

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**ZAKLJUČNA STROKOVNA NALOGA VISOKE  
POSLOVNE ŠOLE**

**UROŠ ČRTANEC**



UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

ZAKLJUČNA STROKOVNA NALOGA VISOKE POSLOVNE ŠOLE  
**FINANČNA ANALIZA IN VREDNOTENJE PODJETJA APPLE INC.**

UROŠ ČRTANEC

## IZJAVA O AVTORSTVU

Spodaj podpisani(-a) \_\_\_\_\_ **Uroš Črtanec** \_\_\_\_\_, študent(-ka) Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, izjavljam, da sem avtor(-ica) zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije z naslovom \_\_\_\_\_ **Finančna analiza in vrednotenje podjetja Apple Inc.** \_\_\_\_\_, pripravljene(-ga) v sodelovanju s svetovalcem/svetovalko \_\_\_\_\_ **prof. dr. Sergejo Slapničar** \_\_\_\_\_ in sosvetovalcem/sosvetovalko \_\_\_\_\_.

Izrecno izjavljam, da v skladu z določili Zakona o avtorski in sorodnih pravicah (Ur. l. RS, št. 21/1995 s spremembami) dovolim objavo zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije na fakultetnih spletnih straneh.

S svojim podpisom zagotavljam, da

- je predloženo besedilo rezultat izključno mojega lastnega raziskovalnega dela;
- je predloženo besedilo jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem
  - poskrbel(-a), da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam v zaključni strokovni nalogi/diplomskem delu/specialističnem delu/magistrskem delu/doktorski disertaciji, citirana oziroma navedena v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, in
  - pridobil(-a) vsa dovoljenja za uporabo avtorskih del, ki so v celoti (v pisni ali grafični obliki) uporabljena v tekstu, in sem to v besedilu tudi jasno zapisal(-a);
- se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku (Ur. l. RS, št. 55/2008 s spremembami);
- se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predložene zaključne strokovne naloge/diplomskega dela/specialističnega dela/magistrskega dela/doktorske disertacije dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_

Podpis avtorja(-ice): \_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1 PREDSTAVITEV DRUŽBE APPLE INC. IN PANOGE</b> .....	<b>1</b>
1.1 Predstavitev družbe.....	1
1.2 Predstavitev panoge .....	5
<b>2 ANALIZA MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA</b> .....	<b>6</b>
<b>3 METODE VREDNOTENJA</b> .....	<b>9</b>
3.1 Dividendno-diskontni model .....	9
3.2 Metoda diskontiranih denarnih tokov .....	11
3.3 Model prostega denarnega toka .....	11
3.3.1 Prosti denarni tok podjetja.....	12
3.3.1.1 Strošek celotnega kapitala.....	13
3.3.1.2 Strošek dolžniškega kapitala.....	13
3.3.1.3 Strošek lastniškega kapitala .....	14
3.3.1.4 Netvegana stopnja donosa.....	14
3.3.1.5 Sistematično tveganje – beta ( $\beta$ ).....	14
3.3.1.6 Tržna premija za tveganje .....	15
3.3.1.7 Preostala vrednost .....	15
3.4 Metoda relativnega vrednotenja .....	15
3.4.1 Tržni multiplikatorji .....	16
3.4.1.1 P/E kazalnik .....	16
3.4.1.2 P/B kazalnik .....	16
3.4.1.3 P/S kazalnik .....	16
3.4.1.4 EV/Sales kazalnik .....	17
3.4.1.5 EV/EBITDA kazalnik .....	17
3.4.1.6 EV/EBIT kazalnik.....	17
<b>4 VREDNOTENJE PODJETJA APPLE INC.</b> .....	<b>18</b>
4.1 Napoved poslovanja .....	19
4.2 Vrednotenje podjetja po modelu prostega denarnega toka.....	21
4.2.1 Določitev diskontne stopnje .....	21
4.2.1.1 Strošek dolga.....	21
4.2.1.2 Strošek lastniškega kapitala .....	21
4.2.2 Izračun vrednosti denarnih tokov .....	22
4.2.3 Izračun vrednosti delnice podjetja Apple Inc.....	23

4.3	Vrednotenje podjetja po metodi dividendno-diskontnega modela .....	24
4.4	Relativno vrednotenje .....	26
<b>5</b>	<b>IZRAČUN KONČNE VREDNOSTI DELNICE .....</b>	<b>28</b>
	<b>SKLEP .....</b>	<b>29</b>
	<b>LITERATURA IN VIRI .....</b>	<b>31</b>
	<b>PRILOGE</b>	

## KAZALO TABEL

Tabela 1:	Seznam največjih posamičnih delničarjev (na dan 30. 9. 2013) .....	4
Tabela 2:	Seznam največjih institucionalnih delničarjev (na dan 30. 9. 2013).....	5
Tabela 3:	Seznam največjih delničarjev – vzajemni skladi (na dan 30. 9. 2013) .....	5
Tabela 4:	Napoved svetovnih gospodarskih gibanj.....	7
Tabela 5:	Napoved BDP za posamezne države.....	8
Tabela 6:	Napoved prihodkov od prodaje in EBITDA .....	19
Tabela 7:	Napovedani NOPAT (Net operating profit after tax).....	20
Tabela 8:	Izračun stroška lastniškega kapitala po modelu CAPM.....	22
Tabela 9:	Izračun tehtanega povprečja stroška kapitala (WACC) .....	22
Tabela 10:	Ocenjeni prosti denarni tok podjetja FCFF (vrednost v milijon \$) .....	23
Tabela 11:	Diskontirani FCFF (vrednost v milijon \$).....	23
Tabela 12:	Izračun vrednosti delnice Apple Inc.....	24
Tabela 13:	Analiza občutljivosti delnice .....	24
Tabela 14:	Napoved ocenjene vrednosti dividend na delnico .....	25
Tabela 15:	Vrednost delnice po dividendno-diskontni metodi z upoštevanjem povprečne stopnje izplačila industrije .....	25
Tabela 16:	Vrednost delnice po dividendno-diskontni metodi .....	26
Tabela 17:	Seznam primerljivih podjetij .....	27
Tabela 18:	Izbrani kazalniki Apple Inc. in primerljivih podjetij.....	27
Tabela 19:	Izračun vrednosti delnice na podlagi izbranih kazalnikov .....	28
Tabela 20:	Izračun vrednosti delnice Apple Inc.....	28
Tabela 21:	Izračun končne vrednosti delnice Apple Inc. ....	28

# UVOD

V zaključnem strokovnem delu želim prikazati vrednotenje družbe Apple Inc. oziroma vrednost delnice. Vrednotenje družbe navadno poteka na podlagi preteklih finančnih podatkov družbe ter z uporabo različnih metod vrednotenja. Zaradi vrednotenja, ki temelji na preteklih finančnih podtakih in prihodnjih napovedih, ne moremo z gotovostjo trditi, da bo vrednotenje odražalo realno vrednost podjetja, dela podjetja ali vrednostnega papirja., Le trg in udeleženci bodo v prihodnosti pokazali, ali je bila ocenjena vrednost prava ter ali so bili uporabljeni relevantni parametri relevantne metode vrednotenja.

Namen zaključnega dela je torej teoretično predstaviti uporabljene metode vrednotenja ter jih nadalje prikazati na praktičnem primeru.

V zaključnem strokovnem delu bom najprej predstavil družbo Apple Inc., njen razvoj in zgodnje začetke, produktni asortiman ter lastniško strukturo družbe. Nato sledi predstavitev panoge, v kateri družba posluje. Na tem mestu bom opisal lastnosti panoge, njene začetke ter podal vrednostne podatke in obseg panoge. Začetni del bom zaključil z makroekonomsko analizo okolja, v katerem družba posluje, analiziral pretekle indikatorje ter pregledal napovedi. Na podlagi teh bom lahko ocenil potencial rasti družbe.

Nato sledi teoretični opis uporabljenih metod vrednotenja. Pri tem sem se poslužil metode diskontiranih denarnih tokov, dividendno-diskontne metode ter relativnega vrednotenja. Vsako metodo vrednotenja bom najprej teoretično opredelil in razložil ter predstavil postopek impliciranja metode za namene vrednotenja. Sledi praktični del vrednotenja družbe Apple Inc. z metodami, ki so bile predstavljene. Vrednost delnice bom ocenil na dan 29. septembra 2012, ko je bila tržna vrednost delnice 667,10 dolarjev, do danes pa je izgubila že dobrih 27 % vrednosti in znaša 483,41 dolarjev. Na podlagi treh različnih vrst vrednotenja pričakujem tri različne ocenjene vrednosti. Te bom preko aritmetičnega povprečja izračunal na srednjo vrednost in dobil ceno delnice, za katero predpostavljam, da izraža pošteno vrednost družbe.

Na koncu zaključne strokovne naloge bom na kratko povzel izsledke zaključnega dela ter podal svoje mnenje, ki govori v prid nakupu ali prodaji delnic družbe Apple Inc.

## 1 PREDSTAVITEV DRUŽBE APPLE INC. IN PANOGE

### 1.1 Predstavitev družbe

Družba Apple Inc. je globalna mednarodna korporacija. Njena osnovna dejavnost je razvijanje, oblikovanje in proizvodnja zabavne elektronike, osebnih računalnikov ter računalniških programov. Poleg tega družba razvija in proizvaja še komercialne strežnike, ponuja pa tudi digitalno distribucijo medijskih vsebin. Applovi najbolj znani in prodajani izdelki so mobilni telefoni iPhone, iPad tablični računalniki, prenosni multimedijski predvajalniki iPod ter osebni računalniki Macintosh.

Družba je bila uradno ustanovljena 1. aprila 1976, pod takratnim imenom Apple Computer Inc., s sedežem v kraju Cupertino v zvezni državi Kalifornija. Ustanovitelji družbe so bili Steve Jobs,

Steve Wozniak in Ronald Wayne. Slednji je svoj delež v družbi prodal za vsega 800 \$ le tri mesece po ustanovitvi (Linzmayer, 2004; O'Grady, 2009; Apple history, 2013).

Apple Inc. je nato še istega leta, torej leta 1976, izdal svoj prvi računalnik Apple I po ceni 666 \$. Prodanih je bilo približno 200 računalnikov. S tem se je začel preboj podjetja v sam vrh proizvajalcev osebnih računalnikov ter zabavne elektronike, kot ga poznamo danes. Nadalje je bila 16. aprila 1977 predstavljena nova generacija osebnih računalnikov Apple II, ki je na trgu povzročila pravo euforijo. Računalnik Apple II je imel že odprto arhitekturo in barvno grafiko, poleg tega pa je podjetje skupaj z njim predstavilo trgu tudi prvi program za pregledovanje in oblikovanje preglednic VisiCalc. Prodaja Apple II je dosegla skoraj 30 milijonov prodanih proizvodov, s čimer si je Apple v računalniškem svetu zagotovil blagovno znamko in sloves, ki ga uživa še danes (Linzmayer, 2004; O'Grady, 2009; Apple history, 2013).

Leta 1983 je Apple na trg ponudil Liso, prvi tako imenovani komercialni osebni računalnik z vgrajenim grafičnim vmesnikom (GUI), vendar zaradi previsoke cene in nezadostne programske opreme, ki bi bila kompatibilna, ni dosegel pomembnega prodajnega uspeha. Steve Jobs se je tako zaradi neuspeha Lise umaknil iz projekta ter se v letih 84–85 posvetil razvoju cenejšega osebnega računalnika Macintosh. Le-tega so prvič predstavili leta 1984. Prodaja Macintosa je bila sprva uspešna, kasneje pa se je ustavila iz podobnih razlogov kot prodaja Lise. Ponovno je bil računalnik v primerjavi s konkurenco predrag ter na trg pospremljen s pomanjkljivo programske opremo (Linzmayer, 2004; O'Grady, 2009; Apple history, 2013).

Z razvojem podjetja so se začele pojavljati tudi prve težave in neskladja med vodilnimi. V začetku leta 1985 so si med Stevom Jobsom in predsednikom CEO Johnom Scullyem začela mnenja vse pogostejša nasprotovati. Scully je dve leti pred tem začel prepričevati, da vstopi v podjetje ter s svojimi menedžerskimi izkušnjami in vodenjem Applu pomaga dozoreti in postati resen igralec na trgu osebnih računalnikov. Scully je bil pred tem predsednik Pepsi-Cole. Nenehnim preprirom in nasprotujočim si mnenjem med njima je sledilo glasovanje v nadzornem svetu, kjer so se izrekli proti Stevu Jobsu. Jobs je tako še isti dan odstopil ter zapustil Apple, predsedniški stolček pa tako prepustil Scullyu, sam pa je ustanovil podjetje NeXT. Po tem dogodku je Apple utrpel izgubo zaupanja trga ter prvič v svoji zgodovini posloval z izgubo iz poslovanja. Tako so v naslednji mesecih morali odpustiti petino zaposlenih, približno 1200 delavcev. V tem času je imel Apple še eno težavo. Na sodišču se je odvijala tožba med Applom in Microsoftom zaradi operacijskega sistema Windows 1.0, ki je bil zelo podoben Macintoshovemu uporabniškemu vmesniku. Windows se je nazadnje strinjal s pogoji, da ne bo uporabljal enake tehnologije kot Mac, vendar pa pravica do uporabe te tehnologije ni bila opredeljena v prihodnjih verzijah Windowsov. Apple je kasneje z novimi verzijami operacijskega sistema Windows izgubil svoje pravice v dizajnu uporabniškega vmesnika (Linzmayer, 2004; O'Grady, 2009; Apple history, 2013).

Macintosh se je nekako izvlekel iz slabe prodaje s pomočjo predstavitve LaserWriterja in PageMakerja. Prvi je bil cenovno sprejemljivi laserski tiskalnik za Macintosh, PageMaker pa je bil eden prvih računalniških programov za namizno založništvo. Mac je s tem postal idealna rešitev za ugodno založništvo in ponovno se je dobro znašel na prodajnih policah. Nadalje so se med leti 1986 in 1995 razvili prvi prenosnik Macintosh Portable, ki ga zaradi tržnega neuspeha nadomesti Powerbook, novi oprečijski sistemi ter prvi dlančnik Newton, ki pa je bil po odzivu trga krepko pred svojim časom. V tem obdobju se je pojavilo tudi novo zavezništvo med



Applom, IBM-om in Motorolo. Skupaj so ustvarili novo računalniško osnovo, s katero je bil opremljen Power Macintosh. Vseeno pa za Apple ti časi niso bili najbolj uspešni, tako finančno kot produktno. Posledično so se vrstile menjave na predsedniškem položaju, razne strateške preusmeritve Appla in delitve na različne produktne segmente. Vendar pa družba s temi aktivnostmi še ni uspela izboljšati svojega poslovanja ter si povečati tržnega deleža (Linzmayer, 2004; O'Grady, 2009; Apple history, 2013).

Proti koncu leta 1996 je industrijo pretresla Applova novica o prevzemu podjetja NeXT. Namen prevzema je bila pridobitev operacijskega sistema NeXT Step, ki naj bi bil uporabljen kot osnova za Applov operacijski sistem naslednje generacije. Tako imenovani Rhapsody je bil izdan leta 1998. Leto pred tem je z mesta predsednika odstopil Gila Amalia, pod taktirko katerega je Apple utrpel še eno večmilijonsko izgubo. Prisotnost Steva Jobsa je bilo čutiti takoj po prevzemu podjetja NeXT, po odstopu Amalia z mesta predsednika družbe pa mu je bila dodeljena razširjena vloga v družbi. Tako je bil Jobs imenovan za začasnega CEO (angl. *Chief executive officer*). S prevzemom vloge so se za Apple pričele korenite spremembe poslovanja in organizacije. Tako je ukinil hčerinsko podjetje Newton, napovedal agresivnejšo oglaševalsko kampanjo za nove prihajajoče modele Macov in Rhapsody oprečijskega sistema ter predstavil novi nadzorni svet družbe, med katerega vidnejšimi člani je bil tudi Larry Ellison, direktor Oracla. Največja sprememba pa je bila predstavljena na sejmu MacWorld, kjer je Steve Jobs napovedal in predstavil za mnoge presenetljivo novico o sodelovanju z Microsoftom. Apple in Microsoft sta sklenila 150 milijonov \$ težko zavezništvo za petletno patentno pogodbo, po kateri je Microsoft izdelal verzijo paketa Office za Applove osebne računalnike (Linzmayer, 2004; O'Grady, 2009; Apple history, 2013).

V novembru 1997 je Apple najavil še eno izmed mnogih sprememb. Sklenili so, da se bodo njihovi računalniki prodajali neposredno preko interneta ali telefona brez posrednikov in distributerjev, ki so dejansko odvzeli dobršen del dobička. Ta odločitev je bila na trgu zelo dobro sprejeta, saj je komaj v tednu dni postala tretja največja spletna trgovina. Istega leta maja so v podjetju najavili novi prenosni računalnik PowerBook G3, spletno trgovino za šolstvo ter popolnoma novi računalnik Mac, ki se je imenoval iMac. Z naborom vseh vpeljanih sprememb se je finančna slika družbe Apple izjemno izboljšala, saj so si pozitivna četrletja sledila eno za drugim. Tako je Apple v tretjem četrletju leta 1998 dosegel 101 milijon \$ dobička. Delnice družbe so dobile nov zagon, iMac pa je bil tisto jesen najbolj prodajani računalnik, katerega prodaja je bila nad vsemi pričakovanji. Leta 1999 je bil predstavljen še iBook, s katerim je Apple dobro dopolnil svoj asortiman ter dosegel izjemne prodajne uspehe, podobno kot iMac. Nekaj mesecev kasneje je sledila predstavitev računalnika za profesionalno rabo PowerMac G4. Do leta 2003 je Apple bolj ali manj neuspešno nadgrajeval in posodabljal svojo paletu izdelkov, v vmesnem obdobju pa leta 2001 trgu prvič predstavil neračunalniški izdelek iPod, prenosljivi pripomoček za predvajanje glasbe. Le-ta je bil izredno dobro sprejet, v letu 2003 je doživel prenovno glede oblike in spominskega postora. Istega leta je zaživela tudi spletna glasbena trgovina iTunes Music Store, ki je med uporabniki Mac doživela takojšen uspeh. Do leta 2007 se je Apple predvsem usmerjal v izboljševanje uporabniških izkušenj na svojih obstoječih produktih, tako z oblikovnega kakor tudi s programskega in strojnega vidika. Tega leta pa je bil uporabnikom predstavljen prvi mobilni telefon iPhone ter naprave za prenos vsebin na televizor iTV. iPhone je intuitiven in uporabniku prijazen pametni telefon s polnokravnim ekranom na dotik ter izredno dovršeno oblikovano zunanostjo. Leto zatem je Apple uporabnikom ponudil še

App Store, kjer so si uporabniki lahko uredili in prilagodili iPhone po svojem okusu z naprednimi aplikacijami za pametne telefone. Apple z iPhonom je doživel izredne prodajne uspehe, kar je razvidno še danes, saj samo z njihovo prodajo ustvari približno 40 odstotkov vseh letnih prihodkov. Leta 2010 je Apple predstavil še zadnji izdelek iz družine i, to je iPad. Napravo, ki v svojem bistvu zapolnjuje vrzel med osebnim računalnikom in mobilnim telefonom. Uporabnost te naprave se kaže predvsem v povezovanju in komuniciranju s preostalim svetom, ne glede na to, kje se uporabnik nahaja (Linzmayer, 2004; O'Grady, 2009; Apple history, 2013).

Pestra zgodovina Appla in njegovega vzpona skozi zgodovino od nastanka do današnjega dne je bila strma in razgibana. Zasedimo lahko, da kljub blagovni znamki in spoštovanju, ki ga na trgu danes uživa Apple s svojimi izdelki, pot do vrha ni bila lahka, nasprotno, bila je polna vzponov in padcev, prepek in ovir. Vendar pa, zahvaljujoč Jobsovi vlogi v podjetju, njegovi revolucionarni viziji in predanosti delu ter osredotočenosti zagotavljanja uporabnikom prvovrstne izkušnje z računalniki in zabavno elektroniko, Apple postane globalna blagovna znamka inovativnih in dizajnerskih produktov družine i (Linzmayer, 2004; O'Grady, 2009; Apple history, 2013).

Temu nazivu pritrjujejo tudi borzne številke, saj je družba Apple od leta 2012 največja družba po tržni kapitalizaciji, danes vredna 415 milijard \$. Septembra 2012 delnica Apple doseže rekordno ceno 702,10 \$ in doseže tržno kapitalizacijo v višini 660 milijard \$, kar je do sedaj najvišja dosežena nominalna tržna kapitalizacija delniške družbe, ki kotira na borzi (Yahoo finance, 2013).

V nadaljevanju predstavljam tabelo največjih delničarjev družbe Apple Inc. Le-ti bodo prikazani v treh tabelah. V prvi bodo prikazani podatki največjih direktnih delničarjev kot fizične osebe, ki so tako ali drugače vpleteni v vodenje družbe. V drugi prikazujem največje institucionalne delničarje, v tretji sledijo največji delničarji v obliki vzajemnih skladov (Yahoo finance, 2013).

*Tabela 1: Seznam največjih posamičnih delničarjev (na dan 30. 9. 2013)*

<b>Delničar</b>	<b>Število delnic</b>
Levinson Arthur D	162.199
Mansfield Robert L	49.543
Gore Albert Jr	61.961
Cook Timothy D	52.467
Schiller Philip W	37.379

*Vir: Yahoo finance, 2013.*

Tabela 2: Seznam največjih institucionalnih delničarjev (na dan 30. 9. 2013)

Delničar	Število delnic	Vrednost v \$
Vanguard Group, Inc. (The)	43 247 824	19.144.081.771
State Street Corporation	37 297 366	15.381.408.914
FMR, LLC	34 747 682	14.789.524.539
BlackRock Institutional Trust Company, N.A.	25 668 431	11.362.387.666
Northern Trust Corporation	13 848 715	6.130.272.181
JP Morgan Chase & Company	13 551 257	5.998.599.423
Bank of New York Mellon Corporation	12 562 591	5.560.956.532
Invesco Ltd.	12 307 498	5.448.037.064
Susquehanna International Group, LLP	12 059 221	5.338.134.767
Price (T.Rowe) Associates Inc	11 659 713	5.161.288.556

Vir: Yahoo finance, 2013.

Tabela 3: Seznam največjih delničarjev – vzajemni skladi (na dan 30. 9. 2013)

Delničar	Število delnic	Vrednost v \$
Vanguard Total Stock Market Index Fund	13 099 023	5.798.413.521
Powershares Exhg Traded Fd Tr-Powershares QQQ Tr, Series 1	9 325 363	3.697.786.190
Vanguard 500 Index Fund	8 927 493	3.951.844.051
Vanguard Institutional Index Fund-Institutional Index Fund	8 827 165	3.907.432.858
SPDR S&P 500 ETF Trust	8 737 841	3.464.816.091
Fidelity Contrafund Inc	8 301 766	3.291.899.271
Fidelity Growth Company Fund	4 485 959	1.778.817.322
College Retirement Equities Fund-Stock Account	4 311 711	1.908.621.991
Spartan 500 Index Fund	3 756 447	1.489.543.928
Vanguard Growth Index Fund	3 696 826	1.636.436.997

Vir: Yahoo finance, 2013.

## 1.2 Predstavitev panoge

Družba Apple se s svojimi produkti umešča v industrijo elektronske opreme. Industrija elektronske opreme predstavlja zlasti potrošniško elektroniko, ki je svoj razmah doživela v 20. stoletju in tako postala globalna industrija, vredna milijarde dolarjev. Zgodnji začetki industrije segajo v 19. stoletje, ko so se začeli pojavljati prvi izdelki in inovacije s področja elektronike. Prvi takšen inovativen elektronski produkt je vsekakor razvoj gramofonov, kasneje pa mu sledijo še radijski oddajniki in sprejemniki ter televizija (Electronics industry, 2013; Consumer electronics, 2013; Consumer Electronics Global Almanach, 2013)

Prvi komercialni digitalni računalniki so bili zgrajeni že leta 1940. Razvoj tehnologije je bil v tistih časih izredno počasen, prodaja elektronskih naprav pa primerljiva s splošnim zanimanjem potrošnikov – majhna. Naj citiram slavno izjavo Thomasa J. Watsona, predsednika IBM (angl. *International Business Machines*) iz leta 1943, ko je dejal; »Mislim, da je svetovnega trga za približno pet računalnikov.« Nato pa v devedesetih letih računalniki postanejo vse bolj priljubljeni, vse več je novih proizvajalcev in ponudnikov, ki se ukvarjajo z novimi digitalnimi tehnologijami in jih razvijajo. Temu je seveda botrovalo tudi standardiziranje in posledično

predstavitev širši javnosti svetovnega spleta ali krajše interneta (Electronics industry, 2013; Consumer electronics, 2013; Consumer Electronics Global Almanach, 2013).

Elektronska industrija od takrat zaposluje ogromno število ljudi, ki delujejo na najrazličnejših področjih, od elektronskih inženirjev, programerjev in računalničarjev, do tehnikov, ki skrbijo za oblikovanje, razvoj, testiranje, proizvodnjo, namestitve in popravilo električne in elektronske opreme, kot so komunikacijske opreme, medicinski pripomočki, za spremljanje navigacijskih naprav in računalnikov. Poleg tehničnih kadrov pa ne smemo pozabiti tudi na vse prodajalce, distributerje in druge zaposlene, ki so tako ali drugače vpleteni v industrijo zabavne elektronike. Zabavna elektronika pa je vse tisto, kar je namenjeno vsakdanji rabi širše javnosti, predvsem v smislu zabave, komunikacije in pisarniške oziroma delovne aktivnosti. Med izdelke zabavne elektronike tako uvrščamo osebne in tablične računalnike, mobilne in stacionarne telefone, predvajalnike glasbe, avdio in video opremo, televizijo, kalkulatorje, navigacijo GPS naprave, digitalne fotoaparate ter predvajalnike in snemalnike video medijev, kot so hišni kino, CD, DVD, videorekord ali kamere. Vsi ti izdelki so vedno bolj temeljili na uporabi digitalne tehnologije in so v večji meri združeni v računalniško industrijo, za kar se je uveljavil izraz »konzumirizacija informacijske tehnologije«. Združenje CEA (*Consumer Electronics Association*), katerega namen je analiziranje trendov in spremljanje trga, ocenjuje, da je vrednost potrošniške elektronike v letu 2012 presegla 200 milijard \$ (Electronics industry, 2013; Consumer electronics, 2013; Consumer Electronics Global Almanach, 2013; Annual CEA Holiday Forecast and Study Finds Consumer Tech Spending to Grow 2,6 Percent this Season, 2013).

## **2 ANALIZA MAKROEKONOMSKEGA OKOLJA**

Gospodarska in finančna kriza, ki je v letu 2008 ohromila svetovno gospodarstvo ter katere posledice je čutiti še danes, močno vpliva na svetovni ekonomski razvoj. Kljub temu da se države po vsem svetu intenzivno borijo proti krizi, posledice še vedno niso popolnoma eliminirane. Gospodarstvo se resda počasi obnavlja, vendar pa napovedi niso niti navdušujoče niti pretirano optimistične. V luči preteklih dogodkov in gospodarskih gibanj Mednarodni denarni sklad v svojem poročilu o svetovnem gospodarskem gibanju, izdanem v juniju 2013, ocenjuje globalno rast gospodarstva v letu 2013 in 2014 malenkost preko 3 %, kar je manj, kot je bilo prvotno napovedano aprila 2013 v Ekonomskih obetih sveta, ki jih izdaja Mednarodni denarni sklad. Napovedi temeljijo tako na starih tveganjih za razvite države glede finančne nestabilnosti, velike stopnje nezaposlenosti, upočasnjene gospodarske rasti in mednarodne trgovine, kakor tudi strahu pred upočasnjeno gospodarsko rastjo trgov v razvoju. Napoved za napredne ekonomske trge, ki vključujejo Severno Ameriko, nekatere države evropske unije, Veliko Britanijo in Japonsko, tako znaša 3,1 do 3,8 odstotka, medtem ko je rast trgov v razvoju ocenjena med 5 in 5,4 odstotke. Spodnja tabela prikazuje napovedi rasti Mednarodnega denarnega sklada posameznih držav, obseg mednarodne menjave, gibanje cen energentov ter gibanje maloprodajnih cen (International Monetary Fund, 2013; Scotiabank, 2014).

Tabela 4: Napoved svetovnih gospodarskih gibanj

Svetovna gospodarska gibanja - napoved (v %)	2011	2012	2013N	2014N
<b>GLOBALNA RAST</b>	3,9	3,1	3,1	3,8
<b>RAZVITI TRGI</b>	1,7	1,2	1,2	2,1
ZDA	1,8	2,2	1,7	2,7
Euro območje:	1,5	-0,6	-0,6	0,9
Nemčija	3,1	0,9	0,3	1,3
Francija	2,0	0,0	-0,2	0,8
Italija	0,4	-2,4	-1,8	0,7
Španija	0,4	-1,4	-1,6	0,0
Japonska	-0,6	1,9	2,0	1,2
Velika Britanija	1,0	0,3	0,9	1,5
Kanada	2,5	1,7	1,7	2,2
Drugi razviti trgi	3,3	1,8	2,3	3,3
<b>TRGI V RAZVOJU</b>	6,2	4,9	5,0	5,4
Srednja in vzhodna Evropa	5,4	1,4	2,2	2,8
Rusija	4,3	3,4	2,5	3,3
Azija v razvoju:	7,8	6,5	6,9	7,0
Kitajska	9,3	7,8	7,8	7,7
Indija	6,3	3,2	5,6	6,3
ASEAN (Združenje držav jugovzhodne Azije)	4,5	6,1	5,6	5,7
Latinska Amerika in Karibsko otočje:	4,6	3,0	3,0	3,4
Brazilija	2,7	0,9	2,5	3,2
Mehika	3,9	3,9	2,9	3,2
Srednji vzhod, severna Afrika, Afganistan in Pakistan	3,9	4,4	3,1	3,7
Južna Afrika	3,5	2,5	2,0	2,9
<b>OBSEG TRGOVINSKE MENJAVE (dobrine in storitve)</b>	6,0	2,5	3,1	5,4
<i>Uvoz</i>				
Razvita gospodarstva	4,7	1,1	1,4	4,3
Trgi v razvoju	8,7	5,0	6,0	7,3
<i>Izvoz</i>				
Razvita gospodarstva	5,6	2,0	2,4	4,7
Trgi v razvoju	6,4	3,6	4,3	6,3
<b>CENE SUROVIN</b>				
Nafta	31,6	1,0	-4,7	-4,7
Druge surovine	17,9	-9,9	-1,8	-4,3
<b>POTROŠNIŠKE CENE</b>				
Razviti trgi	2,7	2,0	1,5	1,9
Trgi v razvoju	7,1	6,1	6,0	5,5

Vir: IMF, World Economics Outlook, 2013.

Čeprav imajo trgi v razvoju za prihodnje obdobje boljše napovedi kot razviti trgi, se zaradi vpliva globalizacije in vpetosti v svetovni finančni sistem niso uspeli popolnoma izolirati iz primeža krize, ki je zajela razvite trge. Zaradi posledic, ki jih je kriza povzročila na razvitih trgih, se srečujejo z zmanjšanim obsegom proizvodnje in izvoza, manjšo rastjo gospodarstva ter s povečanim javnim dolgom. Ravno tako pa se je zaradi previdnosti vlagateljev, nezaupanja v finančni in bančni sistem ter velikih stroškov zadolževanja zmanjšal obseg investicij in vlaganj (International Monetary Fund, 2013; Scotiabank, 2014).

Družba Apple Inc. s svojim prodajnim asortimanom deluje in posluje globalno, zato svetovni trendi vplivajo na njeno poslovanje. Najpomembnejši svetovni trgi, kot so ZDA, Evropa in Kitajska, ki predstavljajo svetovno gospodarsko velesilo, so obenem najpomembnejši prodajni trgi za podjetje in njegove proizvode. Kljub dejstvu, da se podjetje s svojimi inovativnimi izdelki ter z uspešno marketinško politiko uspešno izmika krizi glede na pretekle rezultate in napovedi vseeno ne bo moglo ostati immuno na prihodnje gospodarske razmere. Če se napovedi za gospodarsko rast in bruto domači proizvod ne bodo uspele izboljšati in tudi realno popraviti, lahko pričakujemo padec prodaje zaradi zmanjšanja kupne moči potrošnikov. V letu 2012 je bila na primer realna rast BDP na območju evropske unije -0,4 %, v ZDA 2,8 % in na Kitajskem 7,8 %. Prihodnje napovedi rasti bruto domačega proizvoda po posameznih državah so prikazane v spodnji tabeli (International Monetary Fund, 2013; Scotiabank, 2014).

*Tabela 5: Napoved BDP za posamezne države*

<b>BDP, realno (v %)</b>	<b>2000-2012</b>	<b>2013N</b>	<b>2014N</b>	<b>2015N</b>
<b>SVET (merjeno v paritetah kupne moči)</b>	3,7	2,8	3,4	3,6
Kanada	2,2	1,6	2,2	2,5
ZDA	1,9	1,6	2,5	3,0
Mehika	2,4	1,2	3,3	3,7
Velika Britanija	1,7	1,5	2,1	1,3
<b>Euro območje</b>	1,3	-0,5	0,7	1,3
Nemčija	1,3	0,5	1,5	1,6
Francija	1,3	0,1	0,6	1,2
Italija	0,4	-1,8	0,1	0,7
Španija	1,9	-1,4	0,2	0,7
Grčija	0,6	-4,2	-1,2	1,3
Irska	2,9	0,2	1,4	2,0
Rusija	5,2	1,5	2,9	3,0
Kitajska	9,3	7,7	7,3	7,0
Indija	7,2	4,5	5,2	5,7
Japonska	0,9	2,0	1,8	1,2
Avstralija	3,1	2,4	2,7	2,9
Brazilija	3,4	2,3	2,8	3,4
Kolumbija	4,2	4,2	4,8	4,5

*Vir: Scotiabank, Global Forecast Update, 2014.*

Apple Inc. je v letu 2009 vstopil na največje svetovno mobilno tržišče, kjer ima v današnjih gospodarskih razmerah tudi najboljšo možnost za nadaljnjo rast in obseg prodaje. Trenutno ima podjetje na Kitajskem 5 % tržni delež, kjer ima še veliko prostora za rast. Na področju mobilne

telefonije imajo prav trgi v razvoju največjo pričakovano rast, in sicer 32,7 %, medtem ko je pričakovana globalna rast samo 7,3 %. V tem trenutku pa so Applovo najpomembnejše tržišče še vedno ZDA, kjer ima podjetje 53,3 % tržni delež, sledi Evropa s 25,3 % in Kitajska s 5 % tržnim deležem (Apple's iPhone was No. 1 smartphone in Japan in 2011 with 725M sold, 2013; Apple prices too high in 2013, 2013; Gartner Says Smartphones Sales Accounted for 55 Percent of Overall Mobile Phone Sales in Third Quarter in 2013, 2013).

Vsekakor pa se pri analizi makroekonomskega okolja ne smem omejiti samo na mobilne produkte, temveč izhajam iz širšega spektra proizvodov potrošniške elektronike, kamor je podjetje uvrščeno glede na proizvodnji in prodajni asortiman. Sem uvrščamo še ostalo zabavno elektroniko, kot so osebni in tablični računalniki, televizija in ostala zabavna elektronika. Glede na poročilo Ameriškega združenja potrošniške elektronike so napovedi obsega prodaje dobre. Združenje napoveduje pozitivno rast v letu 2013 v višini 202,6 milijarde dolarjev, kar predstavlja 0,2 odstotno rast glede na preteklo leto. Za leto 2014 pa je napovedana rast prodaje v višini 2,4 odstotka in prodaja v višini 211,7 milijarde dolarjev. Dolgoročnejša napoved, kot izhaja iz poročila Global Consumer Electronics Industry 2012–2017: Trend, Profit and Forecast Analysis, izdanega julija 2012, pa zaradi povečanja dohodka potrošnikov in vse bolj razvijajočega se življenjskega stila, povezanega z mrežno in komunikacijsko tehnologijo, predvideva 5,4 odstotno rast sektorja do 2017 in ocenjuje vrednost trga na 1.210 milijarde dolarjev (Annual CEA Holiday Forecast and Study Finds Consumer Tech Spending to Grow 2,6 Percent this Season, 2013; Deloitte, 2013).

### 3 METODE VREDNOTENJA

#### 3.1 Dividendno-diskontni model

V najožjem pomenu dividendno-diskontni model (angl. *Dividend Discount Model*, v nadaljevanju DDM) predstavlja le denarni tok, ki ga prejmemo od podjetja, če v svojem portfelju držimo njegovo delnico. Ta denarni tok imenujemo dividenda. Tako se je za potrebe vrednotenja podjetja razvila metoda vrednotenja na podlagi diskontiranih dividend. Izmed nabora vseh metod vrednotenja podjetja le-ta predstavlja najosnovnejšo in za uporabo tudi najenostavnejšo obliko oziroma metodo vrednotenja. Dividendno-diskontni model temelji na predpostavki, da je vrednost delnice diskontirana vsota vseh prihodnjih izplačanih dividend. Navedeno pomeni, da je osnova za ocenjevanje vrednosti delnice neto sedanja vrednost prihodnjih dividend, ki jih bo podjetje izplačalo (Damodaran, 2002, str. 448).

Z vidika investitorja to pomeni, da le-ta z nakupom vrednostnega papirja določenega podjetja pričakuje dve vrsti denarnih tokov. Prva vrsta denarnega toka se tako nanaša na dividendo, ki jo investitor prejme za čas držanja delnice, medtem ko mora druga izpolniti pričakovano vrednost delnice na koncu naložbenega obdobja oziroma obdobja držanja delnice podjetja (Damodaran, 2002, str. 450).

$$\text{vrednost na delnico} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1+k_e)^t} \quad (1)$$

Kjer je:

$DPS_t$  pričakovane dividende na delnico

$k_e$  strošek kapitala

Utemeljitev navedenega modela je v pravilu sedanje vrednosti. V skladu s tem je vrednost vseh sredstev sedanja vrednost pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, diskontiranih po stopnji, ki ustreza tveganosti denarnih tokov (Damodaran, 2002, str. 450).

Dividendno-diskontni model je lahko dokaj natančen, zato je njegova uporaba v praksi zelo razširjena. V splošnem pa je natančna napoved višine prihodnjih dividend izredno zahtevna ter lahko hitro privede do napačnih zaključkov glede vrednosti delnice. Pri vrednotenju vrednostnega papirja na podlagi dividend se mora investitor poleg objektivnih kriterijev – gibanje gospodarstva in makroekonomski kazalci, zavedati tudi subjektivnih vzgibov posameznih lastnikov vrednostnega papirja, kakor tudi menedžmenta, ki upravlja s podjetjem. Navedeno pomeni, da je nemogoče z gotovostjo predvideti višino izplačanih dividend, ki je podana na predlog uprave podjetja ter večinskih lastnikov. Pri tem se je treba zavedati tudi vloge višine dobička oziroma dela dobička, ki ga podjetje nameni za izplačilo dividend. Predlagani model nam torej služi bolj kot opora prihodnjega gibanja vrednostnega papirja na podlagi preteklih podatkov, nikakor pa ga ne smemo jemati kot nezmotljivega pri napovedi. Na podlagi dividendno-diskontnega modela se je kasneje razvila tudi metoda prostih denarnih tokov, ki jo bomo preučili v nadaljevanju (Damodaran, 2002, str. 450).

Dividendno-diskontni model dopušča več različnih variacij. Glavna razlika pri različnih variacijah modela pa tako izvira iz stopnje rasti ter različnih faz rasti, v katerih se podjetje trenutno nahaja. Gordonov model vrednotenja je tako ena izmed variacij modela, ki upošteva stabilno rast dividend v neskončnost (Damodaran, 2002, str. 451).

Enačba za vrednotenje po *Gordonovem modelu*:

$$\text{vrednost delnice} = \frac{DPS_1}{k_e - g} \quad (2)$$

Kjer je:

$DPS_1$  pričakovana dividenda čez eno leto  
 $k_e$  pričakovana stopnja donosa investitorjev  
 $g$  stopnja rasti dividende v neskončnost

Nadalje poznamo še dvostopenjski model, ki je uporaben predvsem za podjetja, v katerih se pričakuje v začetnem obdobju visoko rast dividend, nato pa sorazmerno rast s stopnjo rasti gospodarstva. Pri uporabi tega modela tako v prvem delu za določeno časovno obdobje napovemo vrednost dividend za obdobje visoke rasti, v drugem delu pa nato z uporabo Gordonovega modela izračunamo preostalo vrednost, ki jo pričakujemo na dolgi rok (Damodaran, 2002, str. 450). Model dvostopenjske rasti bom uporabil tudi v tem delu, izračun pa je predstavljen z naslednjo enačbo<sup>1</sup>:

$$\text{vrednost delnice} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1+k_e)^t} + \frac{P_n}{(1+k_e)^n} \quad (3)$$

---

<sup>1</sup> Poznamo še *H model* za vrednotenje rasti ter *tristopenjski dividendnodiskontni model*.



Kjer je:

$DPS_t$	pričakovana dividenda na delnico v letu t
$k_e$	strošek lastniškega kapitala
$P_n$	cena delnice na koncu leta n

### 3.2 Metoda diskontiranih denarnih tokov

Metoda diskontiranih denarnih tokov (angl. *Discounted Cash Flow*, v nadaljevanju DCF) temelji na pravilu sedanje vrednosti, kjer je vrednost katerega koli sredstva sedanja vrednost pričakovanih denarnih tokov, ki jih bo to sredstvo v prihodnje ustvarilo (Damodaran, 2006, str. 380).

$$vrednost = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (4)$$

Kjer je:

$n$	življenjska doba sredstva oz. število let
$CF_t$	denarni tok v času t
$r$	diskontna stopnja, ki odraža tveganost ocenjenih denarnih tokov

Bistvena sestavina ocenjevanja podjetja po metodi diskontiranih denarnih tokov je diskontna stopnja (angl. Discount rate), ki predstavlja zahtevano oziroma pričakovano stopnjo donosa. Zahtevana stopnja donosa pa predstavlja stopnjo donosa, ki jo je na trgu mogoče doseči z naložbo z enakim tveganjem. Diskontna stopnja je tako odvisna od tveganosti naložbe in ocenjenih denarnih tokov, kjer se pričakuje višjo stopnjo donosa za bolj tvegane naložbe in obratno – nižjo stopnjo donosa za varnejše oziroma manj tvegane naložbe.

V literaturi in praksi obstaja dejansko na tisoče modelov diskontiranih denarnih tokov. Pogosto tako s strani investicijskih bank ali svetovalnih podjetij slišimo trditve, da so njihovi modeli vrednotenja boljši in učinkovitejši kot modeli njihovih konkurentov. Vendar se na koncu vsi ti modeli vrednotenja razlikujejo le v nekaterih parametrih (Damodaran, 2006, str. 420).

Vendar je ta metoda vrednotenja ob upoštevanju edinstvenih okoliščin podjetja mnogo bolj prilagodljiva kot druge. Na drugi strani pa kljub temu zelo občutljiva na ocenjeni denarni tok, končno vrednost in uporabljeno diskontno stopnjo. Pri vrednotenju po tej metodi se je treba zavedati, da gre zgolj za mehansko orodje vrednotenja, zaradi česar velja aksiom GIGO (angl. *garbage in garbage out*). Navedeno pomeni, da lahko že majhne spremembe v vhodnih podatkih povzročijo velike spremembe v ocenjeni vrednosti podjetja.

### 3.3 Model prostega denarnega toka

Vrednotenje po metodi prostega denarnega toka (angl. *Free Cash Flow*, v nadaljevanju FCF) predstavlja denarna sredstva, ki jih je družba sposobna ustvariti potem, ko določen del denarja nameni vzdrževanju ali širjenju svojega poslovanja. Prosti denarni tok je za podjetje izjemnega pomena, saj omogoča zasledovanje poslovnih ciljev, ki podjetju in delničarjem povečujejo vrednost. Ko diskontiramo proste denarne tokove, za lastnike vrednotimo lastniški kapital preko

neposredne metode, na drugi strani pa z diskontiranjem denarnih tokov za vse vlagatelje – tako lastnike kot upnike, dobimo vrednost podjetja po posredni metodi (Damodaran, 2006, str. 25).

Uporabil bom vrednotenje po modelu prostega denarnega toka podjetja (angl. *Free Cash Flow to Firm*, v nadaljevanju FCFF). Po tej metodi prihodnje proste denarne tokove diskontiramo s tehtanim povprečjem stroškov celotnega kapitala (angl. *weighted average cost of capital*, v nadaljevanju WACC). Vrednost podjetja v splošnem lahko izrazimo kot prihodnjo vrednost pričakovanih denarnih tokov podjetja oziroma s spodnjo enačbo:

$$\text{vrednost podjetja} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (5)$$

Kjer je:

$FCFF_t$  prosti denarni tok podjetja

$WACC$  tehtano povprečje stroška celotnega kapitala

### 3.3.1 Prosti denarni tok podjetja

Prosti denarni tok je definiran kot doseženi denarni tok iz poslovanja podjetja, od katerega odštejemo investicije v osnova sredstva (angl. *capital expenditures*, v nadaljevanju CAPEX) ter obratna sredstva, vendar pred poplačilom obresti. Denarni tok iz poslovanja podjetja prinaša pomembno sporočilno vrednost tako za notranje kot tudi zunanje uporabnike, koliko denarja po investicijah je podjetje sposobno generirati s poslovanjem, potem ko je ohranilo ali oplemenitilo osnovno premoženje (Viebig, Poddig & Varmaz, 2008, str 12–13).

Denarni tok oziroma izkaz denarnega toka je zato v metodah vredenja izrednega pomena, ki se mu namenja premalo pozornosti. Vse prevečkrat se omejujemo na dobiček kot edino merilo uspešnosti, pa vendarle je prosti denarni tok ključnega pomena pri uspešnosti poslovanja podjetja v bodočnosti. Četudi podjetje izkazuje dobiček, na drugi strani pa izkazuje negativni denarni tok, lahko zapade v težave, kajti brez likvidnih sredstev, ki so hitro unovčljiva, podjetje težko ohranja svojo vrednost ter vzdržuje tekoče poslovanje. V tem pogledu citiram neznanega avtorja, ki pravi: »Denar je dejstvo, dobiček je mnenje,« kar potrjuje pomembnost visoko likvidnih sredstev v podjetju.

Prosti denar podjetje lahko uporabi za izplačilo dividend, za nakup lastnih delnic ali za prevzemne aktivnosti. Če pa prostega denarnega toka ne reinvestira oziroma ga ne razdeli med lastnike kapitala, leta obstane v bilanci podjetja med poslovno nepotrebnimi sredstvi (angl. *nonoperating assets*) (Viebig, Poddig & Varmaz, 2008, str 12–13).

Do izračuna prostega denarnega toka podjetja lahko pridemo na več način, vendar se v praksi najpogosteje uporablja izračun, pri katerem investicijske izdatke in spremembo obratnega kapitala odštejemo od dobička iz poslovanja pred poplačilom obresti in davka (angl. *earnings before interest and taxes*, v nadaljevanju EBIT).

$$FCFF = EBIT \times (1-T) + AM - CAPEX - \Delta NWC \quad (6)$$

Kjer je:

$EBIT$  dobiček iz poslovanja

$T$  davčna stopnja

<i>AM</i>	amortizacija
<i>CAPEX</i>	investicije v osnovna sredstva
<i>NWC</i>	sprememba obratnega kapitala

Izhajajoč iz zgornje enačne (6) se pri izračunu prostega denarnega toka podjetju, najprej EBIT, ki predstavlja zaslužek iz poslovanja (angl. *Earnings Before Interest and Tax*) in je izračunan kot razlika med prihodki in odhodki, pomožimo s tako imenovanim davčnim ščitom (1-T). S to operacijo se v formuli znebimo vpliva prilagojenega davka (davek, ki bi ga podjetje moralo plačati, če bi EBIT predstavljal osnovo za izračun davka). Tako dobljenemu dobičku iz poslovanja, ki ga imenujemo NOPLAT (angl. *net operating profit less adjusted taxes*), prištejemo amortizacijo, na podlagi česar dobimo denarni tok iz poslovanja (angl. *gross cash flow*). Amortizacija ne pomeni dejanskega odliva denarja, zato jo prištejemo nazaj, saj v EBIT predstavlja edini nedenarni strošek. Nato pa od denarnega toka iz poslovanja odštejemo investicije v osnovna sredstva in spremembo obratnega kapitala. Tako dobljeni FCFF je dosegljiv vsem vlagateljem in investitorjem (Damodaran, 2002, str. 532).

### 3.3.1.1 Strošek celotnega kapitala

Strošek celotnega kapitala oziroma tahtano aritmetično povprečje stroškov lastniškega kapitala (angl. WACC) je definirano kot seštevek lastniškega in dolžniškega kapitala, katerima namenimo utež, ki je odvisna od finančne strukture podjetja. Osnovni namen izračuna WACC je v diskontiranju prostih denarnih tokov na sedanjo vrednost s primerno diskontno mero, ki naj odraža stopnjo tveganja vseh vlagateljev oziroma donos, ki se ga pričakuje in zahteva na vsa sredstva, angažirana v podjetju.

$$WACC = k_D (1-t) \frac{D}{V} + k_S \frac{E}{V} \quad (7)$$

Kjer je:

$k_D$	strošek dolga
$k_S$	strošek lastniškega kapitala
$t$	davčna stopnja podjetja
$V$	vrednost celotnega kapitala podjetja
$D$	vrednost dolga podjetja
$E$	vrednost lastniškega kapitala podjetja

### 3.3.1.2 Strošek dolžniškega kapitala

Strošek dolga (angl. *cost of debt*) bi najenostavneje izrazili kot deželno tveganje (angl. *risk-free country rate*), temu prištejemo še premijo za tveganje, ki ustrezno predstavlja tveganje neporavnanih obveznosti v podjetju (Damodaran, 2006, str 82-85). Enačba za izračun stroška dolga v podjetju je sledeča:

$$k_D = r_{RF} + CP \quad (8)$$

Kjer je:

$k_D$	strošek dolga podjetja
-------	------------------------

$r_{RF}$	netvegana stopnja donosa
$CP$	premija za deželno tveganje države

### 3.3.1.3 Strošek lastniškega kapitala

Strošek lastniškega kapitala (angl. *cost of equity*) se v praksi najpogosteje izračunava po modelu ocenjevanja dolgoročnih sredstev (angl. *capital asset pricing model*, v nadaljevanju CAPM). Model predpostavlja, da je zahtevana stopnja donosa posamezne naložbe enaka vsoti donosnosti netvegane naložbe ( $r_{RF}$ ) in tržne premije za tveganje ( $r_M - r_{RF}$ ), pomnožene z beta koeficientom posamezne naložbe. Beta koeficient se uporablja kot mera za tveganje posamezne naložbe (mera sistematičnega tveganja) in pove, kako je gibanje donosnosti posamezne naložbe povezano z gibanjem donosnosti povprečno tvegane naložbe. V splošnem pa je logika za CAPM modelom preprosta in prikazuje vlagateljeva pričakovanja glede donosnosti posamezne naložbe. Le-ta pa se odraža v časovni vrednosti denarja ter tveganju naložbe (Damodaran, 2006, str. 40)

$$r_i = r_{RF} + (r_M - r_{RF})\beta_i = r_{RF} + (RP_M)\beta_i \quad (9)$$

Kjer je:

$r_i$	zahtevana stopnja donosa naložbe $i$
$r_{RF}$	netvegana stopnja donosa
$r_M$	zahtevana stopnja donosa tržnega premoženja
$RP_M$	tržna premija za tveganje ( $r_M - r_{RF}$ )
$\beta_i$	mera tržnega tveganja naložbe $i$ beta

### 3.3.1.4 Netvegana stopnja donosa

Netvegana stopnja donosa (angl. *risk free rate* –  $r_{RF}$ ) je v teoriji opredeljena kot stopnja donosa brez tveganja. Ta prepostavlja, da ima netvegana naložba enako donosnost, kot znaša pričakovana donosnost, vendar pa realno na trgu ne obstaja naložba, ki bi bila popolnoma netvegana. Damodaran (2006, str. 35) meni, da bi temu pogoju zadostili le, kadar na trgu ne bi bilo tveganja neplačila ter tveganja reinvestiranja. Navadno tako pri izračunu uporabimo dolgoročne državne obveznice z najboljšo bonitetno oceno in dobro likvidnostjo, ki naj bi bile v praksi najboljši približek netvegani naložbi. Na podlagi tega bom tudi v tem zaključnem delu uporabil ameriško državno obveznico z dospelostjo 30 let (angl. *US treasury bond 30 year yield*).

### 3.3.1.5 Sistematično tveganje – beta ( $\beta$ )

Beta koeficient predstavlja mero sistematičnega tveganja, za katerega velja, da ga ni mogoče odpraviti z razpršitvjo portfelja naložb. Izraža naklon linearne regresije med donosnostjo obveznice in donosnostjo celotnega portfelja. S tem merimo občutljivost donosnosti sredstev glede na gibanje donosnosti celotnega portfelja in nam tako dejansko poda informacijo, kolikšno tveganje posamezna naložba doprinese k tveganju celotnega portfelja (Damodaran, 2006, str. 46). Beta se izračuna po naslednji enačbi:

$$\beta = \frac{Cov_{i,m}}{\sigma_m^2} \quad (10)$$

Kjer je:

$Cov_{i,m}$  kovarianca donosnosti med naložbo i in tržnim premoženjem  
 $\sigma_m^2$  varianca donosnosti tržnega premoženja

Iz tega izhaja, da bo v primeru, ko je naložba povprečno tvegana, imela beta enako ena. Če je naložba podpovprečno tvegana, je beta manjša od ena in nasprotno, kadar je naložba napovprečno tvegana, je beta višja od ena.

Ko podjetja, ki ga ocenjujemo, na trgu ni dovolj dolgo ter zanj ne obstaja primerni obseg časovnih podatkov donosnosti ali ko imamo opraviti z netržnimi podjetji, ki ne kotirajo na borzi, takrat večina avtorjev priporoča, da se uporabi beta primerljivih podjetij oziroma uporabimo vrednost bete za celotno panogo (Damodaran 2006, str 51-54).

### 3.3.1.6 Tržna premija za tveganje

Tržna premija za tveganje (angl. *market risk premium*) je definirana kot pričakovana tržna donosnost, ki je zmanjšana za netvegano stopnjo donosa. Kot takšna določa dodaten donos, ki je zahtevan s strani vlagateljev, če sredstva iz netvegane naložbe naloži v naložbo s povprečnim tveganjem. Tržna premija za tveganje se izračuna na podlagi zgodovinskih podatkov oziroma na podlagi trenutnih tržnih podatkov o donosnosti (Damodaran, 2006, str. 38).

### 3.3.1.7 Preostala vrednost

V praksi je skoraj nemogoče oceniti denarni tok podjetja v neskončnost, kljub temu da predvidevamo nadaljevanje poslovanja podjetja po preučevanem obdobju. V ta namen se navadno oceni vrednost denarnega toka za obdobje rasti podjetja (5 do 10 let) in nato ocenimo preostalo vrednost (angl. *terminal* ali *residual value*), s katero zajamemo vrednost podjetja na koncu obdobja. Preostalo vrednost pa preko upoštevanja števila let napovedanega obdobja diskontiramo na sedanjo vrednost (Damodaran, 2002, str.423). V tem primeru uporabimo dvostopenjski FCF model, ki ga izračunamo na sledeči način:

$$\text{vrednost podjetja} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV_n}{(1+r)^n} \quad (11)$$

Kjer je:

$CF_t$  denarni tok v letu t  
 $TV_n$  preostala vrednost  
r diskontna mera oziroma zahtevana stopnja donosa

## 3.4 Metoda relativnega vrednotenja

Pri vrednotenju denarnega toka je cilj najti in oceniti vrednost sredstev podjetja glede na denarni tok, njegovo rast in karakteristike tveganja. Z metodo relativnega vrednotenja ocenjujemo vrednost sredstev na podlagi vrednosti primerljivih sredstev oziroma podjetij, s katerimi se trguje na borzi (Damodaran, 2006, str. 299).

Z uporabo metode relativnega vrednotenja torej primerjamo podjetje z drugimi primerljivimi podjetji v panogi, ki so primerljiva po velikosti in prihodkih oziroma tržni kapitalizaciji ter se

ukvarjajo s primerljivo dejavnostjo in imajo podoben asortiman proizvodov. Pri tem je pomembno, da razpolagamo z vsemi finančnimi podatki, ki jih nato uporabimo za izračun kazalnikov, ki nam bodo služili za primerjavo.

Ker z uporabo relativnega vrednotenja med seboj primerjamo podjetja, ki so različna po velikosti, obsegu prodaje in dobičkonosnosti, moramo vrednosti posameznega podjetja standardizirati. Postopek standardizacije poteka preko uporabe tržnih multiplikatorjev oziroma kazalnikov, ki so navedeni spodaj.

### 3.4.1 Tržni multiplikatorji

Z uporabo metode relativnega vrednotenja bomo tako analizirali finančne podatke podjetja in konkurenčnih podjetij na podlagi tržnih multiplikatorjev. V tem zaključnem delu bom za primerjavo uporabil multiplikatorje P/E, P/B, P/S, EV/SALES, EV/EBITDA, in EV/EBIT, katerih opis in kratka predstavitev je navedena spodaj.

#### 3.4.1.1 P/E kazalnik

P/E kazalnik (angl. *Price per Earnings*) oziroma kazalnik čistega dobička je verjetno najbolj znan, kakor tudi v praksi najpogosteje uporabljen kazalnik za vrednotenje. Kazalnik nam poda razmerje med ceno delnice podjetja in čistega dobička na delnico. Pove nam, kolikokrat je tržna cena delnice višja v primerjavi z doseženim dobičkom na delnico. Vsebinsko nam navedeni kazalnik poda informacijo, koliko je vlagatelj v danem trenutku pripravljen plačati za eno enoto čistega dobička, ki ga je podjetje ustvarilo na enoto delnice v preteklem poslovnem letu (Damodaran, 2006, 2010). Izračunamo ga tako, da ceno delnice delimo s čistim dobičkom na delnico (angl. *Earnings per Share*):

$$P/E = \frac{\text{cena delnice}}{\text{dobiček na delnico}} \quad (12)$$

#### 3.4.1.2 P/B kazalnik

P/B kazalnik (angl. *Price per Booking*) oziroma kazalnik knjigovodske vrednosti nam poda informacijo o razmerju med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice. Pove nam, koliko so vlagatelji pripravljeni plačati za enoto knjigovodske vrednosti podjetja. Če je vrednost kazalca večja od ena, pomeni, da ima podjetje možnost dosežati stopnje donosa, ki presegajo zahtevano stopnjo donosa. Razlika v stopnjah donosa je večja od nič. Takšno podjetje je sposobno ustvarjati vrednost in ima tržno vrednost večjo od svoje knjigovodske vrednosti. Razliko, ki pri tem nastaja, imenujemo dobro ime (angl. *Good Will*) (Damodaran, 2006, 2010). Izračunamo ga s pomočjo spodnje enačbe:

$$P/B = \frac{\text{cena delnice}}{\text{knjigovodska vrednost delnice}} \quad (13)$$

#### 3.4.1.3 P/S kazalnik

P/S kazalnik (angl. *Price per Share*) oziroma multiplikator vrednosti prodaje nam poda informacijo o ustvarjeni prodaji podjetja na delnico v primerjavi s ceno delnice (Damodaran,

2006, 2010). P/S kazalnik se izračuna kot količnik med ceno delnice in prihodkom na delnico, kot prikazuje spodnja enačba:

$$P/S = \frac{\text{cena delnice}}{\text{prihodek na delnico}} \quad (14)$$

#### 3.4.1.4 EV/Sales kazalnik

EV/Sales kazalnik meri oziroma primerja celotno vrednost podjetja (angl. *Enterprise Value*) z doseženimi prihodki od prodaje. Kazalnik nam poda informacijo o ustvarjeni vrednosti podjetja (EV) na eno denarno enoto prihodka od prodaje. V splošnem bi nižje razmerje pomenilo nižjo vrednost podjetja. EV/Sales kazalnik je po vsebini podoben P/S kazalniku (angl. *Price per Sales*), vendar so investicijski strokovnjaki mnenja, da je slednji manj primeren, saj v svojem izračunu ne upošteva dolga in celotnega kapitala podjetja, temveč samo lastniškega. EV/Sales se izračuna kot razmerje med tržno kapitalizacijo podjetja, ki ji prištejemo neto dolg in prihodke od prodaje (Damodaran, 2006, 2010):

$$EV/Sales = \frac{\text{tržna kapitalizacija} + \text{neto dolg}}{\text{prihodki od prodaje}} \quad (15)$$

Neto dolg v enačbi predstavlja finančni dolg podjetja, ki je zmanjšan za denarna sredstva in tržne finančne naložbe.

$$\text{neto dolg} = \text{finančni dolg} - (\text{denar} + \text{tržne finančne naložbe}) \quad (16)$$

#### 3.4.1.5 EV/EBITDA kazalnik

S tem kazalnikom primerjamo celotno vrednost podjetja, s čistim dobičkom iz poslovanja pred odšteti obrestmi, davki in amortizacijo (angl. *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization – EBITDA*). Kazalnik nam pove, koliko denarnih enot moramo plačati za eno enoto denarnega toka iz poslovanja, zmanjšane za neto dolg. EV/EBITDA izračunamo kot (Damodaran, 2006, 2010):

$$EV/EBITDA = \frac{\text{tržna kapitalizacija} + \text{neto dolg}}{EBITDA} \quad (17)$$

#### 3.4.1.6 EV/EBIT kazalnik

To je kazalnik, katerega uporaba v praksi je zelo pogosta. EV/EBIT se izračuna na podlagi razmerja tržne kapitalizacije podjetja in EBIT (angl. *Earnings Before Interest and Taxes*). Od predhodnega kazalnika se razlikuje v tem, da ima slednji že vključene oziroma upoštevane stroške amortizacije (Damodaran, 2006, 2010). Izračunan je kot:

$$EV/EBIT = \frac{\text{tržna kapitalizacija} + \text{neto dolg}}{EBIT} \quad (18)$$

## 4 VREDNOTENJE PODJETJA APPLE INC.

V nadaljevanju zaključnega dela sledi vrednotenje podjetja Apple Inc. na dan 29. 9. 2012. Vrednotenje takšnega podjetja je zelo zanimivo, saj Apple Inc. po tržni kapitalizaciji predstavlja največje podjetje na svetu, prav tako pa se uvršča v vrh proizvajalcev zabavne elektronike glede na tržni delež prodaje ter popularnost proizvodov, ki s svojo inovativnostjo, dizajnom in navdušujočo uporabniško izkušnjo svojih privrženec ne razočara. Pri vrednotenju podjetja bom uporabil metodo vrednotenja prostih denarnih tokov, dividendno-diskontni model in metodo primerljivih podjetij, ki predstavljajo direktno konkurenco na trgu elektronike. Vse omenjene metode vrednotenja so teoretično opisane v tretjem poglavju.

Za namene vrednotenja bom uporabil pretekle finančne podatke iz letnih poročil in izkazov, ki so dosegljivi na spletni strani podjetja. Uporabil bom tudi druge spletne vire, ki so na rapolago, in vire, ki analizirajo in prikazujejo finančne podatke podjetij, uvrščenih na borzo.

Podjetje Apple Inc. je vstopilo na trg preko javne ponudbe delnic 12. decembra 1980 s ceno 22 dolarjev za delnico. Z delnico se trguje na Ameriški borzi NASDAQ (angl. *National Association of Securities Dealers Automated Quotations*), ki je druga največja borza v primerjavi z ostalimi svetovnimi borzami glede na tržno kapitalizacijo. Tržna kapitalizacija borze je v letu 2012 dosegla 4,45 trilijarde ameriških dolarjev oziroma glede na evropsko številčno skalo 4,45 bilijona dolarjev. Za največjo borzo na svetu velja newyorška borza (angl. *New York Stock Exchange*). Delnica je uvrščena na borzo pod imenom AAPL. Slika na naslednji strani prikazuje gibanje delnice Apple Inc. v 10-letnem obdobju, od avgusta 2003 do avgusta 2013, ter obseg prodaje (APPL, 2013).

Slika 1: Gibanje delnice Apple Inc. za obdobje 2003–2013



Vir: APPL, 2013.

Kot je razvidno iz zgornjega grafa, je bila avgusta 2003 cena za delnico 11,37 dolarjev, medtem ko je bila avgusta 2013 vrednost delnice 498,22 dolarjev. Najvišjo vrednost delnice je podjetje doseglo 19. septembra 2012, ko je cena za delnico znašala 702,10 dolarjev (APPL, 2013).



## 4.1 Napoved poslovanja

Prihodnje poslovanje podjetja Apple je relativno težko napovedati, do tega vprašanja so tudi izjave menedžmenta podjetja skope in neoprijemljive. Kot so poudarili, kar je razvidno iz letnih poročil in medijev, je, da bo podjetje še naprej največ sredstev namenjalo in vlagalo v raziskave in razvoj, tako operacijskih sistemov kot same zabavne elektronike. Kot je razbrati iz letnega poročila ter napovedi, ki jih je objavilo podjetje, bo v letu 2013–2014 del denarja namenjen zagotavljanju preskrbnih komponent podjetja. Naložba je vredna približno 2 milijardi dolarjev. Planirane investicije v višini milijarde dolarjev potekajo tudi v širitev drobnoprodajne mreže. V prihodnjih letih želijo namreč odpreti 30 novih prodajnih mest na vseh večjih lokacijah po svetu, prav tako imajo v načrtu posodobitve že odprtih prodajnih prostorov. Največja načrtovana investicija pa obsega razvijanje in izboljšanje programske opreme ter aplikacij kakor tudi posodabljanje že obstoječih. V ta namen je Apple rezerviral približno 4 milijarde dolarjev (Apple Inc, 2013).

V nadaljevanju bom prikazal oziroma napovedal rast posameznih postavk in kategorij izkaza poslovnega izida, ki jih potrebujemo za določitev prihodnjih denarnih tokov, ter analiziral dobljene rezultate in uporabljene stopnje rasti. Celotna napoved je prikazana v prilogi 3. Napoved je izdelana na podlagi preteklih podatkov podjetja od leta 2008 do 2012 ter predstavlja projekcijo poslovanja Apple Inc. za obdobje desetih let.

Na podlagi preteklega poslovanja in napovedi ocenjujem veliko rast prihodkov v prvih treh letih, rast pa se letno postopoma zmanjšuje v višini 25, 15 in 10 odstotkov do leta 2015. Nadalje sem predvidel enakomerno stopnjo rasti v neskončnost v višini 3 odstotkov. Stabilna rast prihodkov je od leta 2016 dalje ocenjena na podlagi ocene nominalne svetovne gospodarske rasti, ki je povzeta po poročilu Mednarodnega denarnega sklada<sup>2</sup>.

Tabela 6: Napoved prihodkov od prodaje in EBITDA

Leta	Prihodki (v milijon \$)	% stopnja rasti	EBITDA (v milijon \$)	% od prihodkov
2013	195.635,00	25	52.030,02	26,6
2014	224.980,25	15	60.509,46	26,9
2015	247.478,28	10	67.055,36	27,1
2016	254.902,62	3	69.831,73	27,4
2017	262.549,70	3	72.714,33	27,4
2018	270.426,19	3	75.707,04	28,0
2019	278.538,98	3	78.813,87	28,3
2020	286.895,15	3	81.752,08	28,5
2021	295.502,00	3	85.091,14	28,8
<b>STABILNO</b>	<b>304.367,06</b>	<b>3</b>	<b>87.643,88</b>	<b>28,8</b>

<sup>2</sup> Ocena je povzeta po poročilu MDS – World Economic Outlook Update

Rast EBITDA je določena na podlagi pretekle rasti, ki jo je podjetje beležilo v obdobju od 2008 do 2012. Kot je vidno v prilogi, kjer se nahaja celotna projekcija za podjetje Apple Inc., je rast v povprečju znašala 28,7 %. Dolgoročna rast je predpostavljena na podlagi rasti prihodkov iz poslovanja, ki znašajo 36 %, in stopnje rasti amortizacije, ki se postopoma zvišuje z 2,4 % na 4,6 %, kar se odraža tudi v povečanju EBITDA. Kot je razvidno iz projekcije, ki se nahaja v prilogi, znaša pretekla rast EBIT v povprečju 27 %, rast EBITDA pa v zadnjih dveh letih približno 35 %. V trenutnem gospodarskem okolju kakor tudi v luči pridobivanja tržnega deleža mobilnega trga v Aziji, posebno na Kitajskem, sem predpostavil v prihodnjih letih zmanjšanje EBITDA marže, napovedujem pa vsakoletno rast. Napoved izhaja predvsem na predpostavkah izboljšanja obstoječih proizvodov ter stroškovno učinkovitejše proizvodnje, zaradi česar bodo produkti lahko cenovno dostopnejši tudi manj razvitim trgom. Kot sem navedel v poglavju Prihodnje poslovanje, je Apple namenil okoli dve milijardi sredstev za širitev trgovske mreže in odprtju 30 novih prodajnih mest po vseh večjih mestih na svetu. Na drugi strani pa napoved Apple o razvoju novih tehnologij in vstopu na nove trge na področju internetne televizije, pametnih ur, mobilnih plačil in mobilnega oglaševanja ter razvoju ERP sistema (angl. *Enterprise resource planing*) vzbuja optimistične napovedi (Apple Inc, 2013).

NOPAT podjetja je napovedan v pozitivni rasti tudi v prihodnjih letih. Predpostavljam, da se bo zviševal za 17,6 % letno. Navkljub trenutnim gospodarskim razmeram, ki krojijo svetovno gospodarsko rast in spreminjajo potrošniške navade, Apple s svojimi inovativnimi izdelki in nadvse uspešno marketinško strategijo uspešno kljubuje tržnim razmeram in letno povečuje dobiček v podjetju. Rast v zadnjih petih letih je tako dosegala povprečno 19,8 % stopnjo rasti na letni ravni. Ker menim, da se podjetje nahaja v zreli fazi, sem preteklo povprečno rast utrezno prilagodil in tako dobil napoved dobička, ki je prikazana v tabeli 7. Čeprav je dobiček prikazan kot NOPAT (angl. *Net operating profit after tax*) pa v primeru, ko podjetje ni obremenjeno z dolgom in obrestmi, ki izhajajo iz njega, predstavlja čisti dobiček podjetja. NOPAT sicer predstavlja neto dobiček iz poslovanja po davkih za vse investitorje podjetja, vključno z delničarjem in imetnikom dolga. NOPAT je po definiciji enakovreden dobičku pred obrestmi po davkih (angl: *Earnings before interest after taxes – EBIAT*) in enak čistemu poslovnemu izidu, zmanjšanemu za prilagojene davke (angl: *Net operating profit less adjusted taxes – NOPLAT*) (Apple Inc, 2013; NOPAT, 2013).

Tabela 7: Napovedani NOPAT (*Net operating profit after tax*)

Leta	NOPAT (v milijon \$)	% od prihodkov
2013	34.365,05	17,6
2014	39.519,80	17,6
2015	43.471,79	17,6
2016	44.775,94	17,6
2017	46.119,22	17,6
2018	47.502,79	17,6
2019	48.927,88	17,6
2020	50.395,71	17,6
2021	51.907,59	17,6
<b>STABILNO</b>	<b>53.464,81</b>	<b>17,6</b>

## 4.2 Vrednotenje podjetja po modelu prostega denarnega toka

V nadaljevanju prikazujem vrednotenje podjetja po metodi diskontiranih denarnih tokov. Pri uporabi te metode sem najprej predstavil izračunane parametre, ki mi bodo v nadaljevanju služili pri vrednotenju. Nato sem ocenil FCFF in diskontno mero, ki predstavlja strošek celotnega kapitala (angl. WACC). Diskontno stopnjo bom določil z vrednostjo stroška kapitala, tržnega tveganja, netvegane stopnje donosa in bete podjetja (Damodaran, 2006, str. 252).

Pri izračunu sem uporabil dvostopenjski FCFF model ter tako natančno napovedal prosti denarni tok za obdobje do 2021 in preostalo vrednost, ki se nanaša na obdobje po tem letu.

### 4.2.1 Določitev diskontne stopnje

Z izračunano diskontno stopnjo, ki bo predstavljena v tem delu, bom v nadaljevanju diskontiral prihodnje proste denarne tokove. Diskontna stopnja je določena z uporabo parametrov, ki so prosto dostopni na spletu, ter z lastnimi izračuni, ki temeljijo na zgoraj opisanih in predstavljenih formulah.

#### 4.2.1.1 Strošek dolga

**Strošek dolga** znaša 0 %. Podjetje Apple v svoji bilanci za leto 2012 nima dolgoročnega finančnega dolga, zato je strošek dolga enak 0.

#### 4.2.1.2 Strošek lastniškega kapitala

**Neutežena beta** znaša 0,91. Podatek je povzet s spletne strani google finance na dan 30. 9. 2013 in se nanaša na industrijo elektronske opreme, razred potrošniške dobrine.

**Beta za zadolženo podjetje** je izračunana na podlagi bete za nezadolženo podjetje, davčne stopnje in deležem dolga ter kapitala med vsemi obveznostmi podjetja. Tako izračunana utežena beta znaša 0,91 ter predstavlja enako vrednost kot neutežena beta, kar je pojasnjeno z odsotnostjo finančnega dolga v izračunu.

**Netvegana stopnja donosa** znaša 3,65 %. Stopnja donosa je dobljena na podlagi 30-letne ameriške obveznice, kot je navedeno pri določitvi stroška dolga. Za referenčno netvegano stopnjo donosa sem izbral to vrsto obveznice zaradi njene visoke likvidnosti, značajske ustreznosti naložbe v lastniški kapital ter minimalne podvrženosti obrestnim nihanjem v primerjavi s kratko- oziroma srednjeročnimi obveznicami.

**Tržna premija za tveganje** je določena v višini 5,80 %. Premija je določena z geometrijskim povprečjem dolgoročnih obveznic razvitih kapitalskih trgov, povzeta po Damodaranu.

**Premija za državno tveganje** znaša 0 %. Podatek je povzet po Damodaranu, kjer je razvidno, da imajo razviti trgi, kot je ZDA, ničelno premijo za deželno tveganje.

**Strošek lastniškega kapitala** znaša 8,93 %. Izračunan je na podlagi CAPM modela, kjer sem uporabil zgoraj navedene podatke. Izračun stroška lastniškega kapitala je predstavljen v tabeli 8 na naslednji strani.

*Tabela 8: Izračun stroška lastniškega kapitala po modelu CAPM*

<b><i>Izračun stroška kapitala (po CAPM)</i></b>	
Ne-tvegana mera donosa v %	3,65
Beta, za zadolžena podjetja	0,91
Tržna premija za tveganje v %	5,80
Deželno tveganje v %	0
Premija za majhnost podjetja v %	0
Dodatna tveganja v %	0
<b>Strošek kapitala v %</b>	<b>8,93</b>

Na podlagi predstavljenih parametrov sem izračunal WACC oziroma tehtano povprečje stroška kapitala, ki ga bom v nadaljevanju uporabil za diskontiranje prostih denarnih tokov.

*Tabela 9: Izračun tehtanega povprečja stroška kapitala (WACC)*

<b><i>Izračun povprečnega tehtanega stroška kapitala (WACC)</i></b>	
Strošek kapitala v %	8,93
Strošek dolga (obrestna mera) v %	4,12
Efektivna davčna stopnja v %	25,16
Strošek dolga po davku v %	2,68
dolg v %	0,00
kapital v %	100,00
<b>WACC v %</b>	<b>8,93</b>

#### **4.2.2 Izračun vrednosti denarnih tokov**

Izračun vrednosti prostega denarnega toka podjetja temelji na podlagi napovedi prihodnjega poslovanja podjetja. Določil sem ga na podlagi pričakovane rasti podjetja v prihodnosti, ki upošteva tudi trenutne ekonomske in tržne razmere ter glede na povprečno preteklo stopnjo rasti.

Prosti denarni tok podjetja sem izračunal na podlagi NOPAT – dobiček iz poslovanja po prilagojenih davkih, ki sem mu prištel vrednost amortizacije, ki predstavlja nedenarni strošek, ter odštel investicije v osnovna sredstva (angl. *CAPEX*) in spremembo obratnega kapitala (angl. *Working Capital*). Vrednost investicij v osnovna sredstva je povzeta iz letnih poročil podjetja, kjer je navedeno, koliko sredstev podjetje porabi za vzdrževanje, obnavljanje in pridobivanje osnovnih sredstev, potrebnih za izvajanje poslovnih operacij. Spremembo obratnega kapitala pa dobimo kot razliko med vrednostjo obratnega kapitala sedanjega in preteklega poslovnega leta. Obratni kapital v podjetju izračunamo na podlagi vrednosti gibljivih sredstev, od katerih odštejemo vrednost denarnih sredstev, kratkoročne obveznosti in kratkoročni dolg. Na podlagi tega lahko izračunamo FCFE, kot je prikazan v tabeli 10 na naslednji strani.

Tabela 10: Ocenjeni prosti denarni tok podjetja FCFF (vrednost v milijon \$)

Leta	NOPAT	Amortizacija	Investicije v osnovna sredstva	Δ obratnega kapitala	FCFF
2013	<b>34.365,05</b>	4.695,24	8.999,21	10.132,41	<b>40.193,48</b>
2014	<b>39.519,80</b>	6.074,47	10.349,09	3.022,56	<b>38.267,74</b>
2015	<b>43.471,79</b>	7.176,87	11.384,00	2.317,30	<b>41.581,95</b>
2016	<b>44.775,94</b>	8.156,88	11.725,52	764,71	<b>41.972,01</b>
2017	<b>46.119,22</b>	9.189,24	12.077,29	787,65	<b>44.018,82</b>
2018	<b>47.502,79</b>	10.276,20	12.439,60	811,28	<b>46.150,66</b>
2019	<b>48.927,88</b>	11.420,10	12.812,79	835,62	<b>48.370,80</b>
2020	<b>50.395,71</b>	12.336,49	13.197,18	860,69	<b>50.395,71</b>
2021	<b>51.907,59</b>	13.593,09	13.593,09	886,51	<b>52.794,09</b>
<b>STABILNO</b>	<b>53.464,81</b>	14.000,88	14.000,88	913,10	<b>54.377,91</b>

Preostala vrednost denarnega toka je izračunana na podlagi enostopenjskega Gordonovega modela, pri katerem prosti denarni tok v zadnjem napovedanem letu delimo z razliko med ocenjenim stroškom celotnega kapitala – WACC in ocenjeno dolgoročno stopnjo rasti, ki je predpostavljena glede na pričakovano rast gospodarstva.

$$\text{preostala vrednost} = \frac{54.377,91}{8,93\% - 3\%} = 957.357,64 \text{ milijonov dolarjev}$$

#### 4.2.3 Izračun vrednosti delnice podjetja Apple Inc.

Izračunani prosti denarni tok je potrebno v naslednjem koraku diskontirati na sedanjo vrednost, na podlagi katere bomo lahko ovrednotili vrednost delnice. Pri tem postopku vrednost prostega denarnega toka diskontiramo z diskontnim faktorjem, ki je izračunan in predstavljen zgoraj.

Tabela 11: Diskontirani FCFF (vrednost v milijon \$)

Leta	Diskontni faktor	Diskontirani FCFF
2013	1,0893	
2014	1,0865	<b>32.340,28</b>
2015	1,2925	<b>30.580,28</b>
2016	1,4079	<b>28.916,07</b>
2017	1,5335	<b>27.342,42</b>
2018	1,6705	<b>25.854,41</b>
2019	1,8196	<b>24.447,38</b>
2020	1,9821	<b>23.116,92</b>
2021	2,1590	<b>21.858,87</b>
<b>STABILNO</b>	2,3518	<b>20.669,28</b>

Na podlagi diskontiranih denarnih tokov sem nato izračunal končno vrednost (angl. *terminal value*, v nadaljevanju TV), ki znaša 329.696,97 milijona dolarjev. K tej vrednosti sem prištel vse

denarne tokove za napovedana leta in dobil celotno vrednost denarnih tokov. V nadaljnjih izračunih, ki so prikazani v spodnji tabeli, sem celotni vrednosti prištel začetna denarna sredstva in odštel dolgoročne obveznosti podjetja. Tako sem dobil ocenjeno vrednost lastniškega kapitala, ki sem ga nato delil s številom vseh izdanih delnic podjetja ter prišel do končne vrednosti delnice Apple Inc. Le-ta po izračunih znaša 648,39 dolarjev. Izračun vrednosti delnice je prikazan v tabeli 12.

Tabela 12: Izračun vrednosti delnice Apple Inc.

Vrednost delnice Apple Inc. v \$	
Vrednost TV	329.696.971.978
<b>Neto sedanja vrednost</b>	<b>599.024.505.893</b>
Začetna denarna sredstva	29.129.000.000
Obveznosti	19.312.000.000
<b>Vrednost lastniškega kapitala</b>	<b>608.841.505.893</b>
Število delnic	939000000
<b>Vrednost na delnico</b>	<b>648,39</b>

Vrednotenje na podlagi modela prostega denarnega toka lahko odstopa od objektivne cene delnice. V model vstopajo postavke, kot je tehtano povprečje stroška dolga in ocenjena stopnja rasti, ki imata močan vpliv na končno vrednost delnice. V primeru, ko se tržne razmere spremenijo, bodisi gospodarska rast, strošek zadolževanja in višina zadolženosti ali drugi dejavniki, ki lahko vplivajo na izračun parametrov, se sorazmerno spremeni tudi cena delnice. Tako je vedno prisotna negotovost uporabljenih podatkov, s katerimi izračunamo končno vrednost delnice. V ta namen tabela 13 prikazuje občutljivost gibanja cene delnice v odvisnosti od uporabljenih predpostavk.

Tabela 13: Analiza občutljivosti delnice

Analiza	Stopnja rasti			
	1 %	2 %	3 %	4 %
WACC				
6,93	642,49	775,20	975,01	1.310,59
7,93	550,61	645,35	778,18	978,12
8,93	482,17	553,32	<b>648,39</b>	781,12
9,93	429,25	484,75	556,00	650,96
10,93	387,13	431,70	487,29	558,65

Iz prikazane tabele je razvidno, do kakšnih odstopanj lahko pridemo v primeru, ko se spremeni ocenjena zahtevana donosnost kapitala ali predpostavljena stopnja rasti. Če pa vzamemo povprečje dobljene vrednosti, ki izhaja iz analize občutljivosti, dobimo vrednost delnice Apple Inc. v višini 655,31 dolarjev.

### 4.3 Vrednotenje podjetja po metodi dividendno-diskontnega modela

Vrednotenje po dividendno-diskontnem modelu je najprimernejše za podjetja, ki rastejo s stopnjo rasti, primeljivo z gospodarstvom oziroma za tista, ki imajo dobro zasnovano dividendno

politiko. Vendar v primeru Appl, ko le-ta zadržuje ogromno vrednost denarja in je v zadnjem kvartalu prvič izplačal dividendo v višini 2,65 dolarja na delnico, vrednotenje po DDM modelu ni najprimernejše. Za natančno vrednotenje bi potreboval več preteklih podatkov kot tudi izdelano politiko izplačevanja dividend. Le-te v primeru Appl ni, kljub temu da po podatkih letnega poročila podjetje v prihodnje predvideva izplačevanje dividend.

Pri vrednotenju Apple Inc. sem v spodnji tabeli napovedal višino izplačanih dividend za obdobje petih let. Vrednotenje je izračunano po dvostopenjskem modelu. V prvem delu uporabim predpostavko visoke rasti za obdobje petih let, nato pa sem upošteval 3 % rast v neskončnost, primerljivo s stopnjo rasti gospodarstva.

*Tabela 14: Napoved ocenjene vrednosti dividend na delnico*

Leta	2013	2014	2015	2016	2017
Čisti dobiček na delnico (v \$)	53,03	63,00	74,85	88,92	105,63
Dividenda na delnico (v \$)	3,18	3,78	4,49	5,34	6,34
<b>Diskontirana vrednost (v \$)</b>	<b>2,92</b>	<b>3,19</b>	<b>3,47</b>	<b>3,79</b>	<b>4,13</b>

Čisti dobiček na delnico je v letu 2012 znašal 44,65 dolarja. Za obdobje 2013–2017 sem predpostavil pričakovano stopnjo rasti v višini 18,8 %. Pričakovano stopnjo rasti sem izračunal kot zmnožek razmerja izplačila dividend in donosa na kapital (angl. *Return on equity*, v nadaljevanju ROE). Izračun pričakovane stopnje rasti je predstavljen spodaj.

$$\text{pričakovana stopnja rasti} = (1 - 0,06) * 1,2 = 18,8 \%$$

Vendar pa sem dejanski donos na kapital, ki sicer znaša 35,3 %, ustrezno prilagodil oziroma zmanjšal na 20 %, ker menim, da bi bilo upoštevanje prvega nekoliko pretirano. Posebnost pri podjetju je tudi izredno nizko razmerje izplačila dividend, ki znaša samo 6 %. Povprečno razmerje izplačila dividend za industrijo, kamor se podjetje umešča, namreč znaša 30,39 %, medtem ko znaša povprečni donos na kapital 16,74 %.

V naslednjem koraku sem določil preostalo vrednost po obdobju visoke rasti, torej po petem letu. Kot sem že omenil, sem za določanje preostale vrednosti upošteval 3 % letno rast. Tako sem dobiček na delnico v letu 2012 zmnožil s pričakovano stopnjo rasti za obdobje prvih petih let ter s stopnjo rasti v neskončnost in dobil pričakovani dobiček na delnico, kot je prikazano v tabeli 15.

*Tabela 15: Vrednost delnice po dividendno-diskontni metodi z upoštevanjem povprečne stopnje izplačila industrije*

Preostala vrednost	(v \$)
Pričakovani dobiček na delnico	108,80
Pričakovana dividenda na delnico	33,07
Preostala vrednost (TV)	557,60
Diskontirana sedanja vrednost	363,57
Vrednost dividend	17,50
<b>Vrednost delnice</b>	<b>381,07</b>

Pričakovano dividendo na delnico sem izračunal na podlagi pričakovanega dobička na delnico, pomnoženega s stopnjo izplačila, kjer sem upošteval 30,39 % izplačilo v prihodnosti, kolikor znaša povprečna stopnja izplačila industrije. Mogoče bi bilo stopnjo izplačila izračunati tudi na podlagi razmerja med stabilno stopnjo rasti in donosa na kapital. V tem primeru bi od 100 % odšteli stopnjo zadržanega dobička, kar bi prineslo 85 % stopnjo izplačila, ki pa se zdi močno pretirana. Ob upoštevanju slednje bi vrednost delnice narasla na 1034,38 dolarjev.

Preostala vrednost je izračunana kot količnik med pričakovano dividendo na delnico in razliko med stroškom kapitala in stabilno stopnjo rasti. Izračun je predstavljen spodaj.

$$\text{preostala vrednost} = \frac{33,07}{(8,93\% - 3\%)} = 557,60 \text{ dolarjev}$$

Nato sem preostalo vrednost diskontiral na sedanjo vrednost ter ji prištel vsoto vrednosti diskontirane vrednosti dividend za obdobje prvih pet let ter tako dobil vrednost delnice, ki znaša 381,07 dolarjev, kot je prikazano v tabeli zgoraj. V tem primeru je vrednost delnice podjetja Apple Inc. precenjena.

V primeru, ko bi pri vrednotenju delnice uporabil stopnjo izplačila dividend, ki sem jo predstavil zgoraj, bi vrednost delnice dosegla 1034,38 dolarjev, kar nakazuje na podcenjeno vrednost delnice, kot to prikazuje tabela 16.

*Tabela 16: Vrednost delnice po dividendno-diskontni metodi*

<b>Preostala vrednost</b>	<b>(v \$)</b>
Pričakovani dobiček na delnico	108,80
Pričakovana dividenda na delnico	92,48
Preostala vrednost (TV)	1559,58
Diskontirana sedanja vrednost	1016,88
Vrednost dividend	17,50
<b>Vrednost delnice</b>	<b>1034,38</b>

#### **4.4 Relativno vrednotenje**

V zadnjem delu zaključnega dela bom določil vrednost delnice Apple Inc. z metodo relativnega vrednotenja na podlagi tržnih multiplikatorjev. Vrednotenje po tej metodi poteka, kot je opisano v teoretičnem delu, s pomočjo kazalnikov primerljivih podjetij, ki predstavljajo konkurenčna podjetja in so prav tako uvrščena na borzo.

Najprej bom določil primerljiva podjetja, ki so uvrščena v panogo elektronske opreme. V tej panogi se sicer nahaja 64 podjetij, vendar pa vsa niso primerna za primerjavo, bodisi podjetja niso primerna glede produktnega asortimana, ali velikosti oziroma tržne kapitalizacije. Spodnja tabela prikazuje izbrana podjetja, ki jih bom uporabil za primerljiva podjetja ter na podlagi katerih bom izvedel metodo relativnega vrednotenja.



Tabela 17: Seznam primerljivih podjetij

Primerljiva podjetja:	Oznaka delnice
Apple Inc	AAPL
BlackBerry Limited	BBRY
Google Inc	GOOG
Hewlett-Packard Corporation	HPQ
Lenovo Group	LNVGY
Microsoft Corporation	MSFT

Pri vrednotenju Apple Inc. po metodi relativnega vrednotenja sem uporabil tržne kazalnike, katerih podrobnejši opis in metodologija izračunavanja je predstavljena v teoretičnem delu pod poglavjem Relativno vrednotenje:

- **P/E** prikazuje količnik med vrednostjo delnice (**P**) in ustvarjenim čistim dobičkom na delnico (**EPS**);
- **P/S** prikazuje količnik med vrednostjo delnice (**P**) in ustvarjenimi prihodki od prodaje;
- **EV/Sales** prikazuje količnik med vrednostjo podjetja (**EV**) in ustvarjenimi prihodki od prodaje;
- **EV/EBITDA** prikazuje količnik med vrednostjo podjetja (**EV**) in dobičkom podjetja iz poslovanja pred obrestmi, davki in amortizacijo (**EBITDA**);
- **EV/EBIT** prikazuje količnik med vrednostjo podjetja (**EV**) in dobičkom podjetja iz poslovanja pred obrestmi in davki (**EBIT**).

Tabela 18: Izbrani kazalniki Apple Inc. in primerljivih podjetij

Tržni kazalniki	P/E	P/S	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	Tržna kapitalizacija sept. 2012 (v milijon \$)
Apple Inc.	15,11	4,00	3,82	10,21	10,81	626.546,99
BlackBerry Limited	-14,71	0,21	0,11	0,58	-0,04	3.865,88
Google	22,58	4,96	4,09	13,04	16,07	248.969,91
Hewlett-Packard Corp.	55,03	0,28	0,52	-10,46	-5,62	33.486,05
Lenovo Group	273,67	5,74	5,69	29,19	14,41	169.710,72
Microsoft Corp.	11,45	3,38	2,54	7,58	8,62	249.418,56
<b>Povprečje</b>	<b>60,52</b>	<b>3,10</b>	<b>2,80</b>	<b>8,36</b>	<b>7,38</b>	
<b>Mediana</b>	<b>18,85</b>	<b>3,69</b>	<b>3,18</b>	<b>8,90</b>	<b>9,72</b>	

Vir: APPL, 2013.

V nadaljevanju sem standardiziral vrednost mediane posameznih kazalnikov z vrednostjo podatkov podjetja Apple Inc. Na podlagi tega sem izračunal vrednost delnice, ki bi jo podjetje doseglo ob upoštevanju mediane posameznih kazalnikov. Vrednost delnice je prikazana v tabeli 19 na naslednji strani.

Tabela 19: Izračun vrednosti delnice na podlagi izbranih kazalnikov

Tržni kazalniki	P/E	P/S	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT	Povprečje	Mediana
Mediana	18,85	3,69	3,18	8,90	9,72		
Vrednost delnice	832,07	614,89	560,92	585,53	602,71	<b>639,23</b>	<b>602,71</b>

Na podlagi mediane kazalnikov primerljiv družb sem dobil različno vrednost delnice družbe Apple Inc., kot je razvidno iz zgornje tabele. Povprečna vrednost delnice tako znaša 639,23 dolarja, medtem ko mediana znaša 602,71 dolarja. Končno vrednost delnice preko metode relativnega vrednotenja sem določil z uporabo uteži, kjer sem upošteval 50 % vrednost povprečja in mediane. Izračun prikazuje tabela 20 na naslednji strani.

Tabela 20: Izračun vrednosti delnice Apple Inc.

	Povprečje	Mediana
Povprečna vrednost delnice	639,23	602,71
Utež	0,50	0,50
<b>Vrednost delnice (v \$)</b>	<b>620,97</b>	

Kot je razvidno iz tabele, sem preko metode relativnega vrednotenja z uporabo tržnih multiplikatorjev delnico družbe Apple Inc. na dan 29. septembra 2012 ocenil na 620,97 dolarjev za delnico.

## 5 IZRAČUN KONČNE VREDNOSTI DELNICE

Pri uporabi vrednotenja po modelu FCFF, DDM in relativnega vrednotenja z uporabo tržnih multiplikatorjev sem izračunal in dobil tri različne vrednosti delnice družbe Apple Inc. Tabela 21 prikazuje vrednotenje delnice po posamezni metodi. Kot prikazuje tabela, je najvišja vrednost delnica izračunana na podlagi FCFF (\$ 648,34), najnižja pa z uporabo dvostopenjskega DDM modela. Vendar moram pri tem poudariti, da bi vrednotenje delnice z uporabo izračunane stopnje izplačila namesto uporabljene stopnje izplačila industrije, potisnilo vrednost delnice znatno višje.

Tabela 21: Izračun končne vrednosti delnice Apple Inc.

Metoda	Vrednost v \$
Model FCFF	648,34
Model DDM	381,07
Relativno vrednotenje	620,97
<b>Vrednost delnice</b>	<b>550,13</b>

Končno vrednost delnice sem izračunal z aritmetičnim povprečjem vseh treh vrednosti. Poštena vrednost delnice Apple Inc. tako na dan 29. septembra 2012 znaša 550,13 dolarjev. Na ta dan je bila tržna vrednost delnice 667,10 dolarjev. V primeru upoštevanja vrednosti delnice iz tabele 16 bi bila končna vrednost ocenjena na 767,90 dolarja za delnico.

## SKLEP

Cilj mojega zaključnega strokovnega dela je bilo ovrednotiti delnice družbe Apple Inc. na podlagi različnih metod vrednotenja. Tako sem za namene tega dela uporabil vrednotenje po modelu prostega denarnega toka podjetja, dividendno-diskontnega modela ter metodo relativnega vrednotenja. Uporabljene metode so v praksi največkrat uporabljene, zmotno pa bi bilo misliti, da so edine. Izbira metod ter mnenje, ali so bile uporabljene metode res najprimernejše za analizo izbranega podjetja, sta relativna. Vsako podjetje, ki bi ga želeli analizirati, vsebuje določene posebnosti, ki se lahko odrazijo v pristranskem vrednotenju. Na primeru Appla bi na tem mestu lahko izpostavil vrednotenje po dividendno-diskontni metodi. Kot sem zapisal že pri samem vrednotenju, je ta metoda manj primerna za vrednotenje podjetja, ki ne izplačuje dividend oziroma jih je komaj začelo izplačevati, kljub temu da je dejansko sposobno preko poslovnega procesa v svojih bilancah akumulirati enormen denarni tok. V tem pogledu Gordonov enostopenjski model vrednotenja ni bil primeren. Na drugi strani pa tudi dvostopenjski FCF model ni najustreznejši, saj za podjetje, ki je že dolgo časa prisotno na trgu in vzdržuje stabilno rast, kljub temu da je ta znatno višja glede na industrijsko povprečje, ni najprimernejše, ker upoštevamo v začetni fazi zelo visoko rast, ki se nato normalizira s stopnjo rasti gospodarstva.

Menim, da je bila med vsemi uporabljenimi metodami vrednotenja najbolj realna ocena vrednosti delnice, dosežena z uporabo metode prostega denarnega toka podjetja. Kljub prikazu, kako je vrednost delnice spremenljiva glede na uporabljene stopnje rasti in povprečne stroške kapitala, verjamem, da vrednost pri 648,34 dolarjev nekako odraža realno vrednost glede na današnje tržne razmere.

Ne glede na ovire, ki sem jih srečeval pri izdelavi tega zaključnega dela, verjamem, da je bil namen praktičnega vrednotenja dosežen. Ne glede na izbor podjetja, ki ga želimo ovrednotiti, je v postopku smiselno in zaželeno uporabiti različne modele vrednotenja, ki nam bodo kljub različnim rezultatom na koncu vendarle podali odgovor o realni vrednosti družbe oziroma delnice. Nakup ali lastništvo delnice Appla Inc. tako še vedno ostaja dobra naložba, kljub temu da je vrednost delnice od najvišje vrednosti, ki je bila dosežena 19. septembra 2012 (702,10 \$), upadla za 31 odstotkov. Kot je razvidno iz vrednotenja, je podjetje sposobno ustvarjati in povečevati prihodke kljub neugodnim tržnim razmeram. S svojo inovativnostjo, edinstveno uporabniško izkušnjo ter izredno dodelano marketinško politiko vedno znova navdušuje zveste privrženca ter privablja nove, ki si želijo biti in postati del zgodbe jabolka.

Za konec je vsekakor smiselno izpostaviti, da ne glede na to, ali smatramo, da je vrednost delnice nekega podjetja podcenjena ali precenjena, odslkava realno tržno vrednost. Temeljna zakonitost določanja cene na trgu namreč veleva, da se ravnovesna cena vzpostavi na stičišču med ponudbo in povpraševanjem. Enako zakonitost lahko impliciramo tudi na trgu vrednostnih papirjev. Ne glede na tržni potencial podjetja ali njegovo knjigovodsko vrednost in sposobnost ustvarjanja dobička bo tržna cena delnice sledila povpraševanju po njej. Tudi v primeru, ko ima podjetje bistvene prednosti pred ostalimi konkurenti v svoji panogi pa trg oziroma vlagatelji tega ne prepoznajo ali ne priznavajo, vrednost delnice ne bo rasla in ne bo dosegla cene, po kateri jo vrednotimo.



## LITERATURA IN VIRI

1. *Adamodar* (b.1.). Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
2. *Annual CEA Holiday Forecast and Study Finds Consumer Tech Spending to Grow 2,6 Percent this Season* (2013). Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu <http://www.ce.org/News/News-Releases/Press-Releases/2013-Press-Releases/Annual-CEA-Holiday-Forecast-and-Study-Finds-Consum.aspx>
3. *Apple history*. Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu <http://www.apple-history.com/>
4. Apple Incorporated (2013). *Letno poročilo 2012*. California: Apple Incorporated.
5. Apple Incorporated (2012). *Letno poročilo 2011*. California: Apple Incorporated.
6. Apple Incorporated (2011). *Letno poročilo 2010*. California: Apple Incorporated.
7. *Apple Inc.* (b.1.). Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu <http://sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html>
8. *Apple Inc.* (2012). Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu <http://uoinvestmentgroup.org/wp-content/uploads/2012/11/AAPL.pdf>
9. *Apple's iPhone was No. 1 smartphone in Japan in 2011 with 725M sold* (2011). Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu [http://appleinsider.com/articles/12/05/10/apples\\_iphone\\_was\\_no\\_1\\_smartphone\\_in\\_japan\\_in\\_2011\\_with\\_725m\\_sold/](http://appleinsider.com/articles/12/05/10/apples_iphone_was_no_1_smartphone_in_japan_in_2011_with_725m_sold/)
10. *Apple prices too high in 2013* (2013). Najdeno 15. decembra 2013 na spletnem naslovu <http://www.businessinsider.com/apple-prices-too-high-2013-11>
11. *APPL* (b.1.a). Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu <https://www.google.com/finance?q=NASDAQ%3AAAPL&ei=-Ev2UsC9KoPCwAPtcA>
12. *APPL* (b.1.b). Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu <http://www.nasdaq.com/symbol/appl>

13. *Apple Market Share* (2013). Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu <http://money.cnn.com/2013/09/03/technology/mobile/apple-market-share/>
14. Consumer electronics. (b.l.). V *Wikipedii*. Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu [http://en.wikipedia.org/wiki/Consumer\\_electronics](http://en.wikipedia.org/wiki/Consumer_electronics)
15. *Consumer Electronics Global Almanach*. (2013). Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu <http://www.marketresearch.com/Datamonitor-v72/Consumer-Electronics-Global-Almanac-6221132/>
16. Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (2<sup>nd</sup> ed.). New York: John Wiley & Sons Inc.
17. Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (2<sup>nd</sup> ed.). New Jersey: John Wiley & Sons Inc.
18. Damodaran, A. (2010). *Applied Corporate Finance* (3<sup>rd</sup> ed.). New York: John Wiley & Sons Inc.
19. Delloite (2013). Global Mobile Consumer Survey. Najdeno 15. decembra 2013 na spletnem naslovu <http://www.iabeurope.eu/files/1913/8574/2118/deloitte-nl-global-mobile-consumer-survey.pdf>
20. Electronics industry. (b.l.). V *Wikipedii*. Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu [http://en.wikipedia.org/wiki/Electronics\\_industry](http://en.wikipedia.org/wiki/Electronics_industry)
21. *Gartner Says Smartphones Sales Accounted for 55 Percent of Overall Mobile Phone Sales in Third Quarter in 2013*. (2013). Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu <http://www.gartner.com/newsroom/id/2623415>
22. International Monetary Found. (2013). World Economic Outlook, april 2013. Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/text.pdf>

23. International Monetary Found. (2013). World Economic Outlook, update, july 2013. Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/update/02/pdf/0713.pdf>
24. Linzmayer W. O. (2004). *Apple Confidential 2.0*. San Francisco: No Stretch Press Inc
25. NOPAT. (b.l.). V *Investopedii*. Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu <http://www.investopedia.com/dictionary/>
26. O'Grady, D. J. (2009). *Apple Inc*. London: Greenwood Press
27. Scotiabank (2014). Global Forecast Update. Najdeno 30. januar 2014 na spletnem naslovu [http://www.gbm.scotiabank.com/English/bns\\_econ/forecast.pdf](http://www.gbm.scotiabank.com/English/bns_econ/forecast.pdf)
28. Viebig J., Poddig T., & Varmaz A. (2008). *Equity Valuation: Models from Leading Investment Banks* (1<sup>st</sup> ed.). New York: John Wiley & Sons Inc.
29. Watson, J. T. (b.l.). V *Wikipedii*. Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu [http://en.wikipedia.org/wiki/Thomas\\_J\\_Watson](http://en.wikipedia.org/wiki/Thomas_J_Watson)
30. *Yahoo finance*. Najdeno 30. septembra 2013 na spletnem naslovu <http://finance.yahoo.com/q?s=AAPL>





## **PRILOGE**



## **KAZALO PRILOG**

Priloga 1: Konsolidirana bilanca stanja družbe Apple Inc. ....	1
Priloga 2: Konsolidirani izkaz denarnih tokov družbe Apple Inc. ....	2
Priloga 3: Napoved izkaza poslovnega izida družbe Apple Inc. ....	3



Priloga 1: Konsolidirana bilanca stanja družbe Apple Inc.

*Tabela 1: Konsolidirana bilanca stanja (v milijon \$, deleži v tisočih)*

	September 29, 2012	September 24, 2011	September 25, 2010	September 26, 2009
<b>ASSETS:</b>				
<b>Current assets:</b>				
Cash and cash equivalents	10,746	9,815	11,261	5,263
Short-term marketable securities	18,383	16,137	14,359	18,201
Accounts receivable, less allowances of \$98 and \$53, respectively	10,93	5,369	5,51	3,361
Inventories	791	776	1,051	455
Deferred tax assets	2,583	2,014	1,636	1,135
Vendor non-trade receivables	7,762	6,348	4,414	1,696
Other current assets	6,458	4,529	3,447	1,444
<b>Total current assets</b>	<b>57,653</b>	<b>44,988</b>	<b>41,678</b>	<b>31,555</b>
Long-term marketable securities	92,122	55,618	25,391	10,528
Property, plant and equipment, net	15,452	7,777	4,768	2,954
Goodwill	1,135	896	741	206
Acquired intangible assets, net	4,224	3,536	342	247
Other assets	5,478	3,556	2,263	2,011
<b>Total assets</b>	<b>176,064</b>	<b>116,371</b>	<b>75,183</b>	<b>47,501</b>
<b>LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:</b>				
<b>Current liabilities:</b>				
Accounts payable	21,175	14,632	12,015	5,601
Accrued expenses	11,414	9,247	5,723	3,852
Deferred revenue	5,953	4,091	2,984	2,053
<b>Total current liabilities</b>	<b>38,542</b>	<b>27,97</b>	<b>20,722</b>	<b>11,506</b>
Deferred revenue - non-current	2,648	1,686	1,139	853
Other non-current liabilities	16,664	10,1	5,531	3,502
<b>Total liabilities</b>	<b>57,854</b>	<b>39,756</b>	<b>27,392</b>	<b>15,861</b>
Commitments and contingencies				
<b>Shareholders' equity:</b>				
Common stock, no par value; 1,800,000 shares authorized; 939,208 and 929,277 shares issued and outstanding, respectively	16,422	13,331	10,668	8,21
Retained earnings	101,289	62,841	37,169	23,353
Accumulated other comprehensive income	499	443	(46)	77
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>118,21</b>	<b>76,615</b>	<b>47,791</b>	<b>31,64</b>
<b>Total liabilities and shareholders' equity</b>	<b>176,064</b>	<b>116,371</b>	<b>75,183</b>	<b>47,501</b>

Priloga 2: Konsolidirani izkaz denarnih tokov družbe Apple Inc.

*Tabela 2: Konsolidiran izkaz denarnih tokov (v milijon \$)*

	September 29, 2012	September 24, 2011	September 25, 2010
Cash and cash equivalents, beginning of the year	9,815	11,261	5,263
<b>Operating activities:</b>			
Net income	41,733	25,922	14,013
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization	3,277	1,814	1,027
Share-based compensation expense	1,74	1,168	879
Deferred income tax expense	4,405	2,868	1,44
<b>Changes in operating assets and liabilities:</b>			
Accounts receivable, net	-5,551	143	-2,142
Inventories	-15	275	-596
Vendor non-trade receivables	-1,414	-1,934	-2,718
Other current and non-current assets	-3,162	-1,391	-1,61
Accounts payable	4,467	2,515	6,307
Deferred revenue	2,824	1,654	1,217
Other current and non-current liabilities	2,552	4,495	778
Cash generated by operating activities	50,856	37,529	18,595
<b>Investing activities:</b>			
Purchases of marketable securities	-151,232	-102,317	-57,793
Proceeds from maturities of marketable securities	13,035	20,437	24,93
Proceeds from sales of marketable securities	99,77	49,416	21,788
Payments made in connection with business acquisitions, net of cash acquired	-350	-244	-638
Payments for acquisition of property, plant and equipment	-8,295	-4,26	-2,005
Payments for acquisition of intangible assets	-1,107	-3,192	-116
Other	-48	-259	-20
Cash used in investing activities	-48,227	-40,419	-13,854
<b>Financing activities:</b>			
Proceeds from issuance of common stock	665	831	912
Excess tax benefits from equity awards	1,351	1,133	751
Dividends and dividend equivalent rights paid	-2,488	0	0
Taxes paid related to net share settlement of equity awards	-1,226	-520	-406
Cash (used in)/generated by financing activities	-1,698	1,444	1,257
Increase/(decrease) in cash and cash equivalents	931	-1,446	5,998
Cash and cash equivalents, end of the year	10,746	9,815	11,261
<b>Supplemental cash flow disclosure:</b>			
Cash paid for income taxes, net	7,682	3,338	2,697

Priloga 3: Napoved izkaza poslovnega izida družbe Apple Inc.

Tabela 3: Napoved izkaza poslovnega izida družbe Apple Inc.

(v milijon dolarjih)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Stabilno
<b>Prihodki</b>	195.635,0	224.980,2	247.478,2	254.902,6	262.549,7	270.426,1	278.538,9	286.895,1	295.502,0	304.367,0
	0	5	8	2	0	9	8	5	0	6
% stopnja rasti	25	15	10	3	3	3	3	3	3	3
<b>Stroški blaga in mat (COGS)</b>	125.206,4	143.987,3	158.386,1	163.137,6	168.031,8	173.072,7	178.264,9	183.612,8	189.121,2	194.794,9
	0	6	0	8	1	6	5	9	8	2
% od prihodkov	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64
<b>Kosmati dobiček</b>							100.274,0	103.282,2	106.380,7	109.572,1
	70.428,60	80.992,89	89.092,18	91.764,94	94.517,89	97.353,43	3	5	2	4
% od prihodkov	36,0	36,0	36,0	36,0	36,0	36,0	36,0	36,0	36,0	36,0
<b>Stroški poslovanja - OpEx</b>	23.093,82	26.557,90	29.213,69	30.090,10	30.992,80	31.922,58	32.880,26	33.866,67	34.882,67	35.929,15
% od prihodkov	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
<b>Stroški SG&amp;A</b>	18.389,69	20.473,20	22.025,57	21.921,63	21.791,63	21.634,10	21.447,50	21.517,14	21.276,14	21.914,43
% od prihodkov	9,4	9,1	8,9	8,6	8,3	8,0	7,7	7,5	7,2	7,2
<b>EBITDA</b>	52.030,02	60.509,46	67.055,36	69.831,73	72.714,33	75.707,04	78.813,87	81.752,08	85.091,14	87.643,88
% od prihodkov	26,6	26,9	27,1	27,4	27,7	28,0	28,3	28,5	28,8	28,8
<b>Amortizacija</b>	4.695,24	6.074,47	7.176,87	8.156,88	9.189,24	10.276,20	11.420,10	12.336,49	13.593,09	14.000,88
% od prihodkov	2,4	2,7	2,9	3,2	3,5	3,8	4,1	4,3	4,6	4,6
<b>EBIT</b>	47.334,78	54.434,99	59.878,49	61.674,85	63.525,09	65.430,85	67.393,77	69.415,58	71.498,05	73.642,99
% od prihodkov	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2	24,2
<b>Davkek od dobička</b>	12.969,73	14.915,19	16.406,71	16.898,91	17.405,88	17.928,05	18.465,89	19.019,87	19.590,47	20.178,18
% od EBIT	27,4	27,4	27,4	27,4	27,4	27,4	27,4	27,4	27,4	27,4
<b>NOPAT</b>	34.365,05	39.519,80	43.471,79	44.775,94	46.119,22	47.502,79	48.927,88	50.395,71	51.907,59	53.464,81
% od prihodkov	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6	17,6

