

11. april 2008

## Mercator

Trgovina

**Ajda Mrzel**  
višji analitik  
(+386 1) 476 52 42  
ajda.mrzel@guest.nlb.si

**Novo vrednotenje**  
Prejšnje vrednotenje (30.7.2008)

**310 EUR**  
330 EUR

**KUPI**  
PRODAJ

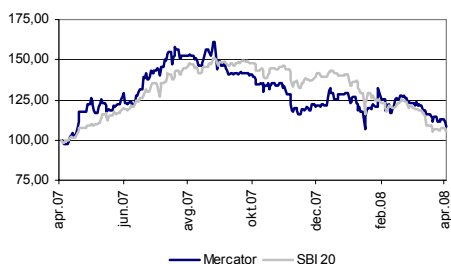
### Nadaljevanje prevzemov po Balkanu

#### Značilnosti vrednostnega papirja

Oznaka delnice	MELR
Št. izdanih delnic	3.765.361
Št. lastnih delnic	42.381
% delnic v lasti nerezidentov	12,6%
Cena MELR (10.4.2008; v EUR)	268,44
Tržna kapitalizacija (mio EUR)	0,999
Obrat tržne kapitalizacije (ttm)	16,2%
Povpr. dnevni promet (mio EUR)	0,5
Dividendni donos (2007)	1,5%

52 tedenski razpon (EUR) 250,00 – 426,50

#### Relativni tečaj MELR



Vir: Bloomberg

#### Napovedi in predpostavke (MSRP)

(v mio EUR)	2007A	2008E	2009E	2010E
Prihodki	2.445	2.717	2.906	3.090
EBIT	81,4	92,2	117,4	142,5
EBITDA	162,5	178,0	206,6	231,1
Čisti dobiček	43,8	34,9	55,7	76,8
EPS (EUR)	11,8	9,4	15,0	20,6
DPS (EUR)	4,0	4,3	4,5	4,8
Kazalniki	2007A	2008E	2009E	2010E
P/E	22,7	27,0	17,9	13,0
EV/Sales	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA	10,9	9,8	8,6	7,7
EV/EBIT	21,7	18,7	15,1	12,4

Nepriлагоjeni podatki; Upoštevana je trenutna cena delnice;

Skupina Mercator je vodilni trgovec v segmentu market programa ter blaga široke potrošnje v Sloveniji s preko 45% tržnim deležem. Po vključitvi enot družbe M-Rodič je z 8% deležem drugo največje trgovsko podjetje v Srbiji, medtem ko na Hrvaškem (6% skupaj s Presoflexom) in v BiH (2%) spada med večje trgovske družbe. S prevzemi se je Skupina pričela širiti tudi na trg Črne Gore. V okviru trgovske dejavnosti, kjer koncern ustvari 97% celotne prodaje, se povečuje delež prodaje ustvarjene na trgih JV Evrope, ki naj bi v letošnjem letu presegal 35%.

#### Novice in napovedi

- V letu 2007 je Skupina Mercator realizirala 2.445 mio evrov prodaje, kar v primerjavi z letom 2006 predstavlja 18,4% povečanje. Za dobrih 8 o.t. se je povečal delež prodaje na tujih trgih, ki je v letu 2007 znašal slabih 30%. Vrednost prodaje ustvarjene v tujini je v primerjavi z letom 2006 nominalno porasla za 65,6%. Tolikšna rast je v veliki meri posledica vključitve prihodkov ustvarjenih v družbah M-Rodič d.o.o. in Presoflex d.o.o.
- Delež stroškov blaga v prihodkih se je v primerjavi s preteklim letom povečal, in sicer za 0,7 o.t. na 73,7%. Kljub temu se je realizirana EBITDA marža povečala na 6,6% (za 0,6 o.t.). Slednje je posledica relativno nižjih stroškov prodajanja in stroškov splošnih dejavnosti. Realizirana EBIT marža je znašala 3,3% in je v primerjavi z letom 2006 višja za 0,8 o.t.
- V preteklem letu je Mercator zaključil prevzem hrvaškega Presoflexa, katerega prihodki so bili v drugi polovici leta vključeni v konsolidirane izkaze. Ob koncu novembra je Skupina razkrila tudi strateško povezavo s črnogorsko družbo Mex d.o.o., s čimer je vstopila na nov trg.

#### Ključna tveganja

- Ključna tveganja, ki jim bo v tekočem poslovnem letu izpostavljena Skupina, vključujejo tveganje rasti referenčne obrestne mere, saj je bilo 51% finančnih obveznosti družbe vezanih na variabilno obrestno mero.
- Podjetje na tujih trgih še ne dosega obsega poslovanja, ki bi mu omogočalo pogajalsko moč pri dobaviteljih in doseganje ekonomije obsega. Njegovo poslovanje pa je na območju Srbije izpostavljeno tudi politični nestabilnosti.
- Morebitna ustanovitev nepremičninske družbe bi lahko ob odprodaji deleža ustanovljene družbe prinesla dodatno vrednost za obstoječe delničarje.
- Vzpostavitev distribucijskih centrov, ki bi omogočili znižanje zalog ter stroškov, je ključnega pomena za doseganje predpostavljenih marž.

#### Omejitev odgovornosti:

V publikaciji izražena mnenja ne pomenijo ponudbe za nakup ali prodajo določenih vrednostnih papirjev ali skupin vrednostnih papirjev, temveč so podana izključno za boljše razumevanje finančnih instrumentov in delovanja trga kapitala. Informacije so bile pridobljene iz virov, za katere avtor verjame, da so verodostojni, vendar pa ne zagotavlja njihove natančnosti in popolnosti. Nova Ljubljanska banka d.d. in avtor ne prevzemata nobene odgovornosti za posledice odločitev, ki bi bile sprejete na podlagi mnenj in informacij, podanih v tej publikaciji. Priporočamo, da se pravne in fizične osebe pri odločanju o vlaganju v vrednostne papirje posvetujejo z usposobljenimi predstavniki članov Ljubljanske borze in pri tem dobijo dodatne informacije.

SPECIFIČNA RAZKRITJA, POVEZANA Z OBRAVNAVANIM IZDAJATELJEM, OSTALA POMEMBNA RAZKRITJA IN IZJAVA ANALITIKA SO PODANI V PRILOGI 3, RAZLAGA PRIPOROČIL, SPLOŠNA RAZKRITJA, OMEJITEV ODGOVORNOSTI IN POLITIKA UPRAVLJANJA NASPROTIJ INTERESOV PRI OPRAVLJANJU INVESTICIJSKIH STORITEV IN POSLOV NLB d.d. PA SO DOSTOPNI NA NAŠI SPLETNI STRANI (www.nlb.si)

## Komentar poslovanja

### Prihodki

*Delež prihodkov ustvarjenih na domačem trgu naj bi rahlo upadel...*

Skupina Mercator je v letu 2007 ustvarila 2.445 mio evrov prihodkov iz prodaje, s čimer so prihodke, ustvarjene v letu 2006, presegli za 18,4%. Prav tako ustvarjeni prihodki za 4,6% presegajo prihodke, predvidene v Gospodarskem načrtu Skupine Mercator in družbe Poslovni sistem Mercator d.d. za leto 2007. Največji del prihodkov Skupina še vedno ustvari na domačem trgu, kjer je prodaja v preteklem letu porasla za 5,7%, kar presega v načrtu prevideno rast prihodkov.

*...predvsem na račun povečanega deleža prihodkov ustvarjenih v Srbiji.*

Zaradi pridobljenega 76% lastniškega deleža v trgovski družbi M-Rodić d.o.o. so bila pričakovanja v zvezi z rastjo prihodkov na srbskem trgu velika. Skupina je v letu 2007 na omenjenem trgu realizirala 14,1% celotnih prihodkov iz prodaje, kar v primerjavi z letom 2006 predstavlja precejšnje povečanje, saj je takrat delež prihodkov ustvarjenih na omenjenem trgu znašal 6,1%. Kljub občutnemu povečanju pa realizirani prihodki ne dosegajo načrtov (-7,5%).

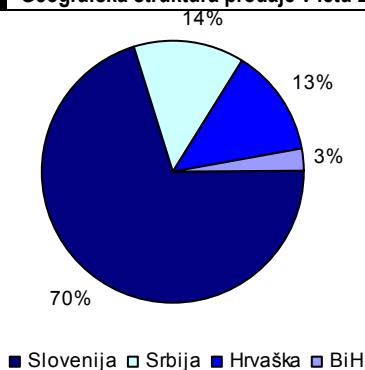
*Vključitev Presoflexa je pospešila rast prihodkov na Hrvaškem.*

V izkaze Skupine so od začetka lanskega avgusta vključeni tudi prihodki hrvaške trgovske družbe Presoflex d.o.o., ki pozitivno vplivajo na rast prihodkov od prodaje na Hrvaškem. Tako je Skupina v letošnjem letu na omenjenem trgu realizirala 13,1% prihodkov iz prodaje, s čimer so lanskoletne prihodke presegli za 22,6%, prav tako pa znatno presegajo tudi načrte Skupine za letošnje leto (+14,2%).

*Skupina s strateško povezavo z družbo Mex d.o.o. vstopa na črnogorski trg.*

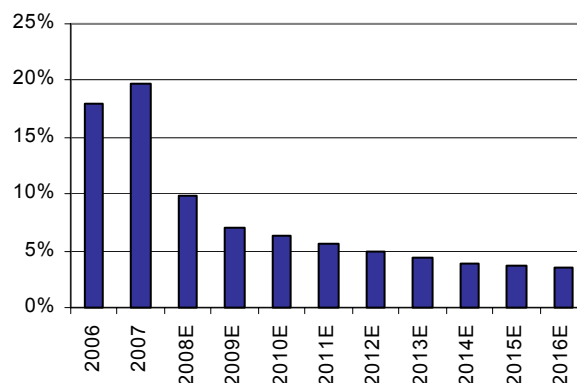
Skupina je ob koncu novembra objavila tudi sklenitev strateške povezave z družbo Mex d.o.o., ki ima na območju Črne Gore v lasti dva trgovska centra in osem trgovin in se tako po tržnem deležu uvršča med največje trgovce z živili. Skupina bo v skladu s pogodbo o strateški povezavi postala lastnik 51% lastniškega deleža v novoustanovljeni družbi Mex market d.o.o., na katero bo Mex d.o.o. prenesla svojo dejavnost trgovine na drobno z živili. Načrtujejo, da bodo v letu 2008 realizirali 25 mio evrov prihodkov od prodaje.

**Slika 1** Geografska struktura prodaje v letu 2007



Vir: Letno poročilo Skupine za leto 2007

**Slika 2** Pričakovana stopnje rasti prodaje (do 2016)



Vir: 2006-2007 objave podjetja; 2008-2016 napovedi NLB

### Dobičkonosnost

*Poročana EBIT marža se je v primerjavi z letom 2006 povišala in je znašala 3,3%.*

Stroški prodanih proizvodov so se v preteklem letu v primerjavi z letom poprej povečali za 19,6% ter tako presegli načrtovano povečanje za 5,1%. Kljub temu so se marže v primerjavi z letom 2006 povišale. Poročana EBIT marža je v letu 2007 znašala 3,3% in se je v primerjavi z letom 2006 povišala za 0,8 o.t. Za nekoliko manj (0,6 o.t.) se je v enaki primerjavi povišala EBITDA marža, ki je znašala 6,6%. Na povečanje marže je vplivala počasnejša rast ostalih stroškov (stroškov prodajanja in stroškov splošnih dejavnosti). Ob izločitvi enkratnih vplivov sprememb rezervacij (4 mio evrov) in neto dobička ob odprodaji opredmetenih osnovnih sredstev (3,9 mio evrov) znaša EBIT marža, ustvarjena v letu 2007, 2,7% in je za 0,2 o.t. višja od normalizirane EBIT marže predhodnega leta. Normalizirana EBITDA marža, ki jo je Skupina realizirala v letu 2007, znaša 6,0% in je na ravni ustvarjene normalizirane marže v letu 2006.

### Načrti za leto 2008

V Gospodarskem načrtu Skupine Mercator in družbe Poslovni sistem Mercator d.d. za leto 2008 Skupina predvideva 9,5% rast prihodkov glede na leto 2007. Prihodki od prodaje naj bi tako dosegli 2,6 mrd evrov, pri čemer bi bila ena tretjina prihodkov ustvarjena na tujih trgih. Ob uresničitvi napovedi bi EBIT marža znašala 3,4% ter bi tako presegla poročano EBIT maržo v letu 2007 za 0,1 o.t. Svojo prisotnost na tujih trgih ima Skupina, sodeč po omenjenem dokumentu, namen okrepiti z nadaljnimi strateškimi povezavami ter odpiranjem novih prodajnih enot (slednje predvsem na Hrvaškem).

## FCF-F vrednotenje

Vrednotenje je bilo izvedeno na podlagi konsolidiranih finančnih izkazov, izdelanih v skladu z mednarodnimi standardi računovodskega poročanja (MSRP).

*Pri vrednotenju je upoštevan tudi sorazmerni delež družbe Presoflex.*

Pri vrednotenju smo upoštevali pridružene družbe, vključno s prevzeto hrvaško družbo Presoflex, katere poslovanje Skupina Mercator v svoje izkaze vključuje od 1. avgusta letos. Vpliv prevzema omenjene družbe smo upoštevali tako pri ocenjevanju čistih prihodkov od prodaje kot tudi pri izračunu neto dolga.

*V letu 2008 pričakujemo 9,9% rast prihodkov...*

Pričakujemo, da bodo konsolidirani prihodki Skupine v letošnjem letu znašali okvirno 2,7 mrd evrov, kar presega napovedi povzete v omenjenem Gospodarskem načrtu. Odstopanja izhajajo predvsem iz preteklih izkušenj, saj so v preteklih letih realizirani prihodki konstantno presegali napovedane prihodke. Ocenjujemo, da bo najvišja rast prihodkov tudi v letu 2008 realizirana na srbskem trgu. Zaradi višanja cen dobaviteljev predvidevamo, da bodo stroški prodanih proizvodov tudi v letošnjem letu rasli hitreje od prihodkov, in sicer se bodo po naši oceni omenjeni stroški povišali za 11,4%. Ob tolikšni rasti bi stroški predstavljali 73,9% prihodkov iz prodaje, kar v primerjavi z letom 2007 predstavlja povečanje za 0,2 o.t.

*...ter 6,6% EBITDA maržo.*

Zaradi povečane konkurence na glavnem trgu Skupine ter zaradi omenjenega povišanja stroškov prodanih proizvodov pričakujemo, da bo EBITDA marža znašala 6,6% in bo tako v primerjavi z letom 2007 ostala nespremenjena. Povečevanje deleža prihodkov ustvarjenih na tujih trgih bo po našem mnenju vplivalo na relativno znižanje preostalih stroškov. Sprejeti ukrepi in strategije za povečevanje dobičkonosnosti poslovanja Skupine bodo ob realizaciji vplivali na poviševanje marž, zato pri vrednotenju upoštevamo postopno dvigovanje EBITDA marže s

6,6% v letu 2007 na 7,1% v letu 2009. V letu 2011 bo po naši oceni Skupina realizirala 7,5% EBITDA maržo, ki je na nivoju v modelu predvidene končne marže.

V letu 2007 je Skupina realizirala 164,9 mio evrov naložb v osnovna sredstva. Skupina načrtuje tudi, da bo v obdobju do leta 2010 letno investirala od 220 do 260 mio evrov. Predvidevamo, da bodo investicije v letošnjem letu nekoliko zaostale za načrti skupine (264 mio evrov) ter bodo znašale 240 mio evrov.

V preteklih letih je Skupina postopno zniževala delež neto obratnega kapitala, zato smo pri vrednotenju upoštevali relativno nizek delež, in sicer 0,7% od prodaje. Znižanje obratnega kapitala je pogojeno z vzpostavitvijo osrednje distribucijske lokacije, saj bo to pomembno vplivalo na izboljšanja reorganizacije logističnih kapacitet. Hkrati je s tem pogojeno tudi uresničevanje ostalih programov optimizacije infrastrukture.

Število izdanih delnic Skupine Mercator znaša 3.765.361, pri vrednotenju pa smo izločili število lastnih delnic, ki je 31.12.2007 znašalo 42.381.

**Tabela 1** Ključne predpostavke za napovedovano obdobje 2008-2016 (v mio EUR)

Leto	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
NOPAT	74,1	92,8	114,0	127,9	134,6	143,4	151,5	159,3	167,0
rast v %	13,1%	25,3%	22,8%	12,2%	5,2%	6,6%	5,6%	5,2%	4,8%
Amortizacija	85,3	88,3	87,9	88,4	88,6	88,9	89,2	89,6	90,1
kot % OS	5,5%	5,4%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
- Δ NWC	46,8	-5,1	-9,4	-14,2	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9
NWC % prodaje	2,2%	1,9%	1,5%	0,9%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
- Investicije	-240,0	-130,0	-110,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0	-100,0
kot % prodaje	8,8%	4,5%	3,6%	3,1%	2,9%	2,8%	2,7%	2,6%	2,5%
+ Odprodaje OOS	20,0	12,0	10,0	8,5	8,5	7,0	5,0	0,0	0,0
<b>FCF-F</b>	<b>-107,5</b>	<b>68,2</b>	<b>111,3</b>	<b>139,0</b>	<b>130,5</b>	<b>138,2</b>	<b>144,7</b>	<b>148,0</b>	<b>156,2</b>
rast v %	n.r.	n.r.	63,1%	24,9%	-6,1%	5,9%	4,7%	2,3%	5,5%
R <sub>E</sub>	13,4%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%
R <sub>0</sub> (pred davki)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
D/E	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
WACC	8,2%	8,2%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%	8,3%

Vir: lastni izračuni

**Tabela 2** Povzetek FCF-F vrednotenja

	v mio EUR, razen na delnico
<b>Sedanja vrednost FCF-F za napovedovano obdobje</b>	<b>530,1</b>
Ocena dolgoročne rasti FCF-F	3,5%
Uporabljeni dolgoročni WACC	8,0%
Uporabljena dolgoročna EBITDA marža	7,5%
<b>Sedanja vrednost FCF-F po obdobju</b>	<b>1.380,2</b>
<b>Ocenjena vrednost podjetja (EV)</b>	<b>1.910,2</b>
Ocenjena višina neto dolga	772,2
<b>Ocenjena vrednost lastniškega kapitala</b>	<b>1.138,0</b>
Št. izdanih delnic*	3.722.980
<b>Ocenjena vrednost delnice (EUR)</b>	<b>310,0</b>

Vir: lastni izračun; \* trenutno izdanih 3.765.361 delnic, lastnih delnic 42.381.

*Ocenjena vrednost delnice je višja od trenutne tržne vrednosti.*

Ocenjena vrednost Mercatorjeve delnice tako znaša 310 evrov, 15,5% nad trenutno tržno vrednostjo, posledično pa se investicijsko priporočilo glasi KUPI. Naše preteklo priporočilo se je glasilo PRODAJ (z dne 30.7.2007).

## Ključna tveganja za ocenjeno vrednost na podlagi FCF-F vrednotenja

- a) **Rast referenčnih obrestnih mer:** V letu 2007 je bil velik del (51%) finančnih obveznosti družbe vezanih na variabilno obrestno mero. Ob nadaljnjih inflacijskih pritiskih na gospodarstvo EU obstaja možnost zvišanja obrestnih mer, kar bi lahko pomembno vplivalo na finančne obveznosti Skupine.
- b) **Zaostrovanje konkurenčnih razmer na tujih in domačem trgu:** Skupina načrtuje rast tržnega deleža na tujih trgih ter upadanje tržnega deleža na domačem trgu. Zadosten obseg poslovanja na posameznem trgu pogojuje tako pogajalsko moč Skupine pri dobaviteljih kot tudi doseganje ekonomij obsega. Tudi vzpostavitev osrednjega distribucijskega centra za JV regijo je delno odvisna od obsega poslovanja.
- c) **Morebitna ustanovitev nepremičninske družbe:** V preteklem letu se je ugibalo o vzpostavitvi nepremičninske družbe, na katero bi Skupina prenesla svoje nepremičnine. Odprodaja manjšinskega dela tako ustanovljene družbe bi zaradi velikega zanimanja nepremičninskih skladov in relativno visok cen zemljišč v JV Evropi lahko razkrila dodatno vrednost za obstoječe delničarje. Hkrati bi sredstva od prodaje deleža lahko vplivala na hitrejšo realizacijo investicij na JV trgih, kar bi se odrazilo v višji ocenjeni vrednosti družbe.
- d) **Odločitev Urada za varstvo konkurence o prevladujočem položaju na trgu:** V decembru lani je družba Mercator prejela sklep Urada za varstvo konkurence, s katerim urad družbo obvešča o uvedbi postopka v zvezi z domnevnim usklajenim delovanjem trgovcev na območju Slovenije. V preiskavo sta vključeni tudi družbi Spar Slovenija d.o.o. in Engrotuš d.o.o. Skupina sicer zavrača navedeno domnevo in hkrati navaja meritve tržnega deleža. Nobena izmed omenjenih meritev ne ugotavlja prevladujočega položaja na trgu maloprodaje izdelkov vsakodnevne potrošnje v Sloveniji, saj ocenjeni tržni delež družbe v obdobju od leta 2005 do leta 2007 ni presegal 40%. Kljub temu lahko neugodne ugotovitve Urada negativno vplivajo na potencialno rast, kar bi imelo negativne vpliv na ocenjeno vrednost družbe.
- e) **Stroškovni pritisk na marže:** Višanje nabavnih cen pri dobaviteljih lahko povzroči dodaten pritisk na marže podjetja, kar pa se lahko odrazi na nižji ocenjeni vrednosti družbe. Povečanje obsega poslovanja na JV trgih bi se hkrati lahko odrazilo na znižanju stroškov dela, kar bi imelo pozitiven vpliv na realizirane marže in posledično tudi na ocenjeno vrednost družbe.

Tabela 3 Analiza občutljivosti (v EUR)

		Dolgoročni WACC				
		9,0%	8,5%	8,0%	7,5%	7,0%
Dolgoročna stopnja rasti FCF-F	2,0%	220	250	270	300	340
	2,5%	230	260	290	330	370
	3,5%	250	270	310	350	410
	4,0%	260	290	330	390	460
	4,5%	270	310	360	430	530
		Dolgoročna EBITDA marža				
		7,00%	7,25%	7,50%	7,75%	8,00%
Dolgoročna stopnja rasti FCF-F	2,0%	220	250	270	300	320
	2,5%	240	260	290	310	340
	3,5%	250	280	310	340	360
	4,0%	270	300	330	360	400
	4,5%	290	330	360	400	430

Vir: Lastni izračun

## Primerjalno vrednotenje

*Primerljivost relativnih kazalnikov vrednotenja je omejena zaradi razlik v ciljnih trgih ter velikosti družb.*

Evropske trgovske družbe, ki so vključene v primerjalno analizo, v svojih trgovskih centrih in prodajalnah ponujajo predvsem market program, kot dopolnilne pa tržijo tudi ostale programe (tehnika in gradnja, zabavna elektronika, oblačila itd.). Za večino družb v primerjavi je poleg pomembnega poslovanja na domačem trgu značilna tudi precejšnja internacionalizacija poslovanja, s poudarkom na prodoru in rasti na hitro rastočih trgih držav v razvoju. Med družbami pa so predvsem izrazite razlike v velikosti družb v primerjavi in Skupine Mercator ter ciljni trgi posamezne družbe. Neposredna primerljivost uporabljenih kazalnikov vrednotenja je manjša tudi zaradi operativnega najema družb v primerjavi.

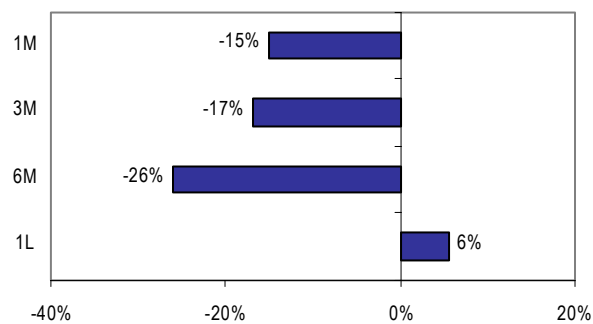
**Tabela 4** Primerjava kazalnikov vrednotenja (na dan 9.4.2008)

Podjetje	Tržna kap.	EV/Sales			EV/EBITDA			P/E		
	mio EUR	ttn	2008E	2009E	ttn	2008E	2009E	ttn	2008E	2009E
Tesco PLC	38.450	0,8	0,8	0,7	9,9	9,4	8,5	15,3	15,7	13,9
Carrefour SA	32.623	0,5	0,5	0,5	8,9	8,0	7,5	17,4	15,8	14,3
Metro AG	15.976	0,3	0,3	0,3	6,2	5,7	5,2	18,8	15,3	13,1
Koninklijke Ahold NV	10.971	0,5	0,5	0,5	7,1	6,9	6,4	17,1	13,4	11,9
J Sainsbury PLC	7.759	0,4	0,4	0,4	8,0	7,3	6,7	16,9	18,7	15,8
WM Morrison Supermarkets PLC	9.064	0,6	0,6	0,5	9,1	8,3	7,4	13,0	16,6	14,3
Casino Guichard Perrachon SA	8.223	0,6	0,5	0,5	10,0	7,7	7,2	12,2	15,1	13,6
Delhaize Group	5.028	0,4	0,4	0,4	5,3	5,2	4,9	12,7	10,8	10,0
Colruyt SA	5.302	0,9	0,9	0,8	10,4	9,9	9,1	19,3	18,1	16,6
Migros Turk TAS	1.671	0,6	0,6	0,5	8,5	7,9	6,5	6,3	19,2	14,8
<b>Povprečje</b>	<b>13.507</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>8,3</b>	<b>7,6</b>	<b>6,9</b>	<b>14,9</b>	<b>15,9</b>	<b>13,8</b>
<b>Mercator normalizirano*</b>	<b>0,999</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>9,8</b>	<b>9,8</b>	<b>8,6</b>	<b>27,0</b>	<b>27,0</b>	<b>17,9</b>
<b>Premija (diskont) v %</b>		14,8%	20,7%	21,6%	17,8%	29,0%	24,1%	81,2%	70,0%	29,7%

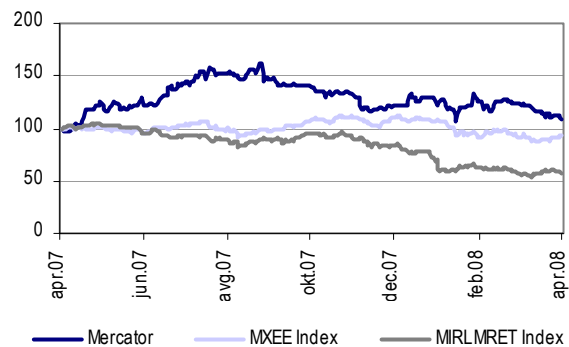
Vir: Bloomberg, NLB normalizirane vrednosti in napovedi za Mercator;

\* Pri izračunu tržne kapitalizacije družbe je upoštevano povprečno št. delnic v posameznem letu;

Kot je razvidno iz zgornje razpredelnice Skupina Mercator kotira s premijo glede na primerljiva podjetja. Največji razkorak med povprečjem kazalnika primerljivih podjetij in kazalnika za Skupino Mercator je pri razmerju cene delnice in dobička na delnico. Zaradi relativno velikih možnosti širitve poslovanja na jugovzhodne trge je tolikšna premija v prihodnjih letih delno opravičljiva.

**Slika 3** Donos delnice Mercatorja (v EUR, brez dividende)

Vir: Bloomberg

**Slika 4** Gibanje delnice in indeksov (ttm, v EUR)

Vir: Bloomberg

V tekočih 12 mesecih je gibanje tečaja delnice Mercatorja preseglo gibanje panožnih indeksov. Vrednost delnice Mercatorja se je tako v zadnjih 12 mesecih povečala za 6%, pri čemer je v preteklem mesecu dni izgubila 15% vrednosti.

## Priloga 1 – povzetek finančnih izkazov

MSRP, mio EUR (z izjemo EPS in DPS)

IZKAZ USPEHA	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
<b>Čisti prihodki od prodaje</b>	<b>1.666</b>	<b>1.749</b>	<b>2.065</b>	<b>2.445</b>	<b>2.717</b>	<b>2.906</b>	<b>3.090</b>	<b>3.263</b>	<b>3.424</b>
Proizvajalni stroški prodanih proizvodov oz. nabavna vrednost prodanega blaga	-1.199	-1.264	-1.507	-1.803	-2.008	-2.136	-2.265	-2.391	-2.510
<b>Kosmati poslovni izid</b>	<b>467</b>	<b>485</b>	<b>558</b>	<b>642</b>	<b>709</b>	<b>770</b>	<b>825</b>	<b>871</b>	<b>914</b>
Drugi poslovni prihodki	21	13	24	23	8	7	7	7	5
Stroški prodajanja	-339	-393	-430	-469	-505	-535	-562	-591	-616
Stroški splošnih dejavnosti	-94	-75	-101	-116	-120	-125	-127	-127	-130
<b>EBIT</b>	<b>55</b>	<b>30</b>	<b>51</b>	<b>81</b>	<b>92</b>	<b>117</b>	<b>142</b>	<b>160</b>	<b>173</b>
Neto izid iz financiranja	-28	-10	-14	-27	-47	-47	-46	-20	-19
Davek iz dobička	-4	-12	-9	-11	-10	-15	-19	-28	-31
<b>Dobiček večinskega lastnika</b>	<b>22</b>	<b>13</b>	<b>30</b>	<b>44</b>	<b>35</b>	<b>56</b>	<b>77</b>	<b>112</b>	<b>123</b>
<b>BILANCA STANJA</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008E</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
<b>Dolgoročna sredstva</b>	<b>936</b>	<b>1.174</b>	<b>1.419</b>	<b>1.538</b>	<b>1.682</b>	<b>1.710</b>	<b>1.724</b>	<b>1.728</b>	<b>1.732</b>
Zemljišča, zgradbe in oprema	918	1.150	1.304	80	193	174	140	101	65
Neopredmetena sredstva	5	10	87	1.402	1.441	1.492	1.539	1.582	1.621
Ostala dolgoročna sredstva	13	13	28	56	47	45	45	45	45
<b>Kratkoročna sredstva</b>	<b>322</b>	<b>360</b>	<b>443</b>	<b>532</b>	<b>513</b>	<b>540</b>	<b>568</b>	<b>590</b>	<b>615</b>
Zaloge	170	180	226	248	258	273	287	300	312
Poslovne terjatve	136	163	199	261	231	241	253	261	274
Denar in denarni ustrezniki	16	17	18	23	24	25	27	28	30
<b>SREDSTVA SKUPAJ</b>	<b>1.259</b>	<b>1.533</b>	<b>1.861</b>	<b>2.070</b>	<b>2.195</b>	<b>2.250</b>	<b>2.291</b>	<b>2.317</b>	<b>2.347</b>
<b>Kapital</b>	<b>497</b>	<b>551</b>	<b>648</b>	<b>688</b>	<b>676</b>	<b>727</b>	<b>735</b>	<b>820</b>	<b>836</b>
<b>Dolgoročne obveznosti</b>	<b>327</b>	<b>477</b>	<b>567</b>	<b>477</b>	<b>756</b>	<b>737</b>	<b>737</b>	<b>677</b>	<b>670</b>
Finančne obveznosti	309	443	515	635	699	676	674	610	600
Rezervacije	16	14	17	15	16	17	18	18	19
Druge dolgoročne obveznosti	3	19	35	-174	42	44	46	49	51
<b>Kratkoročne obveznosti</b>	<b>434</b>	<b>505</b>	<b>646</b>	<b>688</b>	<b>762</b>	<b>786</b>	<b>819</b>	<b>820</b>	<b>841</b>
Poslovne in druge obveznosti	227	253	359	487	413	448	482	515	541
Finančne obveznosti	206	252	287	201	349	338	337	305	300
<b>SKUPAJ OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>1.258</b>	<b>1.533</b>	<b>1.861</b>	<b>1.853</b>	<b>2.195</b>	<b>2.250</b>	<b>2.291</b>	<b>2.317</b>	<b>2.347</b>
<b>MARŽE IN KAZALNIKI</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008E</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
Rast prihodkov	9,2%	5,0%	18,0%	18,4%	11,1%	7,0%	6,3%	5,6%	5,0%
EBIT rast	-17,5%	-44,2%	67,0%	60,4%	16,6%	23,7%	21,3%	12,2%	8,2%
Rast čistega dobička	-26,3%	-38,7%	122,4%	47,9%	-15,3%	50,3%	37,9%	45,3%	10,5%
Bruto marža	28,0%	27,7%	27,0%	26,3%	26,1%	26,5%	26,7%	26,7%	26,7%
EBITDA marža	5,4%	6,2%	5,5%	6,2%	6,5%	7,0%	7,4%	7,6%	7,6%
EBIT marža	3,3%	1,7%	2,5%	3,3%	3,5%	4,0%	4,6%	4,9%	5,1%
Neto profitna marža	1,3%	0,8%	1,5%	1,8%	1,4%	1,9%	2,5%	3,4%	3,6%
ROE	4,3%	2,5%	4,9%	6,5%	5,4%	7,9%	10,5%	14,3%	14,9%
ROA	1,8%	1,0%	1,7%	2,2%	1,7%	2,5%	3,4%	4,9%	5,3%
EPS (EUR)	6,8	3,8	8,5	11,8	10,0	15,0	20,6	30,0	33,1
DPS (EUR)	2,09	1,33	2,50	4,00	4,25	4,50	4,75	5,00	6,00

Vir: 2004-2007 podatki družbe, 2008-2012 lastne napovedi;

## Priloga 2 – prikaz gibanja fin. instrumentov v zadnjih 5-letih

Slika 1

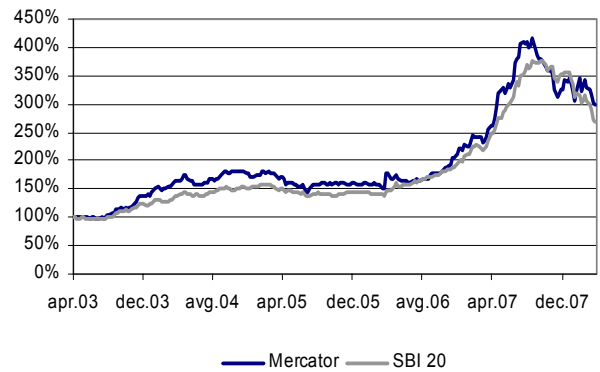
Relativni tečaj delnice Mercatorja v obdobju zadnjih 5 let (v EUR)



Vir: Bloomberg

Slika 2

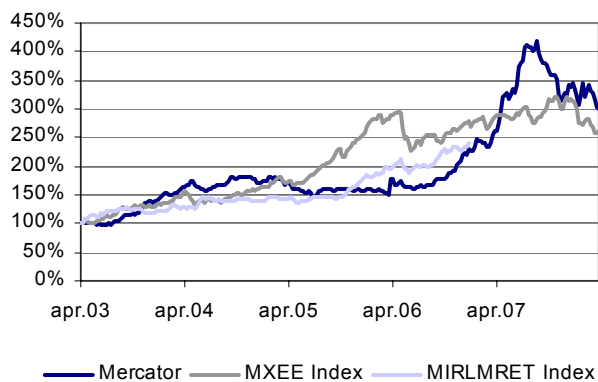
Relativno gibanje delnice Mercatorja in SBI20 v obdobju zadnjih 5 let (v EUR)



Vir: Bloomberg

Slika 3

Relativno gibanje delnice Mercatorja in indeksov v obdobju zadnjih 5 let (v EUR)



Vir: Bloomberg

## Priloga 3

### Specifična razkritja, povezana z obravnavanim izdajateljem in ostala pomembna razkritja

Nova Ljubljanska banka d.d., Trg republike 2, 1000 Ljubljana, Slovenija (nadalje 'NLB d.d.') in finančni analitik, zadolžen za spremljanje obravnavanega izdajatelja, zagotavljata, da priporočilo ni bilo razkrito izdajatelju obravnavanega finančnega instrumenta pred njegovo uradno objavo.

NLB d.d. je bila na dan 7.4.2008 lastnica 0,01% vseh izdanih navadnih delnic obravnavanega izdajatelja. NLB d.d. ima na delnice obravnavanega izdajatelja sklenjene izvedene finančne instrumente.

Obstaja možnost, da je NLB d.d. za obravnavanega izdajatelja v preteklosti opravljala storitve v zvezi s finančnimi instrumenti oziroma ostale storitve investicijskega bančništva. Lahko da si bo NLB d.d. tudi v prihodnosti prizadevala iskati možnost poslovnega sodelovanja z obravnavanim izdajateljem, zato obstaja tudi možnost, da bo NLB d.d. v prihodnosti za obravnavanega izdajatelja opravljala storitve v zvezi s finančnimi instrumenti oziroma ostale storitve investicijskega bančništva.

NLB d.d. se lahko nahaja v bistvenem nasprotju interesov v zvezi s finančnim instrumentom obravnavanega izdajatelja, kakor tudi v zvezi z obravnavanim izdajateljem. Politika upravljanja nasprotij interesov pri opravljanju investicijskih storitev in poslov NLB d.d., v kateri so opisani postopki in ukrepi, vključno z informacijskimi pregradami (tako imenovan Kitajski zid), ki jih NLB d.d. uporablja za identifikacijo in upravljanje z navzkrižji interesov, ki lahko nastanejo v povezavi z dejavnostjo investicijskih priporočil, je dostopna na spletni strani [www.nlb.si](http://www.nlb.si).

Cene finančnih instrumentov in finančnih indeksov: Vse cene finančnih instrumentov in finančnih indeksov se nanašajo na ceno ob koncu zadnjega trgovalnega dne pred navedenim datumom, v kolikor ni drugače navedeno. Vse informacije o cenah finančnih instrumentov, ki jih vsebuje to priporočilo, so bile pridobljene s spletni strani Ljubljanske borze, Bloomberg in ostalih dobaviteljev.

NLB d.d. je regulirana s strani Agencija za trg vrednostnih papirjev, Poljanski nasip 6, 1000 Ljubljana, Slovenija in Banke Slovenija, Slovenska 35, 1505 Ljubljana, Slovenija.

### Izjava finančnega analitika

NLB d.d. in podpisani finančni analitik, zadolžen za spremljanje obravnavanega izdajatelja, izjavljata da nista in ne bosta prejela kakršnegakoli nadomestila, ki bi imel za posledico specifično oblikovanje priporočila ali mnenja, izražene v priporočilu.

Finančni analitik, zadolžen za spremljanje obravnavanega izdajatelja, nima pomembnih finančnih interesov oziroma nasprotij interesov v zvezi s finančnim instrumentom obravnavanega izdajatelja, kakor tudi ne bistvenega nasprotja interesov v zvezi z obravnavanim izdajateljem. Na dan objave publikacije avtor priporočila ni imel v lasti delnic ali izvedenih instrumentov, vezanih na gibanje vrednosti delnic obravnavanega izdajatelja.

Ajda Mrzel, višji analitik za finančne trge

Prva objava priporočila je bila opravljena dne 11.04.2008.

Predstavljeno priporočilo je bilo pripravljeno za potrebe strank NLB d.d. v Sloveniji in ne more biti predmet reprodukcije, distribucije ali objave brez predhodnega pisnega dovoljenja NLB d.d. S prejemom in pregledom priporočila se bralec zavezuje, da drugim osebam ne bo razkrival vsebine, mnenj, zaključkov ali informacij, podanih v priporočilu, vključno z investicijskimi priporočili, ostalimi ocenami, napovedmi in ciljno ceno, brez predhodnega pisnega dovoljenja NLB d.d.



NLB d.d.  
Sektor investicijskega bančništva,  
Oddelek za analize  
Čopova 3  
SI-1000 Ljubljana  
T:+386 1 476 52 07,  
F:+386 1 476 50 65,  
[www.nlb.si](http://www.nlb.si)