

ANALIZA PODUZEĆA

Compagnie Generale des Etablissements Michelin SCA

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

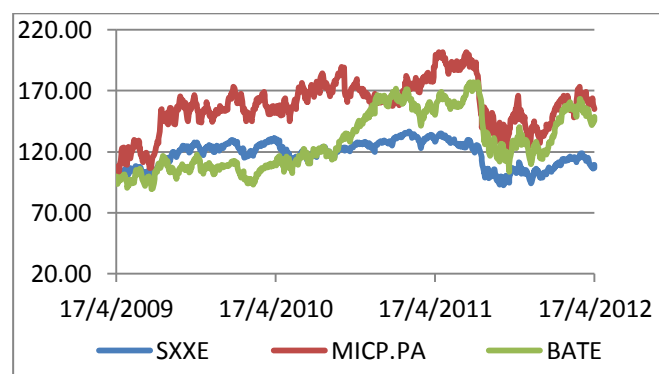
- U 2012. godini očekuje se rast na tržištima u razvoju, no u Europi će trend biti lošiji
- Michelin je bio pogođen krizom no nakon 2009. godine se vidi oporavak
- Investiranje i vodstvo u tehnološkim dostignućima omogućuje im profitabilan rast, iako postoji trend rasta cijena sirovina
- Budući da postoji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

PREPORUKA: KUPITI

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

Podaci o dionici

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



Izvor: Stoxx

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

Izvor: Stoxx

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

Izvor: Reuters

Jelena Glavaš (Student investor)
Tim za analizu poduzeća

U C F T f i C L <

1. # \$ £ ' ' \$ # ~ ..)	2
1.1. h	2
1.2. o	3
1.3. Geografska rasprostranjenost	4
2. ° " ° ž Ł . ° ' Ł . * DOBITI (.....f.....#	4
2.1. Struktura konsolidiranih prihoda	4
2.2. Analiza prihoda po segmentima	6
2.2.1. Gume za osobne automobile i lake kamione te srodne distribucije	6
2.2.2. Kamionske gume i srodne distribucije	6
2.2.3. Specijalni poslovi	6
3. ANALIZA BILANCE	7
4. ° " ° ž Ł . ° ' Ł . * " # v € ° ° " # ! ' # (. # . Ž .)	7
5. FINANCIJSKI POKAZATE LJI	8
5.1. Pokazatelji likvidnosti	8
5.2. h	8
5.3. Pokazatelji aktivnosti	9
5.4. Pokazatelji profitabilnosti	9
5.5. Pokazatelji investiranja	10
5.6. Cjenovni multiplikatori	10
6. VREDNOVANJE	11
6.1. FCFF	11
6.2. Multiplikatori	13
7. DODACI	14
7.1. @	14
7.2. Bilanca	15
7.3. @	16



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

Multinacionalna
u Francuskoj

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

V
pri putovanju

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

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

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

koji se prodaju putem distribucijskih odjeljaka poput Euromaster u Europi i

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

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

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

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

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

Manufacture Francaise des Pneumatiques Michelin (MFPM) za poslovanje

u Francuskoj i Compagnie Financiere Michelin (CFM) za prekomorsko

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

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

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

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

1891. godine izradili
prvi patent
odstranjivu gumu

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

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

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

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

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

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

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

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





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

Kupuju i Uniroyal Inc, te
Tire i poljski Kormoran

Od 2008. ponovo

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

BF Goodrich Company osnovan 1920. godine u Norwood, North Carolina

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

osnovan 1892. Michelin je kupio tvrtku Uniroyal, Inc,

osnovan 1892. Michelin je kupio tvrtku Uniroyal, Inc,

kao i Kormoran, poljski brand.

Od 1. rujna 2008, Michelin je kupio odjel za proizvodnju guma i gume

BF Goodrich Company osnovan 1920. godine u Norwood, North Carolina

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

osnovan 1892. Michelin je kupio tvrtku Uniroyal, Inc,

osnovan 1892. Michelin je kupio tvrtku Uniroyal, Inc,

kao i Kormoran, poljski brand.

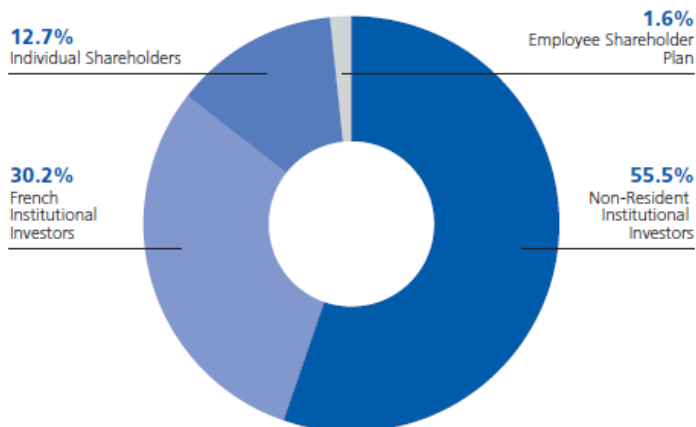
1.2. Uvjeti poslovanja i organizacija

Financijski klub je osnovan 2006. godine u Zagrebu, Hrvatska. U početku je imao 1000 investitora i 70.000 zaposlenika u 67 zemalja, odnosno 63% zaposlenika.

Sve dionice su registrirane.

SHARE OWNERSHIP

At December 31, 2011



Uvjeti poslovanja i organizacija

Izvor: Michelin



1.3. Geografska rasprostranjenost

Tvornice po cijelom svijetu

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

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

2.1. Struktura konsolidiranih prihoda

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

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

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

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

www.finance.hr

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

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

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

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



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

3. Analiza bilance

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

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

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

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



5. Financijski pokazatelji

5.1. Pokazatelji likvidnosti

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

Pokazatelji likvidnosti

razinama

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

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

M q g h k e k l g p v " h k p c p e k l u m g " u v c d k n p q u v k
 f w i q v t c l p c " k o q x k p c " o c p l c " q f " m c r k v c n
 prihvatljivo jer znamo da se dio kratkotrajne imovine financira iz
 f w i q t q p k j " k | x q t c 0

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

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

imovine

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



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

5.3. Pokazatelji aktivnosti

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

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

5.4. Pokazatelji profitabilnosti

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

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

5.5. Pokazatelji investiranja

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

Pokazatelji investiranja su tokom godina dosta fluktuirali

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

5.6. Cjenovni multiplikatori

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

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

6. Vrednovanje

\ c " x t g f p q x c p l g " O k e j g n k p c " m q t k - v g p p c r t c x n l g p " l g " o q f g n " x t g n f e p a q o d n o s p o l c " r q o multiplikatora. Ponder svake od navedene dvije metode diskontiranja bio je 50:50. Fer vrijednost dionice podu | g c " r t g o c " E U R 6 7 , 5 6 a f g n w " l p r e m a m o d e l u m u l t i p l i k a t o r a E U R 6 9 , 8 0 " R t q u l g p c " e k n l c p c m o d e l a j e E U R 6 8 , 6 7 - j e 6 2 , 0 7 ' " x k - g " q f " v t g p w v p g " v t f l k

Fer vrijednost dionice
 Michelin iznosi 68,67

6.1. FCFF

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

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

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

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

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

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

Wacc 8,85%

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

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

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

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

6.2. Multiplikatori

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

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

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

7. Dodaci

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

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

Izvor: Michelin

7.2. Bilanca

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

Izvor: Michelin

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

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

Izvor: Michelin