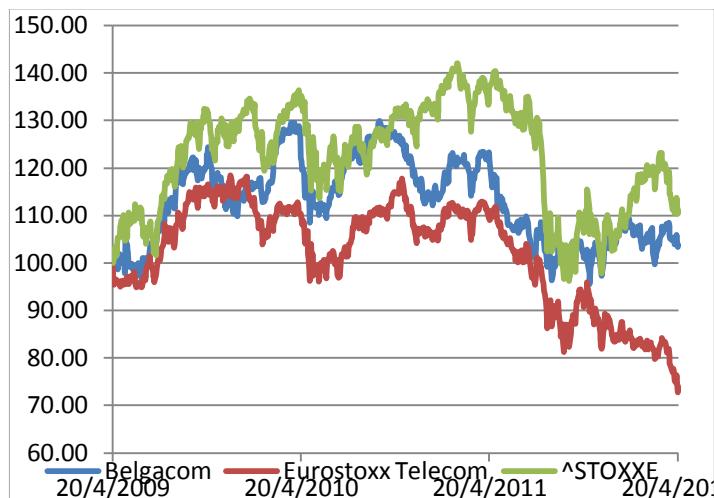
- Nakon dviju težih godina za poduzeće, očekuje se blaga stabilizacija poslovanja
- Izraziti pad marži zbog utjecaja zakonodavstva u segmentu privatnih korisnika i međunarodnih roaming usluga, a rast u segmentu poslovnih korisnika
- Pribavljena koncesija za ulazak na 4G tržište
- Orijentiranost na poslovanje u oblaku i integraciju različitih usluga
- Uspješna suradnja sa Samsungom na prodaji uređaja (posebno tableta)
- Očekuje se daljnje smanjenje prihoda od poziva i SMS poruka a povećanje prihoda od prijenosa podataka putem interneta
- Belgacom TV i dalje bilježi značajnije stope rasta
- Konstantne dividende su jedno od najvažnijih obilježja dionice

PREPORUKA: DRŽATI

Ciljana cijena	23,46€
Cijena na dan 20/04/2012	23,28€
Potencijal za rast	0,77%
Min./maks. cijena u 12 mjeseci	21,15€/26,60€

Podaci o dionicici

Yahoo/Reuters	BELG.BR/BCOM.BR
Prosječan dnevni volumen (3 mj.)	624.033
Tržišna kapitalizacija (mil €)	7.355,43
Broj dionica (mil)	338,03
Sektor	Telekomunikacije
Država	Belgija



	3G	1G	6M	1M
SXXE	11,14%	-18,66%	4,49%	-6,04%
SXKE	-25,84%	-33,18%	-18,23%	-8,97%
BCOM.BR	3,78%	-15,70%	2,90%	-3,42%

Ključni pokazatelji	Belgacom	Industrija	Sektor
P/E (TTM)	9,12	12,61	15,80
P/S (TTM)	1,15	0,69	1,14
P/BV (MRQ)	2,11	0,99	1,32
P/CF (TTM)	4,83	2,94	6,77
Dividend Yield	7,51	4,18	3,26
EPS(TTM)	-6,38	--	--
ROA	8,98	3,32	4,65
ROE	23,15	7,17	8,81

Izvor: Reuters

Tomislav Frančić (Student investitor)
Tim za analizu poduzeća



SADRŽAJ

1. OPIS PODUZEĆA	2
1.1. Povijest poduzeća.....	2
1.2. Struktura dioničara.....	3
1.3. Menadžment poduzeća	3
1.4. Tržišni udjeli	4
2. ANALIZA IZVJEŠTAJA O DOBITI	5
2.1. Struktura konsolidiranih prihoda.....	5
2.2. Analiza prihoda po segmentima poslovanja	6
2.2.1. Enterprise Business Unit – EBU.....	6
2.2.2. Customer Business Unit- CBU	7
2.2.3. International Carrier Services – BICS.....	8
2.2.4. Service Delivery Engine & Wholesale – SDE&W	8
2.2.5. Staff & Support – S&S.....	9
3. ANALIZA BILANCE	9
3.1. Analiza strukture duga.....	10
4. ANALIZA IZVJEŠTAJA O NOVČANOM TOKU.....	11
4.1. Investicije	11
5. FINANCIJSKI POKAZATELJI	11
5.1. Pokazatelji likvidnosti.....	12
5.2. Pokazatelji zaduženosti	12
5.3. Pokazatelji aktivnosti	13
5.4. Pokazatelji profitabilnosti.....	13
5.5. Pokazatelji investiranja	14
5.6. Cjenovni multiplikatori.....	14
6. VREDNOVANJE.....	15
6.1. FCFF	15
6.1.1. Analiza osjetljivosti modela s obzirom na ključne inpute	17
6.2. Multiplikatori	18
7. DODACI.....	19
7.1. Izvještaj o dobiti	19
7.2. Bilanca.....	20
7.3. Izvještaj o novčanom toku	21



Kompanija sa sjedištem
u Brusselu

Primarna djelatnost:
telefonija, internet i
televizija- privatnim i
poslovni korisnicima

1. Opis poduzeća

Belgacom je Belgijjska kompanija sa sjedištem u Brusselsu. Pruža usluge fiksnih i mobilnih telekomunikacija, uključujući telefoniju, internet i televiziju za privatne i poslovne korisnike. Podijeljena je na pet segmenata:

- Consumer Business Unit (CBU) (privatni korisnici)- telefonija, internet, televizija na fiksnim i mobilnim mrežama korisnicima u Belgiji;
- Enterprise Business Unit (EBU) (poslovni korisnici)- ICT rješenja i telefonske usluge pod Belgacom, Proximus i Telindus bredovima na Belgijskom i drugim tržištima;
- Service Delivery Engine and Wholesale (SDE&W)- centralizirani segment za sve mrežne i IT servise (osim troškova ICT i troškova prema korisnicima), osigurava servise CBU-u i EBU-u i prodaje ih drugim telekomima i kabelskim operaterima;
- Staff and Support (S&S)- povezuje horizontalne funkcije koje su podrška korporacijskim aktivnostima;
- BICS- joint venture u kojem sudjeluju Belgacom, MTN, i Swisscom u svrhu pružanja međunarodnih usluga (Belgacom 2010. stekao 100% vlasništva), rasformiran u 2010. godini;

Dionice Belgacoma nalaze se u indexima BEL20 (20 najtrgovanijih dionica na Brussels Stock Exchange) i EURO STOXX Telekomunication (11 najvećih telekomunikacijskih kompanija u Europi).

1.1. Povijest poduzeća

1994. postaje dioničko
društvo (u vlasništvu
države)

Pripojen Proximus-
mobilni operater
privatnih korisnika

1996. prodana 50%
minus jedna dionica;
izlistana na burzi

Povijest Belgacoma počinje 1930.godine pod nazivom RTT (Régie des Télégraphes et Téléphones) koji započinje uvoditi fiksnu telefoniju privatnim korisnicima u Belgiji. Godine 1992. RTT nestaje i zamjenjuje ga Belgacom kao autonomna kompanija javnog sektora. Dvije godine kasnije, Belgacom postaje dioničko društvo. Također, iste godine pripojena mu je Proximus mobilna mreža u podružnicu i liberalizirano je tržite telekomunikacija u Belgiji.

1996. godine Belgijjska vlada prodaje 50% minus jedna dionica konzorciju ADSB Telecommunications. Od 2004. godine dionice Belgacoma izlistane su na dioničkom tržištu.



2005. ulazi u međunarodne aktivnosti

Preuzimanje Telindusa-širenje na područje poslovnih korisnika

2008. preuzet Tango- drugi nacionalni operater u Luxemburgu

2005. godine potpisana je ugovor s tvrtkom Swisscom Fixnet za spajanje i konsolidaciju njihovih međunarodnih aktivnosti. Također, osnovan je Belgacom TV (Belgijska digitalna televizija) i Belgacom dolazi u posjed 100%-tnog vlasništva nad Proximusom. Isto tako Blegacom preuzima Telindus što znači da se poslovanje širi na područje poslovnih korisnika.

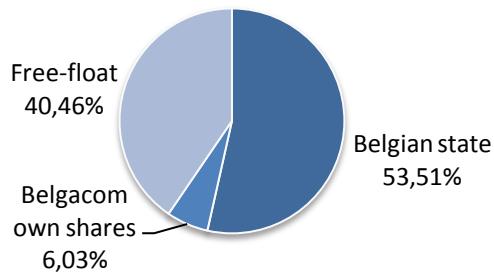
2008. godine slijede akvizicije: Scarlet NV (multiplay ponude), Mobile-for (mobilno plaćanje parkinga), Tango (drugi nacionalni operater u Luxemburgu kupljen od Tele2).

Dvije godine poslije, podružnice Proximus, Telindus and Skynet spojene su u Belgacom Group te se potpisuju partnerstva sa: Jinni, In3Depth, Blinkx i OnLive u svrhu još intenzivnijeg razvoja Belgacom TV.

1.2. Struktura dioničara

53,51% u vlasništvu Belgije

Na dan 31.12.2011. većinski vlasnik dionica je Belgija s udjelom od 53,51%, u free-floatu cirkulira 40.46% dok Belgacom posjeduje 6.03% vlastitih dionica.



Politika dividendi temelji na povratu, u principu, većine slobodnog novčanog toka dioničarima. Dakle, tim sredstvima, ili se isplaćuju dividende ili Belgacom otkupljuje vlastite dionice.

1.3. Menadžment poduzeća

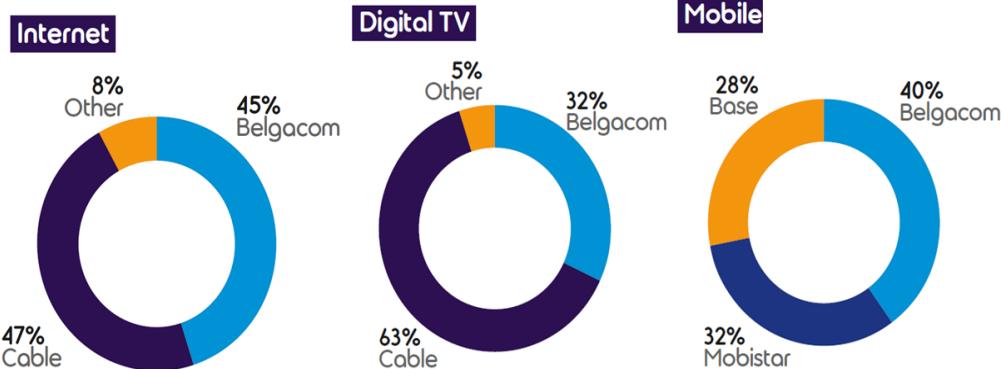
Poduzeće vodi upravni odbor od 14 članova (maksimalno 16) koje odabiru vlasnici s obzirom na njihov udio u vlasništvu, a minimalno 3 od njih moraju biti nezavisni od Belgijске vlade. Sa 31. prosincem 2011. sedam od njih, uključujući Didiera Bellensa (CEO&President) i Theo Dilissenha (Chairman), imenovala je Belgijска vlada dok je ostatak imenovan na skupštini dioničara.



1.4. Tržišni udjeli

Pri analizi telekoma, često se obraća pozornost na tržišni udio u pojedinom segmentu (prikazan u nastavku) prema kojem Belgacom u svakom zauzima značajno mjesto (podaci za 2011. godinu):

Najveći tržišni udio u pružanju mobilnih usluga u Belgiji



Apsolutno, Belgacom ima oko 5,5 milijuna korisnika mobilnih usluga, 1,6 milijuna korisnika interneta i oko 1,2 milijuna korisnika Belgacom TV-a. Značaj ima i podatak da 45% klijenata koristi najmanje dvije usluge Belgacoma te da 50% kućanstava u Belgiji koristi Belgacom za pristup internetu, što potvrđuje zadovoljstvo korisnika pruženom uslugom.



2. Analiza izvještaja o dobiti

2.1. Struktura konsolidiranih prihoda

(u mil €)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Neto prodaja	5.384	6.022	5.987	5.911	5.922	6.552	6.361
<i>Promjena (%)</i>	12%	-1%	-1%	0%	11%	-3%	
EBITDA	2.098	2.148	2.030	1.904	1.967	2.428	1.897
<i>EBITDA marža (%)</i>	39%	36%	34%	32%	33%	37%	30%
Amortizacija	726	802	774	743	706	809	756
<i>marža amortizacije (%)</i>	13%	13%	13%	13%	12%	12%	12%
EBIT	1.372	1.346	1.256	1.161	1.261	1.619	1.141
<i>EBIT marža (%)</i>	25%	22%	21%	20%	21%	25%	18%
Finansijski rezultat	64	104	1	-108	-117	-102	-106
<i>Financial result margin (%)</i>	-1%	-2%	0%	2%	2%	2%	2%
Porez na dobit	-339	-358	-300	-254	-241	-233	-262
<i>Efektivna porezna stopa (%)</i>	24%	25%	24%	24%	21%	15%	25%
Manjinski interes	-139	-121	0	1	1	-17	-17
<i>Margin (%)</i>	3%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
Neto dobit	958	971	957	800	904	1.267	756
<i>Promjena (%)</i>	1%	-1%	-16%	13%	40%	-40%	
<i>Neto marža (%)</i>	18%	16%	16%	14%	15%	19%	12%
Zarada po dionici (u €)	2,814	2,908	2,882	2,497	2,820	3,941	2,352

Očekivani pad poslovnih prihoda u 2011. za 3% nakon konsolidacije u 2010.

Izrazit pad marži

Stabilan finansijski rezultat

Poslovni prihodi Belgacoma u 2011. godini iznose 6.361 milijuna €, što je, s obzirom na 2010. Godinu, pad od 3%. No, uzimajući u obzir konsolidaciju u izvještajima za 2010. godinu, prihodi su u rangu očekivanih. S obzirom na globalno stanje, neutralne stope rasta ili blagi pad od 1% od 2007. do 2009. godine, u svakom slučaju, su vrlo pozitivan rezultat. EBITDA i EBIT karakterizira sličan trend. Od 2005. do 2008. godine obje vrijednosti padaju, no slijedi pozitivna promjena trenda što znači rast u 2009. i 2010. godini i konačno, značajan pad na najniže razine u promatranom razdoblju. EBITDA je za 7% manja u odnosu ga godinu prije, te uz relativno stabilnu amortizaciju (iako s padom od 1% u 2009. godini) EBIT također pada za visokih 7%. Finansijski rezultat, iako negativan, pokazuje određenu stabilnost u promatranom razdoblju i u kontekstu pada na finansijskim tržištima ima svoj značaj i pokazuje da poduzeće nema većih rizika od oscilacija na tom području.



Pad neto dobiti za 40%

Analizirajući neto dobit, ističe se pad od nemalih 40% nakon rasta u od 13% i u prethodnoj godini 40%, što znači na najnižu razinu u analiziranim godinama. Osim u padu neto prodaje, razlozi takve kontrakcije nalaze se u očitom padu marža, iako treba biti svjestan da je rast u 2010. bio uglavnom uzrokovani jednokratnim aktivnostima kompanije- akvizicijama za kontrolu BICS-a na datum 1.1.2010.

2.2. Analiza prihoda po segmentima poslovanja

Prihodi (milijuna €)	Q3 2010	Q3 2011	Razlika	Udio
Poslovni korisnici	590	572	-2%	35,9%
Privatni korisnici	585	571	-3%	35,8%
Međunarodne usluge	415	401	-3%	25,1%
IT usluge & veleprodaja	79	77	-3%	4,8%
Osoblje & podrška	10	25	150%	1,6%
Medusegmentske eliminacije	-40	-51	28%	-3,2%
UKUPNO	1.639	1.595	-2,7%	100%

Oko 95% prihoda iz primarnih djelatnosti: telefonije, interneta i televizije

Najznačajniji segmenti poslovanja poduzeća Belgacom su poslovni korisnici (EBU) s 36% udjela u prihodima i privatni korisnici (CBU) s, također, 36% i međunarodne telekomunikacijske usluge (BICS) s 25% udjela u prihodima. U sekundarne djelatnosti s 5% udjela ulaze mrežne i IT usluge te veleprodaja (SDE&W), a manje od 2% zauzima podrška i osoblje (S&S).

2.2.1. Enterprise Business Unit – EBU

(milijuna €)	Q3 2010	Q3 2011	Promjena
Prihodi	590	572	-3,1%
od fiksnih linija	413	398	-3,6%
od mobilnih usluga	174	169	-2,9%
ostalo	3	5	66,7%
EBITDA	292	291	-0,3%
Marža	49,5%	50,9%	2,8%
EBIT	287	287	0,0%
Marža	48,6%	50,2%	3,1%

Pojedinačni poslovni prihod u segmentu poslovnih korisnika, uspoređujući 3Q 2011. i 2010. godine, pao je za 3% odnosno za 18 milijuna €. Glavni razlog takvog pada je (neto negativan utjecaj 12 milijuna €) povlačenje investicija iz Telindus Spain, koje je djelomično kompenzirano akvizicijom Eudasys u Francuskoj. Prihodi od fiksnih i mobilnih usluga



također su pali po svim područjima (glasovne, SMS usluge i tako dalje) osim prihoda podatkovnog prometa mobilnih usluga. No, rast prihoda od 18% (9 milijuna €) u tom području nije nadoknadio pad ostalih stavki. Pozitivne učinke imaju i smanjenje troškova prodaje (5.7%) i troškova za plaće (3.7%). Također, Belgacom konstantno bilježi stabilan rast broja poslovnih korisnika mobilnih usluga unatoč padu prihoda, dok se broj korisnika fiksnih usluga smanjuje.

Unatoč padu prihoda, EBITA i EBIT drže se na približnom neutralnim stopama rasta dok su obje marže porasle za oko 3%. S obzirom da su na podjednakim razinama, poslovni rezultat ovog područja nije pod značajnijim utjecajem deprecijacije i amortizacije, te pokazuje da poduzeće koristi konzervativne politike amortizacije.

2.2.2. Customer Business Unit- CBU

(milijuna €)	Q3 2010	Q3 2011	Promjena
Prihodi	585	571	-2,4%
od fiksnih linija	281	271	-3,6%
od mobilnih usluga	285	279	-2,1%
ostalo	19	21	10,5%
EBITDA	276	257	-6,9%
Marža	47,2%	45,0%	-4,6%
EBIT	240	229	-4,6%
Marža	41,0%	40,1%	-2,2%

Analizirajući segment poslovanja sa stanovništvom, zapaža se pad prihoda, uspoređujući treći kvartal 2011. s trećim kvartalom 2010. godine, od 2.4%. Isto tako padaju i EBITDA i EBIT marže za 4.6% odnosno 2.2%. Iako slabe negativni utjecaji regulatora, razloge za pad prihoda uglavnom se može pronaći u snižavanju tarifa među operaterima te sniženju roaming tarifa. Isto tako ponuda besplatnog emitiranja nogometnih utakmica, utjecala je na usporavanje prihoda od televizije. U negativne utjecaje spadaju i niže cijene razgovora od fiksnih prema mobilnim telefonima kao i drugi zakonski utjecaji. Na tržištu fiksnih podatkovnih veza javlja se žestoka konkurenca te su prihodi pod pritiskom jednokratnih popusta i prihoda. Pozitivne stope rasta prihoda bilježe TV segment (11.7%) koji je od uvođenja 2005. do danas stigao do brojke od približno milijun korisnika, mobilne podatkovne tarife (13.2%) te Tango mreža koja pruža usluge na području Luksemburga i napada tržišni udio najvećeg operatera. Na rezultat je djelovao i porast troškova plaća (koje su indeksirane na inflaciju) za 5%.



2.2.3. International Carrier Services – BICS

Pad prihoda od međunarodnih usluga iznosi 3,4% zbog nepovoljnog tečaja.

Konsolidiranje segmenta u finansijske izvještaje s 2010. godinom.

Belgacomov međunarodni segment poslovanja, koji je u potpunosti konsolidiran na 1. siječanj 2010., bilježi negativnu stopu rasta od -3,4% iz trećeg kvartala 2011. u usporedbi s trećim kvartalom 2010. godine. Glavni uzrok tom rezultatu je slabljenje tečaja USD/EUR za 8% na 1.41 USD/EUR u promatranom razdoblju i značajni pritisak diljem Europe na smanjenje među-operatorskih tarifa. Marže su u usporedbi s prethodnim segmentima izuzetno niske. Niske marže se pojavljuju zbog vrlo visokih troškova materijala i servisa koji su vezani za stvaranje profita. Ipak, one su pozitivne zbog uspješnog smanjenja spomenutih troškova za 11%.

	(milijuna €)	Q3 2010	Q3 2011	Promjena
Prihodi	415	401	-3,4%	
glasovne usluge	377	361	-4,2%	
ostale usluge	38	40	5,3%	
EBITDA	34	35	2,9%	
Marža	8,2%	8,7%	0,5 p.p.	
EBIT	13	15	15,4%	
Marža	3,1%	3,7%	0,6 p.p.	

2.2.4. Service Delivery Engine & Wholesale – SDE&W

Usluge namijenjene drugim operaterima i veleprodaja čine oko 5% prihoda

Sporedni segment poslovanja Belgacoma koji se bavi veleprodajom i mrežnim i IT uslugama pod izuzetno negativnim utjecajem regulatora. No, procijenjeno je da će taj utjecaj postepeno nestajati. Također, rezultati su postignuti uz smanjenje ukupnih operativnih troškova za 7,1%.

	(milijuna €)	Q3 2010	Q3 2011	Promjena
Prihodi	79	77	-2,5%	
EBITDA	-36	-30	-16,7%	
Marža	-45,6%	-39,0%	-6,6 p.p.	
EBIT	-159	-139	-12,5%	



2.2.5. Staff & Support – S&S

Staff & Support je sporedni segment poslovanja Belgacoma

S&S segment Belgacoma pridonosi ukupnim prihodima jedva nešto više od 1%, stoga nije u većoj mjeri značajan u analizama.

(milijuna €)	Q3 2010	Q3 2011	Promjena
Prihodi	10	25	150,0%
EBITDA	-75	-81	8,0%
Marža	-	-	-

3. Analiza bilance

(milijuni €)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Novac i novčani ekvivalenti	798	236	728	565	332	584	320
Ostala kratkotrajna imovina	1.075	1.387	1.374	1.449	1.344	1.558	1.587
Ukupna kratkotrajna imovina	2.023	1.795	2.253	2.218	1.946	2.327	2.095
Ukupna dugotrajna imovina	3.807	5.503	5.072	5.563	5.506	6.185	6.216
AKTIVA	5.830	7.298	7.325	7.781	7.452	8.512	8.311
Kratkoročni zajmovi	111	71	69	393	59	783	41
Ostale kratkoročne obveze	1.587	1.777	1.741	1.931	1.771	2.021	2.219
Ukupne kratkoročne obveze	1.698	1.848	1.810	2.324	1.830	2.804	2.260
Dugoročni zajmovi	296	1.917	1.895	2.128	2.128	1.406	1.931
Ostale dugoročne obveze	1.246	1.136	1.095	1.054	965	958	818
Ukupne dugoročne obveze	1.542	3.053	2.990	3.182	3.093	2.364	2.749
Ukupni kapital	2.592	2.400	2.525	2.276	2.528	3.342	3.302
PASIVA	5.832	7.301	7.325	7.782	7.451	8.510	8.311

Najznačajnije promjene u 2006. i 2010.

Horizontalnom analizom bilance u proteklih sedam godina zapažamo da su se najveće promjene dogodile u 2006. i 2010. godini, prvenstveno zbog akvizicija tvrtki koje omogućavaju Belgacomu pružanje cjelovitog spektra usluga s područja telekomunikacija i televizije. U siječnju 2006. godine Belgacom preuzima 90,86% Telindusovih dionica što mu omogućuje snažni ulazak na tržište poslovnih kupaca u pružanju mrežnih i IT usluga. Kasnije iste godine stječe se 25% udjela u Proximusu (od Vodafone), čija je primarna djelatnost usmjerena na telefoniju i Internet usluge privatnim korisnicima. U nastavku, prvim danom 2010. godine preuzeta je 100%-tina kontrola nad BICS-om te njegov financijski rezultat u potpunosti ulazi u konsolidirane izvještaje Belgacoma. BICS se bavi pružanjem međunarodnih usluga telekomunikacije i prijenosa podataka različitim operaterima te je u svjetskim okvirima u TOP4 poduzeća koje se bave takvim uslugama.



Goodwill najznačajniji dio dugotrajne imovine

U određenim godinama postoji radni kapital

Visok udio, dobro raspršenih, dugoročnih zajmova s fiksnom kamatnom stopom

Jednostavnom vertikalnom analizom bilance, zapaža se kako glavninu imovine čini dugotrajna imovina, odnosno specifičnije goodwill stečen akvizicijama, a slijede oprema, nekretnine i u nešto manjem udjelu dugotrajna imovina s konačnim vijekom uporabe. S obzirom na stalni trend značajnog povećanja dugotrajne imovine u usporedbi s kratkotrajnom, Belgacom bi konstantno trebao gubiti na likvidnosti. Ipak, u sljedećim godinama: 2005., 2007., 2009. postoji radni kapital, dok je u ostalim godinama problem likvidnosti riješen fleksibilnim i sindiciranim kreditnim linijama te iz tog razloga (i dobre disperzije dospjeća dugoročnih potraživanja) ne postoje veći rizici likvidnosti. Osim navedenog, može se primijetiti i povećanje potraživanja od kupaca u 2010. i 2011. godini, koja su kod telekomunikacijskih poduzeća tipično niska, a za približno isti iznos, kao rješenje problema, povećane su obveze prema dobavljačima.

3.1. Analiza strukture duga

Dug Belgacoma u najvećoj mjeri čine dugoročni zajmovi koji su se počeli koristiti u značajnijoj mjeri od 2006. godine i početka većih akvizicija. Na naplatu su počeli djelomično stizati u 2010. godini te su se iz tog razloga (u 2010. godini) povećali kratkoročni zajmovi kojima se otplaćuju dospjeli dugoročni. U siječnju 2011. godini izdana je sedmogodišnja obveznica na iznos od 500 milijuna € zbog dospjeća obveznice teške 775 milijuna € u ožujku, što je utjecalo na izrazito povećanje dugoročnih dugova i smanjenje kratkoročnih.

Udio dugova s varijabilnom kamatnom stopom iznosi 3.6%, dok ostatak od 96.4% se odnosi na dugove s fiksnom stopom, što je ponajviše rezultat dugoročnih zajmova koji su značajno veći od kratkoročnih. Ovakva raspodjela rezultat je politike poduzeća koja tendira prema što nižoj volatilnosti i izuzetno je pozitivna sa strane rizika, odnosno, kamatni rizik je smanjen na minimum. Prosječan trošak duga na 31.12.2010. iznosio je 4.46%, što je identično s troškom u 2009., s prosječnim dospjećem od 4 godine. Budući da su za sad objavljeni samo finansijski rezultati, izračun prosječnog dospjeća duga za 2011. nije moguć.

Struktura duga (mil €)	31.12.2011	% o/total	31.12.2010	% o/total
Dugoročni dugovi	1.931	97,92%	1.406	64,23%
Kratkoročni dugovi	41	2,08%	783	35,77%
Ukupni dug	1.972	100,00%	2.189	100,00%
Prosječno dospjeće (godina)	-	-	-	4



Snižen kreditni rejting
zbog sniženja rejtinga
Belgije („AA“ prema
S&P)

Smanjenje rejtinga Belgije (25. listopada 2011.) s „AA+“ na „AA“ utjecalo je na smanjenje kreditnog rejtinga Belgacomu, budući da je Belgija većinski vlasnik. Dugoročni rejting pao s „A+“ na „A“ dok je kratkoročni ostao na „A-1“ (S&P), što je još uvijek izrazito pozitivan rezultat.

4. Analiza Izvještaja o novčanom toku

Iz izvještaja o novčanom toku, jasno se mogu vidjeti prethodno spominjane akvizicije u 2006. i nešto manje u 2008. godini kao najznačajnije promjene u izvještaju. Financijski novčani tok, osim zaduživanja, pod utjecajem je stalnih isplati dividendi i kupovine trezorskih dionica u skladu s politikom poduzeća, kao i otplate dugova.

(milijuna €)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Operativni novč. tok	1.883	1.643	1.581	1.552	1.406	1.666	1.551
Investicijski novč. tok	-306	-2.955	-371	-1.143	-610	-687	-765
Financijski novč. tok	-1.101	751	-719	-570	-1.031	-729	-1.051
Promjene u novcu i novč. ekvivalentima	476	-561	491	-161	-235	250	-265

4.1. Investicije

Najznačajnije akvizicije
bile su 2006.

Akvizicije, kao najzanimljivija stavka u Izvještaju o novčanom toku, najintenzivnije su bile u 2006. godini (2.592 milijuna €) i u 2008. (1.143 milijuna €), a financirane su uglavnom iz zaduživanja. CAPEX se kreće u granicama od 597 milijuna € i 764 milijuna €.

5. Financijski pokazatelji

Financijski pokazatelji služe pretvaranju podataka iz finansijskih izvještaja u smislene finansijske mjere za mjerjenje performansi poduzeća i uočavanju trendova u tim performansama. Izuzetno korisni za finansijsku analizu prošlosti poduzeća, imaju nedostatak u tome da vrlo malo govore o budućnosti i budućim predviđanjima. Kako dugoročni investitori veći značaj pridaju dugoročnoj profitabilnosti, odnosno dugoročnoj moći za stvaranje prihoda i efikasnosti, pokazatelji likvidnosti imaju nešto manji značaj s obzirom da oni mogu biti pod utjecajem trenutnih kratkoročnih kretanja.



Dobri pokazatelji likvidnosti

5.1. Pokazatelji likvidnosti

Ključni pokazatelj je koeficijent tekuće likvidnosti. Nakon što je dosegao dno u 2010. godine i bio manji od točke gdje kratkotrajna imovina pokriva kratkoročne obveze (što implicira da se poduzeće oslanja na operativni cash-flow i eksterno financiranje) trend se promjenio. Isto se može reći i za specifičniji koeficijent ubrzane likvidnosti. Razlog tome je nešto značajnije dospijeće naplate dugoročnih potraživanja u 2010. i 2011. godini. Kratkoročnim zaduživanjem i izdavanjem novih obveznica koristilo se za pokriće naplate tih potraživanja bez većih problema zbog izrazito visokog rejtinga poduzeća.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Koef. Ubrzane likvidnosti	1,03	0,78	1,04	0,76	0,78	0,65	0,73
Koef. Tekuće likvidnosti	1,19	0,97	1,24	0,95	1,06	0,83	0,93
Koef. Financijske stabilnosti	0,92	1,01	0,92	1,02	0,98	1,08	1,03

Koristi se niska razina poluge

Koeficijent financijske stabilnosti konstantno se kreće oko 1 (što znači da je dugotrajna imovina približno jednaka sumi kapitala i dugoročnih obveza). U principu, taj koeficijent bi trebao biti što manji (minimalni zahtjev: manji od 1, što je postignuto 2005., 2007. i 2009.) iz razloga što je prihvatljivo i poželjno da se dio kratkotrajne imovine financira iz dugoročnih izvora (postojanje radnog kapitala). U Belgacomu financiranje nije riješeno na taj način, nego se uglavnom dugotrajna imovina financira dugoročnim obvezama.

5.2. Pokazatelji zaduženosti

60% ukupne imovine čine obveze

Pokazatelji zaduženosti pokazuju nam strukturu financiranja poduzeća, odnosno koliko se poduzeće financira iz tuđih izvora. Dug Belgacoma je na vrlo dobroj razini te se u prosjeku oko 60% imovine financira obvezama, a oko 40% imovine financira se iz kapitala. Budući da se ne koristi previsoka financijska poluga, nego je u trendu smanjenja od 2009. godine, pokriće troškova kamata je izuzetno visoko u 2010. godini te je Belgacom bio sposoban 13,84 puta pokriti troškove kamata iz ostvarenog EBIT-a. Ipak, značajnim padom zarada, pokriće troškova kamata palo je na najnižu razinu u promatranim razdobljima.

Značajan pad pokrića troškova kamata

Belgacomov dugoročni rejting je „AA“ dok je kratkoročni „A-1“ prema procjeni S&P-a, a omogućili su poduzeću daljnja zaduživanja bez većih problema kod kreditora. Također, u politici Belgacoma stoji da se financijski dio poslovanja ne može odraditi s financijskim institucijama koje imaju rejting manji od „A“ (S&P) ili „A2“ (Moody's).



	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Odnos duga i imovine	0,56	0,67	0,66	0,71	0,66	0,61	0,60
Odnos kapitala i imovine	0,44	0,33	0,34	0,29	0,34	0,39	0,40
Odnos duga i glavnice	1,25	2,04	1,90	2,42	1,95	1,55	1,52
Pokriće troškova kamata	52,77	26,92	11,32	8,47	9,34	13,84	8,91

5.3. Pokazatelji aktivnosti

Rast vremena naplate potraživanja i blagi pad koeficijenata obrtaja

Brzinu cirkulacije imovine, odnosno efikasnost korištenja resursa u poslovnom procesu možemo ustanoviti pomoću pokazatelja aktivnosti. Pokazatelji aktivnosti su na zadovoljavajuće visokoj razini, s obzirom da se poduzeće uglavnom bavi pružanjem usluga.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Koef. obrta ukupne imovine	0,99	0,86	0,84	0,77	0,82	0,83	0,77
Koef obrta kratkotrajne imovine	2,86	3,48	2,74	2,71	3,13	3,03	3,07
Koef obrta potraživanja	6,11	5,18	5,33	4,99	5,58	5,66	4,85
Naplata potraživanja (u danima)	59,74	70,44	68,44	73,12	65,35	64,47	75,28

Potrebitno 1,3 godine za okretanje sve imovine

Tako možemo reći da je poduzeću potrebno nešto više od godine i tri mjeseca da iskoristi ukupnu danu imovinu za stvaranje profita, dok kratkotrajnu imovinu može okrenuti 3 puta, prema podacima iz 2011. Broj dana naplate potraživanja nakon 2008. godine, opet je dosegnuo vrhunac te iznosi 75 dana. S obzirom na sektor u kojem poduzeće posluje ne bi trebali postojati veći rizici od naplate potraživanja.

5.4. Pokazatelji profitabilnosti

Izrazit pad pokazatelja u 2011. godini nakon rasta u prijašnjim godinama

Pokazatelji profitabilnosti, uz pokazatelje investiranja, spadaju u kategoriju pokazatelja od presudnog značaja za investitora. Možemo vidjeti da nakon pada, uglavnom svih stavki do 2008. godine, je uslijedila promjena trenda te se u 2009. i 2010. godini (pod utjecajem konsolidacije izvještaja) bilježi rast. Ipak, kao i kod drugih pokazatelja, 2011. godinu obilježava značajniji pad svih pokazatelja. Marže padaju za značajnih 7% pod utjecajem smanjenja prihoda od razgovora i rastom propagandnih aktivnosti u sektoru privatnih korisnika.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EBITDA margina	39,0%	35,7%	33,9%	32,2%	33,2%	37,1%	29,8%
EBIT marginia	25,5%	22,4%	21,0%	19,6%	21,3%	24,7%	17,9%
ROA	16,9%	14,0%	14,6%	12,0%	13,9%	16,3%	10,6%
ROE	37,0%	40,5%	37,9%	35,1%	35,8%	37,9%	22,9%



5.5. Pokazatelji investiranja

Politika povrata cijelog slobodnog novčanog toka

Konstantne dividende

Uz politiku povrata, u principu, cijelog slobodnog novčanog toka (novčani tok od operativnih aktivnosti minus kapitalna ulaganja i druge investicijske aktivnosti), pokazatelji investiranja vrlo su zanimljivi i pokazuju da poduzeće drži do svoje politike. Zaradu po dionici u 2010. godini obilježava izraziti rast, dok ga u 2011. godini slijedi pad od 40%. Unatoč tome, dividenda po dionici nije značajno pala iako je odnos isplate dividendi na razini od 96%, što znači da je praktički sve zarađeno i isplaćeno dioničarima. U 2010. godini isplaćena dividenda iznosila 2,28€ po dionici dok je prošle godine taj iznos bio 2,26€ po dionici. Dividende se, kao što možemo vidjeti, pokušavaju održavati konstantnima te jedino DPS u 2006. godini ima značajniji pad od 25%. Razlog tome je prestanak isplate dividendi manjinskim interesima, jer je Belgacom ušao u akvizicije tih poduzeća. Konstantne dividende važna su značajka ovog poduzeća što čini dionicu poduzeća vrlo atraktivnom za ulaganja.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EPS	2,81	2,91	2,88	2,50	2,82	3,94	2,35
DPS	2,51	1,86	2,06	2,22	2,13	2,28	2,26
Odnos isplate dividendi	89%	64%	71%	89%	76%	58%	96%

5.6. Cjenovni multiplikatori

Analizirajući cjenovne multiplikatore, uviđamo rast onih koji u nazivniku sadržavaju zarade, cash flow i EBITDA zbog njihovog značajnog pada u 2011. te blagog pada cijene dionice. Cijena se nakon pada tržišta pod utjecajem globalne krize snizila sa 33€ na oko 25€, od 2008. do 2010. godine (gledući cijenu na 31.12.), dok se u na datum 15.03.2012. spušta na 23,57€. S obzirom na multiplikatore, atraktivnost poduzeća za kupnju pada, budući da pad pokazatelja poslovanja ne prati cijena dionice. Ipak, ne treba zaboraviti odnos poduzeća prema investitorima te konstantne dividende.

Rast cjenovnih multiplikatora zbog pada pokazatelja poslovanja, što umanjuje atraktivnost za kupnju

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dividend yield	9,1%	5,6%	6,1%	8,1%	8,4%	9,1%	9,3%
P/E (x)	9,79	11,48	11,71	10,94	8,98	6,38	10,31
P/BV (x)	3,62	4,64	4,44	3,85	3,21	2,42	2,36
P/S (x)	1,74	1,85	1,87	1,48	1,37	1,23	1,23
P/CF (x)	5,57	6,29	6,47	5,67	5,04	3,89	5,15
EV/EBITDA (x)	4,46	6,01	6,13	5,63	5,07	4,09	5,10



6. Vrednovanje

Kod vrednovanja poduzeća Belgacom, korišten je DCF model i model vrednovanje pomoću multiplikatora. Za krajnju prognozu kretanja cijene dionice bit će iskorištena aritmetička sredina spomenutih metoda.

6.1. FCFF

(u mil. €)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Prosjek
Neto prodaja	6.022	5.987	5.911	5.922	6.552	6.361	
<i>Promjena neto prodaje</i>	--	-1%	-1%	0%	11%	-3%	1,10%
EBIT	1.346	1.256	1.161	1.261	1.619	1.141	
Efektivna porezna stopa	24,7%	23,9%	24,1%	21,1%	15,4%	25,3%	22%
EBIT(1-Porez)	1.014	956	881	995	1.370	852	
<i>Promjena EBIT(1-Porez)</i>		-6%	-8%	13%	38%	-38%	-3,41%
Kapitalna ulaganja	676	625	764	597	734	757	
Amortizacija	802	774	743	706	809	756	
<i>Promjena Amortizacije</i>	--	-3%	-4%	-5%	15%	-7%	-1,17%
Neto kapitalna ulaganja	-126	-149	21	-109	-75	1	
Promjene u radnom kapitalu	-234	-138	-79	-192	-99	-17	-105
FCFF	1.374	1.243	939	1.296	1.544	868	
Stopa reinvestiranja	-35,51%	-30,01%	-6,58%	-30,24%	-12,70%	-1,88%	-19,49%
Povrat na kapital	24,84%	25,90%	22,95%	23,02%	32,91%	17,35%	24,49%
BV kapitala	2.400	2.525	2.276	2.528	3.342	3.302	
BV duga	1.917	1.895	2.128	2.128	1.406	1.931	
Novac na računu	236	728	565	332	584	320	
Očekivani rast	-8,82%	-7,77%	-1,51%	-6,96%	-4,18%	-0,33%	-4,77%

Primarno korištena stopa za prognozu budućih poslovnih zarada je prosječna stopa rasta EBIT (1-T) koji u promatranom razdoblju iznosi -3,41%, dok je za dugoročnu prognozu korišten desetogodišnji prosjek rasta BDP-a Belgije (države u kojoj Belgacom ostvaruje većinu prihoda).

Trošak kapitala 3,98%

Trošak glavnice	
Prinos do dospijeća	3,48%
Premija rizika države	1,05%
Nerizična kamatna stopa	2,39%
Premija za zrela tržišta	6,00%
Premija rizika na indeks	7,05%
Beta	0,22
Trošak glavnice	3,98%

Trošak duga 2,76%

Trošak duga (na temelju obveznica)	
Trošak duga prije poreza	2,38%
Porezna stopa na dobit	24,98%
Trošak duga nakon poreza	1,79%

Trošak duga temeljem obveznica 1,79%

Trošak duga	
Premija rizika poduzeća	1,25%
Trošak duga prije poreza	3,68%
Porezna stopa na dobit	24,98%
Trošak duga nakon poreza	2,76%



	Prosječni ponderirani trošak kapitala		Stabilan rast
WACC 3,70%	Tržišna vrijednost glavnice 7.577		g 1,42%
WACC (obveznice) 3,47%	Tržišna vrijednost duga 2.229		Beta 1,00
Procijenjen stabilan rast 1,42%	Udio glavnice 77%		Trošak kapitala 9,44%
	Udio duga 23%		WACC 7,93%
	WACC 3,70%		ROC 24,49%
	WACC_{obveznice} 3,47%		Reinvestment rate 5,80%

Trošak glavnice izračunat je temeljem 10-godišnjih Belgijskih obveznica, te mu je dodana premija rizika. Izračunati trošak iznosi 3,98%. Trošak duga izračunat je na dva načina:

- pomoću nerizične kamatne stope i premije rizika poduzeća
 - na temelju izdanih obveznica poduzeća kojima se aktivno trguje

Dakle, trošak duga izračunom po prvoj opciji iznosi 2,76% dok trošak duga temeljem obveznica iznosi 1,79%. Do tog podatka stigli smo uprosjećivanjem prinosa do dospijeća svake pojedine obveznice te oduzimanjem poreza od tog iznosa. Razlika od približno 1 postotni poen nije značajna pri izračunu diskontne stope (WACC) za ovo poduzeće zbog toga što udio duga za prosječni ponderirani trošak kapitala poduzeća iznosi tek oko 23%. U slučaju da je poduzeće značajnije zaduženo, razlike bi bile značajnije. WACC, stoga, iznosi 3,70% odnosno 3,47%, te je razlika 0,23 postotna boda.

WACC ponder korišten je za izračun sadašnje vrijednosti budućih novčanih tokova raspoloživih poduzeću (FCFF) u sljedećih 5 godina. Terminalna vrijednost temeljena je na rastu BDP-a Belgije u zadnjih 10

godina, uz betu izjednačenu s 1 zbog pretpostavke da bi cijena dionice trebala pratiti stanje na tržištu.

Vrijednost poduzeća		
Sadašnja vrijednost FCFF-a	10.180	10.199
+ Novac na računu	320	320
- Tržišna vrijednost duga	2.232	2.232
- Manjinski interesi	17	17
Fer vrijednost poduzeća	8.251	8.271
Fer vrijednost poduzeća po dionici	25,74	25,80
Trenutna tržišna cijena po dionici	23,28	23,28
Potencijal rasta	10,5%	10,8%

Prema FCFF fer vrijednost poduzeća iznosi 25,74€ što označava potencijal rasta od 10,5%

Sadašnje vrijednosti FCFF-a približno su jednake, te razlike u vrijednosti poduzeća po dionici su minimalne. Tako je dobivena fer vrijednost 25,74€ što znači potencijal rasta od oko 10,5% dok, uzimajući obzir trošak duga prema aktivno trgovanim obveznicama, potencijal rasta iznosi 0,3 postotna boda više, odnosno 10,8%.

6.1.1. Analiza osjetljivosti modela s obzirom na ključne inpute

Proведенom analizom uočavamo značajnije varijabilnosti cijene s obzirom na postavljene varijable. Raspon cijene se kreće između 19,80€ i 37,00€ po dionici. Koliko je značajna promjena BDP-a Belgije (koji smo koristili kao procjenu dugoročnog rasta poduzeća), toliko je i promjena diskontne stope budućih zarada (računata pomoću nerizične kamatne stope i premije rizika poduzeća). Zanimljivo, da je prosječni desetogodišnji rast BDP-a tek 0,5% (za razliku od trenutnog koji iznosi 1,42%), uz trenutnu diskontnu stopu, cijena se izjednačava s tržišnom cijenom.

WACC \ BDP	0,50%	1,00%	1,42%	2,00%	2,50%
7,00%	26,8 €	28,7 €	30,6 €	33,7 €	37,0 €
7,50%	24,6 €	26,2 €	27,8 €	30,3 €	33,0 €
7,93%	23,0 €	24,4 €	25,7 €	27,9 €	30,1 €
8,50%	21,2 €	22,3 €	23,4 €	25,2 €	27,0 €
9,00%	19,8 €	20,8 €	21,7 €	23,2 €	24,7 €



Slaba volatilnost s obzirom na moguće promjene prinosa na obveznice

Uzimajući u obzir prinos do dospijeća obveznica (korišten kao drugi način izračuna troška duga) i promjene BDP-a uviđamo da su promjene cijene, tj. procjene fer vrijednosti poduzeća manjeg intenziteta. Sljedeće, promjena vrijednosti BDP-a ima mnogo važniju ulogu u promjeni cijene od same promjene prinosa do dospijeća obveznica. Rezultat je logičan i očekivan s obzirom da dugovi, u procjeni vrijednosti poduzeća, iznose već spomenutih 23% u odnosu na 77% udjela glavnice.

BDP	0,50%	1,00%	1,42%	2,00%	2,50%
Prinos do dospijeća obveznica	0,50%	1,00%	1,42%	2,00%	2,50%
1,00%	23,14 €	24,54 €	25,87 €	28,03 €	30,25 €
2,00%	23,10 €	24,49 €	25,82 €	27,98 €	30,20 €
2,38%	23,08 €	24,47 €	25,81 €	27,96 €	30,19 €
3,00%	23,05 €	24,44 €	25,78 €	27,93 €	30,16 €
4,00%	23,00 €	24,39 €	25,73 €	27,88 €	30,11 €

6.2. Multiplikatori

Vrednovanje poduzeća pomoću multiplikatora izvršili smo usporedbom Belgacomovih performansi sa sljedećim usporedivim poduzećima iz sektora telekoma: Deutsche Telekom, Elisa Corporation, France Telecom, Freenet, KPN, Mobistar, OTE, Portugal Telecom, Telecom Italia, Telefonica i Telekom Austria. Upotrebom mediana odstupanja Belgacoma od Peer grupe dobili smo sljedeće rezultate:

Ciljana cijena dionice (EUR)	
Prema P/E vrijednosti	23,25
Prema P/S vrijednosti	13,85
Prema P/BV vrijednosti	18,05
Prema P/CF vrijednosti	14,65
Ciljana cijena dionice	16,35
Podcijenjeno / (precijenjeno)	-30%

Vrijednost poduzeća je podcijenjena za 27,71%

Ciljana cijena dionice je 30% niža od trenutne

Dakle, iako je dionica poduzeća prema ovim pokazateljima precijenjena za 30%, što znači da je sadašnja cijena dionice u usporedbi s kompanijama u industriji previsoka, ukupna vrijednost poduzeća ipak je podcijenjena za 21,70%.



7. Dodaci

7.1. Izvještaj o dobiti

(u milijunima EUR)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Prihodi od prodaje	5.384	6.022	5.987	5.911	5.922	6.552	6.361
Rashodi prodanih proizvoda	-1.555	-2.005	-2.015	-1.975	-2.087	-2.642	-2.517
Bruto marža	3.829	4.017	3.972	3.936	3.835	3.910	3.844
Troškovi prodaje i administrativni troškovi	-957	-1.106	-1.120	-1.124	-1.108	-1.107	-1.117
Ostali prihod	312	78	77	75	142	487	56
Ostali troškovi	-1.086	-841	-899	-983	-902	-862	-886
EBITDA	2.098	2.148	2.030	1.904	1.967	2.428	1.897
Amortizacija i deprecijacija	-726	-802	-774	-743	-706	-809	-756
EBIT	1.372	1.346	1.256	1.161	1.261	1.619	1.141
Kamate	-26	-50	-111	-137	-135	-117	-128
Ostali finansijski prihod/rashod	90	154	112	29	18	15	22
Udio u dobiti povezanih poduzeća	0	0	0	0	0	0	0
Dobit prije poreza	1.436	1.450	1.257	1.053	1.144	1.517	1.035
Porez	-339	-358	-300	-254	-241	-233	-262
Neto dobit iz redovnog poslovanja	1.097	1.092	957	799	903	1.284	773
Manjinski interes	139	121	0	-1	-1	17	17
Neto dobit	958	971	957	800	904	1.267	756
EPS basic (repored)	2,78	2,87	2,87	2,45	2,82	3,94	2,36
EPS diluted (reported)	2,77	2,87	2,87	2,45	2,82	3,94	2,36

Izvor: Belgacom



7.2. Bilanca

(u milijunima EUR)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
DUGOTRAJNA IMOVINA							
Ostala dugotr. Imovina	65	36	25	85	75	122	180
Nematerijalna imovina	602	2.350	2.259	2.663	2.711	3.527	3.478
Materijalna imovina	2.497	2.527	2.470	2.501	2.420	2.348	2.401
Financijska imovina	643	590	318	314	300	188	157
Potraživanja	0	0	0	0	0	0	0
Ukupna dugotrajna imovina	3.807	5.503	5.072	5.563	5.506	6.185	6.216
KRATKOTRAJNA IMOVINA							
Zalihe	61	83	99	100	86	114	116
Potraživanja od kupaca	947	1.207	1.158	1.205	1.089	1.246	1.328
Financijska imovina	67	97	117	144	169	198	143
Ostala kr. Imovina	64	81	92	151	194	142	152
Investicije	86	91	59	53	76	43	36
Novac	798	236	728	565	332	584	320
Ukupna kratkotrajna imovina	2.023	1.795	2.253	2.218	1.946	2.327	2.095
UKUPNA IMOVINA	5.830	7.298	7.325	7.781	7.452	8.512	8.311
KAPITAL							
Upisani kapital	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Ostali kapital	1.222	1.392	1.519	1.271	1.521	2.107	2.077
Manjinski interesi u kapitalu	370	8	6	5	7	235	225
Ukupni kapital	2.592	2.400	2.525	2.276	2.528	3.342	3.302
DUGOROČNE OBVEZE							
Odgodene porezne obveze	42	38	33	49	86	187	157
Zajmovi	296	1.917	1.895	2.128	2.128	1.406	1.931
Ostali dugoročni dugovi	1.204	1.098	1.062	1.005	879	771	661
Ukupne dugoročne obveze	1.542	3.053	2.990	3.182	3.093	2.364	2.749
KRATKOROČNE OBVEZE							
Ostale obveze	347	502	497	527	511	529	647
Financijski instrumenti	0	0	0	0	0	0	0
Zajmovi	111	71	69	393	59	783	41
Porez na dobit	202	189	165	165	137	188	229
Dobavljači	1.038	1.086	1.079	1.239	1.123	1.304	1.343
Ukupne kratkoročne obveze	1.698	1.848	1.810	2.324	1.830	2.804	2.260
UKUPNE OBVEZE	3.240	4.901	4.800	5.506	4.923	5.168	5.009
PASIVA	5.832	7.301	7.325	7.782	7.451	8.510	8.311

Izvor: Belgacom


www.finance.hr

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

7.3. Izvještaj o novčanom toku

(u milijunima EUR)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Zarade prije poreza	959	973	958	800	904	1.266	756
Plaćen porez	-316	-313	-281	-259	0	0	0
Amortizacija i deprecijacija	726	802	774	743	706	809	756
Promjene u radnom kapitalu	313	-234	-138	-79	-192	-99	-17
Ostale stavke	201	415	268	347	-12	-310	56
Operativni novčani tok	1.883	1.643	1.581	1.552	1.406	1.666	1.551
CAPEX	-696	-676	-625	-764	-597	-734	-757
Akvizicije	-9	-2.592	-14	-389	1	30	-20
Ostale stavke	399	313	268	10	-14	17	12
Investicijski novčani tok	-306	-2.955	-371	-1.143	-610	-687	-765
Promjene u dugu	54	1.568	-3	478	-331	-47	-246
Isplaćene dividende	-855	-622	-684	-711	-684	-732	-725
Ostale promjene	-300	-195	-32	-337	-16	50	-80
Financijski novčani tok	-1.101	751	-719	-570	-1.031	-729	-1.051
Promjene u novcu i novčanim ekviv.	476	-561	491	-161	-235	250	-265

Izvor: Belgacom

