

Anheuser-Busch InBev

Za vrednovanje Abertisa korišten je DCF (FCFF i FCFE) model, Fer vrijednost poduzeća prema DCF modelu je 62,40\$, što je 43,3% manje od trenutne tržišne cijene, 25,66% manje od najmanje tržišne cijene zadnjih godinu dana te 43,35% manje od najviše tržišne cijene u zadnjih godinu dana.

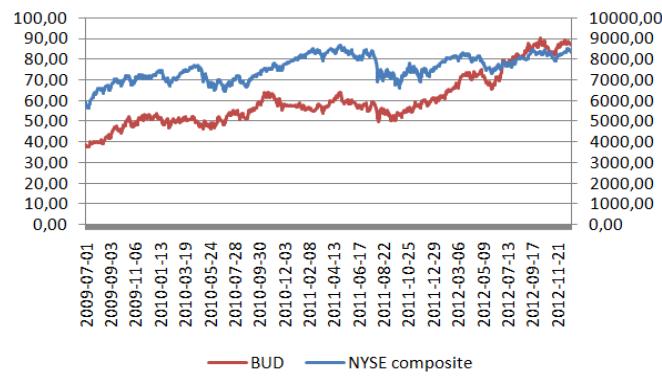
- Rast volumena prodaje najznačajnijih brendova u 2013. a 4,7%, usprkos padu ukupnog volumena prodaje za 1,2%
- Najveći potencijal za rast u Kini, Brazilu, Rusiji i Meksiku
- Lipanj 2013. - pripajanje **Grupo Mondelo** - jačanje pozicije na meksičkom brzorastućem tržištu i dodavanje **Corone** u portfelj brendova
- Ukupni sinergijski troškovi pripajanja - 1 mlrd \$ do 2016. godine
- Pripajanje **Oriental Brewery** (Južna Koreja) za 5,8 mlrd \$ u siječnju 2014.
- Diverzifikacija portfelja snažnih brendova diljem svijeta omogućuje stabilnost poslovanja i otvara prilike za povećanje ukupnog svjetskog tržišnog udjela
- Plan za budućnost - privući ljubitelje vina i žestokih alkoholnih pića kroz snažne marketinške kampanje
- Dream=People=Culture* pristup
- Plan za 2015. i 2016. - strateške akvizicije u Evropi u Aziji

PREPORUKA: PRODATI

Ciljana cijena	62,40 \$
Cijena na dan 31/12/2013	106,52 €
Potencijal za rast:	-43,3%
Min./maks. cijena u 12 mjeseci	83,94/110,16

Podaci o dionici

Yahoo/Reuters	BUD
Prosječan dnevni volumen (3 mj.)	1.498,350
Tržišna kapitalizacija (mil \$)	171.142
Broj dionica (mil)	1.641,55
Sektor	Piće
Država	Belgija



	3G	1G	6M	1M
NYSE comp	35,59%	17,14%	7,07%	2,64%
BUD	99,30%	14,84%	8,24%	14,84%

Ključni pokazatelji	Ab InBev	Industrija	Sektor
P/E (TTM)	13,23	19,68	33,24
P/S (TTM)	3,96	6,95	4,84
P/BV (MRQ)	--	1,52	24,34
P/CF (TTM)	9,47	8,39	28,77
Dividend Yield	1,90	1,56	2,27
EPS (TTM)	8,91	--	--
DPS (TTM)	3,87	--	--
ROA	7,70	4,13	31,23
ROE	19,95	8,62	70,86

Izvor: Reuters

Jure Alavanja (Student investitor)
Tim za analizu poduzeća



Sadržaj:

1. Općenito o poduzeću.....	1
1.1. Osnovne činjenice.....	1
1.2. Povijest.....	1
1.3. Struktura dioničara.....	2
1.4. Korporacijski identitet.....	2
1.5. Tržišta.....	3
1.6. Marketing.....	5
2. Analiza finansijskih izvještaja.....	7
2.1. Analiza izvještaja o dobiti.....	7
2.2. Analiza bilance.....	8
2.3. Analiza izvještaja o novčanom toku.....	9
2.4. Finansijski pokazatelji.....	10
2.4.1. Pokazatelji likvidnosti.....	10
2.4.2. Pokazatelji zaduženosti.....	11
2.4.3. Pokazatelji aktivnosti.....	11
2.4.4. Pokazatelji profitabilnosti.....	12
2.4.5. Pokazatelji investiranja.....	12
3. Ključni podaci za 2013.....	13
3.1. Volumen prodaje u 2013.....	14
4. Vrednovanje.....	15
4.1. Prognoza poslovanja.....	15
4.2. FCFF.....	16



1. Općenito o poduzeću

1.1 Osnovne činjenice

Anheuser - Busch InBev, vodeći svjetski proizvođač piva belgijsko-brazilsko-američkog podrijetla, prepoznat je kao najsnažnija kompanija na svijetu u industriji pića od strane FORTUNE časopisa, te kao jedna od pet najvećih kompanija proizvođača proizvoda krajnje potrošnje. Poslovanje se temelji na proizvodnji i distribuciji piva veletrgovcima ili direktno malotrgovcima u manjem broju slučaja. U portfelju od preko 200 piva koje proizvode nalaze se neka od najpoznatijih svjetskih imena u toj industriji. Sam portfelj je podijeljen u tri velike skupine:

- Globalni brendovi
 - Budweiser
 - Stella Artois
 - Corona
 - Becks
- Multi-nacionalni brendovi
 - Leffe
 - Hoegaarden
- Lokalni brendovi

Posvećenost tradiciji i vrhunskoj kvaliteti datira još od 1366. godine i Den Hoorn pivovare u Leuvenu, Belgiji. Danas A-B InBev zapošljava oko 116,000 radnika u 24 države diljem svijeta te ostvaruje godišnje prihode od oko 40 milijardi američkih dolara.

1.2. Povijest

AB InBew je formiran akvizicijom američkog proizvođača piva Anheuser - Buscha od strane brazilsko-belgijskog pivara, InBev-a, koji je sam nastao spajanjem AmBev-a i Interbrew-a.

- Interbrew - proizvođač piva iz Belgije osnovan 1987. godine spajanjem dvije najveće tamošnje pivovare, Artois i Piedboeuf, čiji korijeni datiraju čak iz 1366. godine
- Ambev - kompanija osnovana 1999. godine spajanjem dvaju najvećih brazilskih proizvođača piva, Antartice i Brahma.

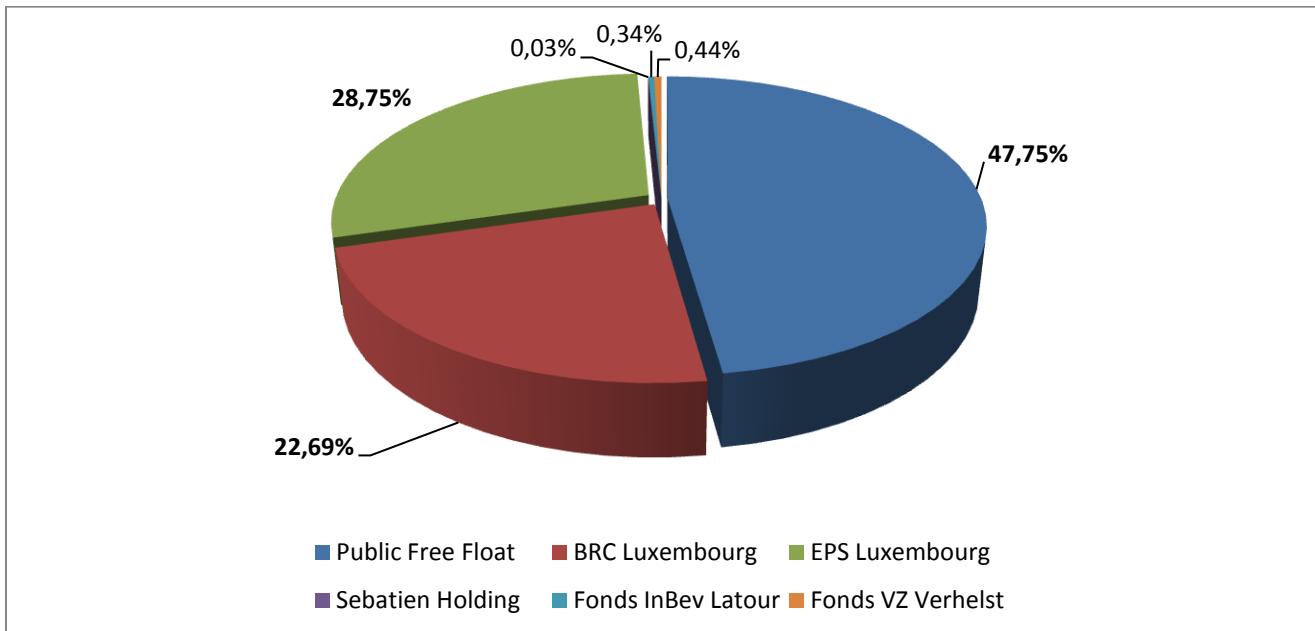
Po spajanju Interbrewa i AmBewa 2004. godine, nastaje tada najveći svjetski proizvođač piva - InBev.

- Anheuser - Busch - američki proizvođač piva osnovan 1860. godine u St. Louisu

Konačno spajanje InBeva i Anheuser - Buscha je dovršeno 2008. godine.



1.3. Struktura dioničara



Vidimo da 47,75% dionica spada pod public free float. Veliki pojedinačni dioničari su BRC Luxembourg, kompanija koja predstavlja osnivače AmBeva, te EPS Luxembourg, kompanija koja predstavlja osnivače Interbrew-a.

0,10% dionica je u vlasništvu ANheuser-Busch InBev i njihove podružnice, Brandbrewa.

1.4. Korporacijski identitet



Izabrani logo kompanije reflektira njenu viziju te temeljne vrijednosti - napredak, izvornost i prijateljstvo. Također je postavljen kao izvor ponosa, inspiracije zaposlenika, kvalitetne suradnje s partnerima i demonstracije visokih ambicija da AB InBev postane 'Najbolja pivovarska kompanija u boljem svijetu'.

Orao na logu predstavlja snagu, brzinu i fokus, dok njegov pogled usmjeren prema naprijed svjedoči viziji, ambiciji i energiji kompanije.

1.5. Tržišta

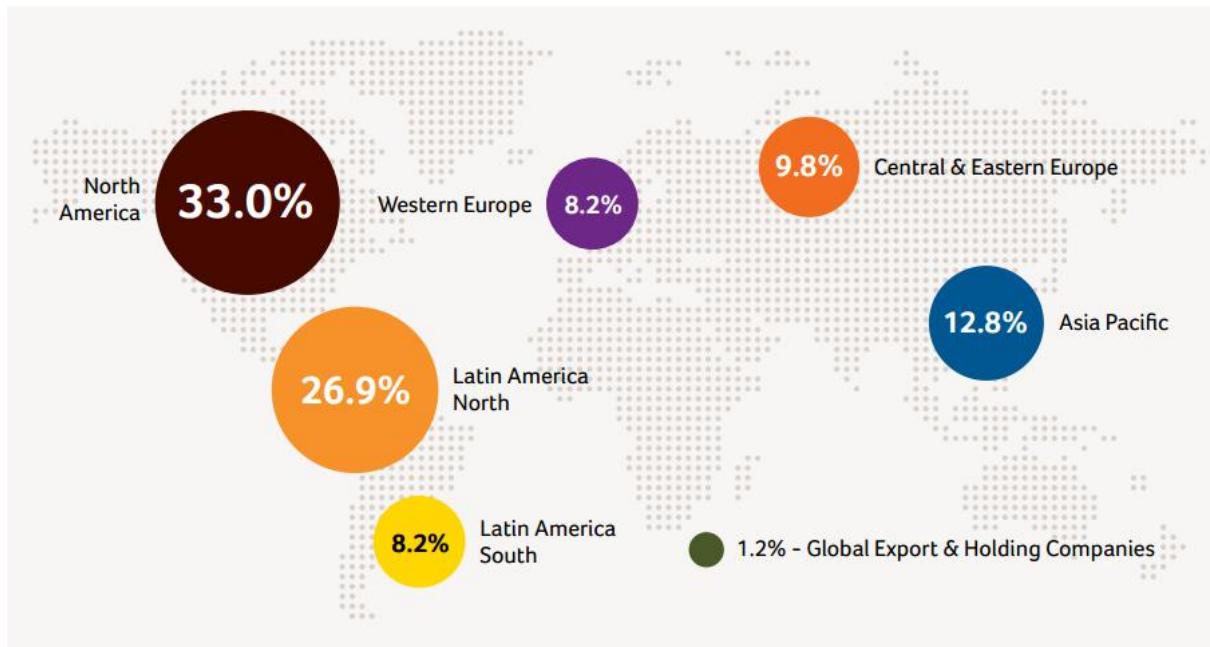
AB InBev poslovanje organizira podjelom u 6 velikih regija s naglaskom na ključna tržišta u svakoj od tih regija.

		Volumen potrošnje (1000 hl)	Udio - ukupni (svjetski) volumen:	Tržišni udio (zemlja):	Tržišna pozicija:
Sjeverna Amerika	SAD	115.856	28,77%	47,60%	Br. 1
	Kanada	9.283	2,31%	40,60%	Br. 1
Južna Amerika - Sjever	Brazil (pivo)	86.962	21,60%	68,50%	Br. 1
	Brazil (meka pića)	30.794	7,65%	18,10%	Br. 2
Južna Amerika - Jug	Argentina (pivo)	13.649	3,39%	77,70%	Br. 1
	Argentina (meka pića)	10.940	2,72%	21,80%	Br. 2
Zapadna Europa	Belgija	5.081	1,26%	56,30%	Br. 1
	Njemačka	8.672	2,15%	9,40%	Br. 2
	VB	8.797	2,18%	17,80%	Br. 1
Središnja i Istočna Europa	Rusija	13.519	3,36%	15,60%	Br. 3
	Ukrajina	9.266	2,30%	34,00%	Br. 1
Azija i Pacifik	Kina	57.470	14,27%	13,40%	Br. 3

AB InBev na svim ključnim tržištima ulazi u top tri kompanije s najvećim tržišnim udjelom. Također, vidimo da se u Latinskoj Americi, osim piva kao glavog proizvoda, prodaju i meka pića. Za poslovanje kompanije od iznimno velikog značaja bio ulazak na kinesko tržište koje je danas najveće svjetsko nacionalno tržište potrošnje piva te tržište s najbržim rastom potrošnje piva po glavi stanovnika, na kojem trenutno zauzimaju 3. mjesto po tržišnom udjelu, s udjelom od 14,27%. Na kinesko tržište prvi put ulaze 1993. godine. Nadalje, 1995. počinje proizvodnja Budweiser Wuhana, lokalnog brenda, čime se osnažuje pozicija na tržištu. Daljnja ekspanzija odvija se 2004. i 2005. godine akvizicijama Harbin Brewery Group Ltd, kineske najstarije pivovare, te kupnjom 27% udjela u Tsingtao Brewery Co. AB InBev upravo na kineskom tržištu vidi najveći potencijal za brzi rast u skoroj budućnosti.

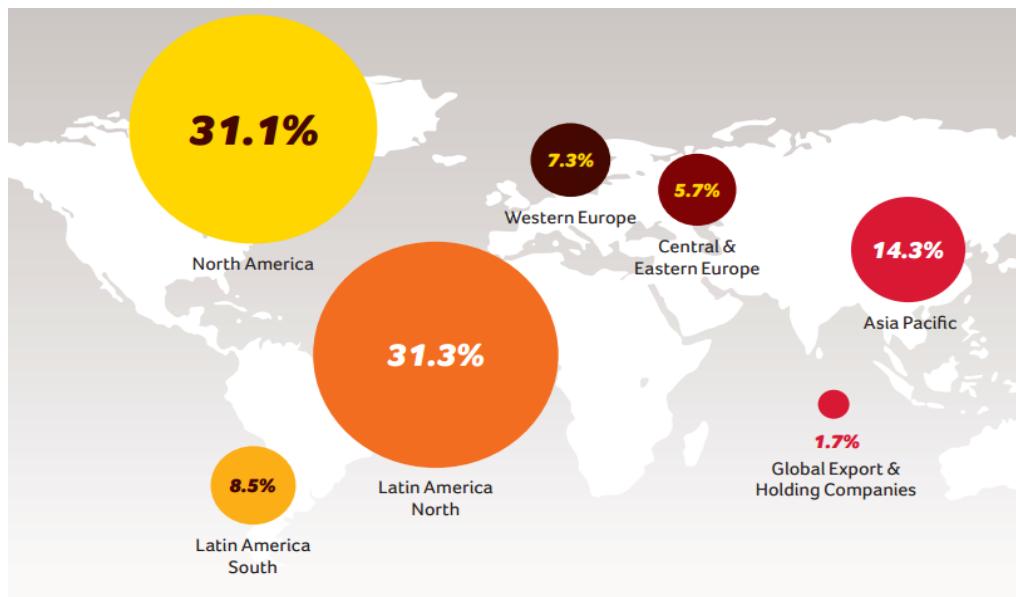


Volumni udio u prodaji možemo promotriti i na priloženim slikama.



Slika 1. Volumni udio u potrošnji, 2009.

Za AB InBev, dva najznačajnija tržišta 2009. godine su Sjeverna Amerika i Južna Amerika - Sjever, koji zajedno čine 59,9% ukupne volumne potrošnje svih proizvoda iz portfelja AB InBev. Najmanji volumni udio čine regije Zapadne Europe i Južne Amerike - Jug, koje skupa čine svega 16,4% ukupne volumne potrošnje proizvoda.



Slika 2. Volumni udio u potrošnji, 2012.



Situacija se u odnosu na 2009. godine nešto promijenila. Regije Sjeverne Amerike i Južne Amerike - Sjever su i dalje na vrhu po volumnoj potrošnji, no JA - Sjever je sada na prvom mjestu. S druge strane, regija Središnje i Istočne Europe je na zadnjem mjestu po postotku volumne potrošnje.

1.6. Marketing

Odmah po nastanku same kompanije 2008. godine krenulo se u izradu marketinške strategije koja će odgovarati ambiciji AB InBeva i pomoći ostvarivanju svih ciljeva. Kreiran je i uspješno primjenjen jedan marketinški jezik za sva tržišta. Njegov učinak se mjeri preko WCCP (World Class Commercial Program), koji uključuje i marketinške i prodajne funkcije kompanije. Marketinški plan na globalnoj razini je prilagođen lokalno za svaku pojedinačnu zemlju u kojoj AB InBev posluje te je translatiran u objektivno odredivu komponenetu u vidu konačnog cilja, čime se omogućuje usporedba rezultata među zemljama, dijeljenje najboljih iskustava i praksi i razmjena znanja među zaposlenicima. Takav pristup marketingu je proširen i horizontalno i vertikalno kroz kompaniju, dakle kroz sve zemlje i kroz sve razine menadžmenta.

- WCCP

Program koji objedinjuje marketinške i prodajne funkcije, osmišljen radi omogućavanja kontinuiranog napretka kvalitete marketinških mogućnosti i prodajnih rezultata.

WCCP marketing pokriva tri temeljna procesa - definiranje portfelja proizvoda za svaku zemlju, planiranje i implementacija veza na tržištu, te inovativnost u pristupu.

WCCP prodaja pokriva osam ključnih kategorija i poveznice među njima - menadžment, potrošači, prodajni predstavnici, veleprodajni menadžment, ključni partneri, određivanje cijena, tržišna prilagodba i *cost- to- serve*.

Poseban se naglasak stavlja na inovativnost zaposlenika i implementaciju kvalitetnih inovacija na odgovarajuće tržište. Sve stavke u proizvodnom i prodajnom procesu su važne - od novih postrojenja, novog načina punjenja boca, novog pakiranja ili novog načina distribucije proizvoda.

Primjer. 'PerfectDraft' u suradnji s Philips kućanskim aparatima, dizajnirano je, proizvedeno i prodano preko 600.000 kućnih točionika s 'bačvama' koje taj točionik koristi, što je dovelo do porasta u prodaji velikog broja brendova - Stella, Leffe, Juliper Tauro, Quilmes...



Uz konstantnu prisutnost na društvenim mrežama, razne mobilne aplikacije i službe za korisnike kojima se bilježe i razmatraju svi upiti i kritike, sam marketinški pristup cijelokupne kompanije se temelji na provedbi većih programa koji se provode globalno, uz djelomičnu prilagodbu pojedinom tržištu i vremenu u kojem se program provodi. Temeljne vrijednosti koje se pritom promiču i naglašavaju su izvrsnost u poslovanju, tradicija i vrhunska kvaliteta. S obzirom da AB InBev ne forsira promociju i osnaživanje imena same kompanije već je fokusirana na pojedine brendove i osnaživanje njihovih pozicija na tržištu, većina programa koji se provode je vezana upravo uz neki od tih brendova (s tim da, ukoliko se radi o globalnim brendovima, program će biti primjenjen globalno, za razliku od lokalnih brendova, kod kojih se ne provode programi tolikog obujma i opsega već se naglašavaju lokalne karakteristike i vrijednosti).

Možda i najvažniji program je 'Responsible Drinking' koji se primjenjuje globalno, s tim da su same promocije prilagođene lokalnim tržištima. Ljudi se potiče da piju odgovorno, čime se naglašava opasnost vožnje u alkoholiziranom stanju i opasnost konzumiranja alkoholnih pića kod maloljetnih osoba.

Velik naglasak stavlja se i na okoliš i održiv razvoj. S obzitom da se pivo proizvodi od prirodnih sastojaka, od velike im je važnosti zaštita kvalitete zemlje, vode i ostalih prirodnih resursa, čija kvaliteta direktno utječe i na kvalitetu konačnog proizvoda. Promiču održiv razvoj i maksimalnu efikasnost u poslovanju čime se izbjegava nepotrebno trošenje prirodnih resursa.

U konačnici, zadnji globalni program je 'društvo' u cjelini. AB InBev prihvata društvenu odgovornost i potpomaže lokalne zajednice kroz poslove koje stvaraju, plaće koje isplaćuju, poreze koje plaćaju, investicije koje realiziraju.



www.finance.hr

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

2. Analiza finansijskih izvještaja

2.1. Analiza izvještaja o dobiti

(milijunima \$)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Neto prodaja	23.507	36.758	36.297	39.046	39.758	19.756
<i>Promjena (%)</i>	56%	-1%	8%	2%	-50%	
COGS	-10.336	-17.198	-16.151	-16.634	-16.447	-8355
Gross profit	13.171	19.560	20.146	22.412	23.311	11.401
<i>Gross profit margin (%)</i>	56%	53%	56%	57%	59%	58%
EBITDA	7.252	14.387	13.685	15.112	15.480	15.309
<i>EBITDA marža (%)</i>	31%	39%	38%	39%	39%	77%
Amortizacija	1.912	2.818	2.788	2.783	2.747	3.100
<i>marža amortizacije (%)</i>	8%	8%	8%	7%	7%	16%
EBIT	5.340	11.569	10.897	12.329	12.733	12.209
<i>EBIT marža (%)</i>	23%	31%	30%	32%	32%	62%
Finansijski rezultat	-1.540	-3.906	-3.215	-2.514	-1.582	-991
<i>Financial result margin (%)</i>	7%	11%	9%	6%	4%	5%
Porez na dobit	-674	-1.786	-1.920	-1.856	-1.717	-849
<i>Efektivna porezna stopa (%)</i>	18%	23%	25%	19%	15%	8%
Manjinski interesi	-1.199	-1.264	-1.736	-2.104	-2.191	-860
<i>Margin (%)</i>	5%	3%	5%	5%	6%	4%
Neto dobit	1.927	4.613	4.026	5.855	7.243	9.509
<i>Promjena (%)</i>		139%	-13%	45%	24%	31%
<i>Neto marža (%)</i>	8%	13%	11%	15%	18%	48%
Zarada po dionicima (u \$)	1,204	2,876	2,528	3,645	4,523	6,006

Tablica 1. Skraćena verzija izvještaja od dobiti

Prije same analize, valja napomenuti da su podaci za sve godine uzeti na zadnji dan kalendarskog obračuna godine, dok su podaci za 2013. godinu polugodišnji, tj. vrijede na datum 30. lipnja 2013. godine.

S obzirom da je cijelokupno poslovanje Ab InBeva u današnjem obliku krenulo 2008. godine, dama 2008. godina će biti bazna za sve kasnije ostvarene rezultate. U prvoj godini poslovanja i prihodi i vezani troškovi su bili znatno manji u odnosu na nadolazeće godine. EBIT je uglavnom konstantan kroz promatrani period, uz iznimku 2008. godine.



Iako se neto dobit smanjila 2010. u donosu na 2009. godinu, već sljedeće godine raste za čak 45%, a rast se nastavlja i u narednoj godini, kada je u konačnici ostvareno čak 7,2 milijarde dolara neto dobiti.

Glavni uzrok rasta prihoda 2009. godine su više cijene većine brendova kao rezultat većih troškova poslovanja, uzrokovanih višim cijenama nabavne robe potrebne za poslovanje i proizvodnju. Do izražaja dolazi i sinergijski učinak u SAD-u, povećanje prodajnog volumena u Aziji te akvizicije u Latinskoj Americi.

Neto dobit je 2010. godine bila niža u odnosu na 2009. godinu, unatoč nižim finansijskim troškovima. Glavni uzrok tomu su troškovi market - to -market prilagodbe.

Uzrok rasta neto dobiti u 2011. i 2012. godini su manji finansijski troškovi kao rezultat smanjene razine ukupnog duga te zabilježen rast prodaje kao rezultat intezivnih marketinških aktivnosti i dobrog menadžerskog upravljanja.

2.2. Analiza bilance

(mil \$)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Novac i novčani ekvivalenti	2.937	3.689	4.511	5.320	7.051	6.701
Ostala kratkotrajna imovina	7.941	7.164	8.086	7.003	13.579	8.423
Ukupna kratkotrajna imovina	10.877	10.853	12.597	12.323	20.630	15.124
Ukupna dugotrajna imovina	102.283	101.672	101.745	100.104	101.991	123.539
AKTIVA	113.160	112.525	114.342	112.427	122.621	138.663
Kratkoročni zajmovi	12.066	2.043	2.933	5.567	5.390	5.151
Ostale kratkoročne obveze	11.069	12.212	12.789	14.080	15.022	15.260
Ukupne kratkoročne obveze	23.135	14.255	15.722	19.647	20.412	20.411
Dugoročni zajmovi	48.025	47.049	41.961	34.598	38.951	45.199
Ostale dugoročne obveze	17.569	18.051	17.862	17.141	17.821	21.091
Ukupne dugoročne obveze	65.594	65.100	59.823	51.739	56.772	66.290
Ukupni kapital	24.431	33.171	38.799	41.044	45.441	51.967
PASIVA	113.160	112.526	114.344	112.430	122.625	138.668

Tablica 2. Bilanca

Horizontalno analizirajući bilancu vidimo da se najveća promjena dogodila u 2012. godini kao rezultat povećanja ukupne kratkotrajne imovine za čak 10 milijardi dolara, konkretno povećanja

novca te kratkoročnih vrijednosnih papira. Dugotrajna imovina je kroz sve godine na približno istoj razini.

Jako veliku značajku ima i smanjenje kratkoročnih zajmova 2009. godine u odnosu na 2008., čime je koeficijent tekuće i ubrzane likvidnosti znatno porastao, a samim time i stabilnost cjelokupnog poslovanja. U isto vrijeme, samo je 2012. godine koeficijent likvidnosti bio preko 1, a u finansijskim izvješćima se navodi cilj cjelokupne kompanije da kroz naredne godine smanji ukupnu zaduženost poduzeća i poveća zadržanu zaradu, kao što je i do sada bio trend.

Od 2008. godine vidljiv je trend smanjenja ukupnih obveza i povećanja ukupnog kapitala u pasivi bilance. Pri tome se najveći dio povećanja kapitala odnosi na zadržanu dobit i ostale rezerve, a smanjenje obveza se provodi otplatom kratkoročnih i dugoročnih obveza, uz iznimku 2012. godine kada su dugoročne obceze porasle zbog troška pribavljanja 50% udjela u meksičkoj grupaciji Grupo Mondelo.

Vertikalno gledano, u aktivi odnos između dugotrajne i kratkotrajne imovine je otprilike 10:1. Najvažnije stavke u dugotrajnoj imovini je goodwill koji čini skoro polovicu ukupne dugotrajne imovine kroz sve godine, potom neopipljivaimovina i u konačnici tvornice, zemljišta i oprema za proizvodnju. S druge strane, u obvezama najveći dio čine dugoročne obveze, uglavnom korištene radi pribavljanja i akvizicija različitih grupacija i pivovara po svijetu.

2.3. Analiza izvještaja o novčanom toku

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Operating cash flow	5.533	9.124	9.905	12.486	13.268	3.684
Investing cash flow	-54.878	5.269	-2.546	-2.731	-11.341	-6.933
Financing cash flow	49.685	-12.903	-6.523	-8.940	-188	2.889
Change in C & CE	340	1.490	836	815	1.739	-360

Tablica 3. Skraćeni prikaz novčanog toka

Rast operativnog novčanog toka vidljiv je kroz sva promatrana razdoblja, pogotovo između 2009. i 2008. te 2011. i 2010. godine. Razlog rasta je veća stopa profita u promatranim godinama te posljedično veći trošak za poreze.

Investicijski novčani tok prolazi kroz izuzetne promjene tijekom razdoblja. U 2009. godini je pozitivan jer nema toliko akvizicija kao 2008. (godina osnivanja). U 2012. je -11.341 zbog kupovine udjela u Grupo Mundo.

Finansijski tok se značajno promijenio 2009. u odnosu na 2008. zbog povećanja obveza po zajmovima (Grupo Mundo).



2.4. Financijski pokazatelji

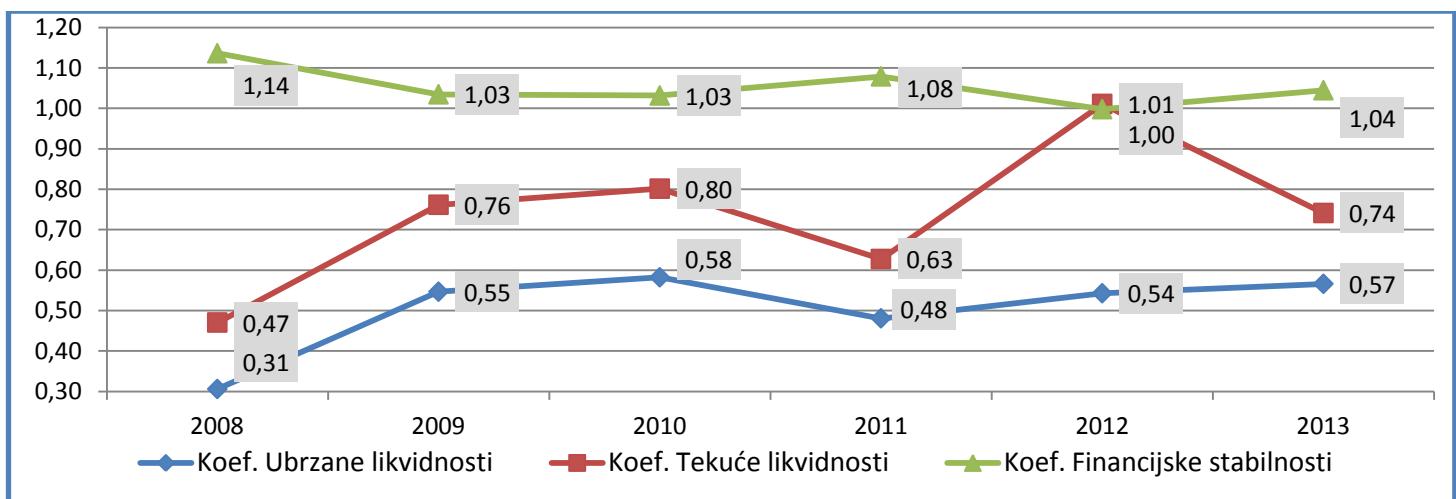
2.4.1. Pokazatelji likvidnosti

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Koef. Ubrzane likvidnosti	0,31	0,55	0,58	0,48	0,54	0,57
Koef. Tekuće likvidnosti	0,47	0,76	0,80	0,63	1,01	0,74
Koef. Financijske stabilnosti	1,14	1,03	1,03	1,08	1,00	1,04

Tablica 4. Pokazatelji likvidnosti

Koeficijent tekuće likvidnosti bio je izrazito nepovoljan samo u prvoj godini poslovanja (0,47), no do 2012. godine je doveden do željene razine, prvenstveno smanjenjem kratkoročnih obveza, a u 2012. konkretno naglim porastom kratkotrajne imovine.

Koeficijent ubrzane likvidnosti nije sličan koeficijentu tekuće jer osim novca i potraživanja, bitnu stavku u kratkotrajnoj imovini imaju i zalihe koje su stabilne kroz cijelo promatrano razdoblje, kao i kratkotrajna financijska imovina čiji nagli rast možemo vidjeti u 2012. godini (posljedično i na koeficijentu tekuće likvidnosti). Povećanje koef. ubrzane likvidnosti rezultat je smanjenja kratkoročnih obveza kroz godine.



2.4.2. Pokazatelji zaduženosti

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Odnos duga i imovine	0,78	0,71	0,66	0,63	0,63	0,63
Odnos kapitala i imovine	0,22	0,29	0,34	0,37	0,37	0,37
Odnos duga i glavnice	3,63	2,39	1,95	1,74	1,70	1,67
Pokriće troškova kamata	3,14	2,70	3,27	4,06	5,03	8,71

Tablica 5. Pokazatelji zaduženosti

Iako je odnos duga i imovine 2008. godine bi čak 0,78, taj se omjer kroz godinje značajno smanjuje, što je u skladu sa ciljevima Uprave AB InBeva. To vidimo i u odnosu kapitala i imovine koji je u stalnom porastu (na uštrbu duga).

Ono što je posebno značajno je pokriće troškova kamata, koje je i u samom početku poslovanja bilo na vrlo visokoj razini, no do 2012. godine je naraslo do čak 5,03, što znači da čak i ako se EBIT u narednim godinama vratoglavno smanji a troškovi kamata ostanu isti ili se povećaju, ovaj pokazatelj će i dalje biti izuzetno stabilan.

2.4.3. Pokazatelji aktivnosti

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Koef. obrta ukupne imovine	0,21	0,34	0,32	0,36	0,34	0,15
Koef obrta kratkotrajne imovine	2,22	3,48	2,94	3,27	2,01	1,36
Koef obrta potraživanja	5,83	9,22	7,98	9,77	10,29	4,24
Naplata potraživanja (u danima)	62,62	39,58	45,73	37,36	35,48	86,03

Tablica 6. Pokazatelji aktivnosti

Koefficijent obrtaja ukupne imovine raste s vremenom usred bržeg rasta ukupnih prihoda od rasta ukupne imovine.

Koefficijent obrtaja kratkotrajne imovine je doživio snažniji pad u 2012. godine zbog naglog rasta kratkotrajne imovine, dok prihodi i dalje rastu.

Koefficijent obrtaja potraživanja raste zbog konstantnog rasta prihoda, dok su potraživanja kroz sve godine na približno istoj razini, što u konačnici dovodi i do manjeg broja naplate potraživanja u danima.



2.4.4. Pokazatelji profitabilnosti

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBITDA margin	30,9%	39,1%	37,7%	38,7%	38,9%	77,5%
EBIT margin	22,7%	31,5%	30,0%	31,6%	32,0%	61,8%
ROA	3,2%	7,9%	6,4%	7,9%	8,0%	7,9%
ROE	7,9%	13,9%	10,4%	14,3%	15,9%	18,3%

Tablica 7. Pokazatelji profitabilnosti

Pokazatelji profitabilnosti su povoljni, pogotovo ako uzmemu u obzir sve godine poslovanja u odnosu na 2008. godinu. No treba napomenuti da se u 2013. godini očekuju još bolji rezultati zbog kupnje značajnog udjela u Grupo Mondo, iako se EBITDA margina nije povećala 2012. u odnosu na 2009. godinu.

ROA ima tendenciju rasta zbog rasta dobiti kroz sve godine, kao i ROE, koji se udvostručio 2012. godine u odnosu na 2008.

2.4.5. Pokazatelji investiranja

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	TTM
EPS	1,20	2,88	2,53	3,64	4,52	6,01	0,91
DPS	1,83	0,82	1,21	1,92	2,27	2,88	0,60
Odnos isplate dividendi	152%	29%	48%	53%	50%	48%	65%
Dividend yield	7,9%	1,6%	2,1%	3,1%	2,6%	3,1%	5,4%
P/E (x)	19,18	18,23	22,63	16,79	19,15	15,31	12,13
P/BV (x)	1,51	2,54	2,35	2,40	3,05	2,80	1,47
P/S (x)	1,57	2,29	2,51	2,52	3,49	7,37	2,03
P/CF (x)	9,63	11,32	13,37	11,38	13,89	11,54	4,95
EV/EBITDA (x)	13,25	9,20	9,87	9,05	11,65	12,65	9,83

Tablica 8. Pokazatelji investiranja

EPS i DPS rastu kroz cijelo promatrano razdoblje (uz izuzeak 2009. DPS).

Dividend yield pada prije svega zbog rasta cijena dionice kroz razdoblja, kao i zbog pada DPS u 2009. i 2010. godini u odnosu na 2008.

P/E je 2012. godine na približnoj razini 2008., dok mu u međurazdoblju visina varira, prije svega o EPS.



3. Ključni podaci za 2013

Anheuser-Busch InBev u 2013. godini ostvaruje znatan skok u ukunim prihodima u odnosu na 2012. godinu. Ukupni prihodi u 2013. iznosili su 43,2 mlrd \$, što je rast od 8,64%. Razlog rasta prije svega je akvizicija grupe Grupo Mondelo u Meksiku i globalno poznatog brenda Corona. U isto vrijeme, neto dobit raste na čak 14,4 mlrd \$, što je rast od gotovo 100% u odnosu na 2012. Takav rast neto dobiti odnosi se prije svega na fer vrijednosno usklađivanje akvizicije Grupo Mondelo.

Neto novčani tok u 2013. godini iznosio je 3,9 mlrd \$, što je povećanje od 100% u odnosu na 2012. godinu. Rastu novčanog toka pridonio je rast novčanog toka iz poslovnih aktivnosti i smanjenje negativnog novčanog toka iz finansijskih aktivnosti. Novčani tok iz investicijskih aktivnosti se povećao za preko 100%, no zbog relativno malog udjela u ukupnom novčanom toku nema toliki utjecaj na krajnji neto novčani tok.

Razlog rasta ukupnih prihoda između ostalog leži i u povećanju ukupnog volumena prodaje u 2013. godini za 4,7% na svim svjetskim tržištima, čemu najviše pridonose Kina, Brazil, Rusija i Meksiko. Ta tržišta se smatraju i najvećim potencijalima za budući rast, s obzirom na trenutno zasićenje i ograničenu mogućnost rasta u Zapadnoj Europi i Sjevernoj Americi.

Dividende se isplaćuju svake godine u travnju zadnje dvije godine, uz tendenciju rasta pokazatelja dividende po dionici kroz cijelo promatrano razdoblje.



3.1. Volumen prodaje u 2013.

U navedenoj tablici vidimo smanjenje ukupnog volumena prodaje u 2013. godini u odnosu na 2012. Jedina regija koja bilježi rast volumena potrošnje je Asia Pacific, gdje najveći rast generira povećanje prodaje u Kini. No treba uzeti u obzir da će ta regija imati još v grupe Grupo Mondo eći značaj u 2014. godini zbog važne strateške akvizicije Oriental Brewery na početku godine. Sve ostale regije bilježe stagnaciju u volumenu prodaje. Ukupan utjecaj akvizicije Grupo Mondelo osjetiti će se tek u 2014. godini, i to prije svega u regiji Latin America North. Vertikalno gledano, najznačajnije regije prema volumenu prodaje su North AMerica te Latin America North, koje skupa generiraju preko 50% ukupnog volumena prodaje.

Thousand hectoliters	2012 Reference base	Scope	Organic growth	2013	Organic growth %
North America	125 139	275	(3 299)	122 116	(2.6)%
Mexico	23 038	–	(672)	22 366	(2.9)%
Latin America North	122 382	795	(4 049)	119 128	(3.3)%
Latin America South	38 097	–	(1 179)	36 918	(3.1)%
Western Europe	29 634	–	(1 249)	28 385	(4.2)%
Central and Eastern Europe	22 785	–	(3 600)	19 185	(15.8)%
Asia Pacific	57 667	2 923	5 197	65 787	9.0%
Global Export and Holding Companies	12 079	(223)	198	12 054	1.7%
AB InBev Worldwide	430 821	3 770	(8 652)	425 939	(2.0)%

Tablica 9: Volumen prodaje po regijama (Annual Report 2013 AB InBev)

Razlog pada prodaje u Sjevernoj Americi je rast poreznog opterećenja krajnjih potrošača, dok je u Latinskoj Americi razlog smanjena ukupna kupovna moć. Treba napomenuti da se u 2014. očekuje i značajan rast prodaje zbog Svjetskog nogometnog prvenstva koje se održava u Brazilu.



4. Vrednovanje

Za vrednovanje AB InBeva korišten je DCF model. **Prema izračunu, dionica je precijenjena i treba je prodati.** U nastavku postupak izračuna.

4.1. Prognoze poslovanja AB InBev

Prognoze cjelokupnog poslovanja AB InBeva napravljene su na temelju dosadašnjih prihoda i marži poslovanja.

(milijunima \$)	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P	TV
Neto prodaja	46.219	48.067	49.990	51.740	53.292	54.304
<i>Promjena (%)</i>	7,0%	4,0%	4,0%	3,5%	3,0%	1,9%
EBITDA	24.958	25.956	26.995	27.939	28.778	29.324
<i>EBITDA marža (%)</i>	54%	54%	54%	54%	54%	54%
Amortizacija	3.235	3.365	3.499	3.622	3.730	3.801
<i>marža amortizacije (%)</i>	7%	7%	7%	7%	7%	7%
EBIT	21.723	22.592	23.495	24.318	25.047	25.523
<i>EBIT marža (%)</i>	47%	47%	47%	47%	47%	47%
Finansijski rezultat	-1.849	-1.923	-2.000	-2.070	-2.132	-2.172
<i>Financial result margin (%)</i>	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Porez na dobit	-3.975	-4.134	-4.299	-4.450	-4.583	-4.670
<i>Efektivna porezna stopa (%)</i>	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Manjinski interesi	-1.849	-1.923	-2.000	-2.070	-2.132	-2.172
<i>Margin (%)</i>	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Neto dobit	14.050	14.612	15.197	15.729	16.201	16.509
<i>Promjena (%)</i>	-2%	4%	4%	3%	3%	2%
<i>Neto marža (%)</i>	17%	17%	17%	17%	17%	17%

Tablica 10: Prognoze poslovanja AB InBeva

Razlog očekivanja značajnog povećanja neto prodaje u 2014. godini je potpuno djelovanje akvizicija Grupo Mondelo te Oriental Brewery, trend rasta tržišta Kine, Rusije i Brazila, kao i održavanje Svjetskog nogometnog prvenstva u Brazilu, što će utjecati na većinu svjetskih tržišta.



4.2. FCFF

Discount rate	
WACC	7,32%
Equity weight	0,80
Debt weight	0,20
MV of equity	176,149
MV of debt	44,392

WACC stopa za AB InBev iznosi 7,32%. Pri tom treba naglasak staviti na značajan udio glavnice (čak 0,8), te puno manji udio duga (0,2) u ukupnom izračunu.

Cost of equity		Cost of debt	
YTM	3,69%	Marginal Tax rate	20,00%
Default spread	1,84%	Pre-tax cost of debt	5,85%
RiskFree rate	1,85%	Post-tax cost of debt	4,68%
Beta	0,90	Default spread	4,00%
Equity risk premium	684%		
Cost of equity	7,99%		

Trošak kapitala izračunat je na temelju desetogodišnjih obveznica zemalja koje predstavljaju najznačajnija tržišta za AB InBev, na koje je nadodana premija rizika. Beta je izračunata na temelju dnevnih prinosa između 2009. i 2013. godine u korelaciji s indeksom NYSE Composite Index. Ukupni trošak kapitala iznosi 7,99%, dok s druge strane trošak duga nakon poreza iznosi 4,68%.

	2014	2015	2016	2017	2018	TV
Neto prodaja	46.219	48.067	49.990	51.740	53.292	54.304
EBITDA	24.958	25.956	26.995	27.939	28.778	29.324
Amortizacija	3.235	3.365	3.499	3.622	3.730	3.801
EBIT	21.723	22.592	23.495	24.318	25.047	25.523
EBIT (1-Porez)	17.378	18.073	18.796	19.454	20.038	20.418
CAPEX	3.235	3.365	3.499	3.622	3.730	3.801
Amortizacija	3.235	3.365	3.499	3.622	3.730	3.801
Neto kapitalna ulaganja	0	0	0	0	0	0
FCFF	17.378	18.073	18.796	19.454	20.038	20.418
Sadašnja vrijednost FCFF-a	18.752	21.043	23.614	26.372	29.310	20.418
Plaćene kamate	3.525	4.078	4.718	5.458	6.314	7.305
Promjena (%)	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%	15,7%
Neto povećanje zaduživanja	7.054	7.054	7.054	7.054	7.054	7.054
FCFE	25.137	25.943	26.794	27.600	28.354	28.933
Sadašnja vrijednost FCFE-a	23.277	22.245	21.275	20.293	19.305	28.933
						135.329

Tablica 11: Izračun FCFF i FCFE



U tablici 3. vidimo izračun sadašnje vrijednosti FCFF-a i FCFE-a na temelju neto prodaje, EBITDA, amortizacije i CAPEX-a.

	Vrijednost poduzeća		Vrijednost poduzeća	
Operating assets	Sadašnja vrijednost FCFF-a	139.510	Sadašnja vrijednost FCFE-a	135.329
Cash	+ Novac na računu	9.839	+ Novac na računu	9.839
MV of debt	- Tržišna vrijednost duga	44.392	- Tržišna vrijednost duga	44.392
Minority interest	- Manjinski interesi	2.124	- Manjinski interesi	2.124
Izračunata vrijednost poduzeća	Fer vrijednost poduzeća	102.832	Fer vrijednost poduzeća	98.652
Po dionici	Fer vrijednost poduzeća po dionici	63,69	Fer vrijednost poduzeća po dionici	61,10
Trenutna tržišna cijena po dionici	Trenutna tržišna cijena po dionici	110	Trenutna tržišna cijena po dionici	110
Potencijal rasta	Potencijal rasta	-42,1%	Potencijal rasta	-44,5%

prosječna fer cijena: 62,40 \$
prosječan potencijal rasta: -43,3%

Nakon što od dobivenog iznosa oduzmem novac, tržišnu vrijednost duga i manjinske interese te podijelimo sa brojem dionica dobivamo fer vrijednost po dionici u iznosu od 62,40\$ (projek prema FCFF i FCFE) što je **43,3% ispod trenutne tržišne cijene**.

