

## ANALIZA PODUZEĆA

### Compagnie Generale des Etablissements Michelin SCA

Za vrednovanje Michelinina korišten je DCF (FCFF) model te vrednovanje pomoću multiplikatora. Nakon toga napravljena je aritmetička sredina dobivenih vrijednosti. Fer vrijednost poduzeća prema DCF modelu je EUR 67,53, a prema multiplikatorima EUR 69,8. U prosjeku fer vrijednost poduzeća iznosi EUR 68,67 što je 32,07% više od trenutne tržišne cijene.

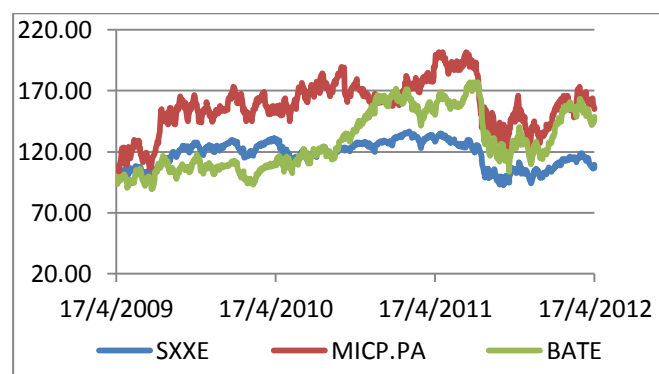
- U 2012. godini očekuje se rast na tržištima u razvoju, no u Europi će trend biti lošiji
- Michelin je bio pogođen krizom no nakon 2009. godine se vidi oporavak
- Investiranje i vodstvo u tehnološkim dostignućima omogućuje im profitabilan rast, iako postoji trend rasta cijena sirovina
- Budući da postoji velika potražnja, Michelin planira povećati proizvodne kapacitete za 50% do 2020. godine

## PREPORUKA: KUPITI

**Ciljana cijena** EUR 67,53  
 Cijena na dan 21/04/2012 EUR 51,99  
**Potencijal za rast:** 32,07%  
 Min./maks. cijena u 12 mjeseci 40,20/68,54

### Podaci o dionici

Yahoo/Reuters ML.PA/MICP.PA  
 Prosječan dnevni volumen (3 mj.) 1.205.609  
 Tržišna kapitalizacija (mil €) 9.359,19  
 Broj dionica (mil) 180,02  
 Sektor Automobili i dijelovi  
 Država Francuska



Izvor: Stoxx

	3G	1G	3M	1M
SXXE	9,44%	-14,69%	1,33%	-7,69%
BATE	48,76%	-0,85%	6,71%	-7,77%
MICP.PA	54,78%	-18,38%	0,12%	-7,16%

Izvor: Stoxx

Ključni pokazatelji	Michelin	Industrija	Sektor
P/E (TTM)	6,53	9,96	15,98
P/S (TTM)	0,45	0,52	1,40
P/BV (MRQ)	1,16	1,56	1,39
P/CF (TTM)	3,91	7,29	12,84
Stopa dobiti od dividendi	4,04	0,99	1,03
EPS(TTM)	16,01	--	--
ROA	7,23	1,94	4,93
ROE	18,66	4,67	10,75

Izvor: Reuters

Jelena Glavaš (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. Geografska rasprostranjenost	4
2. ° " ° ž Ł . ° ' Ł . * DOBITI (.....f.....#	4
2.1. Struktura konsolidiranih prihoda	4
2.2. Analiza prihoda po segmentima	6
2.2.1. Gume za osobne automobile i lake kamione te srodne distribucije	6
2.2.2. Kamionske gume i srodne distribucije	6
2.2.3. Specijalni poslovi	6
3. ANALIZA BILANCE	7
4. ° " ° ž Ł . ° ' Ł . * " # v € ° ° " # ! ' # (. # . Ž .)	7
5. FINANCIJSKI POKAZATE LJI	8
5.1. Pokazatelji likvidnosti	8
5.2. h	8
5.3. Pokazatelji aktivnosti	9
5.4. Pokazatelji profitabilnosti	9
5.5. Pokazatelji investiranja	10
5.6. Cjenovni multiplikatori	10
6. VREDNOVANJE	11
6.1. FCFF	11
6.2. Multiplikatori	13
7. DODACI	14
7.1. @	14
7.2. Bilanca	15
7.3. @	16



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

Multinacionalna  
u Francuskoj

Osnovna djelatnost:  
proizvodnja guma za  
osobna vozila, vozila na  
poljoprivrednu opremu  
i zrakoplove

V  
pri putovanju

O k e j g n k p " l g " h t c p e w u m q " r q f w | g g " m q l c  
x q | k n c . " q d l c x n l w l g " m e t v g " k " x q f k g . "

Osnovna djelatnost tvrtke je proizvodnja guma za osobna vozila, vozila na

f x c " m q v c c . " m e o k q g p o g w . " " k r " q | n t l c q m r q t r k n x q t x g g f . p " w o " g

koji se prodaju putem distribucijskih odjeljaka poput Euromaster u Europi i

V E K " w " U l g f k p l g p k o " F t f l c x c o c 0 "

O k e j g n k p " U E C " v c m q g t " p w f k " w u n w i g " r q o c  
k " x q f k g . " v g " f k i k v e u s l o g g p u t e m V i a M i c h e l i n . k l u m g "

Q u k o " v q i c . " v x t v m e " r t q k | x q f k " p g m q n k m q

za auto i bicikl, oprema za rad, sport i slobodno vrijeme i kolekcionarske

u v x c t k 0 " O k e j g n k p " U E C " f l g n w l g " r w v g o

Manufacture Francaise des Pneumatiques Michelin (MFPM) za poslovanje

u Francuskoj i Compagnie Financiere Michelin (CFM) za prekomorsko

r q u n q x c p l g 0 " O k e j g n k p " l g " x q f g k " r t q k | x

p c " i n q d c n p q o " v t f l k - v w " 4 2 2 ; 0 p o z i c i j u " l g " 3 6

r w v p k m k o " w u n w i c o c 0 " " " "

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

1891. godine izradili  
prvi patent  
odstranjivu gumu

F x c " d t c v c . " C p f t <sup>2</sup> " k " G f q w c t f " O k e j g  
t c | x k l c v k " o q f g t p c " t l g - g p l c " | c " v t c p u

ekonomski razvoj, putem brojnih inovacija. Vodili su tvornicu gume u

Clermont-Ferrand w " H t c p e w u m q l " m q l c " l g " w " r q g v

Michelin je registriran 28. svibnja 1888. U 1891, izradili su svoj prvi patent

za odstranjivu gumu. Michelin je napravio nekoliko inovacija na gumama,

w m n l w w l w k " k " 3 ; 6 8 0 " i n e q 1 9 3 4 , p M i c h e l i n c j e f k l c n p v

r t g f u v c x k q " i w o w " m q l c " d k " u g " k " r t q d w - g

oblogom od pjene, sada poznata kao run-flat gume (samonosivi tip).





1988. godine kupuju  
odjel za proizvodnju  
guma tvrtke BF  
Goodrich Company

Godine 1988, Michelin je kupio odjel za proizvodnju guma i gume

BF Goodrich Company osnovan 1939. godine u Norwood, North Carolina

Kupuju i Uniroyal Inc, te  
Tire i poljski Kormoran

Space Shuttle program. Dvije godine kasnije, kupio je Uniroyal, Inc,

osnovan 1892. Michelin je kupio tvrtku Uniroyal, Inc kao i Kormoran, poljski brand.

Od 2008. ponovo

Michelin je kupio tvrtku Uniroyal, Inc kao i Kormoran, poljski brand.

2010, Michelin je najavio zatvaranje svojeg Ota, Japanskog postrojenja,

Michelin je najavio zatvaranje svojeg Ota, Japanskog postrojenja, guma. Proizvodnja K-1000 guma.

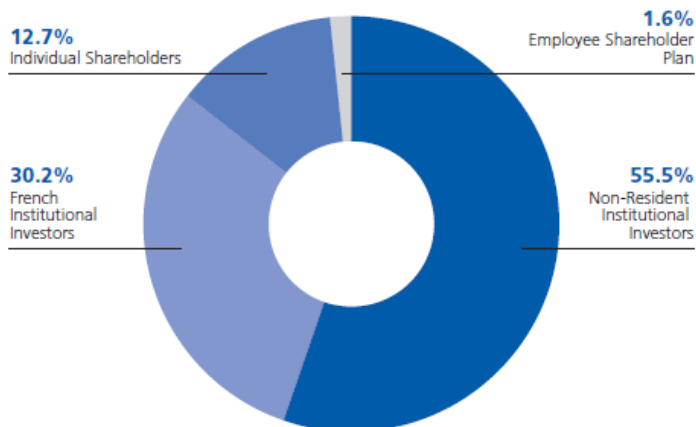
## 1.2. Uvjetima poslovanja

Financijski klub je osnovan 2006. godine i ima 6222 ulaznika i 70.000 zaposlenika u 67 zemalja, odnosno 63% zaposlenika.

Sve dionice su registrirane.

### SHARE OWNERSHIP

At December 31, 2011



Uvjetima poslovanja

Izvor: Michelin



### 1.3. Geografska rasprostranjenost

Tvornice po cijelom svijetu

Oke j g n k p " r t q k | x q f k " i w o g " w " H t e p e w u m q u, Velikoj D t k v c p k l k . " M c p c f k . " D t c | k n w . " V c l n f t w i k j " | g o c n l c 0 " W " | c r c f p q l " g w t q r k " k o c C | k l k " 9 . " U l g x g t p q l " C o g t k e k " 3 : . " L w f l p q l 3 0 " R q u v k i n k " u w " | k k x g p k g f l w " t k k e g k w e t G w C o g t k m g " k " r q m t g p w n k " - k t g p l g " f k p c o k m g "

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

### 2.1. Struktura konsolidiranih prihoda

(u EUR mn)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Neto prodaja</b>	15.590	16.384	16.867	16.408	14.807	17.891	20.719
<i>Promjena (%)</i>		5%	3%	-3%	-10%	21%	16%
<b>EBITDA</b>	2.377	1.989	2.142	1.771	1.390	2.660	2.878
<i>Ö Ö Q V Ö Ç E A { æ! 0 æ</i>	15%	12%	13%	11%	9%	15%	14%
<b>Amortizacija</b>	803	871	823	928	940	965	933
<i>Mæ! 0 æ Á æ { [! c ä :</i>	5%	5%	5%	6%	6%	5%	5%
<b>EBIT</b>	1.574	1.118	1.319	843	450	1.695	1.945
<i>Ö Ö Q V A { æ! 0 æ Á Ç :</i>	10%	7%	8%	5%	3%	9%	9%
<b>Financijski rezultat</b>	-274	-176	-248	-323	-243	-197	51
<i>T æ! 0 æ Á ~ (%) } E A!</i>	2%	1%	1%	2%	2%	1%	0%
<b>Porez na dobit</b>	-411	-369	-299	-163	-103	-449	-534
<i>Efektivna porezna stopa (%)</i>	32%	39%	28%	31%	50%	30%	27%
<b>Manjinski interesi</b>	0	-1	2	3	2	-1	0
<i>T æ! 0 æ</i>	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Neto dobit</b>	<b>889</b>	<b>572</b>	<b>774</b>	<b>360</b>	<b>106</b>	<b>1.048</b>	<b>1.462</b>
<i>Promjena (%)</i>		-36%	35%	-53%	-71%	889%	40%
<i>P ^ c [ A { æ! 0 æ Á Ç :</i>	6%	3%	5%	2%	1%	6%	7%
<b>Z æ! æ å æ Á ] [ Á å ã [</b>	6,200	3,989	5,384	2,491	0,725	6,854	8,193

Konsolidirana neto prodaja je porasla za 20,8%, odnosno na EUR 17,9 bn u

4 2 3 2 0 " " F q " x g n k m q i " r q x g c p l c " q f " 4 3 ' " "

h  
konsolidirane neto  
prodaje 20,8% u 2010.  
godini

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

prodaje od 13,4% i dobrog cjenovnog miksa koji je pridonio 1,7%. Porast je

rtg f x q g p " u c " 3 5 . 6 ' " r q d q n l - c p l c " w " q d  
e l g p q x p q i " o k m u c . " r i q m q h lupwq " xpk- fgq " m p k f g  
nepovoljnog proizvodnog miksa tokom godine. R q v q p l g " l g " q f t c | k  
volumena izvorne opreme nego u segmentu zamjenske opreme. Povoljni  
2,6%-tni w k p c m " e k l g p c " q m w r k q " l g " | c o c j " p c  
primjenu ugovora t p g " m n c w | w n g " k p f g m u k t c p l c " e k l  
4,8%-tni r q | k v k x c p " w k p c m " x c n w v c " t g | w n v k  
c o g t k m q i " f q n c t c . " d t c | k n u m q i " t g c n c . " m  
odnosu na euro.

Operativna dobit prije jednokratnih prihoda i rashoda iznosila je  
EUR 1.695 mn ili 9,5% od neto prodaje, u usporedbi s EUR 862 mn i 5,8%  
u 2009. Nije bilo priznatih jednokratnih stavki za 2010. godinu. EUR 833  
mn r q t c u v c " w " q r g t c v k x p k o " r t k j q f n k o c " k " 5  
o c t f l g e . j e d n o k r a t n i h r t k j q f c " , k u g l a v n o m q s e m e f e k t i r a l i  
r q x q n l c p " w v n e g E U R 9 1 4 " m n g c j e n o v n i m i k s n ( E U R 2 7 8 m n ,  
w m n l w w l w k " u k " " x G W - T k " o 5 " ; e 3 k " l g p p c ( E U R 1 8 4 " x c n w  
m n + 0 " X k - s i g o v i n a k m a n g i l e s u o p e r a t i v a n p r i h o d z a E U R 5 4 4 m n .  
Neto dobit za 2010. godinu bila je EUR 1.049 mn. Slobodni p q x c p k " v q m  
iznosi EUR 426 mn | c " 4 2 3 2 0 " i q f k o p o v i j a n j u " u p o s l o v a n j u , " l c m q  
x g v k t o q m a n s i o x i n a i u s p o n u u k a p i t a l n i m i z d a t c i m a z a E U R 1 , 1 b n i  
w p c r t k l g r i n o s u p r o v i h s k i h p l a n o v a u u k u p n o m i z n o s u o d E U R  
270 mn. Nakon uspjeha izdanja prava od EUR 1,2 bn, poluga se smanjila na  
20 posto na dan 31. prosinca 2010, dok je neto dug smanjen na EUR 1.629  
mn, od EUR 2.931 mn na kraju 2009.

Operativna dobit prije jednokratnih stavki iznosila je EUR 1.945 mn  
q f p q u p q " ; . 6 ' " p g v q ' r q d q f i d t g p 4 g 3 q 0 ! G W T q  
odnosu na 2010. godinu. Nijedna jednokratna stavka nije priznata ove  
godine.





o q i w p q u v " r t k l g p q u c " x k - k j " v t q - m q x c " u  
 prije jednokratnih prihoda i rashoda ostao je strukturno visok, na EUR 694  
 mn q f p q u p q " 4 3 0 7 ' " q f " p g v q " r t q f c l g 0 " T c  
 doprinos iz Earthmover segmenta i primjene ugovornog indeksiranja  
 m n c w | w n c " w x g n k m g " l g " w o c p l k n q " p g r q x q  
 r t q o l g p c " v g c l c 0

### 3. Analiza bilance

Ukupni kapital je pao za EUR 26 mn u odnosu na 2010. godinu. U  
 f t w i q l " r q n q x k e k " 4 2 3 3 0 " i q f k p g " I t w r c " l g  
 metodu da bi prepoznali aktuarske dobitke i gubitke na obvezama za  
 o k t q x k p u m g " r n c p q x g " p c m q p " | c r q - n l c x c p  
 p c " q f n w e k " f c " q - v t q " u o c p l g " f q r t k p q u g  
 Amerike. D k n c p e c " l g " r t k n q f l g p c " p c " m t c l w " f q m

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

K | " k | x l g - v c l c " q " p q x c p q o " v q m w " o q f l g  
 konstantne, jedino su u 2009. godini smanjene, dok su u 2010. porasle.  
 K p x g u v k t c p l w " w " k u v t c f l k x c p l g " k " r q d q m  
 produktivnosti.

O k e j g n k p " l g " w r q t c p " w " m c r k v c n p q o " k p x g  
 m q l k " u g " f q i c c " p c " x q f g k v e i h v p t i c i j e l o b " v t f l k -  
 EUR 1.6 mn w " r g t k q f w " 4 2 3 3 0 " f q " 4 2 3 7 0 " i q f k  
 f t w - v x c k e p o t h v a t e d d e u r p 1 2 0 m n w m n l w w l w " O E " R t q l  
 u Nizozemskoj i SIPH Grupu u Francuskoj. K | x l g - v c l " q " p q x c p  
 r t k n q f l g p " p c " m t c l w " f q m w o g p v c 0





## 5. Financijski pokazatelji

### 5.1. Pokazatelji likvidnosti

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Koef. Ubrzane likvidnosti	0,73	0,67	0,71	0,61	0,90	0,90	0,83
S [ ^ ~ È Á V ^ \ ~ ^ Á	1,49	1,35	1,55	1,57	1,85	1,99	1,84
Koef. Financijske stabilnosti	0,77	0,82	0,78	0,77	0,73	0,67	0,69

Pokazatelji likvidnosti

razinama

R q m c | c v g n l k " n k m x k f p q u v k " u w " o c p l k " q f  
| p c k " f c " l g " n k m x k f p q u v " r q f w | g c " n q -  
n k m x k f p q u v k " d n k | w " l g f c p 0 " R q f w | g g " k o c  
k " m t c v m q t q p k j g " r p q c v " t m e t f l k k v x k c p p l q c l . "" t p c q | " k p k k l 0 "

M q g h k e k l g p v " v g m w g k " p n g k " m x g k v k q u v k g l g q x  
u k i w t p q u v " r q f o k t k x c p l c " m t c v m q t q p k j '  
m t c v m q v t c l p c " k o q x k p c " p g - v q " x d p l o c " q f " m  
x g c " w " 4 2 3 2 0 " l k i " q t f d k p k 0 " R q u k v c n " m q l k " t  
n k m x k f p q u v " r q x g c x c 0

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 v k  
f w i q v t c l p c " k o q x k p c " o c p l c " q f " m c r k v c n  
prihvatljivo jer znamo da se dio kratkotrajne imovine financira iz  
f w i q t q p k j " k | x q t 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

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Odnos duga i imovine	0,73	0,72	0,68	0,69	0,67	0,59	0,61
Odnos kapitala i imovine	0,27	0,28	0,32	0,31	0,33	0,41	0,39
Odnos duga i glavnice	2,73	2,60	2,11	2,25	2,01	1,42	1,58
Ú [ \ ! ã ^ Á c ! [ z	5,08	3,55	4,49	2,55	1,72	7,18	9,44

imovine

R q m c | c v g n l k " | c f w f l g p q u v k " u w " p c " r t k j x  
k p k q " 8 2 ' " w m w r p g " k o q x k p g . " c " x k f k o q "  
Ostatak od 40% financiran je vlastitim kapitalom - v q " l g " f q d c t " v t g p

da r q m tvkt qg-"m q x c " ,nac najmanjim "razinama" je bilo 2008. i  
 4 2 2 ; 0 " p q " 4 2 3 3 0 " r q f w | g g " o q f l g " v t q - m q x  
 Standard & Poor's kreditni rejting je BBB, a prema Moody's Baa2.

### 5.3. Pokazatelji aktivnosti

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Koef. obrta ukupne imovine	0,94	0,98	1,03	0,99	0,90	0,91	1,00
Koef obrta kratkotrajne imovine	2,00	2,10	2,32	2,19	2,03	1,86	2,03
S [ ^ ~ Á [ à ! c æ Á ] [ c !	4,85	5,10	5,65	6,68	6,41	6,47	6,82
P æ ]   æ c æ Á ] [ c ! æ 0 ã	75,22	71,51	64,59	54,61	56,97	56,39	53,51

Pokazatelji aktivnosti su pokazatelji likvidnosti, pokazatelji c m v k x p q u v k " u w " p c " | c f q x  
 razinama Michelin spada u kapitalno intenzivnu industriju pa su koeficijenti obrtaja  
 p g - v q ." Otprije luk godini dana iskoristi dugotrajnu imovinu za  
 u v x c t c p l g " r t q h k v c . " f q m " m t c v m q m a t c l p w "  
 r q f c e k o c " k | " 4 2 3 3 0 " F c p k " p c r n c v g " r q v t c  
 f c p c . " p q " u o c p l w l w " u g " k " 4 2 3 3 0 " k | p q u g "  
 r q u v q l g " x g k " t k | k e k " q f " p c r n c v g " r q v t c f

### 5.4. Pokazatelji profitabilnosti

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EBITDA ma! 0	15,2%	12,1%	12,7%	10,8%	9,4%	14,9%	13,9%
EBIT mar0 æ	10,1%	6,8%	7,8%	5,1%	3,0%	9,5%	9,4%
ROA	7,1%	5,3%	6,5%	4,2%	2,2%	6,5%	8,0%
ROE	19,6%	12,2%	14,6%	7,0%	1,9%	12,9%	18,0%

Pokazatelji profitabilnosti bolji od prosjeka industrije U r q u q d p q u v " r q f w | g c " f c " q ukapitalcjet k " r t q l  
 m n l w p c " | c " w m w r p w " x t k l g f p q u v " r q f w | g  
 l c m q " x c f l p k " | c " k p x g u v k v q t g 0 " Q p k " d k " v t g  
 negativan trend do 2010. godine. U 2010. i 2011. godini pokazatelji rastu.  
 ROA i ROE su prema Reutersu bolji od prosjeka industrije.

## 5.5. Pokazatelji investiranja

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EPS	6,20	3,99	5,38	2,49	0,73	6,85	8,19
DPS	1,25	1,35	1,45	1,59	0,44	0,43	0,77
Odnos isplate dividendi	20%	34%	27%	64%	61%	6%	9%

Pokazatelji investiranja su tokom godina dosta fluktuirali

Q x k " r q m c | c v g n l k " u w " l g f p k " q f " x c f l p k l l  
 r t q w k v k 0 " F q d k v " r q " f k q p k e k " h n w m v w k t c  
 2011. i q f k p k " x g c " q d d o b i t i j e 2 0 0 9 i g n o s i t a E U R 1 0 6 ' P g v  
 mn, no 2010. raste na EUR 1.048 mn – v q " r q m c | w l g " f c " u g " r  
 q r q t c x n l c 0 " F k x k f g p f c " r q " f k q p k e k " l g " x g  
 | c t c f g " k u r n c w l w " f q u v c " o c p l g " f k x k f g p  
 k p x g u v k v q t k o c 0 " W " 4 2 3 2 0 " i q f k p k d l u f k q p k c  
 p q x e w " k n k " t g k p x g u v k t c v k " w " p q x g " f k q p k  
 t g k p x g u v k t c v k . " – v q " l g " f q x e g c n " q k " " f w c – " v k g | f f g c  
 EUR 177 mn.

## 5.6. Cjenovni multiplikatori

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Stopa dobiti od dividendi	2,6%	1,9%	1,8%	4,2%	0,8%	0,8%	1,7%
P/E (x)	7,66	18,17	14,58	15,08	73,89	7,83	5,58
P/BV (x)	1,50	2,22	2,13	1,06	1,43	1,01	1,01
P/S (x)	0,44	0,63	0,67	0,33	0,53	0,46	0,39
P/CF (x)	4,02	7,20	7,07	4,21	7,49	4,08	3,40
EV/EBITDA (x)	4,61	7,35	7,02	5,57	7,87	4,05	3,61

Multiplikatori su blizu prosjeka industrije. Postoji trend pada. Cijena  
 f k q p k e g " l g " 4 2 2 : 0 " i q f k p g " f q u v c " r c n c . "  
 4 2 2 ; 0 " f t c u v k p q " r c q " u v q i c " f q n c | k " f q " x

## 6. Vrednovanje

\ c " x t g f p q x c p l g " O k e j g n k p c " m q t k - v g p p c r t c x n l g p " l g " o q f g n " x t g n f e p a q o d n o s p o l c " r q o multiplikatora. Ponder svake od navedene dvije metode diskontiranja bio je 50:50. Fer vrijednost dionice podu | g c " r t g o c " E U R 6 7 , 5 6 a f g n w " l p r e m a m o d e l u m u l t i p l i k a t o r a E U R 6 9 , 8 0 " R t q u l g p c " e k n l c p c m o d e l a j e E U R 6 8 , 6 7 - j e 6 2 , 0 7 " x k - g " q f " v t g p w v p g " v t f l k

Fer vrijednost dionice  
 Michelin iznosi 68,67

### 6.1. FCFF

(u EUR mn)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Prosjek
Neto prodaja	16.384	16.867	16.408	14.807	17.891	20.719	
Promjena neto prodaje	--	3%	-3%	-10%	21%	16%	6,04%
EBIT	1.118	1.319	843	450	1.695	1.945	
Efektivna porezna stopa	39,2%	27,9%	31,3%	49,8%	30,0%	26,8%	34%
EBIT(1 -Porez)	680	951	579	226	1.187	1.425	
Promjena EBIT(1 -Porez)		40%	-39%	-61%	425%	20%	27,95%
Kapitalna ulaganja	1.277	1.378	1.237	660	903	1.619	
Amortizacija	871	823	928	940	965	933	
Promjena Amortizacije		-6%	13%	1%	3%	-3%	2,32%
Neto kapitalna ulaganja	406	555	309	-280	-62	686	
Promjene u radnom kapitalu	-221	166	-134	947	-427	-894	-68
FCFF	495	230	404	-441	1.676	1.633	
Stopa reinvestiranja	27,20%	75,83%	30,24%	295,02%	-41,20%	-14,60%	62,08%
Povrat na kapital	10,08%	12,06%	7,14%	2,89%	12,13%	15,85%	10,03%
Knjig. vrijednost kapitala	4.688	5.290	5.113	5.495	8.127	8.101	
Knjig. vrijednost duga	2.736	2.925	3.446	3.568	3.251	2.478	
Novac	680	330	456	1.231	1.590	1.593	
\	2,74%	9,14%	2,16%	8,52%	-5,00%	-2,31%	2,45%

R t q i p q | c " d w l f r e z u l t a t j a n p r a v l j e n a j e c n a t p n e l j u p r o j e k c i j e d w f w k j - T ) G a D a k . E B I T ( 1 - V + " q f " 4 2 2 8 0 " t c u v g " r t c i q f k T e s t o p e g u z e t e s u z a p r o j e k c i j e d w f w k j " | c t c f c 0

h	
u	10.086
u	2.850
Udio glavnice	78%
Udio duga	22%
WACC	8,85%

u	
h	2,93%
h	0,00%
V	2,93%
h	6,00%
Premija rizika na indeks	6,00%
Beta	1,29
u	10,67%

u	
h	0,50%
u	3,43%
Porezna stopa na dobit	30,00%
u	2,40%

Stabilan rast	
g	2,45%
Beta	1,00
u	8,93%
WACC	7,49%
ROC	10,03%
Reinvestment rate	24,45%

Wacc 8,85%

V t q - c m " m e r k v e n e " k - i t q c f k w - p p c l v k " j l " g h " t p c c p " e w g i o n g k  
 p c " m q l g " l g " p c f q f c p c " r t g o k l c " t k | k m c 0 "  
 f w i c " k | p c " w g o g h l y " r t g v j q f p q " k | t c w p c v  
 f g h c w n v " u r t g c f c " k | t c w p c v q i " p c " v g o g n l  
 O k e j g n k p " k | p q u k " : . : 7 ' 0 " P c " v g o g n l w " q  
 u c f c - p l c " x t k l g f p q u v " d w f w k j q f 7 w | p g q x w " c  
 \* H E H H + 0 " M q f " k | t c w p c " v g t o k p c n p g " x t  
 m q p u v c p v p k " t e u v " t c w p c v " r t g m q " u v q r g "  
 m e r k v e n 0 " D g v e " l g " k | l g f p c g p c " u c " 3 . 2 2  
 r t c v k v k " v t f l k - v g 0

Godina	2012 P	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P	TV
EBIT (1-Porez)	1.276	1.393	1.533	1.625	1.722	1.568
Neto kapitalna ulaganja	650	689	730	774	820	840
FCFF	627	704	803	851	902	728
o	-a	576	594	623	606	590
						10.067

Dobivena fer vrijednost po dionici je EUR 67,53 – v q " l g " 4 ; . ; ' " x l  
v t g p w v p g " v t fl k – p g " e k l g p g " v g " l g " r t g o c " v

†	
Ú æ á æ z } b æ Á ç   ã ð ^ á } [ • c	13.307
É Á Þ [ ç æ & Á } æ Á   æ ~ } ~	1.593
- V ! 0 ã z } æ Á ç   ã b ^ á } [ • c	2.850
- Manjinski interesi	0
Fer ç   ã b ^ á } [ • c Á ] [ á ~ : ^	12.050
<b>: Y f ~ j f ] ^ Y X b c g h ~ d c</b>	<b>67,53</b>
V ! ^ } ~ c } æ Á c   0 ã z } æ Á & ã	51,99
<b>Potencijal rasta</b>	<b>29,9%</b>

## 6.2. Multiplikatori

M c q " w u r q t g f p c " r q f w | g c " O k e j g n k p w " w |  
Continental AG, Goodyear, Nokian Renkaat i Pirelli & C. Kao referentna  
x t k l g f p q u v " m q t k – v g p " l g " o g f . k c p " o w n v k r n

Ciljana cijena po dionici (EUR)	Bridgestone	Michelin SCA	Continental AG	Goodyear	NOKIAN RENKAAT	PIRELLI & C
na temelju P/E	12.5	76.6	62.8	11.7	22.8	9.9
na temelju P/S	15.9	54.8	72.7	31.9	5.3	5.5
na temelju P/BV	24.8	89.0	70.7	4.4	18.0	8.7
na temelju P/CF	12.8	50.6	87.1	17.3	13.6	9.2
<b>Ciljana cijena po dionici</b>	<b>18.8</b>	<b>69.8</b>	<b>78.9</b>	<b>10.8</b>	<b>15.8</b>	<b>8.9</b>
<b>Podcijenjeno/ (precijenjeno)</b>	<b>12%</b>	<b>34%</b>	<b>14%</b>	<b>27%</b>	<b>-56%</b>	<b>%</b>

Ciljana vrijednost d c X i n Y EUR fl i mn)	Bridgestone	Michelin SCA	Continental AG	Goodyear	NOKIAN RENKAAT	PIRELLI & C
na temelju pokazatelja EBITDA	12,261	14,220	18,986	4,518	2,890	5,899
na temelju pokazatelja prodaje	17,819	13,564	19,970	10,715	954	3,702
<b>D f c g ^ Y b U ~ j d c X i n Y U</b>	<b>15,040</b>	<b>13,892</b>	<b>19,478</b>	<b>7,617</b>	<b>1,922</b>	<b>4,800</b>
<b>Podcijenjeno / (precijenjeno)</b>	<b>-12%</b>	<b>24%</b>	<b>-6%</b>	<b>99%</b>	<b>-59%</b>	<b>-10%</b>

## 7. Dodaci

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

(u EUR mn)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Prihodi od prodaje</b>	<b>15.590</b>	<b>16.384</b>	<b>16.867</b>	<b>16.408</b>	<b>14.807</b>	<b>17.891</b>	<b>20.719</b>
Rashodi prodanih proizvoda	-10.032	-10.782	-10.937	-11.096	-9.587	-11.438	-13.888
<b>6 f i h c ' a U f y U</b>	<b>5.558</b>	<b>5.602</b>	<b>5.930</b>	<b>5.312</b>	<b>5.220</b>	<b>6.453</b>	<b>6.831</b>
V i [ z \ [ ç ã Á ] i [ å æ b ^ Á	-3.387	-3.393	-3.462	-3.464	-3.418	-3.793	-3.953
Ostali prihod	256	0	0	0	0	0	0
U • c æ   ã Á c i [ z \ [ ç ã	-50	-220	-326	-77	-412	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>2.377</b>	<b>1.989</b>	<b>2.142</b>	<b>1.771</b>	<b>1.390</b>	<b>2.660</b>	<b>2.878</b>
Amortizacija i deprecijacija	-803	-871	-823	-928	-940	-965	-933
<b>EBIT</b>	<b>1.574</b>	<b>1.118</b>	<b>1.319</b>	<b>843</b>	<b>450</b>	<b>1.695</b>	<b>1.945</b>
Kamate	-310	-315	-294	-330	-262	-236	-206
Ostali financijski prihod/rashod	30	135	29	-3	10	10	236
Wã ã [ Á ~ Á à [ à ã c ã Á ] [ ç	6	4	17	10	9	29	21
<b>Dobit prije poreza</b>	<b>1.300</b>	<b>942</b>	<b>1.071</b>	<b>520</b>	<b>207</b>	<b>1.498</b>	<b>1.996</b>
Porez	-411	-369	-299	-163	-103	-449	-534
<b>Neto dobit iz redovnog poslovanja</b>	<b>889</b>	<b>573</b>	<b>772</b>	<b>357</b>	<b>104</b>	<b>1.049</b>	<b>1.462</b>
Manjinski interesi	0	1	-2	-3	-2	1	0
<b>Neto dobit</b>	<b>889</b>	<b>572</b>	<b>774</b>	<b>360</b>	<b>106</b>	<b>1.048</b>	<b>1.462</b>
EPS basic (repored)	6,13	3,95	5,32	2,46	0,69	6,78	8,14
EPS diluted (reported)	6,12	3,94	5,22	2,46	0,69	6,64	7,97

Izvor: Michelin

## 7.2. Bilanca

(u EUR mn)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Dugotrajna imovina</b>							
Ostala dugotr. imovina	1.227	1.005	926	896	942	828	1.352
Nematerijalna imovina	636	619	601	711	724	776	805
Materijalna imovina	6.577	6.848	7.124	7.046	6.782	7.193	7.889
Financijska imovina	485	520	514	447	783	1.201	524
<b>Ukupna dugotrajna imovina</b>	<b>8.925</b>	<b>8.992</b>	<b>9.165</b>	<b>9.100</b>	<b>9.231</b>	<b>9.998</b>	<b>10.570</b>
<b>Kratkotrajna imovina</b>							
Ostala kratkotrajna imovina	618	544	573	732	583	653	682
Zalihe	3.225	3.342	3.353	3.677	2.994	3.770	4.602
Ukupna kratkotrajna imovina	3.273	3.237	2.993	2.456	2.314	2.770	3.075
Financijska imovina	229	79	35	173	165	882	366
Novac	611	680	330	456	1.231	1.590	1.593
<b>Ukupna kratkotrajna imovina</b>	<b>7.956</b>	<b>7.882</b>	<b>7.284</b>	<b>7.494</b>	<b>7.287</b>	<b>9.665</b>	<b>10.318</b>
<b>UKUPNA IMOVINA</b>	<b>16.881</b>	<b>16.874</b>	<b>16.449</b>	<b>16.594</b>	<b>16.518</b>	<b>19.663</b>	<b>20.888</b>
<b>KAPITAL</b>							
Upisani kapital	287	287	288	290	295	353	360
Ostali kapital	4.224	4.390	4.994	4.818	5.197	7.771	7.739
Manjinski interesi u kapitalu	16	11	8	5	3	3	2
<b>Ukupni kapital</b>	<b>4.527</b>	<b>4.688</b>	<b>5.290</b>	<b>5.113</b>	<b>5.495</b>	<b>8.127</b>	<b>8.101</b>
<b>OBVEZE</b>							
Ukupne obveze	71	58	61	39	40	45	79
Zajmovi	3.092	2.736	2.925	3.446	3.568	3.251	2.478
Ostali obveze	3.850	3.548	3.462	3.208	3.479	3.395	4.629
<b>Ukupne obveze</b>	<b>7.013</b>	<b>6.342</b>	<b>6.448</b>	<b>6.693</b>	<b>7.087</b>	<b>6.691</b>	<b>7.186</b>
<b>OBVEZE U VEŠTAČENJU</b>							
Ostale obveze	1.902	1.911	1.924	1.844	1.927	2.136	2.216
Financijski instrumenti							
Zajmovi	1.647	2.157	1.145	1.440	760	896	1.361
Porez na dobit							
Ostali obveze	1.792	1.776	1.642	1.504	1.249	1.813	2.024
<b>Ukupne obveze u veštacenju</b>	<b>5.341</b>	<b>5.844</b>	<b>4.711</b>	<b>4.788</b>	<b>3.936</b>	<b>4.845</b>	<b>5.601</b>
<b>UKUPNE OBVEZE</b>	<b>12.354</b>	<b>12.186</b>	<b>11.159</b>	<b>11.481</b>	<b>11.023</b>	<b>11.536</b>	<b>12.787</b>
<b>PASIVA</b>	<b>16.881</b>	<b>16.874</b>	<b>16.449</b>	<b>16.594</b>	<b>16.518</b>	<b>19.663</b>	<b>20.888</b>

Izvor: Michelin



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

(u EUR mn)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Zarade prije poreza	889	573	772	357	104	1.049	1.462
Ú   æ ^ } Á ] [   ^ :	-261	-182	-294	-275	-19	-297	-443
Amortizacija i deprecijacija	803	871	823	928	940	965	933
Promjene u radnom kapitalu	-426	-221	166	-134	947	-427	-894
Ostale stavke	26	150	395	39	151	32	138
<b>C d Y f U h ] j b ] ` b c j U b ]</b>	<b>1.031</b>	<b>1.191</b>	<b>1.862</b>	<b>915</b>	<b>2.123</b>	<b>1.322</b>	<b>1.196</b>
CAPEX	-1.208	-1.277	-1.378	-1.237	-660	-903	-1.619
Akvizicije	-41	-41	-106	-1	-1	-4	-11
Ostale stavke	94	88	55	-36	-75	-756	917
<b>= b j Y g h ] W ] ^ g _ ] ` b c j</b>	<b>-1.155</b>	<b>-1.230</b>	<b>-1.429</b>	<b>-1.274</b>	<b>-736</b>	<b>-1.663</b>	<b>-713</b>
Promjene u dugu	-739	311	-568	768	-667	-437	-343
Q • ]   æ ^ } ^ Á å ã ç ã å ^ } å	-179	-193	-208	-230	-65	-65	-138
Ostale promjene	-2	-10	-7	-53	-16	1.202	1
<b>: ] b U b W ] ^ g _ ] ` b c j U b</b>	<b>-920</b>	<b>108</b>	<b>-783</b>	<b>485</b>	<b>-748</b>	<b>700</b>	<b>-480</b>
<b>D f c a ^ Y b Y ` i ` b c j W i ` ]</b>	<b>-1.044</b>	<b>69</b>	<b>-350</b>	<b>126</b>	<b>639</b>	<b>359</b>	<b>3</b>

Izvor: Michelin