

## 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.

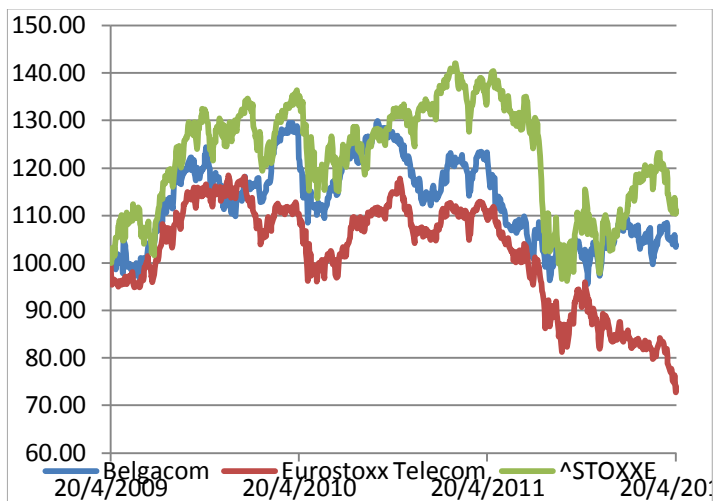
- Nakon dviju težih godina za poduzeće, očekuje se blaga stabilizacija poslovanja
- Izrazitiji pad marži zbog utjecaja zakonodavstva u segmentu privatnih korisnika i međunarodnih roaming usluga, a rast u segmentu poslovnih korisnika
- Pribavljena koncesija za ulazak na 4G tržište
- Orijentiranost na 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

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

### Podaci o dionici

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 investor)  
Tim za analizu poduzeća

## U C F T f i C L

1. # \$ £ ' ° \$ # ~ ..)	2
1.1. h	2
1.2. o	3
1.3. U	3
1.4. u	4
2. ° " ° ž Ł . ° ° Ł . * DOBITI (.....!.....#	5
2.1. Struktura konsolidiranih prihoda	5
2.2. Analiza prihoda po segmentima poslovanja	6
2.2.1. Enterprise Business UnBU	6
2.2.2. Customer Business UCBU	7
2.2.3. International Carrier Service ICS	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. ° " ° ž Ł . ° ° Ł . * " # v € ° ° " # ! ' # . ( . # . Ž . )	11
4.1. Investicije	11
5. FINANCIJSKI POKAZATE LJI	11
5.1. Pokazatelji likvidnosti	12
5.2. h	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. FCFE	15
6.1.1.	17
6.2. Multiplikatori	18
7. DODACI	19
7.1. @	19
7.2. Bilanca	20
7.3. @	21



# 1. Q r k u " r q f w | g c

M  
u Brussels  
Primarna djelatnos  
telefonija, internet  
televizijaprivatnim i  
poslovnim korisnicim

D g n i c e q o " l g " D g n i k l u m c " m q o r c p k l c " u  
w u n w i g " h k m u p k j " k " o q d k n p k j " v g n g m q o w p k n  
televiziju za privatne i poslovne korisnike. Podijeljena je na pet segmenata:

- < Consumer Business Unit (CBU) (privatni korisnici)-  
v g n g h q p k l c . " k p v g t p g v . " v g n g x k | k l  
korisnicima u Belgiji;
- < Enterprise Business Unit (EBU) (poslovni korisnici)- ICT  
t l g - g p l c " k " v g n g h q p u m g " w u n w i g " u  
Telindus bredovima na Belgijskom i drugim v t f l k - v k o c =
- < Service Delivery Engine and Wholesale (SDE&W)-  
e g p v t c n k | k t c p k " n a g I T o s e r v i s e ( b s i n c " u x g " u  
v t q - m q x c " K E V " k " v t q - m q x c " r t g o c  
servise CBU-u i EBU-u i prodaje ih drugim telekomima i  
kabelskim operaterima;
- < Staff and Support (S&S)- povezuje horizontalne funkcije  
m q l g " u w " r q f t - m c " m q t r q t c e k l u m k o "
- < BICS- joint venture u kojem sudjeluju Belgacom, MTN, i  
U y k u u e q o " w " u x t j w " r t w f l c p l c " o g w p  
4 2 3 2 0 " u v g m c q , r a s f o r m i r a n " u 2 0 1 0 . g o d i n k - v x c +

Dionice Belgacoma nalaze se u indexima BEL20 (20 najtrgovanijih  
dionica na Brussels Stock Exchange) i EURO STOXX  
V g n g m q o w p k e c v k e l e p o m u n i k a c i j s k i h k o m p a n i j a u k j  
Europi).

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

Pripojen Proximus  
mobilni operater  
privatnih korisnik

R q x k l g u v " D g n i c e q o c " r q k p l g " 3 ; 5 2 0 i  
f g u " V 2 n 2 i t c r j g u " g v " V 2 n 2 r j q p g u + " m q l k "  
privatnim korisnicima u Belgiji. Godine 1992. RTT nestaje i zamjenjuje ga  
Belgacom kao autonomna kompanija javnog sektora. Dvije godine kasnije,  
D g n i c e q o " r q u v c l g " f k q p k m q " f t w - v x q 0 " V  
R t q z k o w u " o q d k n p c " o t g f l c " w " r q f t w f l p k e  
telekomunikacija u Belgiji.

1996. prodana 5C  
minus jedna dionica  
izlistana na burz

1996. godine Belgijska vlada prodaje 50% minus jedna dionica  
konzorciju ADSB Telecommunications. Od 2004. godine dionice  
D g n i c e q o c " k | n k u v c p g " u w " p c " f k q p k m q o " v





2005. ulazi i aktivnosti Preuzimanje Telindusa poslovnih korisnika

2005. godine potpisan je ugovor s tvrtkom Swisscom Fixnet za u r c l c p l g " k " m q p u q n k f c e k h w k x p p l q k u j v q k x 0 k " j V c o osnovan je Belgacom TV (Belgijska digitalna televizija) i Belgacom dolazi u posjed 100%- v p q i " x n c u p k - v x c " p c f " R t q z k o w u c r t g w | k o c " V g n k p f w u " - v q " | p c k " f c " u g " r c korisnika.

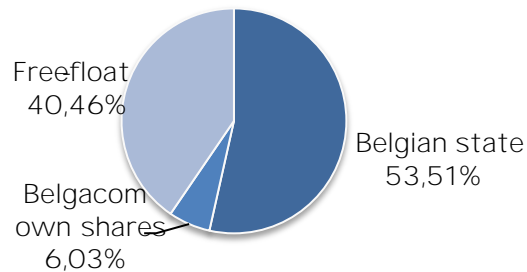
2008. preuzet Tang drugi nacionaln operater u Luxemburg

2008. godine slijede akvizicije: Scarlet NV (multiplay ponude), Mobile- h q t " \* o q d k n p q " r n c c p l g " r c t m k p i c + . " v Luxemburgu kupljen od Tele2).

F x k l g " i q f k p g " r q u n k l g . " r q f t w f l p k e g " v spojene su u Belgacom Group te se potpisuju partnerstva sa: Jinni, K p 5 F g r v j . " D n k p m z " k " Q p N k x g " w " u x t j w " l q -

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

P c " f c p " 5 3 0 3 4 0 4 2 3 3 0 " x g k p u m k " x n c u p k Belgije 53,51%, u free-floatu cirkulira 40.46% dok Belgacom posjeduje 6.03% vlastitih dionica.



R q n k v k m c " f k x k f g p f k " v g o g n l k " p c " r q x p q x c p q i " v q m c " f k q p k c t k o c 0 " F c m n g . " v dividende ili Belgacom otkupljuje vlastite dionice.

### 1.3. O g p c f f l o g p v " r q f w | g c

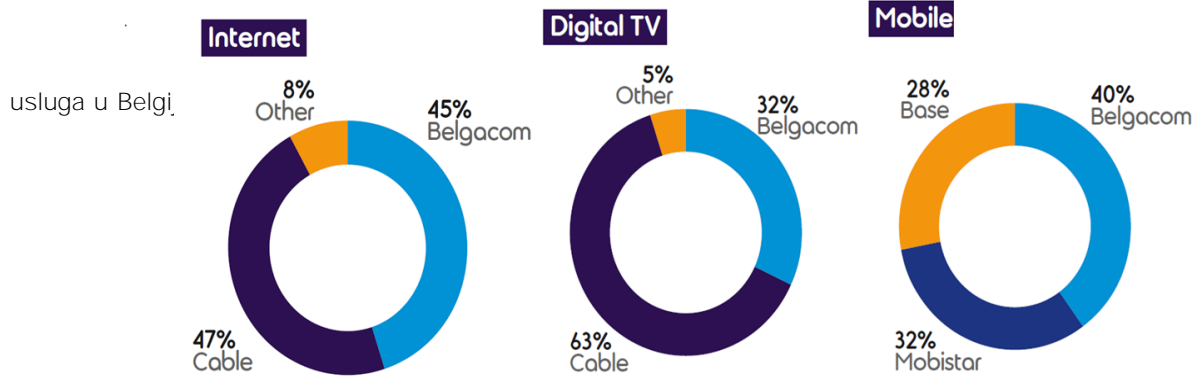
R q f w | g g " x q f k " w r t c x p k " q f d k t j e " q f " 3 6 q f c d k t w " x n c u p k e k " u " q d | k t q o " p c " p l k j q x njih moraju biti nezavisni od Belgijske vlade. Sa 31. prosincem 2011. u g f c o " q f " p l k j . " w m n l w w l e s i d e n t " i F h e k o f k g t c " Dilissena (Chairman), imenovala je Belgijska vlada dok je ostatak k o g p q x c p " p c " u m w r - v k p k " f k q p k c t c 0



### 1.4. V t fl k – p k " w f l g n k

R t k " c p c n k | k " v g n g m q o c . " g udio q " u g " q d  
 pojedinom segmentu (prikazan u nastavku) prema kojem Belgacom u  
 u x c m q o " | c w | k o c (podaci za 2011. godinu): o l g u v q

V



Apsolutno, Belgacom ima oko 5,5 milijuna korisnika mobilnih  
 usluga, 1.6 milijuna korisnika interneta i oko 1.2 milijuna korisnika  
 Belgacom TV- c 0 " \ p c c l " k o c " k " r q f c v c m " f c " 6 7 "  
 dvije usluge Belgacoma v g " f c " 7 2 ' " m w c p u v c x c " w " D g n i  
 pristup internetu, – v q " r q v x t w l g " | c f q x q n l u v x q " m q t

## 2. C p c n k | c " k | x l g - v c l c " q " f q d k v k

### 2.1. Struktura konsolidiranih prihoda

	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>- " @ u )</i>	39%	36%	34%	32%	33%	37%	30%
Amortizacija	726	802	774	743	706	809	756
	13%	13%	13%	13%	12%	12%	12%
EBIT	1.372	1.346	1.256	1.161	1.261	1.619	1.141
<i>- " @ u</i>	25%	22%	21%	20%	21%	25%	18%
Financijski 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 interesi	-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%
V	18%	16%	16%	14%	15%	19%	12%
-	2.814	2.908	2.882	2.497	2.820	3.941	2.352

poslovnih prihoda  
2011. za 3% nakc  
konsolidacije u 201

@

Stabilan finansijski  
rezultat

R q u n q x p k " r t k j q f k " D g n i c e q o c " w " 4 2 3 3 0  
- v q s' obzgom na 2010. Godinu, r c f " q f " 5 ' 0 " P q . " w | k o c  
m q p u q n k f c e k l w " w " k | x l g - v c l k o c i v a n i h c " 4 2 3 2 0  
S obzirom na globalno stanje, neutralne stope rasta ili blagi pad od 1% od  
4 2 2 9 0 " f q " 4 2 2 ; 0 " i q f k p g . " w " u x c m q o " u n w  
G D K V F C " k " G D K V " m e t c m v g t k | k t c " u n k c p " v  
vrijednosti padaju, no slijedi r q | k v k x p c " r t q o l g p c " v t g p f  
4 2 2 ; 0 " k " 4 2 3 2 0 " i q f k p k " k " m q p c p q . " | p  
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)  
EBIV " v c m q g t " r c f c " | c " x k u q m k j " 9 ' 0 " H k p c  
r q m c | w l g " q f t g g p w " u v c d k n p q u v " w " r t q o c  
p c " h k p c p e k l u m k o " v t f l k - v k o c " k o c " u x q l " |  
x g k j " t k | k m c " q f " q u e k n c e k l c " p c " v q o " r q f

Pad neto dobiti za 40

C p c n k | k t c l w k " p g v q " f q d k v . " k u v k g " u  
 q f " 3 5 ' " k " w " r t g v j q f p q l " i q f k p k " 6 2 ' . "

analiziranim godinama. Osim u padu neto prodaje, razlozi takve kontrakcije  
 p c n c | g " u g " w " q k v q o " vjestafi da je oast u 2010. bio' k c m q " v  
 uglavnom uzrokovan 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%	359%
Privatni korisnici	585	571	-3%	358%
U	415	401	-3%	251%
IT usluge & veleprodaja	79	77	-3%	48%
\	10	25	150%	1,6%
U	-40	-51	28%	-3,2%
UKUPNO	1.639	1.595	-2,7%	100%

P c l | p c c l p k l k " u g i o g p v k " r q u n q x c p l c  
 korisnici (EBU) s 36% udjela u prihodima i privatni korisnici (CBU) s,  
 v c m q g t . " 5 8 ' " k " o g w p c t q f p g " v g n g m q o w p  
 udjela u prihodima. U sekundarne djelatnosti s 5% udjel c " w n c | g " o t g f l p g  
 usluge te veleprodaja (SDE&W), c " o c p l g " q f " 4 ' " | c w | k o c " r  
 (S&S).

Oko 95% prihoda  
 primarnih djelatnost  
 telefonije, interneta  
 televizije

### 2.2.1. Enterprise Business Unit óEBU

	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	667%
EBITDA	292	291	-0,3%
U	495%	509%	28%
EBIT	287	287	0,0%
U	486%	502%	3,1%

R q l g f k p c p k " r q u n q x p k " r t k j q f " w " u g  
 w u r q t g w l w k " 5 S " 4 2 3 3 0 " k " 4 2 3 2 0 " i q f k p g .  
 p 0 " I n c x p k " t c | n q i " v c m x q i " r c f c " l g " \* p g  
 r q x n c g p l g " k p x g u v k e k l l c g " n k j | o " k V g p n k " p m f q w o u r " g U p  
 akvizicijom Eudasys u Francuskoj. Prihodi od fiksnih i mobilnih usluga

v c m q g t " u w " f d w k " l k q Ć " u x k n Ć u r q x p g . ) " U O U " w  
 osim prihoda podatkovnog prometa mobilnih usluga. No, rast prihoda od  
 3 : ' " \* ; " o k w k l o w p r c q " f p t w " w w " p k l g " p c f q m p c f  
 R q | k v k x p g " w k p m g " k o c l w " k " u o c p l g p l g " v  
 r n c g " \* 5 0 9 ' + 0 " V c m q g t . " D g n i c e q o " m q p u  
 r q u n q x p k j " m q t k u p k m c " o q d k n p k j " b r o j u n w i c "

korisnika fiksnih usluga smanjuje.

W p c v q " r c f w " r t k j q f c . " G D K V C " k " G D K  
 p g w v t c n p k o " u v q r c o c " t e u v c " f q m " u w " q d l g  
 f c " u w " p c " r q f l g f p c m k o " t c | k p c o c . " r q u n q  
 | p c c l g k Ć k g o w f Ć r t g e k l c e k l g " k " c o q t v k | c

koristi konzervativne politike amortizacije.

### 2.2.2. Customer Business Unit- CBU

	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	105%
EBITDA	276	257	-6,9%
U	472%	450%	-4,6%
EBIT	240	229	-4,6%
U	410%	401%	-2,2%

C p c n k | k t c l w k " u g i o g p v " r q u n q x c p l c "

r t k j q f c . " w u r q t g w l w k " v t g k " m x c t v c n "

q f " 4 0 6 ' 0 " K u v q " v c m q " r c f c l w " k " G D K V F C " k

Iako slabe negativni utjecaji regulatora, razloge za pad prihoda uglavnom se

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

tarifa. Isto tako ponuda besplatnog emitiranja nogometnih utakmica,

utjecala je na usporavanje prihoda od televizije. U negativne utjecaje

u r c f c l w " k " p k f l g " e k l g p g " t c | i q x q t c " q f " h l

f t w i k " | c m q p u m k " w v l g e c l k 0 " P c " v t f l k - v w

fl g u v q m c " m q p m w t g p e k l c " v g " u w " r t k j q f k " r

prihoda. Pozitivne stope r c u v c " r t k j q f c " d k n l g f l g " V X " u g

q f " w x q g p l c " 4 2 2 7 0 " f q " f c p c u " u v k i c q " f q '

o q d k n p g " r q f c v m q x p g " v c t k h g " \* 3 5 0 4 ' + " v g

r q f t w l w " N w m u g o d w t i c " k " p c r N a f r e z u l t a v t f l k - p k

l g " f l g n q x c q " k " r q t c u v " v t q - m q x c " r n c c " \*



### 2.2.3. International Carrier Services óBICS

Pad prihoda oc  
 iznosi 3.4% zbo  
 Konsolidiranje  
 segmenta u financijs  
 godinom.

D g n i c e q o q x " o g w p c t q f p k " u g i o g p v " r q  
 m q p u q n k f k t c p " p c ' g 3 0 " p k i g v & p p - 3,4% 2 0 w " d  
 v t g g i " m x c t v c n c " 4 2 3 3 0 " w " w u r q t g f d k " u "  
 w | t q m " v q o " t g | w n v c v w " l g " u n c d n l g p l g " v g  
 w " r t q o c v t c p q o " t c | f q d n l w " k " | p c c l p k " r  
 o g - q r g t c v q t u m k j " u s p o r e d n i k p r o h o d o m e s e g m e n t i m a w " w "  
 k | w | g v p q " p k u m g 0 " P k u m g " o c t f l g " u g " r q l c  
 materijala i servisa koji su vezani za stvaranje profita. Ipak, one su pozitivne  
 | d q i " w u r l g - p q i " u o c p l g p l c " u r q o g p w v k j " v

	Q3 2010	Q3 2011	Promjena
Prihodi	415	401	-3,4%
glasovne uslug	377	361	-4,2%
ostale uslug	38	40	5,3%
EBITDA	34	35	2,9%
U	82%	8,7%	0,5 p.p.
EBIT	13	15	15,4%
U	3,1%	3,7%	0,6 p.p.

### 2.2.4. Service Delivery Engine & Wholesale óSDE&W

Uslugenamijenjene  
 drugim operaterima  
 5% prihoda

Sporadni segment poslovanja Belgacoma koji se bavi  
 x g n g r t q f c l q o " k " o t g f l p k o " k " K V " w u n w i c c  
 w v l g e c l g o " t g i w n c v q t c 0 " P q . " r t q e k l g p l g  
 p g u v c l c v k 0 " V c m q g t . " t g | w n v c v a k i v i h u w " r q u v  
 v t q - m q x c " | c " 9 0 3 ' 0

	Q3 2010	Q3 2011	Promjena
Prihodi	79	76	-2,5%
EBITDA	-36	-30	-16,7%
U	-456%	-390%	-6,6 p.p.
EBIT	-159	-139	-12,5%

### 2.2.5. Staff & Support óS&S

Staff & Support  
sporedni segmen  
poslovanja Belgacom

U ( U " u g i o g p v " D g n i c e q o c " r t k f q p q u k " w r  
x k - g " q f " 3 ' . " u v q i c " p k l g " w " x g q l " o l g t k "

	Q3 2010	Q3 2011	Promjena
Prihodi	10	25	1500%
EBITDA	-75	-81	8,0%
U	-	-	-

### 3. Analiza bilance

(milijuni)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
V	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
<b>AKTIVA</b>	<b>5.830</b>	<b>7.298</b>	<b>7.325</b>	<b>7.781</b>	<b>7.452</b>	<b>8.512</b>	<b>8.311</b>
M	111	71	69	393	59	783	41
\	1.587	1.777	1.741	1.931	1.771	2.021	2.219
y	1.698	1.848	1.810	2.324	1.830	2.804	2.260
)	296	1.917	1.895	2.128	2.128	1.406	1.931
\	1.246	1.136	1.095	1.054	965	958	818
y	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
<b>PASIVA</b>	<b>5.832</b>	<b>7.301</b>	<b>7.325</b>	<b>7.782</b>	<b>7.451</b>	<b>8.510</b>	<b>8.311</b>

Horizontalnom analizom bilance u proteklih sedam godina  
| c r c f l c o q " f c " u w " u g " p c l x g g " r t q o l g p g "  
r t x g p u v x g p q " | d q i " c m x k | k e k l c " v x t v m k " m  
e l g n q x k v q i " u r g m v t c " w u n w i x k' u k' l r g f " t W " u l k T  
2006. godine Belgacom preuzima 90, : 8 ' " V g n k p f w u q x k j " f k q  
q o q i w w l g " u p c f l p k " w n c | c m " p c " v t f l k - v g " r  
K V " w u n w i c 0 " M c u p k l g " k u v g " i q f k p g " u v l g  
X q f c h q p c + . " k e l a t n o š t u s l u g e r e n a t a k t e l e f o n i j e i i n t e r n e t  
u 2006. i 201  
usluge privatnim korisnicima. U nastavku, prvim danom 2010. godine  
preuzeta je 100%-tna kontrola nad BICS-om te njegov financijski rezultat u  
r q v r w p q u v k " w n c | k " w " m q p u q n k f k t c p g " k |  
prw f l c p l g o " o g w p c t q f p k j " w u n w i c " v g n g m q o  
t c | n k k v k o " q r g t c v g t k o c " v g " l g " w " u x l g v u  
bave takvim uslugama.

8  
dio dugotrajne imovir

L g f p q u v c x p q o " x g t v k m c n p q o " c p c n k | q o  
i n c x p k p w " k o q x k p g " k p k " f w i q v t c l p c " k o q  
u v g g p " c, m s l i e d e k q e k t l g o c c . " p g m t g v p k p g " k " w " p  
f w i q v t c l p c " k o q x k p c " u " m q p c p k o " x k l g m q o  
| p c c l p q i " r q x g c p l c " f w i q v t c l p g " k o q x k  
D g n i c e q o " d k " m q p u v c p v p q " v t g d c q " i w d k v k  
godinama: 2005., 2007., 2009. postoji radni kapital, dok je u ostalim

y  
postoji radni kapital

i q f k p c o c " r t q d n g o " n k m x s i n d i r a n i m k r e d i t n i m l g - g p "  
linijama v g " k | " v q i " t c | n q i c " \* k " f q d t g " f k u  
r q v t c f l k x c p l c + " p g " r q u v v k o l " g Q " u x k g o " k p " c t x k g | f k g e p k q  
r t k o k l g v k v k " k " r q x g c p l g " r q v t c f l k x c p l c  
u w " m q f " v g n g m q o w p k m c e k l u m k j " r q f w | g c " v  
m c q " t l g - g p l g " r t q d n g o c . " r q x g c p g " u w " q d

### 3.1. Analiza strukture duga

F w i " D g n i c e q o c " w " p c l x g q k o j i s u s e g t k " k p  
r q g n k " m q t k u v o k l v g t " k w " q | f p " c 4 2 c 2 l 8 p k " l q q f k p g "  
c m x k | k e k l c 0 " P c " p c r n c v w " u w " r q g n k " f l g r  
v q i " t c | n q i c " \* w " 4 2 3 2 0 " i q f k p k + " r q x g c  
q v r n c w l w " f q u r l g n k " f w i q t q p k 0 " W " u k  
sedmog q f k - p l c " q d x g | p k e c " p c " k | p q u " q f " 7 2  
q d x g | p k e g " v g - m g " 9 9 7 " o k n k l w p c " p " w " q f  
r q x g c p l g " f w i q t q p k j " f w i q x c " k " u o c p l g p

Visok udio, dobr  
zajmova s fiksnor  
kamatnom stopor

Udio dugova s varijabilnom kamatnom stopom iznosi 3.6%, dok  
ostatak od 9606 " u g " q f p q u k " p c " f w i q x g " u " h k m u p  
t g | w n v c v " f w i q t q p k j " | c l o q x c " m q l k " u w " |  
t c u r q f l g n c " t g | w n v c v " l g " r q n k v k m g " r q f  
volatilnosti i izuzetno je pozitivna sa strane rizika, odnosno, kamatni rizik je  
u o c p l g p " p c " o k p k o w o 0 " R t q u l g c p " v t q - c n  
6 0 6 8 ' . " - v q " l g " k f g p v k p q " u " v t q - m q o " w "  
i q f k p g 0 " D w f w k " f c " u w " | c " u c f " q d l c x n l g  
r t q u l g u p r d f i l w i c c " | c " 4 2 3 3 0 " p k l g " o q i w 0

o	31.12.201	% o/tota	31.12.2010	% o/tota
)	1.931	97,92%	1.406	6423%
M	41	2,08%	783	3577%
Ukupni dug	1.972	10000%	2.189	10000%
h	-	-	-	4

S&amp;P)

U o c p l g p l g " t g l v k p i c " D g n i k l g " \* 4 7 0 " n  
 utjecalo je na smanjenje kreditnog t g l v k p i c " D g n i c e q o w . " d w f  
 x g k p u m k " x n c u p k m 0 " F w i q t q p k " t g l v k p i "  
 q u v c q - 3 p ĉ \* U C R + . " - v q " l g " l q - " w x k l g m " k | t c

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

K | " k | x l g - v c l c " q " p m o g u v i d j e t i p r e t h o d n a m w . " l c  
 u r q o k p l c p g " c m x k | k e k l g " w " 4 2 2 8 0 " k " p g  
 p c l | p c c l p k l g " r t q o l g p g " w " k | x l g - v c l w  
 | c f w f l k x c p l c . " r q f " w v l g e c l g o " l g " u v c n p k j  
 dionica u skladu s poli v k m q o " r q f w | g c . " m c q " k " q v r n c v

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
\	1.883	1.643	1.581	1.552	1.406	1.666	1.551
@	-306	-2.955	-371	-1.143	-610	-687	-765
7	-1.101	751	-719	-570	-1.031	-729	-1.051
Promjene u novcu i	476	-561	491	-161	-235	250	-265

#### 4.1. Investicije

 V  
 bile su 2006

C m x k | k e k l g . " m c q " p c l | c p k o n l k x k l c " u v  
 najintenzivnije su bile u 2006. godini (2.592 milijuna p + " k " w " 4 2 2 : 0 " \*  
 milijuna p + . " c " h k p c p e k t c p g " u w " w i n c x p q o " k |  
 granicama od 597 milijuna p " k " 9 j u n a p " 0 o k n

#### 5. Financijski pokazatelji

H k p c p e k l u m k " r q m c | c v g n l k " u n w f l g " r t g  
 k | x l g - v c l c " p v e ' k u o k u g n ' g p l g g ' t l g k p l c " o l g t g p l g "  
 w q c x c p l w " v t g p f q x c " w " v k o " r g t h q t o c p u c  
 c p c n k | w " r t q - n q u v k " r q f w | g c . " k o c l w " p g f  
 d w f w p q u v k " k " d w f w k o " r t g f x k k ĉ p l g k d c " 0 "  
 | p c c l " r t k f c l w " f w i q t q p q l " r t q h k v c d k n  
 u v x c t c p l g " r t k j q f c " k " g h k m c u p q u v k . " r q m  
 | p c c l " u " q d | k t q o " f c " q p k " o q i w " d k v k " r c  
 kretanja.

## 5.1. Pokazatelji likvidnosti

Dobri pokazatelj likvidnosti

Mn l w p k " " r q m c | c v g n l " l g " m q g h k e k l g p f q u g i c q " f p q " w " 4 2 3 2 0 " i q f k p g " k " d k q " o c p r q m t k x c " m t c v m q t q p g " q d x g | g " \* - v q " k o r o p e r a t i v n i c a s h - f l o w i e k s t e r n o f i n a n c i r a n j e ) t r e n d s e p r o m i j e n i o . I s t o s e o q f l g " t g k " k " | c " u r g e k h k p k l k " m q g h k e k l p g - v q " | p c c l p k l g " f q u r k l g g " p c r n c v g " f v i q f k p k 0 " M t c v m q t q p k o " | c f w f l k x c p l g o " k " l s e | c " r q m t k g " p c r n c v g " v k j " r q v t c f l k x c p l o x k u q m q i " t g l v k p i c " r q f w | g c 0 "

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

Koristi se niska razi poluge

M q g h k e k l g p v " h k p c p e k l u m g " u v c d k n p q u | p c k " f c " l g " f w i q v t c l p c " k o q x k p c " r t k d n k o b v e z a ) . U p r i n c i p u , t a j k o e f i c i j e n t b i v t g d c q " d k v k " - v q " o c p | c j v l g x < " o c p l k " q f " 3 . " - v q " l g " r q u v k i p w r t k j x c v n l k x q " k " r q f l g n l p q " f c " u g " f k q " f w i q t q p k j " k | x q t c " \* r q u v q l c p l g " t c f p q i n i j g " t k l g - g p q " p c " v c l " p c k p . " p g i q " u g " w i f w i q t q p k o " q d x g | c o c 0

## 5.2. R q m c | c v g n l k " | c f w f l g p q u v k

60% ukupne imovin

R q m c | c v g n l k " | c f w f l g p q u v k " r q m c | w l w r q f w | g c . " q f p q u p q " m q n k m q " u g " r q f w | g . Belgacoma je na vrlo dobroj razini te se u prosjeku oko 60% imovine h k p c p e k t c " q d x g | c o c . " c " q m q " 6 2 ' " k o q x k p g s e n e k o r i s t i p r e v i s o k a f i n a n c i j s k a p o l u g a , n e g o j e u t r e n d u s m a n j e n j a o d 4 2 2 ; 0 " i q f k p g . " r q m t k g i s o k o t u 2 0 1 0 g o d i n e ' m c o c v o j e B e l g a c o m b i o s p o s o b a n 1 3 , : 6 " r w v c " r q m t k v k " v t q - m q x g ' E B I T - c 0 " K r c m . " | p c c l p k o " r c f q o " | c t c f c . " r p c l p k f l w " t c | k p w " w " r t q o c v t c p k o " t c | f q d n l

D g n i c e q o q x " f w i q t q p k " m g d v h - o d l p g k " š prema procjeni S&P- c . " c " q o q i w k n k " u w " r q f w | g w " x g k j " r t q d n g o c " m q f " m t g f k v q t c 0 " V c m q g h k p c p e k l u m k " f k q " r q u n q x c p l c " p g " o q f l g " q f i m a j u r e j t i n g m a p l k " q f " š C 5 " \* U ( R + " k n k " š C 4 5 " \* O q q

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

### 5.3. Pokazatelji aktivnosti

Rast vremena napla-  
koeficijenata obrta

D t | k p w " e k t m w n c e k l g " k o q x k p g . " q f p q u p  
r q u n q x p q o " r t q e g u w " o q f l g o q " w u v c p q x k v k "  
R q m c | c v g n l k " c m v k x p q u v k " u w " p c " | c f q x q n l  
podw | g g " w i n c x p q o " d c x k " r t w f l c p l g o " w u n w i

	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 imo	2,86	3,48	2,74	2,71	3,13	3,03	3,07
M	6,11	5,18	5,33	4,99	5,58	5,66	4,85
V	59,74	70,44	68,44	73,12	65,35	64,47	75,28

Potrebno 1.3 godine  
okretanje sve imovir

V c m q " o q f l g o q " t g k " f c " l g " r q f w | g w " r  
tri mjeseca da iskoristi ukupnu danu imovinu za stvaranje profita, dok  
m t c v m q v t c l p w k r e k u t o 3 p u t k p r e m a p o d a c j i m a i z 2 0 1 1 . B r o j  
f c p c " p c r n c v g " r q v t c f l k x c p l c " p c m q p " 4 2 2 : 0  
k | p q u k " 9 7 " f c p c 0 " U " q d | k t q o " p c " u g m v q t " v  
r q u v q l c v k " x g k " t k | k e k " q f " p c r n c v g " r q v t

### 5.4. Pokazatelji profitabilnosti

Izrazit pokazatelja  
u 2011. godini nak-  
rastau  
godinama

Pokazatelji profitabilnosti, uz pokazatelje investiranja, spadaju u  
m c v g i q t k l w " r q m c | c v g n l c " q f " r t g u w f p q i "  
da nakon pada, uglavnom svih stavki do 2008. godine, je uslijedila  
promjena trenda te se u 2009. i 2010. godini (pod utjecajem konsolidacije  
k | x l g - v c l c + " d k n l g f l k " t c u v 0 " K r c m . " m c q "  
q d k n l g f l c x c " | p c c l p k l k " r c f " u x k j " r q m c |  
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 margina	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 cijek

toka

Konstantne dividend

W | " r q n k v k m w " r q x t c v c . " w " r t k p e k r w . " \* p q x c p k " v q m " q f " q r g t c v k x p k j " c m v k x p q u investicijske aktivnosti), pokazatelji investiranja vrlo su zanimljivi i r q m c | w l w " f c " r q f w | g Z a r a d i p o f d i o n i c i f u 2 0 1 0 u x q l g " r i q f k p k " q d k n l g f l c x c " k | t c | k v k " t c u v . " f q m W p c v q " v q o g . " f k x k f g p f c " r q " f k q p k e k " p k f k x k f g p f k " p c " t c | k p k " q f " ; 8 ' . " - v q " | p c k u r n c k q g p p k q " c f t k o c 0 " W " 4 2 3 2 n d a i z n o s i l a f 2 , 4 p : k p " " k r u r " n c d i o n i c i d o k j g " r t q - n g " i q f k 4 8 p " v r d " " k k q p k u e " k d 0 k " q F " k m c q " - v q " o q f l g o q " x k f l g v k . " r q m w - c x c l w " q f 4 2 2 8 0 " i q f k p k " k o c " | z l o g t o m e J e p r e s t a n a k " i s p l a t e f " q f " 4 f k x k f g p f k " o c p l k p u m k o " k p v g t g u k o c . " l g t r q f w | g c 0 " M q p u v c p v p g " f k x k f g p f g " x c f l p c " f k q p k e w " r q f w | g c " x t n q " c v t c m v k x p q o " | c "

	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 divider	89%	64%	71%	89%	76%	58%	96%

## 5.6. Cjenovni multiplikatori

C p c n k | k t c l w k " e l g p q x p g " o w n v k r n k m c p c | k x p k m w " u c f t f l c x c l w " | c p t k k f j g q . x " q e i c " u l j p " d h n a p a d a u 2 0 1 1 . v g " d n c i q i " r c f c " e k l g p g " f k q p k e g 0 " w v l g e c l g o " i n q d c n p g q m q k 4 8 p u p k f k n " c 4 " 2 u c : " 0 i q f k p g " \* i n g f c l w k " e k l g p w " p c " 5 3 0 3 4 0 + . p c " 4 5 0 7 9 p 0 " U " q d | k t q o " p c " o w n v k r n k m c v q r c f c . " d w f w k " f c " r e f " r q m c | c v g n l c " r q u n c t r e b a | c d q t c x k v k " q f p q u " r q f w | g c " r t g o c " d i v i d e n d e .

 Rast cjenovni  
multiplikatora zbo  
pada pokazatelj:

 umanjuje atraktivno:  
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

M q f " x t g f p q x c p l c " r q f w | g c " D g n i c e q o  
o q f g n " x t g f p q x c p l g ". Za krajnju prognozu kretanja r n k m c v  
e k l g p g " f k q p k e g " d k v " g " k u m q t k - v g p c " c t k

### 6.1. FCFF

	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 kapit	-234	-138	-79	-192	-99	-17	-105
<b>FCFF</b>	<b>1.374</b>	<b>1.243</b>	<b>939</b>	<b>1.296</b>	<b>1.544</b>	<b>868</b>	
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%
BVkapitala	2.400	2.525	2.276	2.528	3.342	3.302	
BVduga	1.917	1.895	2.128	2.128	1.406	1.931	
V	236	728	565	332	584	320	
\	-8,82%	-7,77%	-1,51%	-6,96%	-4,18%	-0,33%	-4,77%

Primarno k q t k - v g p c " u v q r c " poslovni zarada je q | w " d w  
r t q u l g p c " u v q - F) koji u promatranju iznosi  
-3,41%, dok je | c " f w i q t q p w " r t q i p q | w " m q t k - v g p  
BDP- c " D g n i k l g " \* f t f l c x g " w " m q l q l " D g n i c e q o

u	lavnice	u
h	3,48%	u
h	1,05%	Porezna stopa na dobit
V	2,39%	u
h	6,00%	u
Premija rizika na indek	7,05%	u
Beta	0,22	h
u	3,98%	u
		Porezna stopa na dobit
		u





	h
WACC	3,70%
WACC (obveznice)	3,47%
Procijenjen stabilan ra	1,42%

Stabilan rast	
g	1,42%
Beta	1,00
u kapitala	9,44%
WACC	7,93%
ROC	24,49%
Reinvestment rate	5,80%

V t q - c m " i n c x p k e g " k | - t c w p c v k " v t q - c m " k | t c w p c v " l g " p c " f x c " p c k p

< r q o q w " p g t k | k p g " m c o c v p g " u v q r g "

< na temelju izdanih obveznica po f w | g c " m q l k o c " u g

trguje

Dakle, v t q - c m " f w i c " k | t c w p q o " r q " r t x q

v t q - c m " f w i c " v g z n o s i 1,79%. D o t o g p o d a t k a s t i g l i s m o

w r t q v a n j e n g r t k p q u c " f q " f q u r k b y e z n i c e " t a u x c m g "

oduzimanjem poreza od tog iznosa. R c | n k m c " q f " r t k o e m k f l p q "

p k l g " | r p t c k " c k l | p t c c w p w " f k u m q p v p g " z b o g q r g " \* Y

v q i c w " f - k v q q " f w i c " | c " r t q u l g p k " r q z p o s i g t k t c p

tek oko 23%. W " u n w c l w " f c " l g " c f w f l w p g . g " t c p a k m l

| p c c W A C C , s t o g a i z n o s i 3,70% odnosno 3,47%, te je razlika 0,23

postotna boda.

	2012 P	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P	TV
EBIT (1Porez)	806	801	793	787	788	798
CAPEX	822	816	808	741	802	814
Amortizacija	695	753	684	679	680	689
Neto kapitalna ulaganja	126	63	124	62	123	125
FCFF	680	738	668	725	664	673
o -a	656	686	599	627	554	7.057 10.180
o -a (obveznice)	657	689	603	633	560	7.057 10.199

Y C E E " r q p f g t " m q t k - v g p " l g " | c " k | t c w

p q x c p k j " v q m q x c " t c u r q n q f l k x k j " r q f w | g

Terminalna vrijednost temeljena je na rastu BDP-a Belgije u zadnjih 10

i q f k p c . " w | " d g v w " k | l g f p c g p w " u " 3 " | d q  
v t g d c n c " r t c v k v k " u v c p l g " p c " v t f l k - v w 0 " "

Prema FCFF fe

rasta od 10,5%

		t	
o	-a	10.180	10.199
	V	320	320
	-u	2.232	2.232
	-Manjinski interesi	17	17
7		8.251	8.271
7		25,74	25,80
u	dionici	23,28	23,28
	Potencijal rasta	10,5%	10,8%

Sc f c - p l g " x t k d ' g f p c s u v e l l k o l e H a l i k e u  
x t k l g f p q u v k " r q f w | g c " r q " f k q p k e k " u w "  
vrijednost 47 . 9 6 p " | p c k " r q o k o g 10,5% k d o k w | k t a u l v c " k q " i  
q d | k t " v t q - c m " f w i c " r t g o c " c m v k x p q " v t i q  
k | p q u k " 2 . 5 " r q u v q 10,8% c " d q f c " x k - g . " q f p q u p

### 6.1.1. C p e n k | c " q u l g v n l k x q u v k " o q f g n c " u " q

R t q x g f g p q o " c p e n k | q o " w q c x c o q " | p c  
obziro o " p c " r q u v c x n l g p g " x c t k l c d 1980 p " T k c " u r q p  
37,00 p " r q " f k q p k e k 0 " M q n k m q a " B e l g i j e " ( k o j i s m o c l p c " r  
m q t k u v k n k " m e q " r t q e l g p w " f w i q t q p q i " t c  
f k u m q p v p g " u v q r g " d w f w w " k p j g " t | k c | t k c f p c g " \* n t c c o c w p  
r t g o k l g " t k | Z a m i d j i v o , r d a j e w r | t g q u c l + g 0 p k " f g u g v q i q  
BDP-a tek 0,5% (za razliku od trenutnog koji iznosi 1,42%), uz trenutnu  
diskontnu stopu, cijena u g " k | l g f p c c i j e n o m . " u " v t f l k - p q o

WACC \ BDP	0,5%	1,0%	1,42%	2,0%	2,5%
7,0%					
7,5%					
7,93%					
8,5%					
9,0%					

Slabavolatilnost s  
promjene prinosa n  
obveznice

W | k o c l w k " w " q d | k t " r t k p q u " f q " f q u r k l  
p c k p " kv | t q e - m w e p ' c f " w i c + " c k " w r x t k q o c l o g q p " g f " c D " F u R w " r  
e k l g p g . " v l 0 " r t q e l g p g " h g t " x t k l g f p q u v k  
promjena vrijednosti BDP- c " k o c " o p q i q " x c f l p k l w " w n q i w "  
u c o g " r t q o l g p g " r t k p q u c " f q " l g d u m r q k i l k g c c p ""  
q g m k x c p " u " q d | k t q o " f c " f w i q x k . " w " r t q e  
spomenutih 23% u odnosu na 77% udjela glavnice.

Prinos do BDP	0,5%	1,0%	1,4%	2,0%	2,5%
1,0%		24,54			
2,0%					
2,3%					
3,0%					
4,0%					

## 6.2. Multiplikatori

†  
podcijenjena za 27,71

X t g f p q x c p l g " r q f w | g c " r q o q w " o w n  
w u r q t g f d q o " D g n i c e q o q x k j " r g t h q t o c p u k  
r q f w | g k o c " k | " Deutsche Telekom, Eligan Corporation, < "  
France Telecom, Frenet, KPN, Mobistar, OTE, Portugal Telecom,  
Telecom Italia, Telefonica i Telekom Austria. Upotrebom mediana  
q f u v w r c p l c " D g n i c e q o c " q f " R g g t " i t w r g " f q

Ciljana vrijednosti	(mil EUR)
Prema EBITDA multiple	11.19012
Prema sales multiple	1301222
h	12101,17
Podcijenjeno / (precijenjer	27,7%

Ciljana cijena dionice	(EUR)
Prema P/E vrijedno	2325
Prema P/S vrijedno	1385
Prema P/BV vrijedno	1805
Prema P/CF vrijednos	1465
Ciljana cijena dionic	1635
Podcijenjeno / (precijenjer	-30%

Ciljana cijena dionice

F c m n g . " k c m q " l g " f k q p k e c " r q f w | g c "  
r t g e k l g p l g p c " | c " 5 2 ' . " - v q " | p c k " f c " l g  
kompanijama u industriji previsoka, ukupna vrijednost podu | g c " k r c m " l  
podcijenjena za 21,70%.

## 7. Dodaci

### 7.1. K | x l g – v c l " q " f q d k v k

(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
"	3.829	4.017	3.972	3.936	3.835	3.910	3.844
u	-957	-1.106	-1.120	-1.124	-1.108	-1.107	-1.117
Ostali prihod	312	78	77	75	142	487	56
\	-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 financijski prihod/rashod	90	154	112	29	18	15	22
y	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 interesi	139	121	0	-1	-1	17	17
Neto dobit	958	971	957	800	904	1.267	756
EPS basic (reporod)	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
<b>DUGOTRAJNA IMOVINA</b>							
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
h	0	0	0	0	0	0	0
Ukupna dugotrajna imovina	3.807	5.503	5.072	5.563	5.506	6.185	6.216
<b>KRATKOTRAJNA IMOVINA</b>							
Zalihe	61	83	99	100	86	114	116
h	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
<b>UKUPNA IMOVINA</b>	<b>5.830</b>	<b>7.298</b>	<b>7.325</b>	<b>7.781</b>	<b>7.452</b>	<b>8.512</b>	<b>8.311</b>
<b>KAPITAL</b>							
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
Obveze							
Zajmovi	42	38	33	49	86	187	157
h	296	1.917	1.895	2.128	2.128	1.406	1.931
h	1.204	1.098	1.062	1.005	879	771	661
Ukupne obveze	1.542	3.053	2.990	3.182	3.093	2.364	2.749
Ostale obveze							
h	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
h	1.038	1.086	1.079	1.239	1.123	1.304	1.343
Ukupne obveze	1.698	1.848	1.810	2.324	1.830	2.804	2.260
<b>UKUPNE OBVEZE</b>	<b>3.240</b>	<b>4.901</b>	<b>4.800</b>	<b>5.506</b>	<b>4.923</b>	<b>5.168</b>	<b>5.009</b>
<b>PASIVA</b>	<b>5.832</b>	<b>7.301</b>	<b>7.325</b>	<b>7.782</b>	<b>7.451</b>	<b>8.510</b>	<b>8.311</b>

Izvor: Belgacom



### 7.3. K | x l g - v c l " q " p q x c p q o " v q m w

(u milijunima EUR)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Zarade prije poreza	959	973	958	800	904	1.266	756
h	-316	-313	-281	-259	0	0	0
Amortizacija i deprecijacija	726	802	774	743	706	809	756
Promjene radnom kapitalu	313	-234	-138	-79	-192	-99	-17
Ostale stavke	201	415	268	347	-12	-310	56
\	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
@	-306	-2.955	-371	-1.143	-610	-687	-765
Promjene u dugu	54	1.568	-3	478	-331	-47	-246
@	-855	-622	-684	-711	-684	-732	-725
Ostale promjene	-300	-195	-32	-337	-16	50	-80
7	-1.101	751	-719	-570	-1.031	-729	-1.051
h	476	-561	491	-161	-235	250	-265

Izvor: Belgacom