

**Podjetje: Intereuropa d.d.**

Oznaka: IEKG

Zadnji tečaj 28.11.2017: 2,00 EUR

Ciljna cena: 1,67 EUR

Potencial: **-18 %**Priporočilo: **PRODAJ***Pripravil: Dušan Povalej, GBD BPD, dne 28.11.2017***Pregled poslovanja v obdobju januar - september 2017**

- Skupina Intereuropa je v devetih mesecih 2017 dosegel 8 odstotno rast prodaje glede na primerjalno obdobje 2016 ter ustvaril 110,2 milijona EUR prihodkov od prodaje. Največjo rast je koncern ustvaril na poslovnem področju interkontinentalni promet (14 odstotkov) ter na logističnih rešitvah (13 odstotkov). Glede na enako lansko obdobje so se prihodki od prodaje povečali za 8%, glede na plan za 3%.
- Rast poslovanja so dosegli na vseh treh segmentih, še največjo na interkontinentalnem prometu in logističnih rešitvah (14% oz. 13%), ki skupaj predstavljata 42% prihodkov.
- Po trgih so največjo rast dosegli v Sloveniji (+11%), ki jim predstavlja dve tretjini prihodkov. Na Hrvaške, njihovem drugem največjem trgu, ki predstavlja 14% vse prodaje, so prihodki glede na enako lansko obdobje porasli le za 1% (likvidnostne težave povezane z Agrokorjem)
- Koncern je poslovni izid pred obrestmi, davki in amortizacijo (EBITDA) glede na enako obdobje lani povečal za 5 odstotkov in je znašal 10,9 milijona EUR. Poslovni izid iz poslovanja (EBIT) je znašal 5,8 milijona EUR in je za 6 odstotkov višji glede na lansko primerljivo obdobje.
- Zaradi nižjih odhodkov za obresti je koncern za 20 odstotkov povečal poslovni izid iz rednega delovanja in je znašal 4,0 milijona EUR. Čisti poslovni izid je tako na nivoju koncerna Intereuropa znašal 3,4 milijona EUR, kar je za 8 odstotkov več kot v prvih devetih mesecih preteklega leta.
- Neto finančni dolg je konec septembra znašal 69,1 milijona EUR in je bil za 4,6 mio EUR oz. 6% nižji glede na 31. 12. 2016, kazalnik neto dolg/EBITDA se je tako z 5,9 znižal na 5,3!

**Povzetek ključnih kazalnikov poslovanja v obdobju januar - september 2017**

- Ob preseganju planirane prodaje za 3 odstotke je koncern v obdobju januar–september 2017 uspel preseči planirani poslovni izid iz poslovanja za 4 odstotke ter EBITDA za 1 odstotek.
- Glede na primerljivo obdobje 2016 je poslovni izid iz poslovanja porasel za 6 odstotkov, EBITDA pa za 5 odstotkov. K temu so najbolj vplivali **nižji stroški storitev (brez direktnih stroškov) in nižji stroški dela** (manj zaposlenih kot jih je bilo načrtovanih).
- Za odstotek so presegli planirano EBIT maržo, medtem ko EBITDA marža zaostaja za 2 odstotka za planom. **V primerjavi z letom 2016 rahlo zaostajajo po obeh kazalcih, kar je predvsem posledica nižje prodajne marže** (zaradi višjih stroškov podizvajalcev in sprejema manj donosnih poslov).
- Glede na obdobje 1-9/2016 se je poslovni izid iz rednega poslovanja povečal za 20 odstotkov, čisti poslovni izid pa za 8 odstotkov
- Zaradi znižanja finančnega dolga za 4,6 mio EUR so dosegli zmanjšanje negativnega finančnega izida za 0,4 mio na 1,8 mio EUR oz. za 18% glede na primerljivo obdobje.
- Posledično je skupina presegla planirani poslovni izid iz rednega poslovanja za 3%, zaradi višjega zneska davka na dobiček pa je čisti dobiček skupine v višini 3,4 mio € zaostal za načrtovanim za 7%.

### Načrt za poslovno leto 2017

Pri pripravi poslovnega načrta za leto 2017 je bil upoštevan izhodiščni položaj koncerna Intereuropa konec leta 2016 in strateške usmeritve za leto 2017, ki izhajajo iz Strateškega načrta skupine Intereuropa 2015–2019. Upoštevani so bili tudi trendi v logistični panogi ter napovedi gospodarskih gibanj za ključna tržišča koncerna.

#### **Kot ključne cilje so navedli:**

- Rast pri prihodkov na vseh tržiščih, razen v Ukrajini, ter na vseh poslovnih področjih osnovne dejavnosti
- krepitev sodelovanja s kupci, ki zahtevajo integrirane logistične rešitve v celotni oskrbni verigi na območju regije
- pridobivanje novih profitabilnih strank in strateških kupcev koncerna.

Med ostalimi cilji so med drugimi navedli tudi:

- Aktivno upravljati s stroški storitev preko boljših nabavnih pogojev, optimalne izvedbe storitve, stroškovne učinkovitosti podpornih funkcij ter centralizacije nekaterih nabavnih funkcij
- Učinkovito upravljati obratni kapital.

Kot glavne finančne cilje so za leto 2017 navedli:

- Prodaja: 142,4 milijona EUR (+5% glede na 2016)
- EBITDA: 13,7 milijona EUR (+2,7% glede na 2016)
- Izid iz poslovanja: 6,8 mio EUR (+2,1% glede na 2016)
- Investicije: 5,9 mio EUR

Kljub porastu cenovnih pritiskov v branži predpostavljamo, da bodo zastavljene finančne cilje iz poslovanja v letu 2017 dosegli zaradi sorazmerno še vedno ugodnih razmer na trgih in rasti na njihovem ključnem trgu, Sloveniji, pa tudi nekaterih drugih manjših (Srbija, Makedonija), ki sta v obdobju 1-9/2017 porasla za 48 oz. 51%, skupaj pa predstavljata 5% prihodkov od prodaje.

**V letu 2017 bi tako lahko dosegli 4 mio EUR čistega dobička, v prihodnjih letih pa še nekoliko več, predvsem zaradi zniževanja negativnega finančnega izida** povezanega z uspešnim zniževanjem zadolženosti. Po drugi strani zaradi tega zaostajajo pri doseganju plana investicij. V obdobju 1-9/2017 so za naložbe namenili 1,3 mio EUR oz. le 22% planiranih sredstev.

### Strateški načrt do leta 2019

Vodstvo družbe si je v strateškem planu do leta 2019 postavilo naslednje cilje:

- Prihodke od prodaje naj bi povečali na 166 mio EUR (+22% glede na 2016)
- EBITDA: na 15,8 mio EUR (+18% glede na 2016)
- Poslovni izid iz poslovanja (EBIT): 7,8 mio EUR (+17 % glede na 2016)
- Znižanje kazalnika neto dolga/EBITDA na 3,4 (30.6.2017: 5,4 – samo z denarnimi sredstvi brez naložb)

Zastavljeni kazalniki poslovanja pomenijo CAGR v obdobju 2017-2019 v višini 5,9% letno. Letošnja dinamika poslovanja (9M 2017) je na ravni zastavljenih ciljev iz strateškega plana družbe do 2019.

#### **Pomembni datumi:**

14.12.2017 Objava načrta za poslovanje v letu 2018

## Primerjava s konkurenti

Primerjava Intereurope s konkurenti razkriva, da se delnica Intereurope pri večini kazalnikov giblje v rangju kazalnikov primerljivih podjetij. Izjema je kazalnik P/B, kjer je bistveno nižje zaradi visokega obsega sredstev oz. nepremičnin v njeni bilanci, kar posledično močno zviša ciljno ceno po tem kazalniku. Po drugi strani zaradi več kot enkrat višje zadolženosti v primerjavi s konkurenti in posledičnega visokega negativnega finančnega izida po dobičkonosnosti kapitala oz. sredstev še vedno precej zaostaja za konkurenco.

Pri primerjavi s konkurenti je potrebno dodati, da gre za eno manjših družb v primerjalni skupini, ki je poslovno prisotna le na ozkem regionalnem področju držav J&V Evrope (predvsem držav ex-Jugoslavije). Že omenjena visoka zadolženost bo kljub pospešenemu zniževanju še nekaj let bremenila rezultate družbe in imela za posledico odsotnost dividend ter sorazmerno nižje investicije oz. njihovo zaostajanje za planiranimi obsegi. Če k navedenima dejavnikoma dodamo še nizko likvidnost trga, na katerem kotira delnica družbe in tveganje, ki ga prinaša slovensko gospodarsko in politično okolje potem **menimo, da primerjalno izračunana vrednost delnice Intereurope pri 1,92 evra več kot zadostno odraža izboljšano poslovanje družbe.**

Podjetje	Tržna k.	P/E	P/E	P/B	EV/EBITDA	EV/EBITDA	EV/EBIT	EV/EBIT
	m. EUR	P/E	2017E		T12M	2017E	T12M	2017
KUEHNE + NAGEL INTL AG-REG	17.469	27,9	27,0	9,8	17,6	17,0	21,5	20,9
DSV A/S	12.278	32,1	27,0	6,1	20,1	17,8	23,8	21,1
XPO LOGISTICS EUROPE SA	2.443	21,2	n.v.	3,1	9,3	n.v.	15,9	n.v.
STEF	1.252	13,1	13,4	2,2	7,8	7,5	15,1	14,3
STOBART GROUP LTD	1.115	10,5	11,0	2,1	9,4	9,5	11,0	n.v.
LOGWIN AG	408	27,9	n.v.	3,6	9,8	n.v.	12,7	n.v.
WINCANTON PLC	367	7,5	9,0	n.v.	5,3	5,7	6,6	7,0
PCC INTERMODAL SA	42	n.v.	n.v.	2,0	18,0	n.v.	67,2	n.v.
REYSAS TICARET AS	29	n.v.	n.v.	1,0	8,5	n.v.	11,4	n.v.
TRANS POLONIA SA	28	8,3	10,3	1,4	6,9	6,9	10,4	10,5
<b>INTEREUROPA DD KOPER</b>	<b>34</b>	<b>n.v.</b>	<b>13,8</b>	<b>0,3</b>	<b>9,0</b>	<b>8,7</b>	<b>18,8</b>	<b>17,9</b>
<b>Mediana</b>	<b>408</b>	<b>17,2</b>	<b>13,4</b>	<b>2,2</b>	<b>9,3</b>	<b>8,7</b>	<b>15,1</b>	<b>16,1</b>
Povprečje	3.224	18,6	15,9	3,2	11,1	10,5	19,5	15,3

Podjetje	P/S	Neto	ROE	ROA	EBITDA	EBIT	Divid.	RSI 14D
		dolg/ EBITDA			marža % T12M	marža % T12M	donos %	
KUEHNE + NAGEL INTL AG-REG	1,1	-0,74	35,1	11,1	6,3	4,9	3,4	46,4
DSV A/S	1,2	2,58	23,5	7,1	7,3	6,4	0,5	47,1
XPO LOGISTICS EUROPE SA	0,4	2,97	13,8	3,3	n.v.	3,4	0,0	62,6
STEF	0,4	2,20	16,2	4,6	n.v.	3,1	2,5	53,7
STOBART GROUP LTD	5,2	n.v.	-10,7	15,8	n.v.	90,2	6,2	53,3
LOGWIN AG	0,4	-2,37	14,1	4,1	3,2	-0,4	0,0	41,7
WINCANTON PLC	0,3	0,35	n.v.	12,5	n.v.	4,0	3,9	52,0
PCC INTERMODAL SA	0,6	5,98	-1,1	-0,2	5,7	3,9	0,0	60,7
REYSAS TICARET AS	0,3	7,87	-20,5	-2,5	27,0	23,9	0,0	30,1
TRANS POLONIA SA	0,4	2,54	20,9	6,7	15,7	10,3	0,0	44,9
<b>INTEREUROPA DD KOPER</b>	<b>0,2</b>	<b>5,88</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>9,2</b>	<b>5,1</b>	<b>0,0</b>	<b>46,6</b>
<b>Mediana</b>	<b>0,4</b>	<b>2,56</b>	<b>14,0</b>	<b>4,6</b>	<b>7,3</b>	<b>4,9</b>	<b>0,0</b>	<b>47,1</b>
Povprečje	1,0	2,73	9,0	5,6	10,6	14,1	1,5	49,0

Vir: Bloomberg, podatki na dan 22.11.2017

## Analiza prihodnjih denarnih tokov (FCF-F)

Pri analizi prihodnjih denarnih tokov pričakujem, da bo Intereuropa v prihodnosti sicer povečevala količinsko prodajo svojih storitev, vendar se je pri pričakovanih o gibanju prihodkov (in marž) potrebno zavedati, da že prihaja do cenovnih pritiskov. Na dolgi rok (nekaj let) ne gre zanemariti niti cikličnosti sektorja in izključiti možnosti poslabšanja gospodarskih razmer v evropskih državah in s tem znižanja naročil po slovenskem blagu in posledično tudi po storitvah družbe. Zato smo v prihodnjih letih postopoma **zniževali napovedi stopnje rasti prodaje s sedanje ravni po odstotno točko na leto in dolgoročno rast po letu 2022 predpostavili po enoodstotni stopnji.**

Kljub že omenjenim cenovnim pritiskom smo predpostavili, da je dolgoročno dosegljiva EBITDA marža pri 9,5%, kar je rahlo (0,3 odstotne točke) nižje od marže v letu 2017 in sicer zaradi učinkovitega obvladovanja stroškov, ki ga navajajo med cilji in ga dejansko tudi kažejo pri obvladovanju stroškov. Poleg tega smo v analizo vključili predpostavko zniževanja finančne zadolženosti. Ob predpostavki nadaljevanja trenutne dinamike zniževanja dolga (okoli 6 mio EUR na leto) bi zastavljeni cilj višine finančnega dolga 57 mio dosegli v letu 2020, kar je leto pozneje, kot so si zastavili v strateškem planu. Mogoče je sicer, da bodo ta cilj dosegli tudi že do konca leta 2019, saj so si med cilje postavili tudi intenzivirati dejavnosti za prodajo nepremičnin.

Glede na dinamiko poslovanja v prvih devetih mesecih v celotnem letu 2017 pričakujemo prihodke v višini 144 milijonov EUR in čisti dobiček v višini 4 milijonov EUR (ocena je okvirna zaradi težje ocene predvidene višine davka na dobiček zaradi neporavnanih davkov v preteklosti). Ocenjujemo, da bo prihodnji denarni tok zaradi zadolženosti skupine tudi v prihodnosti onemogočal izplačevanje dividend vsaj do leta 2019, verjetno pa še tudi v letu 2020.

V analizi je uporabljena diskontna stopnja v višini 8,5%, ki vključuje višje tveganje zaradi cikličnosti panoge in delovanja v slovenskem makroekonomskem in političnem okolju. **Na podlagi analize prihodnjih denarnih tokov ocenjujem, da je primerna vrednost delnice Interevropre pri 1,56 evra.**

Leto	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Rast prihodkov		0,7%	<b>6,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,0%</b>
Prihodki	<b>134.613</b>	<b>135.596</b>	143.732	150.918	156.955	161.664	164.897	166.546
EBITDA	<b>10.759</b>	<b>13.339</b>	<b>14.469</b>	14.337	14.911	15.358	15.665	15.822
EBIT	<b>4.224</b>	<b>6.661</b>	<b>7.059</b>	7.848	8.162	8.892	9.399	9.660
EBIT(1-T)	3.548	5.595	5.930	6.592	6.856	7.469	7.895	8.114
Depr. in amort.	6.535	6.678	7.410	6.791	7.063	6.467	6.266	5.996
Investicije	<b>3.962</b>	<b>3.741</b>	<b>3.741</b>	4.226	4.395	4.850	5.277	5.496
Sprem. obr. Kapitala		7.227	-7.942	93	42	33	23	12
Čisti dobiček	<b>288</b>	<b>-1.603</b>	<b>4.000</b>	4.226	4.709	4.850	4.947	4.996
FCF-F	6.121	1.305	17.541	9.064	9.482	9.053	8.862	8.602
Sedanja vrednost FCF-F			16.167	7.700	7.424	6.533	5.895	5.274
EBIDTA marža	8,0%	9,8%	<b>9,8%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>	<b>9,5%</b>
EBIT marža	3,1%	4,9%	5,2%	5,2%	5,2%	5,5%	5,7%	5,8%
Neto profitna marža	0,2%	-1,2%	2,8%	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Investicije	2,9%	2,8%	2,6%	2,8%	2,8%	3,0%	3,2%	3,3%

Vir: podatki družbe, lastne napovedi, v mio EUR

## Zaključek

Zaradi izboljšanega poslovanja v zadnjem kvartalu (in predhodno) kakor tudi pozitivnih pričakovanj do konca leta **zvišujem ciljno ceno na delnici Intereurope iz zadnje analize z 1,5 na 1,67 evra. Kljub temu glede na dejstvo, da je ciljna cena od trenutne tržne cene nižja za 17% znižujem priporočilo iz DRŽI v PRODAJ.**

Trenutna tržna cena delnice je namreč kljub izboljšanemu poslovanju v zadnjem obdobju, sorazmerno za petino dražja od naše ciljne cene. Delničarji se morajo zavedati, da nadpovprečna rast cene delnice družbe v letošnjem letu (+70%) le v manjši meri odraža izboljšanje poslovanja, pretežno pa je posledica ponovno obujenih pričakovanj o prodaji družbi s strani bančnega konzorcija, ki ima v lasti 72% družbe.

V kolikor do prodaje ne pride je velika verjetnost, da cena delnice zdrsne na ravni iz tega vrednotenja ali še nižje. Podobno se je zgodilo v začetku leta 2016. Takšna pričakovanja so utemeljena tudi z nizko likvidnostjo delnice in odsotnostjo izplačevanja dividend najmanj do leta 2019. Dodatna tveganja na dolgi rok predstavljajo tudi že omenjeni cenovni pritiski in cikličnost sektorja, deloma pa tudi nižje investicije zaradi pospešenega zniževanja zadolženosti, kar lahko vpliva na dolgoročno nižjo konkurenčnost družbe na trgu.

### FCF analiza

Vrednost podjetja	119.257
Neto dolg	-76.361
Vrednost kapitala	42.896
Število delnic	27.471
Vrednost delnice (€)	1,56

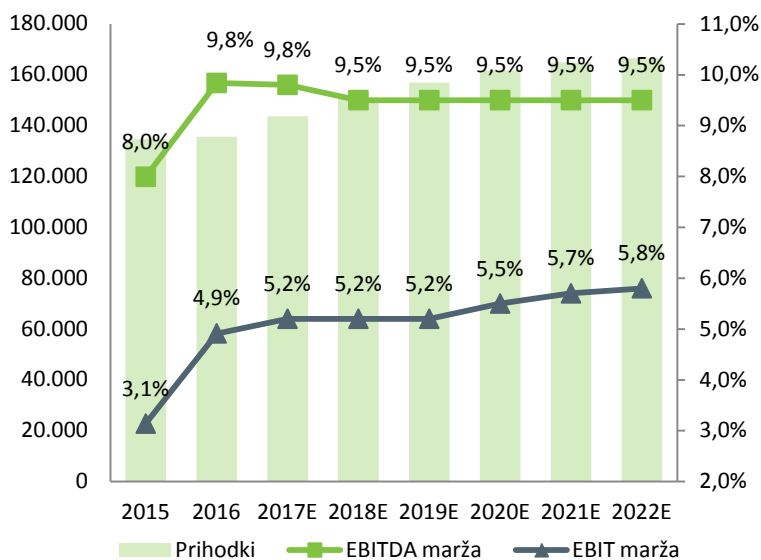
### Predpostavke dolgoročne vrednosti

Dolgoročna rast	1,0%
EBITDA marža	9,5%
EBIT marža	5,8%
Beta	1,23
WACC	8,5%

### Ocena vrednosti

FCF analiza	1,56
Relativna primerjava	1,92
<b>Ciljna cena</b>	<b>1,67</b>

Vir: lastni izračuni



Vir: podatki družbe, lastne napovedi, prihodki v 000 EUR

**Analiza občutljivosti FCF-F analize**

WACC	Dolgoročna rast				
	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
7,5%	1,7	1,9	2,1	2,4	2,7
8,0%	1,4	1,6	1,8	2,0	2,3
8,5%	1,2	1,4	1,5	1,7	1,9
9,0%	1,0	1,2	1,3	1,5	1,7
9,5%	0,9	1,0	1,1	1,2	1,4

EBITDA marža	Dolgoročna rast				
	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
9,0%	1,2	1,4	1,5	1,7	2,0
9,5%	1,2	1,4	1,5	1,7	2,0
10,0%	1,2	1,4	1,5	1,7	2,0
10,5%	1,2	1,4	1,5	1,7	2,0
11,0%	1,2	1,4	1,5	1,7	2,0

EBITDA marža	WACC				
	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%
9,0%	2,1	1,8	1,5	1,3	1,1
9,5%	2,1	1,8	1,5	1,3	1,1
10,0%	2,1	1,8	1,5	1,3	1,1
10,5%	2,1	1,8	1,5	1,3	1,1
11,0%	2,1	1,8	1,5	1,3	1,1

Vir: lastni izračuni

**Omejitev odgovornosti:**

To sporočilo je naložbeno priporočilo po 212. členu zakona o trgu finančnih instrumentov, katerega vsebina je priporočilo ali predlaganje naložbene strategije glede enega ali več finančnih instrumentov enega ali več izdajateljev, vključno z mnenjem o sedanji ali prihodnji vrednosti ali ceni teh finančnih instrumentov. Izdaja ga GBD BPD d.d., Koroška cesta 5, 4000 Kranj z matično številko 5943086 (v nadaljevanju: GBD BPD d.d.). Nadzorni organ GBD BPD je Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, 1000 Ljubljana. Naložbena priporočila za GBD BPD d.d. pripravljajo njeni zaposleni. To konkretno naložbeno priporočilo je za GBD BPD d.d. pripravil Domen Granda, finančni analitik. GBD BPD d.d. za določene stranke individualnega upravljanja opravlja transakcije z delnicami Cinkarne Celje. Avtor dokumenta Domen Granda, finančni analitik, je imetnik delnic Cinkarne Celje (pridobljene dne 2.10.2015 po ceni 88 EUR). Med GBD BPD d.d. ter finančnim instrumentom (na katerega se nanaša to naložbeno priporočilo) ne obstaja nobeno nasprotje interesov. To priporočilo je namenjeno širšemu krogu oseb in ne upošteva izkušenj, finančnih možnosti in namenov posamezne osebe v zvezi z naložbami v vrednostne papirje, ki bi lahko, ob nespremenjenih ostalih okoliščinah, bistveno vplivali na vsebino priporočila. Seznanitev z vsemi oblikami tveganja pri naložbah v vrednostne papirje je pogoj za oblikovanje ustrezne investicijske odločitve. Stranka naj se odloči v skladu s svojim osebnim naložbenim profilom oz. profilom tveganja, pri čemer naj se glede konkretnih naložb predhodno posvetuje z borznim posrednikom. GBD BPD d.d. in osebe, ki so pripravljala prispevke za to sporočilo ne odgovarjajo za popolnost, pravilnost in ažurnost podatkov, ki smo jih pridobili iz različnih javno dosegljivih virov, prav tako pa za analize, izračune napravljene na podlagi teh podatkov ne prevzemamo odgovornosti za rezultate ali druge posledice dejanj ali opustitev opravljenih na podlagi mnenja oz. naložbenega priporočila. Viri in razkritja v povezavi z naložbenimi priporočili, splošni pogoji poslovanja in ceniki so dostopni na <http://gbd.si/Pogoj-Poslovanja.aspx?l1=1&l2=50>.