

ANALIZA PODUZEĆA

Constellation Brands

Za vrednovanje Constellation Brands korišten je DCF (FCFF) model te FCFE model. Prema modelu fer vrijednost poduzeća iznosi 8,83 \$, dok je trenutna cijena na tržištu 79,04 \$, tj. prema modelu dionica ima negativni potencijal za rast od -88,8% te je stoga preporuka prodaja dionice.

- Constellation Brands je vodeća kompanija u proizvodnji vina u svijetu, treća u SAD-u pivskoj industriji te vodeća kompanija alkoholnih pića u SAD-u za prodaju šestokih alkoholnih pića.
- 2011. godine Constellation Brands prodao je 80,1% udjela u Australiji i Europi
- 2013. godine Constellation Brands je preuzeo Grupo Modelo's američku pivsku kompaniju za 4,75 milijardi \$
- **U 2013. godini Constellation Brands je ostvario neto dobit od 387,8 mil. USD, dok je zarada po dionici iznosila 2.099\$**

SADRŽAJ

1. Opis poduzeća
2. Analiza izvještaja o dobiti
3. Analiza bilance
4. Analiza izvještaja o novčanom toku
5. Financijski pokazatelji
6. Vrednovanje

PREPORUKA: PRODATI

Ciljana cijena	8,83 \$
Cijena na dan 25/04/2014	79,04 \$
Potencijal za rast	-88,8%
Min./Maks. cijena u 12 mј.	49,11/85,40

Podaci o dionicima

Yahoo/Reuters	STZ/STZ.N
Prosječan dnevni volumen (3 mј.)	307.695
Tržišna kapitalizacija (mil. USD)	15.972,43
Broj dionica (mil.)	191,79
Sektor	Alkoholnih pića
Država	SAD

Analitičar:

Mislav Podnar

mislav.podnar@finance.hr



www.finance.hr

Sadržaj

1.OPIS PODUZEĆA.....	3
1.1.Povijest poduzeća	3
1.2.Struktura dioničara	4
1.3.Geografska rasprostranjenost	4
2.ANALIZA IZVJEŠTAJA O DOBITI.....	5
2.1.Analiza poslovanja po divizijama.....	6
3.ANALIZA BILANCE.....	8
3.1.Analiza strukture duga	9
4.ANALIZA IZVJEŠTAJA O NOVČANOM TOKU.....	9
5.FINANSIJSKI POKAZATELJI	10
5.1.Pokazatelji likvidnosti	10
5.2.Pokazatelji zaduženosti	11
5.3.Pokazatelji aktivnosti.....	12
5.4.Pokazatelji profitabilnosti.....	12
5.5.Pokazatelji Investiranja	13
5.6.Cjenovni multiplikatori.....	14
6.VREDNOVANJE	15
6.1 Trošak kapitala	16
6.2 Prognoza vrijednosti poduzeća	18

1.OPIS PODUZEĆA

Constellation Brands je multinacionalna kompanija koja se bavi proizvodnjom i prodajom vina, piva i žestokih alkoholnih pića. Constellation je vodeća kompanija u proizvodnji vina, treća u SAD-u pivskoj industriji te vodeća kompanija alkoholnih pića u SAD-u za prodaju žestokih alkoholnih pića. Constellation brands kotira na S&P 500 i Fortune 1000, a svom portofolio ima više od 100 brandova, od kojih su najpoznatiji Corona, Svedka, Robert Mondavi, Arbor Mist i drugi. Kompanije je osnovana 1945. godine pod nazivom Canandaigua Industries, a 2000. mijenja ime u Constellation Brands kako bi jasno dala do znanja da nudi široki assortiman alkoholnih pića. Poslovanje se odvija u više od 40 pogona diljem svijeta i zapošljava 4.300 radnika. Sjedište kompanije je Victor, New York.

1.1.Povijest poduzeća

Constellation Brands osnovao je Marvin Sands 1945. godine pod nazivom Canandaigua Industries. U prvoj godini postojanja kompanija je imala 8 zaposlenih i ostvarivala bruto prodaju \$150.000. Akvizicijom Eastern Wine Company 1972. godine i kupnjom njihovog poznatog vina Chateau Martin kompanija mijenja svoje ime u Canandaigua Wine Company i počinje kotirati na burzi.

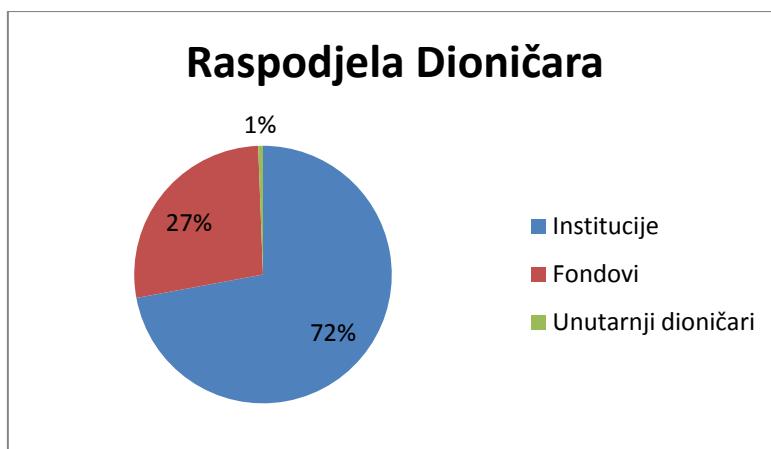
Uslijed nekoliko akvizicija različitih vinskih proizvođača, 1970-ih kompanija raste i postaje 8. najveća kompanija u SAD-u u proizvodnji vina. 1987. godine kompanija akvizicijom pripaja Widmer Wine Cellars and Menishewitz Wine i time proširuje svoj portfolio. 1990 u paletu proizvoda dodaju i pjenušava vina, tijekom 90-ih dogodilo se nekoliko bitnih akvizicija kao što su: Guild Wineries, Barton Incorporated, Almaden and Inglenook, United Distillers Glenmore. Ovim akvizicijama kompanija širi ponudu i na žestoka pića. 1997 nastaje Canandaigua Brands kao kompanija koja se sastoji od Canandaigua Wine Company i Barton Incorporated, neto prodaja doseže 1.1 milijardu dolara.

Kompanija 2000. godine mijenja ime u Constellation Brands i kroz slijedećih nekoliko godina nastavlja sa akvizicijama, Ravenswood akvizicija 2001 i sklapaju Pacific Wine Partners. 2002. godine formira se Constellation International kako bi svi proizvodi bili dostupni globalno svim potrošačima. Akvizicijom BRL Hardy 2003.godine Constellation Brands postaje najveći proizvođač i prodavač vina i prva prava internacionalna kompanija koja prodaje vino globalno. 2007. godine akvizicijom je preuzeta Svedka Vodka. 2011. godine Constellation Brands kupuje ostatak Ruffino Wine, prodaje udjele na britanskom i austrijskom tržištu te lansira nove proizvode: The Dreaming Tree, Simply Naked, Primal Roots and Rioja Vega. 2013. godine akvizicijom pripaja Grupo Modelo's američku pivsku kompaniju za 4.75 milijardi dolara.



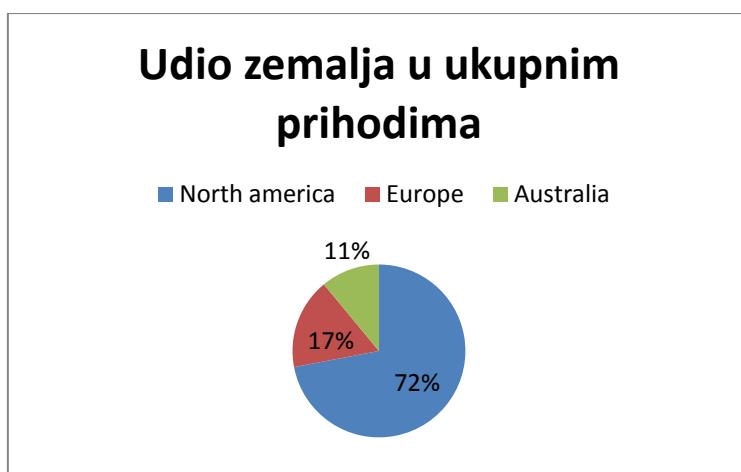
1.2. Struktura dioničara

Constellation Brands 40% je financiran preko dionica a 60% preko obveznica, najveći pojedinačni dioničar je Vanguard Group, Inc. koji drži 5.82%, Eagle Capital Management LLC u svojem vlasništvu ima 4.15%, State Street Corp sa 4.01% osim ovih kompanija još 13 drugih imaju više od 1% vlasništva. Najviše dionica drže institucije u iznosu od 11 635 mil. dolara, zajednički fondovi koji u svojem vlasništvu imaju 4 408 mil. dolara i unutarnji dioničari s 97 mil. dolara.



1.3. Geografska rasprostranjenost

Constellation Brands u svojem asortimanu nudi većinu proizvoda u alkoholnoj industriji. Primarno tržište je Sjeverna Amerika koja u ukupnim prihodima iznosi 72%, Europa donosi 17% ukupnih prihoda dok Australija 11%. Najveći dio proizvoda odnosi se na vino kao njihov glavni proizvod, isto tako igraju veliku ulogu u američkoj pivskoj industriji kao i u proizvodnji žestokih alkoholnih pića.



2.ANALIZA IZVJEŠTAJA O DOBITI

Struktura Konsolidiranih prihoda

<i>tisućama \$)</i>	2009	2010	2011	2012	2013
Neto prodaja	3,654,600	3,364,800	3,332,000	2,654,300	2,796,100
<i>Promjena (%)</i>		-8%	-1%	-20%	5%
EBITDA	29,600	310,800	502,500	486,500	510,400
<i>EBITDA marža (%)</i>	1%	9%	15%	18%	18%
Amortizacija	0	0	0	0	0
<i>marža amortizacije (%)</i>	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	29,600	310,800	502,500	486,500	510,400
<i>EBIT marža (%)</i>	1%	9%	15%	18%	18%
Financijski rezultat	-136,400	-51,500	48,500	47,500	6,000
<i>Financial result margin (%)</i>	4%	2%	-1%	-2%	0%
Porez na dobit	-194,600	-160,000	8,500	-89,000	-128,600
<i>Efektivna porezna stopa (%)</i>	-182%	62%	-2%	17%	25%
Manjinski interesi	0	0	0	0	0
<i>Margin (%)</i>	0%	0%	0%	0%	0%
Neto dobit	-301,400	99,300	559,500	445,000	387,800
<i>Promjena (%)</i>		-133%	463%	-20%	-13%
<i>Neto marža (%)</i>	-8%	3%	17%	17%	14%
Zarada po dionici (u \$)	-1.375	0.447	2.650	2.290	2.099

U promatranom razdoblju Neto prodaja je pala 24%, najveći pad dogodio se 2012. godine što se može povezati s tim da je kompanija 2011. godine prodala 80% udjela u poslovima u Australiji i Ujedinjenom Kraljevstvu te se to odrazilo na prodaju u 2012. godini. Negativan rast neto prodaje u razdoblju od 2010 do 2013 u kojoj je ostvaren pozitivni rast od 5% koji se može povezati s akvizicijom Grupo Modelo's američke pivske kompanije te je neto prodaja iznosila 2.796 milijarde dolara.

Unatoč konstantnom padu neto prodaje u promatranom razdoblju EBITDA je rasla 76% po složenoj godišnjoj stopi(CAGR) a rekordnu vrijednost imala je u 2013.godini i iznosila je 510.4 mil. dolara. EBITDA marža je rasla tijekom cijelog promatranog razdoblja i dostigla je najveću razinu 2012. godine od 18% te ju zadržala i u 2013.godini. EBIT je imao iste vrijednosti kao i EBITDA tijekom promatranog razdoblja zbog amortizacije koja je imala vrijednost 0. Usljed toga i EBIT marža imala je iste vrijednosti kao i EBITDA marža. Negativan financijski rezultat u 2009. godini može se povezati sa velikom investicijom u solarne ploče u proizvodnji vina te je negativan rezultat iznosio -136.4 mil.





dolara. 2010. godine nastavilo se veliko ulaganje u solarne ploče te se nastavio negativan trend i godina je završila negativno s -51.5 mil dolara. Pozitivni finansijski rezultat od 48.5 mil. dolara u 2011. godini što se može povezati s prodajom udjela u poslovima u Australiji i Ujedinjenom Kraljevstvu. U 2012. i 2013. godini imamo pozitivni trend finansijskog rezultata što možemo povezati s lansiranjem novih proizvoda(The Dreaming Tree, Simply Naked, Primal Roots and Rioja Vega) i akvizicijom Grupo Modelo's američke pivske kompanije. Iznos poreza na dobit koje je u promatranom razdoblju plaćala kompanija Constellation Brands imao je velike oscilacije. 2009. godine efektivna porezna stopa bila je -182% zbog velikih investicija. 2010. godina efektivna porezna stopa iznosila je 62% a porez na dobit iznosila je 160 mil. dolara. Značajno smanjenje plaćenih poreza u 2011. godini može se povezati sa prodajom udjela u poslovima u Australiji i U.K. što je minimaliziralo inozemne poreze. Porez plaćen u 2012. godini iznosio je 89 mil dolara a u 2013. godini iznosio je 128.6 mil. dolara.

Neto dobit u 2009. godini bila je negativna i iznosila je -301.4 mil. dolara zbog velikih investicija u razvojne kapacitete. Nakon negativnog rasta u 2009. godini imamo pozitivan rast od 99.3 mil dolara u 2010. godini, nakon toga je uslijedio najveći rast u promatranom razdoblju u 2011. godini od 559.5 mil. dolara(prodaja udjela u Australiji i U.K.), u 2012. imamo pad od 20% u usporedbi s 2011. godinom neto dobit iznosila je 445 mil. dolara, u 2013. godini akvizicija Grupo Modelo's američke pivske kompanije doveo je do pada 13% u odnosu na prošlu godinu i iznosio je 387.8 mil. dolara.

2.1.Analiza poslovanja po divizijama

Neto prodaja (in millions)	Fiscal 2013	Fiscal 2012	Fiscal 2011
Constellation Wines and Spirits	2796.1	2654.3	2557.3
CWAE	0	0	774.7
Crown Imports	2588.1	2469.5	2392.9
Konsolidacija i prodaja	-2588.1	-2469.5	-2392.9
Neto prodaja	2796.1	2,654.3	3332.2



Constellation Brands sastoji se od Constellation Wines and Spirits, Crown Imports i Constellation Wines Australia and Europe(CWAE) koji su 2011. godine većinskim dijelom prodani. Constellation Wines and Spirits koji se prije dijelio na Constellation Wines North America i Constellation Wines New Zealand spojen je u jednu cjelinu iz razloga što se većina proizvedenih proizvoda prodaje na Sjeverno Američkom tržištu. Neto prodaja u promatranom razdoblju ostvaruje godišnji rast od 5% i prodaja je 2013. godine iznosila 2796.1 mil. dolara. Constellation Wines and Spirits fokusira se na proizvodnju i distribuciju vrhunskih vina te nadopunjuje svoju ponudu s asortimanom žestokih pića. U ovom segmentu kompanija nastavlja maksimalno proširivati distribuciju svojih najboljih i najtraženijih proizvoda te i u budućnosti očekuje rast prodaje. Kompanija ostaje predana svom dugoročnom finansijskom modelu rastu prodaje, uključujući i međunarodnu širenje svoje Constellation Wines and Spirits, širenje marže i povećanje novčanog toka kako bi se postigao rast zarade po dionici i povećao povrat na uloženi kapital. Crown Imports koji sudjeluje sa malo manje od 50% u ukupnoj neto prodaji specijaliziran je za uvoz i prodaju piva na američkom tržištu. Crown Imports portfelj uključuje Corona Extra, najprodavanije uvezeno pivo i šesto najprodavanije pivo u ukupnom udjelu u SAD-u, Corona Light, vodeće uvozno svjetlo pivo, i Modelo Especial, treći po veličini i jedan od najbrže rastućih uvoznih marki piva. Crown Imports u promatranom razdoblju postiže godišnji rast neto prodaje od 3% i 2013. godine ona iznosi 2588.1 mil. dolara. CWAE u 2011. godini zabilježio je neto prodaju u iznosu od 774.7 mil. dolara ali isto tako Constellation Brands te je godine odlučio prodati 80.1% udjela u Australiji i Europi, upravo iz toga razloga CWAE prestaje postajati kao divizija te e ostatak prodaje raspodjeljuje na preostale dvije divizije. Neto prodaja 2011. godine iznosila je 3332.2 mil dolara ali zbog prodaje udjela u Australiji i Europi 2012. godine neto prodaja pada na 2654.3 mil dolara(pad od 20%). 2013. godini imamo rast neto prodaje od 5% i ona iznosi 2796.1 mil. dolara.

3. ANALIZA BILANCE

(tis \$)	2009	2010	2011	2012	2013
Novac i novčani ekvivalenti	13,100	43,500	9,200	85,800	331,500
Ostala kratkotrajna imovina	2,521,400	2,545,600	2,073,800	1,948,500	2,139,700
Ukupna kratkotrajna imovina	2,534,500	2,589,100	2,083,000	2,034,300	2,471,200
Ukupna dugotrajna imovina	5,502,000	5,505,200	5,084,600	5,075,600	5,166,900
AKTIVA	8,036,500	8,094,300	7,167,600	7,109,900	7,638,100
Kratkoročni zajmovi	227,300	371,200	83,700	377,900	0
Ostale kratkoročne obveze	1,099,100	1,001,400	579,200	821,700	677,900
Ukupne kratkoročne obveze	1,326,400	1,372,600	662,900	1,199,600	677,900
Dugoročni zajmovi	3,971,100	3,277,100	3,136,700	2,421,400	3,277,800
Ostale dugoročne obveze	830,700	868,300	816,100	812,900	822,100
Ukupne dugoročne obveze	4,801,800	4,145,400	3,952,800	3,234,300	4,099,900
Ukupni kapital	1,908,300	2,576,300	2,551,900	2,676,000	2,860,300
PASIVA	8,036,500	8,094,300	7,167,600	7,109,900	7,638,100

Horizontalnom analizom bilance može se uočiti da ukupna kratkotrajna imovina 2010. godine bilježi lagan rast od 2% a najveći pad u promatranom razdoblju dogodio se 2011. godine kad se bilježi pad od 20% što se može povezati s prodajom udjela u Australiji i Europi od 80.1%. 2013. godine bilježi se rast kratkotrajne imovine od 20% što se može povezati s akvizicijom Grupo Modelo's američke pivske kompanije za iznos od 4.75 milijarde dolara. Dugotrajna materijalna imovina kretala se u istim ciklusima samo s manjim oscilacijama od kratkotrajne imovine i tako 2011. godine zabilježila pad od 7% za razliku od kratkotrajne imovine koja je pala za 20%. 2013. godine dugotrajna imovina zabilježila je lagani rast od 2% u odnosu na 2012. godinu. Kapital je najviše rastao 2010. godine 26% u odnosu na 2009. godinu, a glavni uzrok su povećanja rezervacija za gubitke.

Vertikalnom analizom bilance može se zaključiti da najvažniji dio imovine je dugotrajna imovina koja iznosi 68% ukupne imovine. Najveće stavke dugotrajne imovine su postrojenja, nekretnine i oprema (17%), Goodwill (53%), oprema je 2011. godine pala za 23% u odnosu na 2010. godinu zbog prodaje udjela u Australiji i Europi. Dugotrajna imovina bilježi konstantan pad tijekom promatranog razdoblja te je 2013. godine iznosila 95% od iznosa iz 2009. godine, najveći pad imovine zbog prodaje udjela u Australij i Europi. Tijekom promatranog razdoblja radni kapital je bio pozitivan a najveći tekući odnos je bio 2013. godine kad je kratkotrajna imovina bila 3.64 puta veća od obveza iz čega možemo zaključiti da Constellation Brands putem akvizicija i prodaje nelikvidnih dijelova kompanije konstantno drže likvidnost na visokoj razini i ne očekuje se problemi likvidnosti u budućnosti. Odnos duga i glavnice iznosio je 3.21 2009. godine te bilježi konstantan pad i 2013. godine iznosi 1.67.



3.1. Analiza strukture duga

Struktura duga (mil. USD)	2013	Udio	2012	Udio
Dugoročni dugovi	3,277.8	100%	2421.4	86.5%
Kratkoročni dugovi	0	0%	377.9	13.5%
Ukupni dug	3,277.8	100%	2,799.3	100%

Dugoročni dugovi činili su 86.5% svih dugovanja 2012. godine dok su kratkoročni dugovi iznosili 13.5% gdje su to velikom većinom bili kratkoročni bankovni krediti. U 2013. godini strukturu duga činili su isključivo dugoročni dugovi u iznosu od 3277.8 miliona dolara. Udio duga u ukupnom financiranju kompanije je 59.2% iz duga te 40.8% posto iz izdavanja dionica. Kreditni rejting Constellation Brands-a prema S&P-u je „BB+“. Ovak kreditni rejting dodijeljen je zbog 650 miliona dolara vrijednih izdanih obveznica 2013. godine s rokom dospijeća 10 godina. Unatoč ovakvom rejtingu trenutno kreditno stanje S&P smatra stabilnim i očekuje se značajan oporavak u budućnosti.

4. ANALIZA IZVJEŠTAJA O NOVČANOM TOKU

(u tisućama \$)	2009	2010	2011	2012	2013
Operativni novčani tok	506,900	402,500	619,700	784,100	556,300
Investicijski novčani tok	128,600	256,600	188,100	135,100	-206,800
Financijski novčani tok	-647,400	-623,100	-846,100	-575,100	-98,700
Promjene u novcu i novčanim ekviv.	-11,900	36,000	-38,300	73,900	250,800

U analizi izvještaja o novčanom toku jasno se vidi porast investicija 2013. godine kada je Constellation Brands preuzeo Grupo Modelo's američku pivsku kompaniju za iznos od 4.75 milijarde dolara. Transakcija uključuje puno vlasništvo Crown Imports LLC koji pruža Constellation Brands-u potpunu, neovisnu kontrolu nad svim aspektima američkog komercijalnog poslovanja, pivovare u Navi (Piedras



Negras), Meksiko, ekskluzivni brand i trajnu dozvolu za uvoz na Američko tržište i prodaju Corona i Modelo marke piva koju Crown Imports trenutno prodaje i slobodu da se razvija brand isto kao i inovacije za američko tržište. Porast finansijskih izdataka 2011. godine je najveći u promatranom razdoblju takva aktivnosti mogu se povezati sa velikim investiranjem u postrojenje 2009. godine te akvizicija 2010. godine koje su se pretežito financirane iz obveznica i drugih vrijednosnih papira. Najveću dobit iz poslovnih aktivnosti Constellation Brands zabilježio je 2012. godine u inosu od 784.1 miliona dolara iste godine kompanija je dobila nagradu „Supplier of the Year Award for Best Large Wine Company“ . U promatranom razdoblju najveći novčani tok na kraju promatranog razdoblja bio je 2013. godine kada je on iznosio 250.8 miliona dolara a najveći negativni novčani tok bio je 2011. godine zbog gore navedenih investicijskih aktivnosti koje su financirane putem obveznica i drugih vrijednosnih papira novčani tok iznosio je -38.3 miliona dolara.

5.FINANCIJSKI POKAZATELJI

Finansijski pokazatelji su odnosi, tj. omjeri dviju ekonomskih veličina koji se formiraju radi sinteze i jednostavnijeg pregleda informacija o poslovanju kompanija. Veličine se uzimaju uglavnom iz osnovnih finansijskih izvještaja, što znači da se baziraju na prošlom poslovanju kompanije. To je ujedno i najveći nedostatak finansijskih pokazatelja, pošto je teško dati kvalitetnu procjenu budućeg poslovanja kompanije isključivo na temelju prošlih događaja. Ovisno o preferencijama investitora, oni mogu naglašavati važnost pojedinih vrsta pokazatelja. Tako dugoročne investitore primarno zanimaju pokazatelji vezano uz prihode i profitabilnost poduzeća, a pokazatelji likvidnosti dolaze u drugi plan. Najčešće ih računaju i koriste kao alat u analizi revizori, banke, ulagači na finansijskim tržištima i ostali zainteresirani za finansijski položaj kompanija. Vrlo često ih računaju i same kompanije, za internu uporabu ili objavu zainteresiranim ulagačima u kompaniju.

5.1.Pokazatelji likvidnosti

	2009	2010	2011	2012	2013
Koef. Ubrzane likvidnosti	0.53	0.52	1.08	0.55	1.46
Koef. Tekuće likvidnosti	1.91	1.89	3.14	1.70	3.65
Koef. Finansijske stabilnosti	0.82	0.82	0.78	0.86	0.74

Koefficijent tekuće likvidnosti u omjer stavlja kratkotrajnu imovinu i kratkoročne obveze te je najbitniji od navedenih pokazatelja pošto govori o sposobnosti kompanije da servisira svoje obveze koje dospijevaju u roku od godine dana. Ukoliko je omjer veći od vrijednosti 1, kratkotrajna imovina je



veća od kratkoročnih obveza, što znači da postoji radni kapital. U promatranom razdoblju koeficijent tekuće likvidnost bio je uvijek veći od 1 a 2013. godine zabilježio je najveću vrijednost i iznosio je 3.65. Unatoč kreditnom rejtingu „BB+“ vrlo visok koeficijent tekuće likvidnosti osigurava veliku sigurnost i nema i ne postoji veći rizik od nelikvidnosti.

Razlika između koeficijenta tekuće i ubrzane likvidnosti jest što potonji ne sadrži zalihe, pošto su teško unovčive. U 2009. i 2010. godine koeficijent ubrzane likvidnosti je nizak zbog većik kratkoročnih obveza u te dvije godine što se može povezati s investicijama tih godina što im je povećalo kratkoročne obveze ali i isto i velike zalihe koje su imali u te dvije godine. 2013. godine koeficijent ubrzane likvidnosti bio je najveći i iznosio je 1.46 i to možemo pripisati tome što su smanjene kratkoročne obveze(zajmovi) u odnosu na ostale godine.

Koeficijent finansijske stabilnosti u omjer stavlja dugotrajnu imovinu i sumu kapitala dugoročnih obveza te je obrnuto proporcionalan koeficijentu tekuće likvidnosti. Poželjno je da koeficijent bude manji od 1, pošto bi to značilo da se dio tekućih obveza financira iz dugoročnih izvora, što je slučaj za sve godine u promatranom razdoblju.

Gledajući sva tri pokazatelja likvidnosti te uzimajući u obzir veličinu kompanije te dobar kreditni rejting i razvijenost finansijskog tržišta u SAD-u može se zaključiti kako Constellation Brands nema problema s likvidnošću te kako ne postoje naznake da bi se u budućnosti to moglo promijeniti.

5.2.Pokazatelji zaduženosti

	2009	2010	2011	2012	2013
Odnos duga i imovine	0.76	0.68	0.64	0.62	0.63
Odnos kapitala i imovine	0.24	0.32	0.36	0.38	0.37
Odnos duga i glavnice	3.21	2.14	1.81	1.66	1.67
Pokriće troškova kamata	0.09	1.13	2.53	2.59	2.18

Na kraju 2009. godine dug je činio 76% imovine, dok je 24% bio financiran vlastitim kapitalom. U promatranom razdoblju ovo je najveći omjer što se može povezati s investicijama u razvoj pogona koja se dogodila 2009. godine u ostalom razdoblju ovaj koeficijent je lagano pada ali ne puno zbog nekoliko akvizicija kojih je Constellation Brands ostvario tijekom tih pet godina. Koeficijent odnosa duga i imovine je blago pada dok je u istom razdoblju odnos kapitala i imovine lagano rastao. Odnos duga i glavnice je 2009. godine bilježio 3.21 ali je tijekom promatranog razdoblja konstantno pada i 2013. godina završila je s koeficijentom od 1.67. Pokriće troškova kamata, koje se računa kao omjer operativne dobiti i troškova kamata bio je najniži 2009. godine kada je iznosio 0.09 te je u periodu od 5 godina narastao i najveću vrijednost ostvario 2012. godine kada je iznosio 2.59. Kada uzmemo u obzir



sve pokazatelje zaduženosti može se zaključiti loša pozicija koju je kompanija imala 2009. godine uslijed velikih investicija ali krajem 2013. godine kompanija je pozitivno poboljšala sve koeficijente zaduženosti i time si omogućila da se bez poteškoća može dodatno zadužiti u budućnosti.

5.3.Pokazatelji aktivnosti

	2009	2010	2011	2012	2013
Koef. obrta ukup imovine	0.48	0.44	0.50	0.41	0.40
Koef obrta kratkotrajne imovine	1.52	1.39	1.72	1.42	1.23
Koef obrta potraživanja	7.33	6.97	5.86	5.88	6.43
Naplata potraživanja (u danima)	49.80	52.35	62.33	62.10	56.73

Pokazatelji aktivnosti govore o efikasnosti korištenja resursa u poslovnim procesima te su važni pošto pokazuju koliko je menadžment sposoban generirati prihode iz vlastitih resursa. Što su koeficijenti obrtaja viši to je poduzeću manje potrebno da obrne stavku bilance na koju se koeficijent odnosi. Koeficijent obrtaja ukupne imovine prikazuje učinkovitost upotrebe kapitala u ostvarivanju prihoda. Poželjno je da bude što veći. 2011. godine zabilježena je najveći koeficijent u promatranom razdoblju i iznosio je 0.5, dok je 2013. godine zabilježen najniži koeficijent te je iznosio 0.4. Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine prikazuje učinkovitost upotrebe kratkotrajne imovine u ostvarivanju prihoda. Poželjno je da bude što veći. Najveći je zabilježen 2011. godine a najniži 2013. godine kada je iznosio 1.23. Koeficijent obrtaja potraživanja izračunava se stavljanjem u odnos prihoda od prodaje i potraživanja. Povećanjem koeficijenta smanjuje se trajanje naplate potraživanja. Koeficijent je bio najveći 2009. godine kada je iznosio 7.33. Trajanje naplate potraživanja dobiva se stavljanjem u odnos broj dana u godini (365) prema koeficijentu obrtaja potraživanja. Pokazatelj je povoljniji ukoliko je dobiveni broj manji što upućuje na manji broj dana potreban za naplatu potraživanja.

5.4.Pokazatelji profitabilnosti

	2009	2010	2011	2012	2013
EBITDA margin	0.8%	9.2%	15.1%	18.3%	18.3%
EBIT margin	0.8%	9.2%	15.1%	18.3%	18.3%
ROA	0.3%	4.6%	10.6%	8.9%	8.1%
ROE	-15.8%	3.9%	21.9%	16.6%	13.6%



Pokazatelji profitabilnosti općenito odražavaju stupanj korištenja postojećih potencijala uspjeha i mjere se na temelju odnosa povrata ili rente s jedne strane i uloga s druge strane. U promatranom razdoblju vidljivo je da je Constellation Brands imao rast svih pokazatelja profitabilnosti na kraju promatranog razdoblja u usporedbi s početkom. EBITDA marža i EBIT marža imaju identične vrijednosti zbog toga što u promatranom razdoblju amortizacija je bila 0, može se vidjeti velik rast od početne 2009. godine kad je marža bila 0.8% te 2013. godine kada je marža bila 18.3%. Pokazatelj ROA bilježi isto tako veliki rast što se može povezati s nekoliko bitnih akvizicija ali i prodaje dijelova kompanije u Australiji i Europi što je povećalo imovine i kapital ali isto tako i dobit, upravo je to razlog rasta ROE koji od svih pokazatelja ima najveći rast od 2009. godine kada je bio -15.8% i 2011. godine kada je iznosio čak 21.9% što se može pripisati otpisu dijela vlasništva u Australiji i Europi čime se smanjila imovina ali ne i dobit. 2013. godina završila je sa 13.6% ROE zbog akvizicije te godine i smanjenja dobiti u odnosu na 2011. i 2012. godinu. Iz ovih pokazatelja se može zaključiti pozitivni rast i napredak Constellation Brands-a.

5.5.Pokazatelji Investiranja

	2009	2010	2011	2012	2013
EPS	-1.38	0.45	2.65	2.29	2.10
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Odnos isplate dividendi	0%	0%	0%	0%	0%

Pokazatelji investiranja, tj. zarade po dionici i dividende po dionici pokazuju pozitivan trend ukoliko se uspoređuje prva i zadnja godina promatranog razdoblja. 2009. godine zarada po dionici bila je negativna i iznosila je -1.38 dok je najveća zarada po dionici bila 2011. godine kada je i neto dobit bila najveća uslijed prodaja dijelova u Australiji i Europi. 2013. godine zarada je iznosila 2.10 što je malo niže od prethodne dvije godine zbog akvizicije preuzeo Grupo Modelo's američke pivske kompanije za iznos od 4.75 milijarde dolara. Što se tiče dividenda po dionici one u ovom razdoblju nisu bile isplaćivane jer je cijela neto dobit išla u zadržanu dobit i dalje investirana preko akvizicija i proširenja postrojenja.



5.6.Cjenovni multiplikatori

	2009	2010	2011	2012	2013
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E (x)	-11.69	43.02	7.89	14.13	35.76
P/BV (x)	1.85	1.66	1.73	2.35	4.85
P/S (x)	0.96	1.27	1.32	2.37	4.96
P/CF (x)	-11.69	43.02	7.89	14.13	35.76
EV/EBITDA (x)	263.62	27.23	15.54	18.90	33.20

U 2009. godini P/E je negativan jer je zarada po dionici bila negativna te je samim time i ovaj pokazatelj negativan, najveći je bio 2010. godine kada je zarada po dionici bila relativno niska za razliku od 2013. godine kada je zarada po dionici 4 puta veća od 2010. godine ali isto tako i cijena same dionice te P/E iznosi 35.67. Tijekom cijelog promatranog razdoblja P/BV konstantno je rastao i dostigao svoju najveću vrijednost 2013. godine kada je iznosio 4.85 upravo zbog velikog rasta cijene dionice u odnosu na ostale godine. Kao i P/BV pokazatelj P/S jednako je imao konstantan rast i najveću vrijednost imao je 2013. godine kada je iznosio 4.96 uslijed velikog porasta cijene dionice.

Isto kao i prethodna dva pokazatelja P/CF imao je konstantan rast i najveću vrijednost 2013. godine. Pokazatelj EV/EBITDA najveću vrijednost imao je 2009. godine zbog vrlo niskog EBITDA uslijed visokih troškova prodaje i administrativnih troškova, najniži vrijednost ovaj pokazatelj imao je 2011. godine imao vrlo visoku EBITDA ali i smanjenu vrijednost cjelokupnog poduzeća uslijed prodaje 80.1% udjela u Australskom i Europskom dijelu kompanije.



6.VREDNOVANJE

Vrednovanje poduzeća Constellation Brands provedeno je DCF (Discounted cash flows) modelom. Kao alternativni model može se koristiti DDM (Dividend growth model), poznat kao Gordonow model rasta. Constellation Brands vodi politiku ne isplaćivanja dividendi i zbog toga razloga DDM model ne možemo primijeniti na primjeru ovog poduzeća. Fer vrijednost poduzeća po DCF modelu iznosi 8.83 dolara što je 88.8% manje od tržišne cijene na dan 25.04.2014., koja iznosi 79.04 dolara.

	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P	TV
EBIT (1-Porez)	485,070	527,404	596,195	666,427	737,266	793,196
CAPEX - Amortizacija	237880	251724	252277	264825	263900	280787
Promjene u radnom kapitalu	43,448	36,496	37,956	34,540	30,642	42,082
FCFF	766,398	815,623	886,429	965,792	1,031,808	1,116,065
Sadašnja vrijednost FCFF-a	713,700	707,313	715,858	726,320	722,610	1,116,065
						4,701,865

Prognoza FCFF-a (Free Cash Flow to Firm) izračunata je kao zbroj projekcija budućih zarada (EBIT umanjen za porez), neto kapitalnih ulaganja (razlika kapitanih ulaganja i amortizacije) i promjena u radnom kapitalu (radni kapital se računao bez uzimanja stavke novac, to je tzv. non-cash working capital).

	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P	TV
Plaćene kamate	215,138	197,881	182,008	167,409	153,980	141,629
Promjena (%)	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-8.0%	-8.0%
Neto povećanje zaduživanja	-625,250	-625,250	-625,250	-625,250	-625,250	-625,250
FCFE	-431,629	-398,842	-326,652	-265,333	-190,225	-148,106
Sadašnja vrijednost FCFE-a	-401,950	-345,878	-263,796	-199,542	-133,221	-1,891,438
						-3,235,825

Prognoza FCFE-a (Free Cash Flow to Equity) izračunata je kao projekcija buduće neto dobiti umanjen za neto kapitalna ulaganja i promjena u radnom kapitalu, te uvećana za nova zaduživanja i umanjen za otplatu prethodnih zaduživanja. FCFE model mjeri koliko se novaca može isplatiti dioničarima društva nakon što se isplate svi tekući troškovi, reinvestiranja i otplate prethodnih zaduživanja. Negativna ili vrlo niska razina FCFE-a ne mora nužno značiti loše stanje poduzeća, naprotiv može implicirati da je tvrtka u potražnji za kapitalom zbog akvizicija i širenja tržišnog udjela. Constellation Brands upravo je takva kompanija i zbog toga unatoč velikom zaduživanju zbog velikih kapitalnih ulaganja predviđa se rast i povećanje vrijednosti kompanije u budućnosti.



6.1 Trošak kapitala

Trošak kapitala izračunat je na temelju 10-godišnjih američkih obveza, a premija rizika iznosi 0%, tako da je konačan trošak kapitala izračunat kao zbroj nerizične kamatne stope i umnoška bete poduzeća Constellation Brands i premije za zrela tržišta. Trošak kapitala iznosi 7.38%, dok trošak duga iznosi 4,61% (zbroj nerizične kamatne stope i premije rizika poduzeća umanjen za efektivnu poreznu stopu na dobit). WACC za Constellation Brands iznosi 6.86%, a izračunat je kao ponderirani zbroj troška kapitala i troška duga. Pomoću WACC-a su se diskontirale vrijednosti FCFF-a u razdoblju iznadprosječnog rasta (pet godina) i terminalne vrijednosti (TV) kako bi se dobile sadašnje vrijednosti. U izračunu terminalne vrijednosti stopa rasta je procijenjena na 1,76% (desetogodišnji prosjek rasta BDP-a Sjedinjenih Država), dok je vrijednost bete jednaka jedan, pošto se prepostavlja da će u dugom roku kretanje cijene dionice biti usklađeno s tržištem. Na tim prepostavkama izračunat je WACC za razdoblje stabilnog rasta.

Trošak glavnice	
Prinos do dospijeća	2.64%
Premija rizika države	0.00%
Nerizična kamatna stopa	2.64%
Premija za zrela tržišta	5.00%
Premija rizika na indeks	5.00%
Beta	0.95
Trošak kapitala	7.38%

Trošak duga	
Premija rizika poduzeća	3.50%
Trošak duga prije poreza	6.14%
Porezna stopa na dobit	24.90%
Trošak duga nakon poreza	4.61%

Prosječni ponderirani trošak kapitala	
Tržišna vrijednost glavnice	14,605,011
Tržišna vrijednost duga	3,400,968
Udio glavnice	81%
Udio duga	19%
WACC	6.86%

Stabilan rast	
g	1.90%
Beta	1.00
Trošak kapitala	7.64%
WACC	7.07%



Vrijednost poduzeća	
Sadašnja vrijednost FCFF-a	4,701,865
+ Novac na računu	331,500
- Tržišna vrijednost duga	3,400,968
- Manjinski interesi	0
Fer vrijednost poduzeća	1,632,397
Fer vrijednost poduzeća po dionici	8.83
Trenutna tržišna cijena po dionici	79.04
Potencijal rasta	-88.8%

Izračunom se utvrdilo da fer vrijednost dionice poduzeća Constellation Brands iznosi 8.83 dolara, što znači da je trenutna vrijednost dionice precijenjena za iznosi od 88.8% prema vrijednosti dionice 25.04.2014., koja iznosi 79.04 dolara.

Vrijednost poduzeća	
Sadašnja vrijednost FCFE-a	-3,235,825
+ Novac na računu	331,500
- Tržišna vrijednost duga	3,400,968
- Manjinski interesi	0
Fer vrijednost poduzeća	-6,305,294
Fer vrijednost poduzeća po dionici	-34.12
Trenutna tržišna cijena po dionici	79.04
Potencijal rasta	-143.2%

Izračunom se utvrdilo da fer vrijednost dionice poduzeća Constellation Brands iznosi -34.12 dolara, negativnu cijenu dionice možemo povezati s prevelikim tržišnim dugom i akvizicijama s ciljem širenja tržišnog udjela.

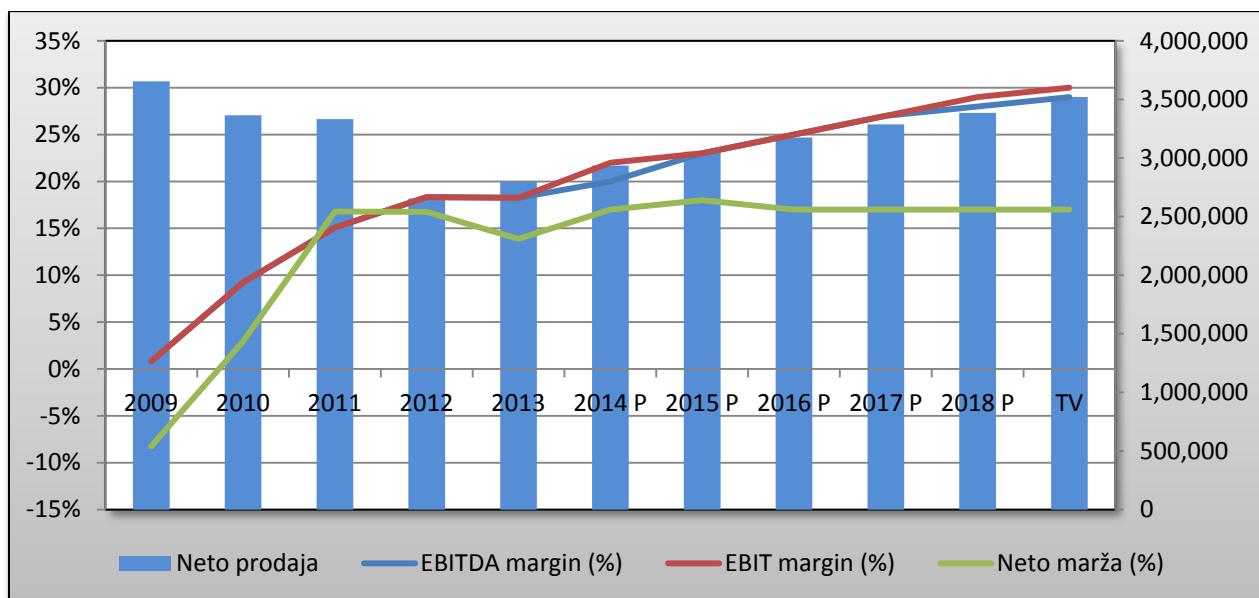


6.2 Prognoza vrijednosti poduzeća

(u tisućama \$)	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P	TV
Neto prodaja	2,935,905	3,053,341	3,175,475	3,286,616	3,385,215	3,520,624
<i>Promjena (%)</i>	5.0%	4.0%	4.0%	3.5%	3.0%	4.0%
EBITDA	587,181	702,268	793,869	887,386	947,860	1,020,981
<i>EBITDA marža (%)</i>	20%	23%	25%	27%	28%	29%
Amortizacija	117,436	122,134	127,019	131,465	135,409	140,825
<i>Amortizacijska marža (%)</i>	4%	4%	4%	4%	4%	4%
EBIT	645,899	702,268	793,869	887,386	981,712	1,056,187
<i>EBIT marža (%)</i>	22%	23%	25%	27%	29%	30%
Financijski rezultat	0	30,533	-31,755	-32,866	-67,704	-70,412
<i>Financijska marža (%)</i>	0%	-1%	1%	1%	2%	2%
Porez na dobit	-160,829	-182,468	-189,766	-212,776	-227,588	-245,458
<i>Efektivna porezna stopa (%)</i>	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Manjinski interesi	0	0	0	0	0	0
<i>Marža (%)</i>	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Neto dobit	485,070	550,334	572,348	641,745	686,420	740,317
<i>Promjena (%)</i>	25%	13%	4%	12%	7%	8%
<i>Neto marža (%)</i>	17%	18%	17%	17%	17%	17%
Zarada po dionici (u \$)	2.625	2.978	3.097	3.473	3.715	4.006

Prognoza vrijednosti poduzeća Constellation Brands polazi od neto prodaje od koje se u budućem razdoblju od pet godina očekuje konstantan rast s prosjekom od 4% te se očekuje konačna vrijednost neto prodaje od 3.52 milijarde dolara. EBITDA također ima konstantan rast koji prati povećanje neto prodaje u budućem razdoblju. Amortizacijska marža trebala bi držati konstantnu vrijednost od 4% jer je istu vrijednost imala i prethodnom promatranom razdoblju. EBIT prati vrlo sličan rast kao i EBITDA u budućem razdoblju te konačna vrijednost od 1.056 milijarde dolara. Financijska marža u budućem razdoblju trebali se kretati oko razine od 1% i s time ne umanjiti previše neto dobit poduzeća. Porez na dobit poduzeća Constellation Brands iznosi 24.9% i takva stopa uzeta je za cijelo buduće razdoblje. Manjinski interesi iznose 0 i nemaju nikakvu ulogu u konačnom rezultatu neto dobiti. Neto dobit raste u budućem razdoblju po relativno stabilnoj stopi i prosječni iznos neto marže je 17%. Kao zadnju stavku u prognozi vrijednosti poduzeća uzima se zarada po dionici koja bilježi konstantan rast i konačna prognozirana vrijednost iznosi 4.006 dolara po dionici.





Grafički prikaz poslovanja od 2009. godine i prikaz predviđenog budućeg poslovanja poduzeća Constellation Brands gdje su uzete varijable neto prodaje, EBITDA marže, EBIT marže i Neto marže. Neto prodaja koja je svoj vrhunac dostigla 2009. godine i nakon toga bilježi pad i najnižu vrijednost 2012. godine nakon koje se očekuje postepen i stabilan rast kroz buduće razdoblje. EBITDA i EBIT marža u prvih pet godina promatranja imaju iste vrijednosti te se njihov budući rast predviđa po vrlo sličnim stopama što se može vidjeti iz grafa. Neto marža koja je u 2009. godini zabilježila negativnu stopu u razdoblju od dvije godine dostiže vrijednost od 559 miliona i nakon toga uz određene oscilacije zadržava relativnu jednaku razinu.