

ANALIZA PODUZEĆA

Dr Pepper Snapple Group Inc.

Za procjenu vrijednosti poduzeća Dr Pepper Snapple Group korišten je DCF model, s jednakim fokusom na metodu koja koristi slobodne novčane tokove rapoložive poduzeću (FCFF) i dioničarima (FCFE). Primjenom pondera 0,5 na svaku metodu dolazimo do prosječne fer vrijednosti od \$52,67 po dionici, koja je vrlo slična aktualnoj cijeni dionice na dan analize.

- Značajan rast na tržištima Meksika i Kariba temeljen na marketinškim ulaganjima i lokaliziranom portfelju proizvoda
- Najveći konkurenti (Coca-Cola i PepsiCo) su ujedno i najveći kupci – distributeri za brend Dr Pepper
- Prosječni povrat na investiciju dioničara od 2008. godine iznosi 15%
- Kontinuirano smanjivanje kapitalnih ulaganja te paralelno povećanje dividendi i otkupa dionica sugerira nedostatak atraktivnih investicijskih mogućnosti
- Najavljeno peto uzastopno povećanje dividende (12%)
- Inicijativa RCI (rapid continuous improvement) donijela je \$116 milijuna uštede na godišnjoj bazi
- Zarade po dionici (EPS) su rasle u proteklih četiri godine
- Povećanje cijena sirovina dovodi do smanjenja bruto marže

SADRŽAJ

1. Općenito o poduzeću
2. Analiza izvještaja
 - (1) Godišnji izvještaj (10-K)
 - (2) Kvartalni izvještaj (10-Q)
3. Analiza pokazatelja
4. Vrednovanje poduzeća
 - (1) FCFF metoda
 - (2) FCFE metoda
 - (3) Prosječna cijena poduzeća

PREPORUKA: PRODATI

Ciljana cijena	52,67 \$
Cijena na dan 21/04/2014	57,21 \$
Potencijal za rast	-7,9%
Min./Maks. cijena u 12 mj.	43,18/58,72

Podaci o dionici

Ticker	DPS
Prosječan dnevni volumen (3 mj.)	1.629.720
Tržišna kapitalizacija (mil. USD)	11.346,67
Broj dionica (mil.)	196,38
Sektor	Hrana i piće
Država	SAD



Analitičar:

Tomislav Cvetko
tomislav.cvetko@finance.hr



1. OPĆENITO O PODUZEĆU	2
1.1. Povijest poduzeća	2
1.2. Operativna struktura.....	3
2. ANALIZA IZVJEŠTAJA	4
2.1. Godišnji izvještaj za 2012. godinu (10-K)	4
2.2. Kvartalni izvještaj za Q3 2013. godine (10-Q).....	7
3. ANALIZA POKAZATELJA	9
4. VREDNOVANJE PODUZEĆA.....	13
4.1. FCFF (Free Cash Flow to Firm)	14
4.2. FCFE (Free Cash Flow to Equity)	16
4.3. Prosječna cijena poduzeća prema DCF modelu.....	17

1. OPĆENITO O PODUZEĆU

Proizvođač i distributer bezalkoholnih pića u SAD-u, Kanadi i Meksiku

Dr Pepper Snapple Group je vodeći proizvođač i distributer bezalkoholnih pića na području SAD-a, Kanade i Meksika. Kompanija drži treće mjesto na tržištu osvježavajućih pića (liquid refreshment beverage – "LRB"), pri čemu najznačniji podsegment tržišta za kompaniju čine gazirana bezalkoholna pića "CSD"), gdje je Dr Pepper Snapple lider u SAD-u s procjenjenih 39,8% tržišnog udjela u 2012. godini. Najpoznatiji brendovi u tom segmentu su Dr Pepper, 7UP, Canada Dry, Crush i Schweppes. S druge strane, u segmentu negaziranih bezalkoholnih pića ("NCB"), ključni brendovi na američkom tržištu su Snapple, Hawaiian Punch, Mott's i Clamato.

Tablica 1: Osnovni podaci o kompaniji

OSNOVNI PODACI	
Temeljna djelatnost	Proizvodnja i distribucija bezalkoholnih pića
Industrija	Industrija pića
Tržišta	SAD, Kanada, Meksiko
Ticker	DPS
Burza	NYSE
Cijena dionice na dan 31/01	\$ 47,88
Min/Max cijena u zadnjih 52 tjedna	\$ 43,18 / \$ 58,72
Datum početka javnog trgovanja dionicama	07/05/2008
Datum izlaska sljedećeg fin. izvještaja	12/02/2014
Fiskalna godina	01/01 – 31/12

Izvor: Dr Pepper Snapple Group, Reuters, Yahoo Finance

1.1. Povijest poduzeća

Poduzeće djeluje samostalno od 2008. godine, nakon izdvajanja iz grupe Cadbury plc

Tijekom 2007. godine realizirana je akvizicija Dr Pepper/Seven Up Bottling Group, Inc.

Društvo je nastalo kroz niz vertikalnih i horizontalnih spajanja i preuzimanja, inicijalno kao dio grupe Cadbury plc, dok nakon 2008. godine djeluje samostalno. Ključne transakcije uključuju akviziciju Dr Pepper/Seven Up, Inc. tijekom 1995. godine te vertikalnu integraciju preuzimanjem 40% vlasništva nad Dr Pepper/Seven Up Bottling Group, Inc. koja je provedena 1999. godine. U tom trenutku, poduzeće je konkuriralo isključivo u segmentu gaziranih bezalkoholnih pića te je odlučilo proširiti svoju djelatnost na segment negaziranih bezalkoholnih pića akvizicijom brenda Snapple. Do kraja 2007. godine, kompletirano je potpuno preuzimanje glavnog distributera tvrtke – Dr Pepper/Seven Up Bottling Group, Inc.

S ciljem poboljšanja operativne efikasnosti, 1. svibnja 2008. godine, Cadbury plc postaje matično društvo od Cadbury Schweppers. Ubrzo nakon



toga, Cadbury prenosi sva prava svojeg poslovanja u industriji pića na području SAD-a, Kanade i Meksika na Dr Pepper Snapple Group, koji pritom izdaje 253,7 milijuna dionica postojećim dioničarima Cadburya, čime je transakcija kompletirana.

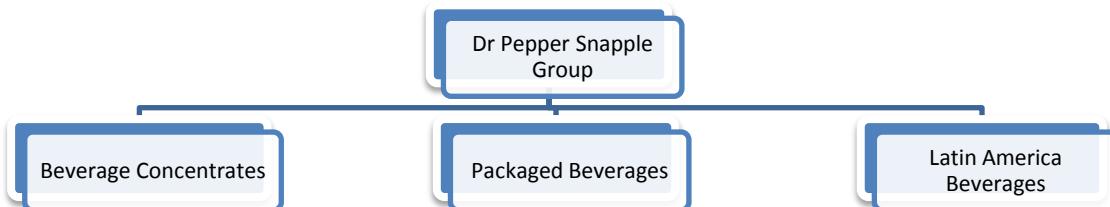
Podjela poduzeća na tri operativne jedinice

Ovisnost o distributerima grupacija Coca-Cola i PepsiCo za distribuciju brenda Dr Pepper

1.2. Operativna struktura

S operativne strane, poduzeće je organizirano na tri ključne jedinice – koncentrati pića (Beverage Concentrates), pakirana pića (Packaged Beverages) i pića za tržište Latinske Amerike (Latin America Beverages). Segment poslovanja koji se bavi proizvodnjom koncentrata zabilježio je prodaju od 1,22 milijarde američkih dolara tijekom 2012. godine, pri čemu su glavni kupci bili segment pakiranih pića Dr Pepper Snapple grupe te distributeri grupacija Coca-Cola i PepsiCo, putem kojih se distribuira većina volumena jednog od glavnih brendova poduzeća – Dr Pepper. Tvornica za proizvodnju koncentrata smještena je St. Loisu, Missouri, SAD.

Slika 1: Operativna struktura kompanije



Izvor: Dr Pepper Snapple Group

Rastući segment proizvodnje i distribucije pića na području Meksika i Kariba

Drugi operativni segment čine pakirana pića. Ovaj segment bavi se pakiranjem i proizvodnjom brendiranih pića, pri čemu 85% prodaje dolazi od brendova Dr Pepper Snapple grupe, a preostalih 15% od distribucije manjih brendova. Tijekom 2012. godine, ovaj segment poslovanja zabilježio je prodaju u vrijednosti 4,36 milijardi američkih dolara. Očekivano, najveći kupac segmenta pakiranih pića je najveći trgovачki lanac u SAD-u, WalMart, koji čini 17% ukupne prodaje.

Posljednji segment poslovanja bavi se proizvodnjom i distribucijom pića na području Meksika i Kariba. Ovaj segment ostvario je prodaju od 416 milijuna američkih dolara u 2012. godini, a koristi se drugačijim portfeljem brendova od segmenata zaduženih za američko i kanadsko tržište. Ključni brendovi su Squirt, Penafiel, Aquafiel, Crush i Clamato.

Glavni konkurenti poduzeća su ujedno i njegovi najveći kupci

S obzirom na specifičnu situaciju u industriji pića, s posebnim naglaskom na segment osvježavajućih pića, dolazi do interesantne situacije gdje su glavni konkurenti Dr Pepper Snapple ujedno i njegovi glavni kupci. Naime, kao što je već spomenuto, Dr Pepper Snapple Group se uglavnom oslanja na distributere grupacija Coca-Cola i PepsiCo s kojima ima potpisane ugovore u trajanju od 20 godina s mogućnošću produljenja prilikom distribucije svojeg najsnažnijeg brenda u CSD segmentu – Dr Pepper. U isto vrijeme, Coca-Cola i PepsiCo zajedno drže 61% tržišta osvježavajućih pića, dok su preostali konkurenti Nestle, Kraft Foods Group te The Campbell Soup Company.

Rast prihoda od 2% u odnosu na prethodno razdoblje

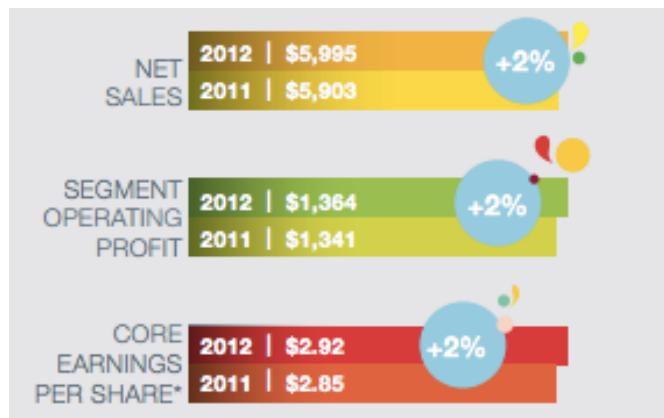
Dr Pepper nastavlja s kontinuiranim rastom

2. ANALIZA IZVJEŠTAJA

2.1. Godišnji izvještaj za 2012. godinu (10-K)

Dr Pepper Snapple Group je 2012. godinu završio s 5,99 milijardi američkih dolara prihoda od prodaje, što predstavlja rast od 2% u odnosu na prethodno razdoblje. Identičan rast zabilježen je i u osnovnoj zaradi po dionici (EPS), koja se povećala na \$ 2,92 dolara. Ovaj rezultat ostvaren je na temelju zabilježog bržeg rasta od kategorije gaziranih bezalkoholnih pića te pojačanim inicijativama koje su donijelile brendovima društva veći udio na policama trgovaca lanaca. Ključni brendovi nastavili su sa kontinuiranim rastom – Dr Pepper je povećao svoj vrijednosni udio petu godinu zaredom, rastući 0,2% na godišnjoj razini, dok je Snapple povećao svoj volumen poslovanja za 3%. Canada Dry je nastavio rast iz 2011. godine, povećavši svoj količinski udio za 6%, dok je segment pića za Latinsku Ameriku ostvario rast od 2%.

Slika 2: Ključni finansijski podaci za 2012. godinu



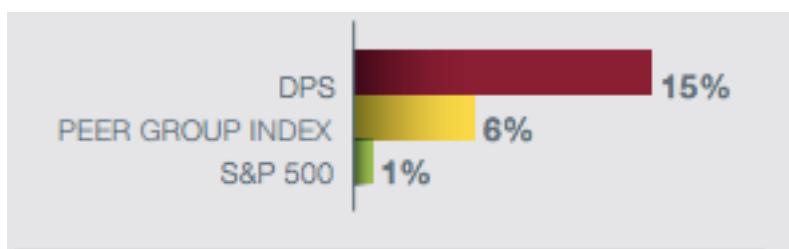
Izvor: Dr Pepper Snapple Group



Prosječni povrat na investiciju dioničara iznosi 15%

Od 2008. godine, kada se službeno odvojio od Cadbury plc, Dr Pepper Snapple bilježi prosječni povrat na investiciju od 15%, koji se sastoji od rasta cijene dionice te isplaćenih dividendi. Ovakav povrat na godišnjoj bazi posebno je važno istaknuti s obzirom da kompanija nije isplaćivala dividende do 2010. godine. Slika 3 prikazuje drastičnu razliku između povrata dionice DPS-a i grupe njegovih konkurenata, koja uključuje Coca-Cola, PepsiCo, Monster Beverage, Cott Corp., Jones Soda te National Beverage Corp.

Slika 3: Ukupni povrat investicije dioničara nakon odvajanja od Cadburya (na godišnjoj bazi)



Izvor: Dr Pepper Snapple Group

Najavljeni povećanje dividende od 12%

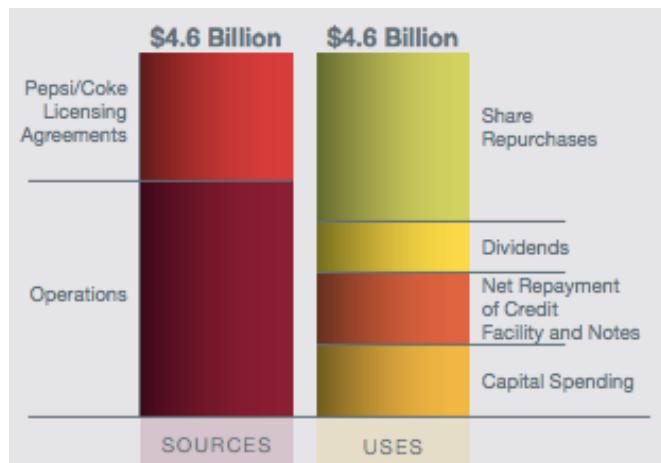
Kontinuiran pad kapitalnih ulaganja

Tijekom 2012. godine, kompanije je osigurala 684 milijuna američkih dolara za isplatu dioničarima, od čega je \$400 milijuna došlo od otkupa dionica, a preostali iznos kroz isplatu dividendi. Od 2010. godine, Dr Pepper Snapple, isplatio je više od \$2 milijarde svojim investorima, pri čemu je znajačan doprinos slobodnim novčanim tokovima donijelo potpisivanje ugovora o distribuciji i licenciranju s Coca-Colom i PepsiCo. U svojem godišnjem izvješću, društvo je najavilo peto uzastopno povećanje dividende od 12%, te bi prema tome ona trebala iznositi \$1,52. U skladu s time, planiran je trošak od oko 375 do 400 milijuna dolara za isplatu dividende.

U isto vrijeme, kapitalna ulaganja su u konstantnom padu, te su se u 2012. godini po prvi puta spustila ispod \$200 milijuna godišnje (\$193 mil.). Također, važno je istaknuti da je kompanija osigurala značajna sredstva za dioničare unatoč iznosu od 531 milijun američkih dolara, koji je trebao biti isplaćen Coca-Cola i PepsiCo za troškove poreza prema već spomenutom ugovoru iz 2010. godine.



Slika 4: Izvori i načini korištenja novca u razdoblju između 2009. i 2012. godine



Izvor: Dr Pepper Snapple Group

Izuzetna konkurenca u segmentu osvježavajućih pića glavni je uzročnik kontinuiranog rasta investicija u marketing, koje su tijekom 2012. godine iznosile \$481 milijun. Glavna aktivnost društva Dr Pepper Snapple bilo je provođenje kampanje TEN, koja cilja potrošače orijentirane na dijetalna pića s malo kalorija. Kompanija je kroz ovu kampanju uspjela privući čak 55% novih kupaca u segment CSD (gazirana bezalkoholna pića).

Preostale aktivnosti fokusirale su se na rast segmenta pića za Latinsku Ameriku. Dakako, s obzirom da marketinška ulaganja rastu bržim tempom od prihoda od prodaje, opažamo negativan trend u maržama, koje će detaljnije biti analizirane u drugom dijelu izvješća.

Slika 5: Investicije u marketing



Izvor: Dr Pepper Snapple Group



Inicijativa RCI donijela je uštedu od \$116 milijuna zbog efikasnijeg upravljanja zalihami

Jedna od važnijih inicijativa za oslobođanje dodatnih novčanih tokova je RCI – rapid continuous improvement – koja je započela u 2011. godini i donijela smanjenje dana vezivanja zaliha za 40%. Do kraja 2012. godine, društvo je zabilježilo \$116 milijuna uštede na godišnjoj bazi te očekuje daljnja poboljšanja, s obzirom da je cilj ovog trogodišnjeg programa dosegnuti brojku od \$150 milijuna. Osim toga, u procesu povećanja efikasnosti poslovanja, zatvoreno je deset skladišta, čime je oslobođen dodatan novac za potrebe tekućeg poslovanja.

Slika 6: Dani vezivanja zaliha



Izvor: Dr Pepper Snapple Group

2.2. Kvartalni izvještaj za Q3 2013. godine (10-Q)

Godišnje povećanje prihoda od prodaje iznosi 1%

U trećem kvartalu 2013. godine, Dr Pepper Snapple povećao je prihode od prodaje za 15 milijuna američkih dolara u usporedbi s istim razdobljem prošle godine, odnosno za 1%. U istom razdoblju zabilježeno je značajno povećanje neto dobiti i zarade po dionici, koji su oboje narasli za više od 15% u usporedbi s trećim kvartalom 2012. godine. Kao što je očito iz pregleda rasta prodaje, takav rast nije organski, već je plod revizije koju je proveo IRS (Internal Revenue Service).

Tablica 2: Osnovni finansijski podaci za Q3 2013. Godine

	Q3 2012	Q3 2013	Promjena (%)
Prihodi od prodaje	1,528 mlrd.	1,543 mlrd.	+1%
Neto dobit	179 mil.	207 mil.	+16%
EPS	0.84	1.01	+20%

Izvor: Dr Pepper Snapple Group



Glavni izvor povećanja prihoda od prodaje je bilo povećanje prodajnih cijena, koje je neutraliziralo negativne efekte smanjenog volumena poslovanja.

Smanjenje bruto marže za 1,1%

Razlog smanjenja bruto marže za 1,1% leži ponajprije u povećanju troškova sirovina korištenih za proizvodnju koncentrata, od kojih je najdrastičnije narasla cijena sladila. Ovi efekti donekle su neutralizirani korištenjem LIFO sistema obračuna troškova zaliha, koji su donijeli \$7 milijuna smanjenja troškova. Troškovi prodaje i administrativni troškovi povećani su za \$2 milijuna zbog planiranih troškova na otpremnine radnika u sklopu operativnog restrukturiranja.

Tablica 3: Ključni operativni podaci, usporedba Q3 2012. i 2013. godine

	Q3 2012	Q3 2013
Bruto marža	59,0%	57,9%
Troškovi prodaje i administrativni troškovi	561 mil.	563 mil.
EBIT	308 mil.	300 mil.
EBIT marža	20,1%	19,4%

Izvor: Dr Pepper Snapple Group

Pad operativnih prihoda za \$8 milijuna u usporedbi s Q3 2012. godine

Kombinacija gore navedenih faktora rezultirala je u smanjenju operativnih prihoda za 8 milijuna američkih dolara u usporedbi sa trećim kvartalom 2012. godine te padom EBIT marže sa 20,1% na 19,4%.

Detaljnija analiza po operativnim segmentima otkriva izvore rasta prihoda od prodaje. Naime, segment "koncentrati pića" povećao je svoje prihode za \$6 milijuna na temelju viših tržišnih cijena koncentrata, unatoč slabijem poslovanju u pogledu volumena, gdje je zabilježen pad od 2%. S druge strane, segment "pakirana pića", zabilježio je suprotan učinak, pad od \$6 milijuna u usporedbi s istim razdobljem 2012. godine uslijed smanjenog volumena i većih sniženja, iako su u globalu cijene proizvoda rasle.

Najznačajniji rast ostvaren je na tržištu Latinske Amerike

Najznačajniji rast ostvaren je segmentu "pića za tržište Latinske Amerike", koji je narastao \$15 milijuna na \$120 milijuna prihoda u trećem kvartalu 2013. godine. To je posljedica snažne marketinške aktivnosti u tom području koja je donijela rast u količinskoj prodaji, ali i pozitivnih promjena na deviznom tržištu, koje su donijele dodatnih \$2 milijuna.



Tablica 4: Financijski podaci po operativnim segmentima, Q3 2012. i 2013. godine

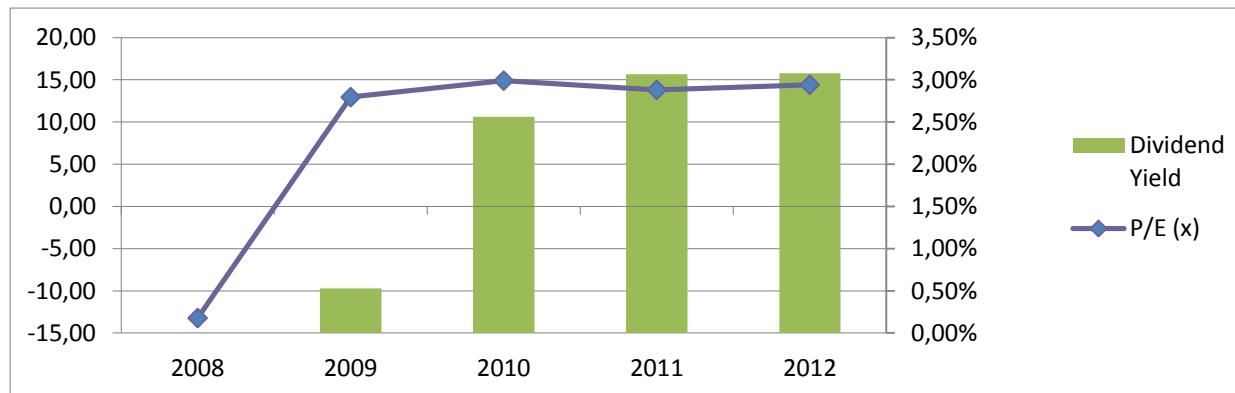
	Q3 2012	Q3 2013	Promjena (aps.)
Koncentrati pića	303 mil.	309 mil.	+6
Pakirana pića	1'120 mil.	1'114 mil.	-6
Pića za tržište Latinske Amerike	105 mil.	120 mil.	+15
Ukupno	1,528 mlrd.	1,543 mlrd.	+15

Izvor: Dr Pepper Snapple Group

3. ANALIZA POKAZATELJA

Kao što je već spomenuto, Dr Pepper Snapple prvu je dividendu isplatio u 2009. godini, dok je prva godina tijekom koje su dividende redovito isplaćivane dioničarima bila 2010. Od tada, Dividend yield kontinuirano raste te je dosegnuo razinu iznad 3% drugu godinu zaredom. Isto se očekuje i na kraju 2013. godine s obzirom na najavljeni rast dividende od 12%. Omjer cijene i zarade po dionici je relativno stabilan te iznosi 14,42 na kraju 2012. godine. Isti omjer iznosi 15,50 u posljednjih dvanaest mjeseci (TTM).

Graf 1: Dividend Yield i P/E u posljednjih 5 godina



Izvor: Dr Pepper Snapple Group

P/E omjer iznosi 15,50 te je znatno niži od glavnih konkurenata

Usporedba istih parametara s rezultatima glavnih konkurenata otkriva da je P/E omjer Dr Pepper Snapple grupe primjetno niži. Ako uzmemo u obzir posljednjih dvanaest mjeseci (TTM), najviši P/E bilježe Monster Beverage s 35,48 i Cott Corp. s 24,36, a najniži (isključujući DPS) bilježi Kraft Foods – 16,70. Lideri u segmentu osvježavajućih pića (liquid refreshment beverage – LRB), Coca-Cola i PepsiCo, također imaju viši P/E, dok im je Dividend Yield nešto niži od onoga koji nudi Dr Pepper Snapple.



Gledajući projek, DPS uz Kraft Foods ima najniži P/E u zadnjih dvanaest mjeseci, a nudi, opet uz Kraft Foods, najviši Dividend Yield.

Tablica 5: Usporedba P/E i Dividend Yield s glavnim konkurentima DPS

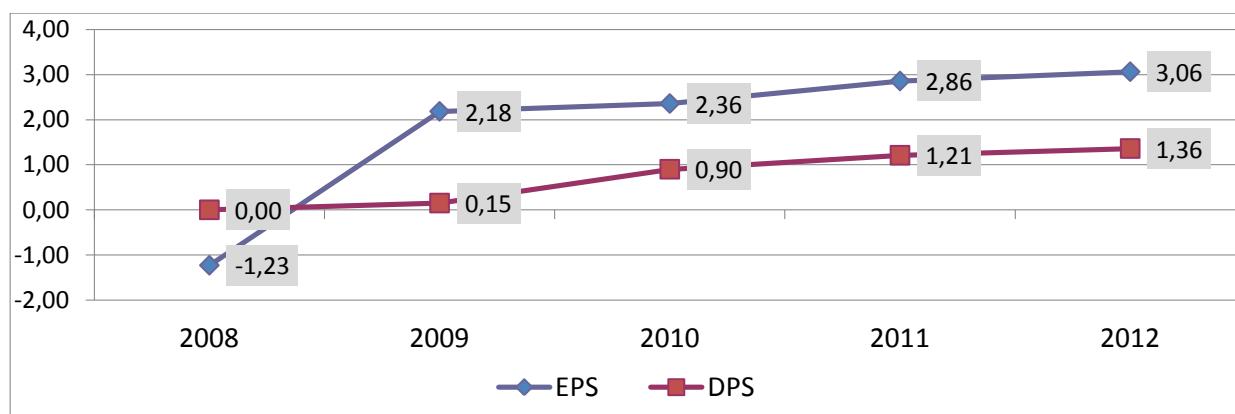
	P/E (TTM)	Dividend Yield
Dr Pepper Snapple (DPS.N)	15,50	3,17
The Coca-Cola Company (KO.N)	19,58	2,96
PepsiCo, Inc. (PEP.N)	18,86	2,82
Nestle SA (NESN.VX)	19,79	3,12
Cott Corp. (BCB.TO)	24,36	2,88
National Beverage Corp. (FIZZ.OQ)	21,60	-
Monster Beverage Corp. (MNST.OQ)	35,48	-
Campbell Soup Company (CPB.N)	20,90	3,03
Kraft Foods Group Inc. (KRFT.OQ)	16,70	4,01
Projek	21,42	3,14

Izvor: Reuters

EPS bilježi porast od 20% u odnosu na prvi devet mjeseci prošle godine

Nakon 2008. godine u kojoj je kompanija zabilježila neto gubitak, zarada po dionici kontinuirano raste te je dosegnula iznos od \$3,06 na kraju 2012. godine. Zanimljivo je, međutim, istaknuti da je upravo objava ovog podatka u veljači prošle godine izazvala veliki volumen trgovanja dionicom Dr Pepper Snapple, koja je toga dana pala na najnižu cijenu u zadnja 52 tjedna - \$42,10. Podaci iz zadnjeg kvartalnog izvješća upućuju na činjenicu da bi EPS trebao nastaviti pozitivan trend s obzirom da je isti bio 20% veći u odnosu na prvi devet mjeseci 2012. godine.

Graf 2: Zarada (EPS) i dividenda (DPS) po dionici u posljednjih pet godina

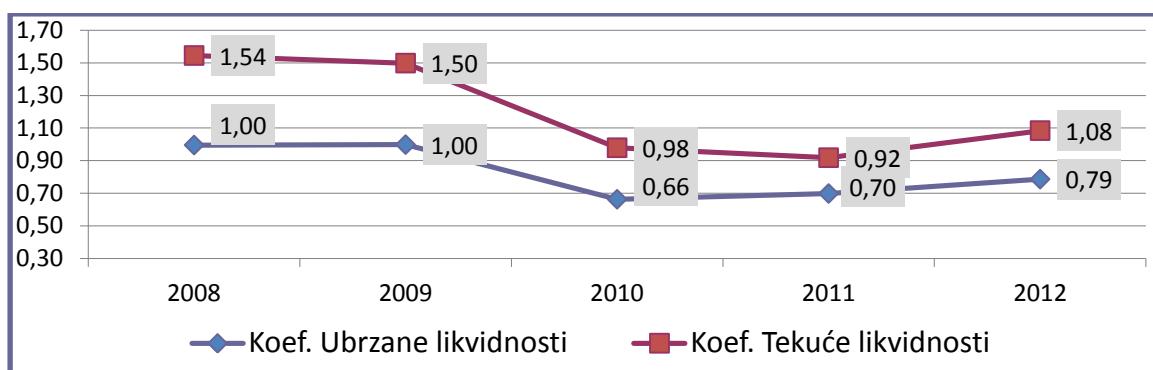


Izvor: Dr Pepper Snapple Group



Pregled pokazatelja finansijske stabilnosti otkriva potencijalne probleme u likvidnosti društva. Naime, koeficijent ubrzane likvidnosti je pao ispod kritičnog omjera 1,00 te je ostao ondje još od 2010. godine. Čak i ako se u obzir uzmu zalihe, situacija se ne mijenja drastično, kao što otkriva koeficijent tekuće likvidnosti od 1,08. Ovako niski koeficijenti između kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza dovode u pitanje mogućnost kompanije za redovitim servisiranjem tekućeg poslovanja te ističu potencijal za stvaranje ozbiljnih problema u slučaju neočekivanih situacija u poslovanju.

Graf 3: Financijski pokazatelji u proteklih pet godina



Izvor: Dr Pepper Snapple Group

Pa ipak, treba uzeti u obzir da je stanje slično u gotovo svim poduzećima u sektoru bezalkoholnih pića. Tako na primjer prosječan koeficijent ubrzane likvidnosti iznosi 1,26 dok je koeficijent tekuće likvidnosti 1,53. S druge strane, bitno je istaknuti da konkurenti s najvišim P/E koeficijentom ujedno imaju i znatno bolje finansijske pokazatelje - Monster Beverages bilježi koef. ubrzane likvidnosti od čak 2,35, a Cott Corp. 1,53.

Tablica 6: Usporedba koeficijenata finansijske stabilnosti

	Koef. ubrzane likvidnosti	Koef. tekuće likvidnosti
Dr Pepper Snapple Group (DPS.N)	0,79	1,08
The Coca-Cola Company (KO.N)	0,86	0,96
PepsiCo, Inc. (PEP.N)	1,04	1,24
Cott Corp. (BCB.TO)	1,53	2,35
Monster Beverage Corp. (MNST.OQ)	2,35	2,92

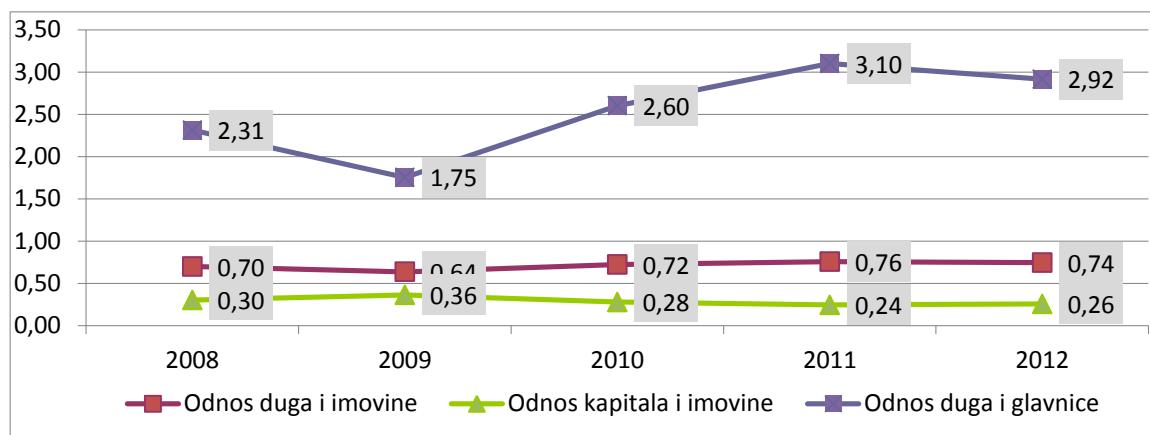
Izvor: Reuters



Kreditni rejting poduzeća je BBB s pozitivnim izgledima

Struktura financiranja poduzeća je prilično stabilna, pri čemu se društvo oslanja na 74% duga i 26% kapitala. U zadnje tri godine nije bilo drastičnih promjera u tom omjeru niti je društvo najavilo u svom godišnjem izvješću eventualne planove o promjeni kapitalne strukture. Tijekom studenog 2012. godine, kompanija se zadužila za novih \$500 milijuna kako bi mogla servisirati postojeći dug. Novo zaduženje doći će na naplatu 2020., odnosno 2022. godine. Prema ocjeni S&P-a, kreditni rejting Dr Pepper Snapple Group je BBB s pozitivnim izgledima.

Graf 4: Struktura financiranja kompanije, 2008 - 2012

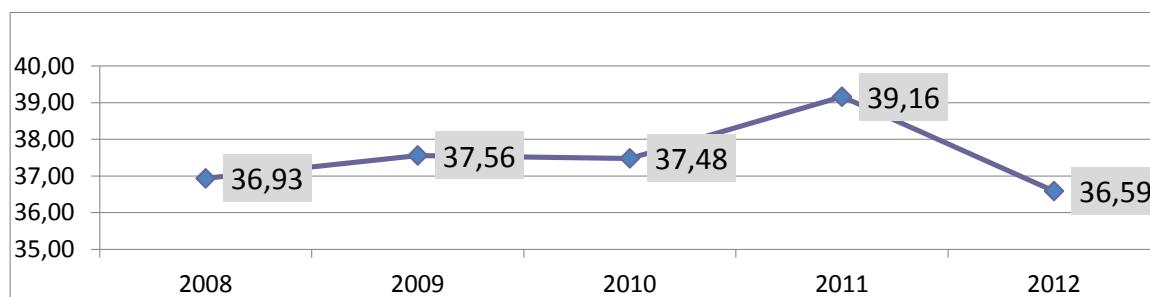


Izvor: Dr Pepper Snapple Group

Iznadprosječna brzina naplate dugova

Poboljšanje u efikasnost naplate potraživanja manifestira se kroz smanjenje za skoro tri dana, čime je društvo samo učvrstilo snažnu poziciju u sposobnosti brze naplate dugova. Prosjek industrije je daleko viši, preko 60 dana za naplatu potraživanja, dok najsnažnija poduzeća – Coca-Cola i PepsiCo u prosjeku trebaju 40-ak dana da naplate svoja potraživanja.

Graf 5: Brzina naplate potraživanja (u danima), 2008 - 2012



Izvor: Dr Pepper Snapple Group

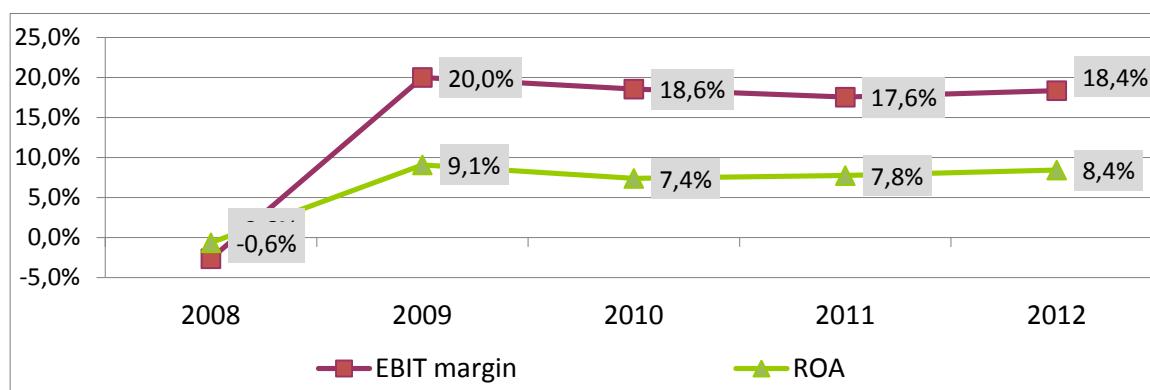


Povećanje cijena kompenzira kontinuirani rast cijena sirovina

EBIT marža poduzeća zadržava se na razini oko 18% zahvaljujući ponajviše kontinuiranom povećanju cijena, čime se neutralizira pad prodane količine proizvoda te rast cijena sirovina. Ipak, vrlo je upitno hoće li kompanija moći i dalje odolijevati ovim faktorima i time zadržati postojeću razinu marže, koja garantira sigurno pokriće obveza za plaćanje tekućih kamata. Naime, već je zadnje kvartalno izvješće nagovjestilo vjerojatni pad EBIT marže s obzirom da niti novo povećanje cijena ne može pratiti kontinuirani pad volumena i rast cijena sladila.

ROA se očekivano povećao na temelju inicijative RCI pokrenute tijekom 2011. godine s ciljem eliminacije nepotrebne imovine koja onemogućava korištenje novca za tekuće poslovanje.

Graf 6: EBIT marža i Return on Assets, 2008 - 2012



Izvor: Dr Pepper Snapple Group

4. VREDNOVANJE PODUZEĆA

Korištena je konstantna stopa rasta od 2% nakon 2017. godine

Vrednovanje poduzeća izvedeno je pomoću DCF modela, pri čemu su obzir uzeti slobodni novčani tokovi raspoloživi poduzeću (FCFF) i dioničarima (FCFE). S ciljem dobivanja realne vrijednosti poduzeća, svakoj metodi dodijeljen je ponder 0,5 te se dobivena cijena vodi kao relevantna smjenica isplativosti ulaganja u dionicu poduzeća Dr. Pepper Snapple Group. I zrađena je projekcija kretanja slobodnih novčanih tokova za razdoblje od sljedećih pet godina tijekom kojih postoji velika vjerojatnost promjenjive stope rasta, ponajprije zbog poslovnih rezultata u prošlom periodu, dok je nakon 2017. godine procijenjena konstantna stopa rasta od 2,0% na temelju koje je određena terminalna vrijednost.

Gordonov model rasta nije korišten kao alternativna metoda izračuna vrijednosti poduzeća budući da je kompanija počela s redovitim



isplaćivanjem dividendi tek od 2010. godine, što objašnjava izuzetno visoku stopu rasta istih na godišnjoj razini (u prosjeku 10%). Ovakva stopa rasta ne može se smatrati održivom u duljem vremenskom periodu.

4.1. FCFF (Free Cash Flow to Firm)

Prvi korak u procjeni vrijednosti poduzeća koristeći DCF model je izrada projekcije budućih poslovnih rezultata. Prognoza je izrađena na temelju ukupne neto prodaje, pri čemu je unutar sljedećih pet godina predviđen natprosječan rast zbog značajnog povećanja opsega poslovanja u operativnom segmentu Latin America Beverages. Promjene u ključnim operativnim pokazateljima, kao što su EBIT i EBITDA, značajno su određeni prognoziranim maržom koja bi nakon inicijalnog rasta zbog širenja na profitabilno tržište Latinske Amerike trebala postati jednaka prosjeku iz prethodnih pet godina (2007. – 2012.). Troškovi na kamate, kao i izdvajanja za kapitalna ulaganja prognozirani su na temelju prosječne stope rasta u razdoblju između 2007. i 2012. godine. Za izračun terminalne vrijednosti korištena je stopa konstantnog rasta neto prodaje nakon 2017. godine od 2%.

Tablica 7: Prognoza slobodnih novčanih tokova za razdoblje 2013. – 2017. godine

	2013	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	TV
Neto prodaja	5.997	6.297	6.517	6.680	6.814	6.950
EBITDA	834	1.133	1.108	1.102	1.090	1.112
Amortizacija	115	133	138	141	144	147
EBIT	719	1.001	970	961	946	965
EBIT (1-Porez)	460	640	621	615	606	618
CAPEX	183	189	196	200	204	209
Amortizacija	115	133	138	141	144	147
Neto kapitalna ulaganja	68	56	58	59	61	62
FCFF	392	584	563	556	545	556
Sadašnja vrijednost FCFF-a	374	532	489	461	431	15.686
						17.973
Plaćene kamate	104	87	73	61	51	42
Promjena (%)	-16,5%	-16,5%	-16,5%	-16,5%	-16,5%	-16,5%
Neto povećanje zaduživanja	-220	-220	-220	-220	-220	-220
FCFE	135	333	317	314	307	321
Sadašnja vrijednost FCFE-a	128	301	272	256	238	7.735
						8.932

Izvor: Vlastiti izračun i izrada prognoze budućih rezultata poslovanja

S druge strane, izračun diskontne stope (WACC) koja je korištena za svodenje projiciranih novčanih tokova na sadašnju vrijednost, bazira se na



Izuzetno niska beta sugerira nisku osjetljivost poduzeća na makroekonomskе promjene

trošku glavnice i trošku duga te kapitalnoj strukturi poduzeća (omjer duga i glavnice). Trošak glavnice za Dr. Pepper Snapple Group iznosi 5,22% te se temelji na prinosu do dospijeća desetogodišnjih obveznica SAD-a koji na dan analize iznosi 2,52% te premiji za zrela tržišta od 5%. Beta kompanije iznosi 0,54 te odražava nisku osjetljivost poduzeća i industrije na promjene u makroekonomskim pokazateljima.

Trošak duga nakon poreza iznosi 2,89% te je određen na temelju trenutnog rejtinga obveznica Dr. Pepper Snapple Group, koji od studenog 2013. godine iznosi BBB+ prema agenciji S&P. Kombinacija navedenih pokazatelja i predviđene kapitalne strukture poduzeća (82% financiranja putem glavnice, a 18% putem duga) rezultira u WACC-u od 4,80%.

Tablica 8: Izračun troška glavnice

Trošak glavnice	
Prinos do dospijeća	2,52%
Premija rizika države	0,00%
Nerizična kamatna stopa	2,52%
Premija za zrela tržišta	5,00%
Premija rizika na indeks	5,00%
Beta	0,54
Trošak glavnice	5,22%

Izvor: Bloomberg, S&P, Dr Pepper Snapple Group

Tablica 9: Izračun troška duga

Trošak duga	
Premija rizika poduzeća	2,00%
Trošak duga prije poreza	4,52%
Porezna stopa na dobit	36,00%
Trošak duga nakon poreza	2,89%

Tablica 10: Izračun WACC-a

Prosječni ponderirani trošak kapitala	
Tržišna vrijednost glavnice	12.134.758.579
Tržišna vrijednost duga	2.647.000.000
Udio glavnice	82%
Udio duga	18%
WACC	4,80%

Izvor: Dr Pepper Snapple Group, vlastiti izračun

Prema FCF metodi, dionica ima potencijal rasta od 29,3%

Nakon potrebnih korekcija, izračunata vrijednost poduzeća na temelju slobodnih novčanih tokova raspoloživih poduzeću iznosi \$73,98 po dionici, što sugerira podcijjenjenost dionice čija je trenutna tržišna cijena \$57,21. Prema ovoj metodi, dionica ima potencijal povećanja cijene od 29,3%.

Tablica 11: Izračun fer vrijednosti poduzeća FCFF metodom (sve vrijednosti su u milijunima USD, osim podataka po dionici i stope rasta)

Vrijednost poduzeća	
Sadašnja vrijednost FCFF-a	17.973
+ Novac na računu	366
- Tržišna vrijednost duga	2.647
- Manjinski interesi	0
Fer vrijednost poduzeća	15.692
Fer vrijednost poduzeća po dionici	73,98
Trenutna tržišna cijena po dionici	57,21
Potencijal rasta	29,3%

Izvor: Vlastiti izračun

Konačna procjena vrijednosti poduzeća uvelike ovisi o prognoziranim parametrima, posebno konstantnoj stopi rasta (g) te diskontnoj stopi pomoću koje se budući novčani tokovi svode na današnju vrijednost (WACC). S ciljem prikazivanja potencijalnih devijacija u fer vrijednosti poduzeća, izrađena je analiza osjetljivosti koja prikazuje kretanje cijena prilikom različitih vrijednosti stope rasta i diskontne stope.

Tablica 12: Analiza osjetljivosti na promjenu stope rasta (g) i diskontne stope (WACC)

WACC \ g	1,00 %	1,50 %	2,00 %	2,50 %	3,00 %
4,00 %	\$71,39	\$86,04	\$108,00	\$144,62	\$217,84
4,80 %	\$54,00	\$62,48	\$73,98	\$90,48	\$116,12
5,00 %	\$50,81	\$58,36	\$68,43	\$82,52	\$103,66
5,50 %	\$43,95	\$49,71	\$57,12	\$67,00	\$80,82
6,00 %	\$38,46	\$42,98	\$48,63	\$55,90	\$65,60

Izvor: Vlastiti izračun

4.2. FCFE (Free Cash Flow to Equity)

Izračun vrijednosti poduzeća putem FCFE metode bazira se na znatno konzervativnijem pristupu, jer u obzir uzima isključivo novčane tokove dostupne dioničarima kompanije. Fer vrijednost poduzeća Dr. Pepper Snapple Group po dionici iznosi \$31,35 prema FCFE metodi, što implicira da je dionica trenutno precijenjena.



Tablica 13: Izračun fer vrijednosti poduzeća FCFE metodom (sve vrijednosti su u milijunima USD, osim podataka po dionici i stope rasta)

Vrijednost poduzeća	
Sadašnja vrijednost FCFE-a	8.932
+ Novac na računu	366
- Tržišna vrijednost duga	2.647
- Manjinski interesi	0
Fer vrijednost poduzeća	6.651
Fer vrijednost poduzeća po dionici	31,35
Trenutna tržišna cijena po dionici	57,21
Potencijal rasta	-45,2%

Izvor: Vlastiti izračun

4.3. Prosječna cijena poduzeća prema DCF modelu

Uzimajući u obzir obje metode DCF modela, dolazimo do prosječne fer vrijednosti od \$52,67 po dionici. Ova cijena je vrlo slična trenutnoj tržišnoj cijeni dionice poduzeća od \$57,21 te sugerira blagu precijenjenost.

Tablica 14: Izračun konačne fer vrijednosti poduzeća

Vrijednost poduzeća	
Prosječna fer cijena po dionici:	52,67
Prosječan potencijal rasta:	-7,9%

Izvor: Vlastiti izračun

Prosječna izračunata fer vrijednost poduzeća po dionici iznosi \$52,67

Na temelju analize može se zaključiti da dionica Dr. Pepper Snapple Group nema značajan potencijal za izuzetan rast u budućnosti, ali predstavlja zanimljivu opciju investitorima koji traže dionicu kojom bi stabilizirali svoj portfelj te se zaštitili od negativnih tržišnih trendova. Ova preporuka temelji se prije svega na relativno niskoj beti poduzeća te činjenici da je tržišna cijena dionice vrlo blizu izračunate fer vrijednosti poduzeća po dionici.