

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

ZAKLJUČNA STROKOVNA NALOGA VISOKE POSLOVNE ŠOLE

**VREDNOTENJE PODJETIJ – PRIMER PODJETJA HEWLETT-  
PACKARD**

Ljubljana, april 2017

ANICA PEROVŠEK

## IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisana Anica Perovšek, študentka Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtorica predloženega dela z naslovom Vrednotenje podjetij – Primer podjetja Hewlett-Packard, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem izr. prof. dr. Igorjem Lončarskim

### IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravila samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbela, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobila vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označila;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnala v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobila soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne 09.04.2017

Podpis študentke:

# KAZALO

<b>UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>1 METODE VREDNOTENJA .....</b>	<b>1</b>
1.1 Vrednotenje na podlagi diskontiranih denarnih tokov .....	2
1.1.1 Model diskontiranega denarnega toka podjetja .....	2
1.1.1.1 WACC .....	3
1.1.1.2 Pričakovana stopnja rasti .....	3
1.1.2 Prednosti in slabosti .....	5
1.1.3 Analiza občutljivosti .....	5
1.2 Relativno vrednotenje – vrednotenje na podlagi kazalnikov.....	5
1.2.1 P/E – Kazalnik čistega dobička.....	6
1.2.2 P/B – Kazalnik knjigovodske vrednosti.....	6
1.2.3 P/S – Kazalnik prodaje.....	7
1.2.4 Kazalnik EV/EBITDA .....	7
1.2.5 Prednosti in slabosti .....	7
<b>2 VREDNOTENJE PODJETJA – NA PRIMERU PODJETJA HP INC.....</b>	<b>8</b>
2.1 O podjetju .....	8
2.1.1 HP Inc. skozi čas.....	8
2.1.2 Opis panoge.....	8
2.1.3 SWOT analiza .....	9
2.1.4 Gibanje tečajev delnice podjetja Hewlett Packard Inc.....	10
2.1.5 Ocena na podlagi diskontiranih denarnih tokov .....	11
2.1.6 Napoved bilance stanja podjetja .....	11
2.1.7 Napoved izkaza poslovnega izida podjetja .....	12
2.2 Vrednotenje na podlagi kazalcev.....	18
2.3 Primerjava obeh načinov vrednotenja .....	19
<b>SKLEP .....</b>	<b>20</b>
<b>LITERATURA IN VIRI .....</b>	<b>21</b>

## **KAZALO TABEL**

Tabela 1: Opis podjetja z vidika SWOT analize .....	9
Tabela 2: Napoved bilance stanja do leta 2021 .....	14
Tabela 3: Napoved in izračun dobička iz poslovanja.....	15
Tabela 4: Napoved in izračun diskontiranega denarnega toka.....	15
Tabela 5: Izračun vrednosti delnice HPQ na dan 28. septembra 2016.....	17
Tabela 6: Analiza občutljivosti delnice HPQ na podlagi modela diskontiranega denarnega toka.....	18
Tabela 7: Prikaz posameznih kazalnikov podjetja HP in njemu konkurenčnih podjetij..	18
Tabela 8: Izračun vrednost delnice HPQ na podlagi podatkov konkurenčnih podjetij....	18
Tabela 9: Izračun vrednosti delnice HPQ.....	19
Tabela 10: Primerjava obeh modelov vrednotenja.....	19

## **KAZALO SLIK**

Slika 1: Gibanje tečajev delnice HPQ v obdobju 2015–2016 .....	10
Slika 2: Gibanje tečajev delnice HPQ v obdobju 2012–2016 .....	11

## UVOD

Tržne cene delnic podjetij se zelo pogostokrat razlikujejo od notranjih vrednosti, saj na ceno delnic vplivajo mnogi drugi dejavniki. Ti dejavniki so povpraševanje, panoga, v katero spada podjetje, razmere na trgu ipd. Ravno zaradi teh mnogih dejavnikov, ki vplivajo na ceno delnice, je potrebno izvesti notranjo analizo podjetja, ki privede do notranje vrednosti delnice, ki se jo nato primerja s tržno in ugotovi, ali je delnica podjetja podcenjena ali precenjena.

Namen zaključne naloge je spoznati vrednoteno podjetje Hewlett Packard Inc. (v nadaljevanju HP Inc.) in panogo, v katero spada ter se seznaniti z modeli vrednotenja. V zaključni nalogi bom predstavila relativno vrednotenje in model diskontiranega denarnega toka, s pomočjo katerega bom ocenila vrednost delnice na določen dan. Ugotovila bom, ali je delnica dejansko vredna več ali manj od vrednosti, ki jo v nekem trenutku dosega na trgu ter ali je delnica vredna nakupa ali ne.

Cilj zaključne naloge je uporabiti omenjena modela vrednotenja na primeru izbranega podjetja HP Inc., ki ga bom najprej opisala ter naredila krajšo analizo prednosti, slabosti, priložnosti in nevarnosti (angl. *Strengths, weaknesses, opportunities and threats*, v nadaljevanju SWOT). Glavni cilj je uporabiti vse razpoložljive finančne izkaze podjetja in na podlagi le-teh ugotoviti vrednost delnice, njeno podcenjenost oziroma precenjenost v primerjavi z vrednostjo delnice na trgu na določen dan, ki je v mojem primeru 28. september 2016.

Na koncu bom upoštevala oba načina vrednotenja, ju primerjala ter hkrati upoštevala situacijo na trgu in v panogi ter ugotovila, kakšne so razlike med modeloma vrednotenja, ali dajeta podobne rezultate, ter kateri je bolj primeren.

## 1 METODE VREDNOTENJA

Osnova za kakršno koli odločanje o naložbah (portfelju), pri prevzemih podjetij ali kakršnih koli drugih finančnih odločitvah v zvezi z vodenjem podjetij je vrednotenje. Podlaga za vrednotenje pa je poznavanje sredstev in kaj določa njihovo vrednost. Nekatera sredstva je lažje vrednotiti kot druga. Podrobnosti se sicer razlikujejo od sredstva do sredstva in prav tako negotovost, povezana z ocenami teh sredstev.

Namen vrednotenja je v osnovi ta, da investitor kupi neko sredstvo, ker od njega pričakuje neki denarni tok in da za to sredstvo ne plača več, kot je v resnici vredno.

Modeli vrednotenja opisujejo stopnjo negotovosti oziroma tveganja in pričakovano stopnjo rasti denarnih tokov.

## 1.1 Vrednotenje na podlagi diskontiranih denarnih tokov

Pri vrednotenju na podlagi diskontiranih denarnih tokov je vrednost sredstev enaka sedanji vrednosti njegovih pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, diskontiranih z diskontno stopnjo, ki odraža tveganje teh denarnih tokov (Damodaran, 2006, str. 14).

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

V – vrednost sredstva

CF – denarni tok v obdobju t

r – diskontna stopnja

Obstajata dva načina oz. pristopa k vrednotenju diskontiranih denarnih tokov (Damodaran, 2006, str. 17):

- Prvi je vrednotenje celotnega podjetja (angl. *Firm valuation*), ki upošteva sredstva in njihovo rast. Se pravi, da je sedanja vrednost, vrednost celotnega podjetja in odraža vrednost vseh terjatev do podjetja. Denarni tokovi pred plačilom dolga in po reinvestiranju se imenujejo prosti denarni tok podjetja in diskontna stopnja, ki odraža strošek financiranja kapitala, se imenuje strošek kapitala.
- Drugi način pa je vrednotenje kapitala (angl. *Equity valuation*), se pravi, da je sedanja vrednost samo vrednost kapitalskih terjatev družbe. Denarni tok se smatra kot denarni tok sredstev po plačilu dolga in po reinvestiranju, ki je potrebno za prihodnjo rast in se imenuje prosti denarni tok lastniškega kapitala, diskontna stopnja, ki odraža strošek lastniškega kapitala, pa se imenuje strošek lastniškega kapitala.

### 1.1.1 Model diskontiranega denarnega toka podjetja

Vrednost podjetja lahko v najbolj splošnem zapišemo kot sedanjo vrednost njegovih prihodnjih pričakovanih prostih denarnih tokov (Damodaran, 2002, str. 539).

$$V = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (2)$$

FCFF<sub>t</sub> – prosti denarni tok podjetja v obdobju t

WACC – diskontna stopnja

Damodaran (2006, str. 25) deli proste denarne tokove na proste denarne tokove lastniškega kapitala (angl. *Free cash flow to equity – FCFE*) in proste denarne tokove podjetja (angl. *Free cash flow to firm*, v nadaljevanju FCFF). V tej nalogi se bom osredotočila na FCFF.

FCFF so izračunani glede na enačbo (3). Se prav, da je potrebno najprej od čistega dobička iz poslovanja (angl. *Net operating profit after tax*, v nadaljevanju NOPAT), torej po davku, vendar pred finančnimi odhodki, odšteti neto investicije v poslovna sredstva. Nato je potrebno pri FCFF upoštevati poleg lastniškega tudi dolžniški kapital. Za diskontno stopnjo se uporablja tehtano povprečje stroškov kapitala (v nadaljevanju WACC) (Damodaran, 2001, str. 37).

$$FCFF = EBIT (1-T) + Capex - Dep. - \Delta NOWC \quad (3)$$

EBIT (angl. *Earnings before interest tax*) – dobiček iz poslovanja pred davki

Capex (angl. *Capital Expenditures*) – investicije v osnovna sredstva

Dep. (angl. *Depreciation*) – amortizacija

$\Delta NOWC$  (angl. *Net operating working capital*) – sprememba v obratnem kapitalu

#### 1.1.1.1 WACC

WACC je strošek kapitala (diskontna mera), ki ga določimo s tehtanim povprečjem stroškov na osnovi tržnih vrednosti opredeljenih posameznih sestavin celotnega kapitala podjetja. Izračunamo ga na podlagi enačbe (4). Se pravi, da je sestavljen tako iz lastniškega kot iz dolžniškega kapitala.

Kot diskontno mero jo bom uporabila za diskontiranje prostih denarnih tokov na sedanjo vrednost.

$$WACC = k_{last.kap.} \left( \frac{E}{(E+D)} \right) + k_{dolž.kap.} \left( \frac{D}{(E+D)} \right) \times (1-T) \quad (4)$$

E – lastniški kapital

D – dolžniški kapital

$k_{last.kap.}$  – strošek lastniškega kapitala

$k_{dolž.kap.}$  – strošek dolžniškega kapitala

Strošek lastniškega kapitala predstavlja stopnjo donosa lastniških vrednostnih papirjev, ki jo zahtevajo vlagatelji, strošek dolžniškega kapitala pa predstavlja sedanje stroške kreditiranja, popravljene za davčne koristi iz izposojanja (Damodaran, 2001, str. 47).

#### 1.1.1.2 Pričakovana stopnja rasti

Pri izračunavanju pričakovane stopnje rasti (angl. *Expected growth*), v nadaljevanju g., prostih denarnih tokov v prihodnosti, se analitiki soočajo z največjo negotovostjo.

Obstajajo tri generične poti izračuna rasti (Damodaran, 2006, str. 20):

1. Glede na pretekle stopnje rasti.
2. Pridobiti ocene rasti iz dobro informiranih virov.
3. Tretja pa je vezana na dve spremenljivki, ki sta določeni glede na podjetje, ki je ocenjevano, in sicer:
  - a) koliko dobička je reinvestiranega nazaj v podjetje in
  - b) kako dobro je ta dobiček reinvestiran.

Če bi uporabljali model vrednotenja kapitala, bi pričakovano stopnjo rasti dobili kot produkt med stopnjo zadržanega dobička (angl. *Retention ratio*) – se pravi delež dobička, ki ostane podjetju in se ga ne izplača delničarjem – in donosom na lastniški kapital (angl. *Return on Equity – ROE*) za projekte s tem denarjem. Pri modelu vrednotenja podjetja pa je pričakovana stopnja rasti produkt med stopnjo reinvestiranja (angl. *Reinvestment rate*), ki je razmerje med prihodki iz poslovanja po davkih (angl. *After tax operating income*), ki gredo v nove investicije, in donosom na kapital pri teh investicijah (angl. *Return on capital*) (Damodaran, 2006, str. 21).

$$g_{EBIT} = \text{st. reinvestiranja} \times \text{donos na kapital} \quad (5)$$

$$\text{stopnja reinvestiranja} = \text{Capex} + \Delta \text{NOWC}(1-t) \quad (6)$$

$$\text{donos na kapital} = \frac{EBIT(1-t)}{\text{knjižna vred. kapitala}} \quad (7)$$

Knjižno vrednost kapitala se izračuna na podlagi vsote knjižne vrednosti kapitala in knjižne vrednosti dolga, od katerih se odštejejo še denarna sredstva.

Oba ukrepa morata biti usmerjena v prihodnost, donosnost kapitala pa mora predstavljati pričakovano donosnost kapitala v prihodnjih naložbah (Damodaran, 2006, str. 170).

Ko bodo vsi podatki pripravljani, bom seštela sedanjo vrednost prostih denarnih tokov in izračunala preostalo vrednost po enačbi (8):

$$\text{Preostala vrednost} = \text{DCFF} \times \frac{(1+g)}{(WACC-g)} \quad (8)$$

kjer je DCFF – diskontirani denarni tok (angl. *Discounted cash flow*).

$$\text{DCFF} = \frac{\text{preostala vrednost}}{(1+WACC)^n} \quad (9)$$

Nato bom po enačbi (9) diskontirala še preostalo vrednost ter jo prištela k sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov. Ko bom prištela kratkoročne in dolgoročne finančne naložbe in denar ter odštela kratkoročne in dolgoročne obveznosti iz financiranja, bom dobila ocenjeno



vrednost lastniškega kapitala, ki ga bom samo še delila s številom vseh delnic (Praznik, 2004, str. 38).

### **1.1.2 Prednosti in slabosti**

Največja prednost metode diskontiranih denarnih tokov je v tem, da upošteva sedanjo vrednost vseh prihodnjih denarnih tokov, zato velja za eno izmed najprimernejših metod. Kot sem že omenila, je tudi najpogosteje uporabljena metoda.

Največjo slabost metode diskontiranih denarnih tokov vidim v napovedi prihodnjih denarnih tokov. Prihodnost je po navadi nepredvidljiva in ravno zaradi tega je težko napovedati, kaj se bo zgodilo v naslednjih petih ali desetih letih. Metoda diskontiranih denarnih tokov lahko zaradi nepopolne oziroma neustrezne napovedi ponudi popolnoma neustrezne ocene. In ravno zaradi svoje največje slabosti je po svoje težko razumljiva za nekoga, ki ima premalo znanja o tem.

### **1.1.3 Analiza občutljivosti**

Pri metodi diskontiranih denarnih tokov sem uporabila različne spremenljivke, kot so napoved prihodnjih denarnih tokov, stopnje rasti in podobno. Ker je prihodnost negotova in je zato negotova tudi naša ocena na podlagi te metode, obstajajo načini, kako preveriti oceno vrednosti, ki sem jo izračunala. Najenostavnejša metoda je metoda občutljivosti, pri kateri se sprašujemo kaj bi se spremenilo, če spremenimo določene spremenljivke. Ti spremenljivki sta stopnja rasti in vrednost WACC.

## **1.2 Relativno vrednotenje – vrednotenje na podlagi kazalnikov**

Metoda relativnega vrednotenja tudi podaja odgovore, kako posluje neko podjetje in prikazuje vrednost delnice oziroma njeno podcenjenost ali precenjenost. Temeljna analiza temelji na podlagi podatkov, ki jih lahko najdemo v bilanci stanja ter različnih izkazih.

Damodaran (2001, str. 262) deli kazalnike v tri skupine:

- kazalnike, ki so izračunani na podlagi dobičkov (P/E, EV/EBITDA),
- kazalnike, ki so izračunani na podlagi knjigovodskih vrednosti (P/B),
- kazalnike, ki so izračunani na podlagi prihodkov (P/S).

Tako izračunane kazalnike lahko primerjamo s primerljivimi podjetji, ki pa morajo imeti podobne značilnosti (morajo biti enake oziroma vsaj podobne velikosti, imeti podobne proizvode oz. storitve, delovati na podobnih trgih itd.).

### 1.2.1 P/E – Kazalnik čistega dobička

Kazalnik čistega dobička je najbolj znan in najbolj pogosto uporabljen kazalnik, saj je izračun enostaven in podatki razpoložljivi.

S kazalnikom P/E merimo, koliko dolarjev so vlagatelji pripravljeni plačati za dolar dobička družbe oz. za kolikokrat tržna cena delnice presega zadnji letni dobiček na delnico družbe (Ljubljanska borza d.d. 2010a).

V splošnem velja, da imajo podjetja z višjimi donosi, višjimi stopnjami rasti in večjimi vlaganji v raziskave in razvoj ter manj tveganim poslovanjem višje vrednosti kazalnika P/E. Prav tako naj bi imela višje vrednosti kazalnika P/E tako tehnološka podjetja, kot podjetja v tradicionalnih panogah.

$$P/E = \frac{P}{EPS} \quad (8)$$

P – cena delnice

EPS – dobiček na delnico

EPS oz. dobiček na delnico izračunamo tako, da čisti dobiček podjetja delimo s številom delnic. Pri tem bom upoštevala povprečno število delnic, ki sem ga uporabljala že pri vrednotenju diskontiranih denarnih tokov. Če ima podjetje, ki ga ocenjujemo, izdane prednostne delnice, moramo od dobička podjetja odšteti izplačane prednostne dividende iz dobička, saj le-te zmanjšajo maso dobička, namenjenega za izplačilo navadnim delničarjem.

$$EPS = \frac{\text{čisti dobiček}}{\text{št. delnic}} \quad (9)$$

### 1.2.2 P/B – Kazalnik knjigovodske vrednosti

S kazalnikom P/B računamo razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo delnice. Se pravi, da z njim merimo, koliko dolarjev so vlagatelji pripravljeni plačati za dolar knjigovodske vrednosti podjetja (Ljubljanska borza d.d. 2010b). Kazalnik knjigovodske vrednosti nam tudi pove, ali bo podjetje v prihodnje sposobno dosegati višje donose. Na razvitih trgih praviloma velja, da je tržna cena povečini višja od knjigovodskih.

$$P/B = \frac{P}{BVPS} \quad (10)$$

P – cena delnice na izbrani dan

BVPS – knjigovodska vrednost delnice

### 1.2.3 P/S – Kazalnik prodaje

Kazalnik prodaje nam pokaže razmerje med vrednostjo delnice in prihodki od prodaje na delnico.

$$P/S = \frac{P}{\text{Prihodki na delnico}} \quad (11)$$

### 1.2.4 Kazalnik EV/EBITDA

Kazalnik EV/EBITDA nam pove, koliko dolarjev moramo odšteti za dolar denarnega toka iz poslovanja, zmanjšanega za neto dolg. Izračunamo ga kot razmerje med tržno kapitalizacijo, ki ji prištejemo tržno vrednost dolga in odštejemo likvidna finančna sredstva in dobičkom iz poslovanja, ki mu prištejemo amortizacijo (Damodaran, 2006).

$$EV/EBITDA = \frac{\text{tržna kapitalizacija} + \text{tržna vrednost dolga} + \text{likvidna finančna sredstva}}{EBIT + \text{amortizacija}} \quad (12)$$

EV (angl. *Enterprise Value*) – tržna vrednost kapitala, povečana za neto dolg,  
EBITDA (angl. *Earnings Before Interest Tax Amortization and Depreciation*) – dobiček iz poslovanja, povečan za amortizacijo,  
tržna kapitalizacija = število delnic x tržna vrednost delnice,  
tržna vrednost dolga = dolgoročne + kratkoročne obveznosti iz financiranja,  
likvidna finančna sredstva = kratkoročne finančne naložbe + denar.

### 1.2.5 Prednosti in slabosti

Prednost vrednotenja na podlagi kazalnikov je v tem, da so preprosti in enostavni. Podatki za njihov izračun so dostopni. Z njihovo pomočjo hitro pridobimo oceno vrednosti za neko podjetje in sredstva. Še posebej koristni so, ko obstaja veliko število primerljivih podjetij, s katerimi se trguje na finančnih trgih.

V resnici je relativno vrednotenje oz. vrednotenje na podlagi kazalnikov podlaga za analitike in ostale upravljavce premoženja.

Slabost relativnega vrednotenja oz. vrednotenja na podlagi kazalnikov je povezana z eno od prednosti, in sicer primerjava primerljivih podjetij. Primerjava dveh podjetij ne more biti najbolj natančna, saj sta si dve podjetji težko popolnoma podobni, kar se tiče tveganja ali rasti (Damodaran, 2006, str. 302).

## **2 VREDNOTENJE PODJETJA – NA PRIMERU PODJETJA HP Inc.**

### **2.1 O podjetju**

#### **2.1.1 HP Inc. skozi čas**

Podjetje Hewlett Packard (v nadaljevanju HP) sta leta 1939 ustanovila Bill Hewlett in Dave Packard. Prvi HP-jev proizvod je bil izdelan v garaži, in sicer zvočni oscilator, ki je elektronski instrument, ki ga uporabljajo zvočni inženirji za testiranje zvočnih naprav.

Leta 1947 postane HP zaprta delniška družba, leta 1957 pa gredo v javno izdajo delnic, kjer so lastniško udeleženi tudi zaposleni. Cena delnice znaša 16 ameriških dolarjev (v nadaljevanju USD).

Leta 1966 predstavijo njihov prvi računalnik (HP 2116A). V letu 1968 pa prvi predstavijo namizni kalkulator (9100 A) in ga poimenujejo osebni računalnik, kar je prva zabeležena raba tega izraza. V teh letih se podjetje širi tudi na področje medicinske opreme.

Leta 1972 predstavijo prvi ročni znanstveni kalkulator in prvo zapestno uro z vgrajenim kalkulatorjem.

V 80-ih HP postane eden največjih proizvajalcev računalnikov na svetu. Leta 1984 predstavijo svoj tiskalnik, ki postane njihov najuspešnejši izdelek in tudi izdelek, po katerem so najbolj prepoznani.

V 90-ih letih podjetje še naprej napreduje na področju prenosnih računalnikov in računalnikov za domačo rabo in še naprej razvija nove rešitve na področju tiskalnikov.

S 1. novembrom 2015 se podjetje razcepi na dva dela, in sicer na HP Inc. in Hewlett Packard Enterprise. V podjetju HP Inc. se ukvarjajo s proizvodnjo osebnih računalnikov in tiskalnikov, v podjetju Hewlett Packard Enterprise pa se osredotočajo na rešitve in strojno opremo za poslovne kupce.

#### **2.1.2 Opis panoge**

Panoga računalnikov je v zadnjih desetih letih doživela izjemno rast. Močno se je povečal trg osebnih računalnikov ter razvoj tankih LCD zaslonov. Razvoj računalniške panoge narekuje polprevodniška industrija, ki je kapitalsko izredno intenzivna. Za razvoj panoge in posameznega podjetja nasploh je pomembna velika angažiranost znanja in eden najpomembnejših dejavnikov je zagotovo vlaganje v raziskave in razvoj. Najugodnejši pogoji za pridobivanje znanja in kapitala so v svetovnem merilu najugodnejši v Združenih državah Amerike (v nadaljevanju ZDA), zato tudi ni naključje, da ZDA vodijo v računalniški kot tudi elektronski industriji nasploh.

Gre za eno bolj koncentriranih panog, saj približno 50 vodilnih podjetij s tega področja obvladuje približno 80–90 odstotkov vseh prihodkov.

Kljub vsemu je tudi panoga računalnikov in dobrin, povezanih z njimi, doživela pretrese zaradi recesije navkljub zelo močnemu povpraševanju.

### 2.1.3 SWOT analiza

SWOT analiza je ena pogostejših analiz v poslovanju. Pri analizi se osredotočamo na štiri dejavnike, in sicer na prednosti in slabosti ter na priložnosti in nevarnosti. Prednosti in slabosti se nanašajo na notranje dejavnike, na katere podjetje lahko vpliva. Priložnosti in nevarnosti pa se nanašajo na zunanje dejavnike, na katere pa podjetje po navadi ne more vplivati.

Pred razdelitvijo je podjetje HP veljalo za enega od vodilnih proizvajalcev osebnih računalnikov, tiskalnikov in ostale strojne opreme. Podjetje je zasedalo največji tržni delež na področju osebnih računalnikov. Prisotni so bili v več kot 170-ih državah po svetu. Njihova blagovna znamka je bila razpoznavna in uveljavljena.

Eden glavnih ciljev delitve podjetja na dva dela je fleksibilnost. Manjše podjetje ima namreč sposobnost hitrejšega prilagajanja spremembam na trgu, ki se v panogi, ki je tako tehnološko zahtevna, dogajajo ves čas.

*Tabela 1: Opis podjetja z vidika SWOT analize*

<p><b>PREDNOSTI</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Močna in dobro poznana blagovna znamka</li> <li>• Velik ugled podjetja</li> <li>• Velikost podjetja – zmožnost hitrega prilagajanja spremembam na trgu</li> <li>• Dobri odnosi s trgovci na drobno</li> </ul>	<p><b>SLABOSTI</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Velikost podjetja – slabša pogajalska moč</li> <li>• Pomanjkanje nekaterih programskih izdelkov v primerjavi z glavnimi konkurenti (predvsem tabličnih računalnikov)</li> <li>• Manjši tržni delež</li> </ul>
<p><b>PRILOŽNOSTI</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Vlaganja v raziskave in razvoj</li> <li>• Predstaviti še več maloprodajnih rešitev in storitev na področju tiskanja fotografij in razvijanje novih produktov</li> <li>• Osredotočati se na želje in potrebe strank</li> </ul>	<p><b>NEVARNOSTI</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Močna in velika konkurenčna podjetja</li> <li>• Rivalstvo in izpodrivanje podjetij v panogi</li> <li>• Hitre tehnološke spremembe; hitro zastaranje proizvodov</li> <li>• Svetovna gospodarska kriza – zmanjšanje svetovnega povpraševanja po IT tehnologiji</li> <li>• Ponovni proizvajalci – kupujejo originalne kartuše, jih napolnijo s svojim črnilom in jih prodajajo z diskontom in pod blagovno znamko HP</li> </ul>

## 2.1.4 Gibanje tečajev delnice podjetja Hewlett Packard Inc.

Slika 1: Gibanje tečajev delnice HPQ v obdobju 2015–2016



Vir: HP Inc. (HPQ), b.l.a.

Iz Slike 1, ki prikazuje gibanje tečaja delnice podjetja HP Inc. (v nadaljevanju HPQ), je razvidno, kako zelo se je cena delnice spreminjala v obdobju enega leta. Dne 30. oktobra 2015 je vrednost delnice znašala 11,75 USD. Takoj po razcepitvi podjetja na dva dela, je delnica začela pridobivati na vrednosti in 24. novembra dosegla vrednost 14,14 USD. Po tem datumu je sledilo padanje vrednosti, ki je trajalo vse do 11. februarja 2016. Po 11. februarju je sledilo obdobje pridobivanja vrednosti delnice. Najnižjo vrednost je delnica v tem obdobju dosegla 11. februarja 2016, ko je vrednost znašala 8,65 USD. Najvišjo vrednost v tem obdobju pa je delnica dosegla 28. septembra 2016, ko je znašala 15,53 USD. Na dan vrednotenja (to je 28. september) je vrednost delnice znašala 14,49 USD. Ta podatek bom potrebovala kasneje, ko bom vrednotila podjetja po metod prostih denarnih tokov in vrednotenju s kazalniki.

Na Sliki 2 pa je prikazano, kako se je cena delnice HPQ gibala v malo širšem obdobju in sicer od leta 2012 pa do leta 2016. Tu je tudi prikazano 5-letno obdobje, v katero sem tudi zajela svoje vrednotenje. Iz slike je lepo razviden močan in dolgotrajnejši padec vrednosti delnice, in sicer 6. februarja 2012, ki je trajal vse do 19. novembra 2012, ko je delnica dosegla najnižjo vrednost v tem obdobju, in sicer le 4,32 USD. Temu je sledila rast vrednosti delnice vse do decembra 2014, ko je delnica dosegla najvišjo vrednost v tem obdobju, to je 17,75 USD. Temu je sledil še en padec, nato pa je po februarju 2016 delnica zopet začela pridobivati na vrednosti.

Slika 2: Gibanje tečajev delnice HPQ v obdobju 2012–2016



Vir: HP Inc. (HPQ), b.l.b.

### 2.1.5 Ocena na podlagi diskontiranih denarnih tokov

Za podjetje HP Inc. sem pripravila napoved bilance stanja in izkaz poslovnega izida. Podatke za pretekla leta sem pridobila iz letnih poročil podjetja (Hewlett Packard Inc., 2014; Hewlett Packard Inc., 2015), nato pa sem naredila napoved bilance stanja in izkaza poslovnega izida do leta 2021, se pravi za obdobje 6-ih let. V napovedi bilance stanja in izkaza poslovnega izida sem upoštevala pretekle stopnje rasti. Glede na to, da se vrednoteno podjetje nahaja v tehnološko močno napredni panogi, so novosti, inovacije, velika vlaganja v raziskave in razvoj ter spremljanje potreb kupcev nujno potrebne za dolgoročni obstoj podjetja. Zaradi vseh teh dejavnikov, ki močno vplivajo na tok poslovanja podjetja, je lahko moja napoved negotova in lahko močno variira med pozitivnim in negativnim poslovanjem.

### 2.1.6 Napoved bilance stanja podjetja

Kratkoročna sredstva so se leta 2014 v primerjavi z letom 2013 zmanjšala za nekaj manj kot 0,5 odstotne točke. V letu 2015 pa so se kratkoročna sredstva povečala za 3 odstotne točke. V letu 2016 bo prišlo do velikega zmanjšanja kratkoročnih sredstev, saj se je podjetje razcepilo na dva dela. Podjetje HP Inc. bo zato imelo v letu 2016 za 62 odstotnih točk manj kratkoročnih sredstev, ki pa se bodo po letu 2016 zopet začela povečevati. V letih od 2017 do 2021 pričakujemo rast 3 odstotnih točk na letni ravni, v primerjavi s predhodnim letom.

Dolgoročna sredstva so se v letu 2014 v primerjavi z letom 2013 zmanjšala za štiri odstotne točke. V letu 2015 v primerjavi z letom 2014 so se dolgoročna sredstva povečala za 4 odstotne točke. V letu 2016 bo dolgoročnih sredstev za 72 odstotnih točk manj. V primerjavi z letom 2016 se bodo v letu 2017 dolgoročna sredstva povečala za 4 odstotne točke. V letih

od 2018 do 2021 se bodo dolgoročna sredstva v primerjavi s predhodnim letom povečevala za 3 odstotne točke na leto.

Kratkoročne obveznosti so se v letu 2014 v primerjavi z letom 2013 zmanjšale za 3,92 odstotne točke. V letu 2015 v primerjavi z letom 2014 pa so se kratkoročne obveznosti zmanjšale za 3,53 odstotne točke. V letu 2016 zaradi delitve podjetja pričakujemo kratkoročne obveznosti v višini 19,676 mio USD, kar predstavlja padec kratkoročnih obveznosti v višini 53,4 odstotnih točk. V letu 2017 napovedujemo manjši padec, in sicer 0,82 odstotne točke v primerjavi z letom 2016, v letu 2018 pa padec za 2,95 odstotne točke v primerjavi z letom 2017. V letu 2019 v primerjavi z letom 2018 napovedujemo padec kratkoročnih obveznosti za 3,7 odstotne točke. V letih 2020 in 2021 napovedujemo rast kratkoročnih obveznosti v višini 3 odstotnih točk v primerjavi s predhodnima letoma.

Dolgoročne obveznosti so se v letu 2014 v primerjavi z letom 2013 zmanjšale za 0,48 odstotne točke. V letu 2015 so se dolgoročne obveznosti v primerjavi z letom 2014 povečale za 12,97 odstotnih točk. V letu 2016 napovedujemo zmanjšanje dolgoročnih obveznosti v višini 65,44 odstotnih točk. V letu 2017 napovedujemo povečanje dolgoročnih obveznosti v višini 2 odstotnih točk v primerjavi z letom 2016. V letih od 2018 pa do 2021 napovedujemo rast dolgoročnih obveznosti v višini 3 odstotnih točk v primerjavi s predhodnimi leti.

### **2.1.7 Napoved izkaza poslovnega izida podjetja**

V Tabeli 3 sledi napoved za izračun dobička iz poslovanja. Za izračun le-tega je potrebno napovedati prihodke od prodaje, ki se jim odšteje strošek prodaje, da dobimo kosmati dobiček. Nato odštejemo še stroške razvoja, uprave in ostale stroške (kamor spadajo odplačila pridobljenih neopredmetenih osnovnih sredstev, stroški prestrukturiranja, stroški povezani z naložbami ipd.), da dobimo dobiček iz poslovanja – EBIT.

Ko dobičku iz poslovanja odštejemo davek, ki znaša 35 odstotkov, dobimo dobiček iz poslovanja po davku. Temu prištejemo amortizacijo, da dobimo bruto denarni tok in odštejemo investicije v osnovna sredstva in spremembo v obratnem kapitalu (angl. *ΔNOWC*), da dobimo prosti denarni tok iz poslovanja. Le-tega diskontiramo z diskontnim faktorjem, ki je v mojem delu tehtano povprečje stroška kapitala oziroma WACC, da dobimo diskontirani prosti denarni tok.

Še prej pa je potrebno pogledati sedanje in napovedati prihodnje poslovanje oz. rezultate podjetja.

Prihodki od prodaje so se v letu 2014 v primerjavi z letom 2013 zmanjšali za 0,75 odstotne točke. V letu 2015 v primerjavi z letom 2014 pa so se prihodki od prodaje zmanjšali za 7,27 točke. V letu 2016 napovedujemo padec v prihodkih od prodaje, ki je vezan predvsem na razdelitev podjetja, ki se je zgodila 1. novembra 2015. Po napovedih bodo prihodki od prodaje v letu 2016 znašali 48,026 mio USD, kar predstavlja zmanjšanje v višini 53,53



odstotnih točk v primerjavi z letom 2015. V letu 2017 v primerjavi z letom 2016 napovedujemo rast prihodkov od prodaje v višini 1,5 odstotne točke. Od leta 2018 do 2021 napovedujemo rast prihodkov od prodaje v višini 3 odstotnih točk v primerjavi s predhodnimi leti.

Stroški prodaje so se gibali tako kot prihodki od prodaje, zato predvidevamo, da bodo tudi v prihodnje rasli podobno. V letu 2016 napovedujemo padec stroškov prodaje v višini 51,2 odstotnih točk, v primerjavi z letom 2015. V letu 2017 se bodo stroški prodaje v primerjavi z letom 2016 povečali za 0,5 odstotne točke, v letu 2018 v primerjavi z letom 2017 pa za 2 odstotni točki. V letih od 2019 pa do 2021 pričakujemo rast stroškov prodaje, ki se bodo povečevali skupaj s prihodki od prodaje v višini 3 odstotnih točk na leto v primerjavi s predhodnimi leti.

Stroški raziskav in razvoja so se v letu 2014 v primerjavi z letom 2013 povečali za 9,95 odstotne točke. V letu 2015 pa so se v primerjavi z letom 2014 zmanjšali za 1,6 odstotne točke. V letu 2016 se bodo stroški razvoja zmanjšali predvsem zaradi razdelitve podjetja, zato bodo le-ti v letu 2016 znašali 1,191 mio USD, kar predstavlja znižanje za 65,99 odstotnih točk. V letu 2017 napovedujemo povečanje stroškov raziskav in razvoja v višini 5 odstotnih točk, saj naj bi zaradi delitve podjetja prišlo do zmanjšanja števila delovnih mest. Sredstva, prihranjena na račun delovnih mest, naj bi se vložila ravno v raziskave in razvoj. Glede na to, kako je povečevanje sredstev v raziskave in razvoj pomembno v tehnološko napredni panogi, v kateri se nahaja podjetje, napovedujemo povečevanje teh sredstev tudi v naprej. V letih od 2018 pa do 2021 napovedujemo povečevanje stroškov raziskav sorazmerno skupaj s povečevanjem prihodkov od prodaje, in sicer v višini 3 odstotnih točk na letni ravni.

Drugi stroški, kamor spadajo odplačila pridobljenih neopredmetenih osnovnih sredstev, stroški prestrukturiranja in stroški, povezani z naložbami, so se v letu 2014 v primerjavi z letom 2013 povečali za 10,27 odstotnih točk. V letu 2015 je bilo povečanje še večje, in sicer v višini 36,92 odstotnih točk v primerjavi z letom 2014. Zaradi razdelitve v letu 2016 napovedujemo močno zmanjšanje drugih stroškov, in sicer v višini 92,75 odstotnih točk v primerjavi z letom 2015. V letu 2017 napovedujemo zmanjšanje drugih stroškov v višini 3 odstotnih točk v primerjavi z letom 2016. Menimo, da bodo v letu 2018 drugi stroški manjši za 1 odstotno točko v primerjavi z letom 2017. V letih od 2019 pa do leta 2021 se bodo drugi stroški povečevali kot prihodki od prodaje na letni ravni 3 odstotnih točk v primerjavi s predhodnimi leti.

Dobiček iz poslovanja je v letu 2014 znašal 7,185 mio USD, kar je predstavljajo povečanje v višini 0,76 odstotne točke v primerjavi z letom 2013. V letu 2015 je prišlo do padca dobička iz poslovanja v višini 23,35 odstotnih točk v primerjavi z letom 2014. V letu 2016 napovedujemo ponoven padec v višini 18,5 odstotnih točk v primerjavi z letom 2015. V letu 2017 v primerjavi z letom 2016 napovedujemo rast dobička iz poslovanja v višini 13,13

odstotnih točk. V letu 2018 bo rast dobička iz poslovanja podobna kot v predhodnem letu, in sicer za 12,12 odstotnih točk v primerjavi z letom 2017. V letu 2019 bo ta rast manjša, in sicer za 6,87 odstotnih točk v primerjavi s predhodnim letom, v letu 2020 bo rast dobička le še 1,83 odstotne točke v primerjavi s predhodnim letom. V letu 2021 pa se bo dobiček iz poslovanja povečal za 3 odstotne točke v primerjavi z letom poprej.

Strošek amortizacije se je v letu 2014 v primerjavi z letom 2013 zmanjšal za 6 odstotnih točk. V letu 2015 v primerjavi z letom 2014 se je amortizacija prav tako zmanjšala za 6,3 odstotne točke. V letu 2016 napovedujemo zmanjšanje stroška amortizacije v višini 92,75 odstotnih točk v primerjavi z letom poprej. V letu 2017 se bo strošek amortizacije povečal za 1,2 odstotne točke v primerjavi z letom 2016. V letih od 2018 do 2021 se bo strošek amortizacije povečeval na letni ravni v višini 3 odstotnih točk v primerjavi s predhodnimi leti.

Bruto investicije so se skozi pretekla leta zelo spreminjale. V letu 2014 v primerjavi z letom 2013 so se bruto investicije zmanjšale za 26,3 odstotnih točk. V letu 2015 pa so se v primerjavi z letom 2014 povečale za skoraj 261 odstotnih točk. V letu 2016 napovedujemo zmanjšanje bruto investicij v višini 607 odstotnih točk v primerjavi z letom 2015. To očitno zmanjšanje zopet pripisujem razdelitvi podjetja na dva dela. V letu 2017 se bodo bruto investicije v primerjavi z letom 2016 zmanjšale za 106,2 odstotnih točk. V letu 2018 se bodo bruto investicije v primerjavi z letom poprej povečale za 145 odstotnih točk. V letu 2019 bo zopet prišlo do zmanjšanja bruto investicij v višini 40,5 odstotnih točk v primerjavi z letom 2018. V letu 2020 se bodo bruto investicije zmanjšale vendar le za 1,42 odstotne točke v primerjavi s predhodnim letom. V letu 2021 pa se bodo bruto investicije zmanjšale za 5,6 odstotnih točk v primerjavi z letom 2020.

Tako sem prišla do prostega denarnega toka iz poslovanja, ki se skozi leta spreminja, a napoved do leta 2021 je pozitivna.

*Tabela 2: Napoved bilance stanja do leta 2021*

<b>V mio USD</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
SREDSTVA	103,206	106,882	29,130	36,500	37,595	38,737	40,093	41,496
<b>Kratkoročna sredstva</b>	<b>50,145</b>	<b>51,787</b>	<b>19,683</b>	<b>20,372</b>	<b>20,983</b>	<b>21,613</b>	<b>22,369</b>	<b>23,152</b>
Denarna sredstva	15,133	17,433	6,870	7,110	7,324	7,543	7,807	8,081
Kratkoročne naložbe	0,000	0,000	0,000	0,061	0,063	0,079	0,081	0,084
Kratkoročne posl. terjatve	13,832	13,363	4,136	4,281	4,409	4,541	4,700	4,865
Kratkoročne fin. terjatve	2,946	2,918	0,095	0,098	0,101	0,104	0,108	0,112
Zaloge	6,415	6,485	4,423	4,578	4,715	4,857	5,027	5,203
Druga kratkoročna sredstva	11,819	11,588	4,159	4,244	4,371	4,488	4,645	4,808

se nadaljuje

Tabela 2: Napoved bilance stanja do leta 2021 (nad.)

V mio USD	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Dolgoročna sredstva</b>	<b>53,061</b>	<b>55,095</b>	<b>15,524</b>	<b>16,128</b>	<b>16,612</b>	<b>17,124</b>	<b>17,724</b>	<b>18,344</b>
Nepremičnine, naprave in oprema	11,340	11,090	1,647	1,729	1,816	1,907	2,002	2,102
Odložene terjatve za davek	0,740	0,871	0,000	0,002	0,002	0,003	0,003	0,003
Dolgoročne finančne terjatve ter druga sredstva	7,714	8,179	2,492	2,617	2,747	2,885	3,029	3,180
Neopredmetena sredstva	33,267	34,955	11,385	11,780	12,047	12,330	12,690	13,059
<b>OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV</b>	<b>103,206</b>	<b>106,882</b>	<b>29,130</b>	<b>36,500</b>	<b>37,595</b>	<b>38,737</b>	<b>40,093</b>	<b>41,496</b>
<b>Kratkoročne obveznosti</b>	<b>43,735</b>	<b>42,191</b>	<b>19,676</b>	<b>19,515</b>	<b>18,939</b>	<b>18,241</b>	<b>18,788</b>	<b>19,352</b>
Kratkoročne obveznosti brez PČR	24,615	23,279	13,467	13,157	12,856	11,975	12,334	12,704
Pasivne časovne razmejitev	19,120	18,912	6,209	6,358	6,083	6,266	6,454	6,647
<b>Dolgoročne obveznosti</b>	<b>32,344</b>	<b>36,540</b>	<b>12,627</b>	<b>12,880</b>	<b>13,266</b>	<b>13,664</b>	<b>14,074</b>	<b>14,497</b>
<b>Lastniški kapital</b>	<b>27,127</b>	<b>28,151</b>	<b>-3,173</b>	<b>4,105</b>	<b>5,390</b>	<b>6,832</b>	<b>7,230</b>	<b>7,648</b>

Vir podatkov: Hewlett Packard Inc., Letno poročilo 2013, 2014, str. 86; Hewlett Packard Inc., Letno poročilo 2014, 2015, str. 91; lastni izračuni.

Tabela 3: Napoved in izračun dobička iz poslovanja

V mio USD	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Prihodki od prodaje</b>	<b>111,454</b>	<b>103,355</b>	<b>48,026</b>	<b>48,746</b>	<b>50,209</b>	<b>51,715</b>	<b>53,266</b>	<b>54,864</b>
Stroški prodaje	84,839	78,560	38,339	38,531	39,301	40,480	41,695	42,946
<b>Kosmati dobiček</b>	<b>26,615</b>	<b>24,795</b>	<b>9,687</b>	<b>10,216</b>	<b>10,907</b>	<b>11,235</b>	<b>11,572</b>	<b>11,919</b>
Stroški raziskav in razvoja	3,447	3,502	1,191	1,251	1,288	1,327	1,367	1,408
Stroški uprave	13,353	12,185	3,746	3,634	3,670	3,560	3,738	3,850
Drugi stroški	2,630	3,601	0,261	0,253	0,256	0,263	0,271	0,279
<b>Dobiček iz poslovanja</b>	<b>7,185</b>	<b>5,507</b>	<b>4,489</b>	<b>5,078</b>	<b>5,694</b>	<b>6,085</b>	<b>6,196</b>	<b>6,382</b>
<b>EBIT</b>	<b>7,185</b>	<b>5,507</b>	<b>4,489</b>	<b>5,078</b>	<b>5,694</b>	<b>6,085</b>	<b>6,196</b>	<b>6,382</b>

Vir podatkov: Hewlett Packard Inc., Letno poročilo 2014, str. 84; Hewlett Packard Inc., Letno poročilo 2015, str. 89; lastni izračuni.

Dobiček iz poslovanja pred davki, ki sem ga izračunala v Tabeli 3 za prihodnja leta, mi bo služil kot osnova pri izračunu diskontiranega denarnega toka. Najprej dobiček iz poslovanja pred davki zmanjšam za stopnjo davka in mu prištejem amortizacijo, da dobim bruto denarni tok. Po upoštevanju bruto investicij v poslovna sredstva, izračunam prosti denarni tok iz poslovanja in ga diskontiram z diskontnim faktorjem, ki je v mojem primeru WACC. Na tak način pridem do izračuna diskontiranih denarnih tokov.

Tabela 4: Napoved in izračun diskontiranega denarnega toka

V mio USD	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Dobiček iz poslovanja EBIT	7,185	5,507	4,489	5,078	5,694	6,085	6,196	6,382
<b>NOPAT (=)</b>	<b>4,670</b>	<b>3,580</b>	<b>2,918</b>	<b>3,301</b>	<b>3,701</b>	<b>3,955</b>	<b>4,027</b>	<b>4,148</b>
Amortizacija (+)	4,334	4,061	0,334	0,338	0,348	0,359	0,369	0,380
<b>Bruto denarni tok (=)</b>	<b>9,004</b>	<b>7,641</b>	<b>3,252</b>	<b>3,639</b>	<b>4,049</b>	<b>4,314</b>	<b>4,397</b>	<b>4,529</b>
Bruto investicije v poslovna sredstva (-)	2,246	8,310	-46,316	1,217	2,768	1,073	1,156	1,090
<b>Prosti denarni tok iz poslovanja FCF (=)</b>	<b>6,758</b>	<b>-0,669</b>	<b>49,568</b>	<b>2,422</b>	<b>1,281</b>	<b>3,241</b>	<b>3,240</b>	<b>3,439</b>
Leta			1	2	3	4	5	6
Diskontni faktor			0,916	0,838	0,767	0,703	0,643	0,589
<b>Diskontirani prosti denarni tok (=)</b>			<b>45,380</b>	<b>2,030</b>	<b>0,983</b>	<b>2,277</b>	<b>2,084</b>	<b>2,025</b>

Vir podatkov: Hewlett Packard Inc., Letno poročilo 2014, str. 84; Hewlett Packard Inc., Letno poročilo 2015, str. 89; lastni izračuni.

Za izračun WACC sem po enačbi (4) upoštevala stroške dolžniškega in lastniškega kapitala, izračunane na Damodaranovi spletni strani za panogo (Damodaran, 2016a). Strošek lastniškega kapitala za panogo je ocenjen na 10,24 odstotkov, strošek dolžniškega kapitala pa na 4,02 odstotkov. Lastniški kapital v primerjavi s celotnim kapitalom v panogi predstavlja 84,28 odstotkov, dolžniški kapital v primerjavi s celotnim kapitalom v panogi predstavlja 15,75 odstotkov. Davčna stopnja za panogo je ocenjena na 5,48 odstotkov.

$$WACC = 0,1024 \times 0,8428 + (0,0402 \times 0,1572 \times 0,9452) = 0,092275855$$

Izračun stopnje rasti – g:

Izračun stopnje rasti po enačbah 5, 6 in 7 na podlagi podatkov bilance stanja za podjetje HP Inc. znaša 11,01 odstotkov.

Tudi na Damodaranovi spletni strani so prikazani izračuni za skupne letne stopnje donosa za panogo za zadnjih 5 let (Damodaran, 2016b). Skupna stopnja donosa za prihodke od prodaje znaša 3,98 odstotkov, skupna letna stopnja donosa za neto dobiček za panogo znaša 1,23 odstotkov.

IMF za Združene države Amerike napoveduje 2,9 odstotno stopnjo donosa za tretji kvartal leta 2016 (International Monetary Fund, 2016).

Glede na to, da pričakovana stopnja rasti za stabilno podjetje ne more biti veliko večja, kot je nominalna rast gospodarstva, v katerem podjetje deluje, bom v izračunih uporabila 2,9 odstotno rast.

V Tabeli 5 je prikazan izračun vrednosti delnice na dan 28. september 2016.

Tabela 5: Izračun vrednosti delnice HPQ na dan 28. september 2016

Sedanja vrednost prihodnjih denarnih tokov	54,78
Preostala vrednost	32,93
Diskontirana preostala vrednost	19,39
Celotna vrednost podjetja HP Inc.	74,17
Kratk. in dolg. finančne naložbe (+)	0,27
Denar (+)	8,04
Kratk. in dolg. obveznosti iz financiranja (-)	1,30
Ocenjena vrednost lastniškega kapitala	81,18
Število vseh delnic (/)	1,84
<b>Vrednost delnice na dan 28. september 2016</b>	<b>44,22</b>

Vir podatkov: Hewlett Packard Inc., Letno poročilo 2013, 2014, str. 86; Hewlett Packard Inc., Letno poročilo 2014, 2015, str. 91; lastni izračuni.

Sedanjo vrednost prihodnjih denarnih tokov predstavlja seštevek diskontiranih prostih denarnih tokov v letih 2016 do 2021, ki so izračunani v tabeli 4. Glede na enačbo 8 izračunam še preostalo vrednost, saj bo podjetje delovalo tudi po preteku ocenjevanega obdobja. Zadnji napovedani diskontirani denarni tok za leto 2021, ki znaša 2,025 mio USD, povečam za stopnjo rasti in delim z razliko med WACC in stopnjo rasti.

Preostala vrednost =  $(2,025 \text{ mio USD} \times (1+0,029)) / (0,092275855-0,029) = 32,93 \text{ mio USD}$

Diskontirana preostala vrednost =  $32,93 \text{ mio USD} / (1+0,092275855)^6 = 19,39 \text{ mio USD}$

Preostala vrednost podjetja znaša 32,93 mio USD. Po enačbi 9 diskontiram še preostalo vrednost, ki znaša 19,39 mio USD. Diskontirano preostalo vrednost prištejem k sedanji vrednosti prihodnjih denarnih tokov, da dobim celotno vrednost podjetja HP Inc.

Celotni vrednosti podjetja prištejem še kratkoročne in dolgoročne finančne naložbe ter denarna sredstva ter odštejem kratkoročne in dolgoročne obveznosti iz financiranja, da dobim ocenjeno vrednost lastniškega kapitala. Ko tako dobljeno vrednost delim s številom delnic, dobim vrednost delnice na dan 28. september 2016, ki znaša 44,22 USD. Izračunana vrednost delnice je kar za tretjino višja, kot je bila tistega dne tržna vrednost delnice (to je 15,23 USD), kar kaže, da je delnica podcenjena.

Analiza občutljivosti izračuna cene delnice za podjetje HP je prikazana v Tabeli 6, kjer lahko vidimo, kako se spreminja vrednost delnice, ki sem jo izračunala s pomočjo modela diskontiranega denarnega toka, če spreminjam vrednost stopnje rasti in vrednost WACC.

Tabela 6: Analiza občutljivosti delnice HPQ na podlagi modela diskontiranega denarnega toka

		Stopnje rasti (v odstotkih)					
		0,90	1,90	2,90	3,90	4,90	5,90
WACC (v odstotkih)	6,23	52,16	56,34	63,03	75,47	106,64	327,88
	7,23	47,45	50,03	53,80	59,83	71,05	99,17
	8,23	44,07	<b>45,76</b>	<b>48,09</b>	<b>51,49</b>	56,94	67,07
	9,23	41,52	<b>42,69</b>	<b>44,22</b>	<b>46,32</b>	49,40	54,32
	10,23	39,54	<b>40,37</b>	<b>41,42</b>	<b>42,80</b>	44,70	47,49
	11,23	37,95	38,55	39,30	40,25	41,50	43,23
	12,23	36,64	37,09	37,63	38,31	39,17	40,31

## 2.2 Vrednotenje na podlagi kazalcev

Tabela 7: Prikaz posameznih kazalnikov podjetja HP in njemu konkurenčnih podjetij

Kazalnik	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA	Tržna kapitalizacija
HPQ	5,09	1,00	0,27	3,07	28,34
AAPL	13,05	4,51	2,71	8,47	612.789,10
DVMT	68,45	9,64	0,57	16,94	10.675,80
IBM	13,14	9,02	1,92	10,60	150.057,32
NTAP	30,48	3,37	1,71	9,00	9.878,85
PSTG	-10,15	5,39	4,74	-12,82	979,61
DDD	-2,56	2,58	2,54	-190,49	1.943,48
<b>Povprečje</b>	<b>16,79</b>	<b>5,07</b>	2,07	-22,18	
<b>Mediana</b>	<b>13,05</b>	<b>4,51</b>	1,92	8,47	

Vir podatkov: HP Inc. (HPQ), b.l.c.; Apple Inc. (AAPL), b.l.; Dell Technologies Inc. (DVMT), b.l.; IBM Corp. (IBM), b.l.; NetApp Inc. (NTAP), b.l.; Pure Storage inc. (PSTG), b.l.; 3D Systems Corp. (DDD), b.l.; lastni izračuni.

V Tabeli 7 lahko vidimo HP-ju podobna in konkurenčna podjetja. Vidimo lahko, da gre med posameznimi podjetji in posameznimi kazalniki za zelo velike razlike. Pri podjetjih, ki imajo visok kazalnik P/E kaže, da gre za visoko donosna podjetja, ki vlagajo v raziskave in razvoj, ter da so manj tvegana. Dve izbrani podjetji imata ta kazalnik negativen. Razvidno je tudi, da HP zaostaja za povprečjem večjih konkurentov.

Tabela 8: Izračun vrednosti delnice HPQ na podlagi podatkov konkurenčnih podjetij

Kazalnik	P/E	P/B	P/S	EV/EBITDA	Povprečje	Mediana
Mediana	13,05	4,51	1,92	8,47		
Vrednost delnice	39,06	68,99	107,85	81,04	74,24	75,02

V Tabeli 7 sem izračunala tudi povprečno vrednost kazalnikov in mediano. Za izračun povprečja in mediane sem uporabila vrednost kazalnikov konkurenčnih podjetij. Na podlagi teh podatkov in podatkov podjetja HP Inc. izračunam vrednost delnice HPQ (Tabela 8). Ko

izračunam vrednost delnice glede na kazalnike, povprečno vrednost delnice in vrednost mediane še prilagodim z utežmi. V Tabeli 9 sem pri izračunu končne vrednosti delnice HPQ glede na kazalnike uporabila enakovredne uteži, se pravi povprečje vrednosti. Vrednost delnice po tej metodi znaša 74,63 USD.

*Tabela 9: Izračun vrednosti delnice HPQ*

	<b>Povprečje</b>	<b>Mediana</b>
Povprečna vrednost delnice	74,24	75,02
Utež	0,50	0,50
<b>Vrednost delnice</b>		<b>74,63</b>

### 2.3 Primerjava obeh načinov vrednotenja

Metoda vrednotenja diskontiranih denarnih tokov je v primerjavi z vrednotenjem s kazalniki bolj priljubljena in naj bi tudi dajala bolj natančne rezultate. Gre tudi za bolj prilagodljiv oz. fleksibilen model, ki pa potrebuje veliko informacij, ki morajo biti dostopne. Še najlažje je ocenjevati podjetja, ki kotirajo na borzi kot delniške družbe in morajo vsako leto oddati letno poročilo, ki je javno objavljeno. Pri modelu diskontiranih denarnih tokov je tudi potrebno več predvidevanj, saj je potrebno napovedati tako bilanco stanja kot izkaz denarnih tokov. Metoda vrednotenja s kazalniki pa ne potrebuje napovedovanja, saj se z njo meri splošno in trenutno razpoloženje na trgu. Vrednotenje s kazalniki je tudi lažje razumljivo in potrebujemo manj postavk oz. podatkov, ki jih pridobimo iz obstoječih knjigovodskih izkazov. Obstaja pa težava, če so ti podatki težje dostopni.

*Tabela 10: Primerjava obeh modelov vrednotenja*

<b>Metoda</b>	<b>Vrednost delnice</b>	<b>Ponder</b>	<b>Nova vrednost</b>
Model diskontiranih denarnih tokov	44,22	0,8	35,38
Vrednotenje s kazalniki	74,63	0,2	14,93
<b>Vrednost delnice</b>			<b>50,30</b>

Vrednost delnice po metodi diskontiranih denarnih tokov in vrednotenju s kazalniki je zelo različna. Vsak model sem zato pomnožila še z določenim ponderjem oziroma utežjo. Večjo utež sem določila modelu diskontiranih denarnih tokov, saj gre za najbolj dinamičen model, ki naj bi dajal še najbolj natančno oceno, saj poleg knjigovodskih vrednosti upošteva tudi vse prihodnje denarne tokove podjetja. Vrednost delnice po izračunu z utežmi znaša 50,30 USD.

Če to vrednost primerjam z njeno dejansko tržno vrednostjo, ki je na dan vrednotenja 28. septembra 2016 znašala 15,23 USD, ugotovim, da je delnica podcenjena. Kadar se z vrednotenjem ugotovi, da je delnica podcenjena, to pomeni, da je primeren čas za nakup

delnice, saj je delnica glede na tržno vrednost vredna več. Za imetnike delnice to pomeni, da naj delnico zadržijo, saj v prihodnje še lahko pridobiva na vrednosti.

## **SKLEP**

V zaključni nalogi sem spoznala kompleksnost vrednotenja podjetja. Ker sem hotela dobiti kar se da natančne rezultate, sem uporabila dve najpogosteje uporabljeni metodi v praksi.

Vrednotenje na podlagi diskontiranega denarnega toka je zahtevno, saj temelji na predvidevanjih. Potrebno je dobro poznati podjetje, okolje, v katerem deluje, kakšni so trendi ter predvideti, koliko bo imelo podjetje v naslednjih letih prihodkov od prodaje, koliko bodo vlagali v raziskave in razvoj, koliko bodo imeli dobička oziroma izgube in podobno. Pri tej metodi oziroma modelu je potrebno najprej napovedati postavke v izkazih, kot sta bilanca stanja in izkaz poslovnega izida za pet prihodnjih let. Se pravi do leta 2021. To sem storila s pomočjo preteklih izkazov in bilanc ter na podlagi lastnih predvidevanj.

Po vseh potrebnih izračunih sem na podlagi modela diskontiranega denarnega toka dobila vrednost delnice, ki je bila večja od tržne vrednosti. To kaže na njeno podcenjenost.

Pri relativnem vrednotenju sem skušala ugotoviti trenutno stanje na trgu. Relativno vrednotenje nam da hitre rezultate, ki so odvisni od knjigovodskih izkazov podjetja. Po izračunu kazalnikov izbranega podjetja sem jih primerjala s konkurenčnimi podjetji. Tudi pri tem modelu sem dobila vrednost delnice, ki je bila višja od tržne vrednosti. Vrednost je bila tudi višja, kot sem jo dobila po metodi diskontiranega denarnega toka. Tudi v tem modelu vrednotenja je bila delnica precenjena.

Obema modeloma sem zato določila še utež, ki sem jo določila subjektivno glede na model vrednotenja in jo pomnožila z vrednostjo delnice obeh modelov vrednotenja, da bi dobila »popravljen« vrednost delnice. Tudi po tem postopku je delnica še vedno dosegala višjo vrednost od tržne vrednosti in ostala podcenjena, kar je pozitivno za lastnike delnice in pa tudi za tiste, ki se šele odločajo za nakup.



## LITERATURA IN VIRI

1. 3D Systems Corp. (DDD). (b.l.). Statistics. *Yahoo!Finance*. Najdeno 13. novembra 2016 na spletnem naslovu <https://finance.yahoo.com/quote/DDD/?p=DDD>
2. Apple Inc. (AAPL). (b.l.). Statistics. *Yahoo!Finance*. Najdeno 13. novembra 2016 na spletnem naslovu <https://finance.yahoo.com/quote/AAPL?p=AAPL>
3. Damodaran, A. (2001). *The dark side of valuation*. New York: Financial Times/Prentice Hall.
4. 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.
5. Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance* (2<sup>nd</sup> ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
6. Damodaran, A. (2016a). Cost of Capital by Sector (US). Najdeno 30. septembra 2016 na spletnem naslovu [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/wacc.htm](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/wacc.htm)
7. Damodaran, A. (2016b). Historical Growth rates by Sector. Najdeno 29. septembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/archives/fundgrEB15.xls>
8. Dell Technologies Inc. (DVMT). (b.l.). Statistics. *Yahoo!Finance*. Najdeno 13. novembra 2016 na spletnem naslovu <https://finance.yahoo.com/quote/DVMT/?p=DVMT>
9. Hewlett Packard Inc. (2015). *Letno poročilo podjetja HP Inc. za leto 2014*. Palo Alto: Hewlett Packard Inc.
10. Hewlett Packard Inc. (2016). *Letno poročilo podjetja HP Inc. za leto 2015*. Palo Alto: Hewlett Packard Inc.
11. HP Inc. (HPQ). (b.l.a). Summary. *Yahoo!Finance*. Najdeno 1. februarja 2017 na spletnem naslovu <https://finance.yahoo.com/chart/HPQ#eyJjdXN0b21SYW5nZUVuZCI6MTQ3NTA5OTk5OSwiY3VzdG9tUmFuZ2VTdGFydCI6MTQ0MzM5MTIwMCwiYm9sbGluZ2VyVXBwZXJDb2xvciI6IiNmZmI3MDAiLCJzdG9jaEtMaW5lQ29sb3IiOiIjZmZiNzAwIiwic3RvY2hETGluZUNvbG9yIjoiIzQ1ZTNmZiJ9>
12. HP Inc. (HPQ). (b.l.b). Summary. *Yahoo!Finance*. Najdeno 2. januarja 2017 na spletnem naslovu <https://finance.yahoo.com/chart/HPQ#eyJtdWx0aUNvbG9yTGluZSI6ZmFsc2UsImJvbGxpbnmdlclVwcGVyQ29sb3IiOiIjZTIwMDgxIiwic3RvY2hETGluZ2VyTG93ZXJDb2xvciI6IiM5NTUyZmZiNzAwIiwic3RvY2hETGluZUNvbG9yIjoiIzQ1ZTNmZiJ9>

AwIiwic3RvY2hLTGluZUNvbG9yIjoiI2ZmYjcwMCIsInN0b2NoRExpbnVDb2xvciI  
6liM0NWUzZmYiLCJyYW5nZSI6IjV5In0%3D

13. HP Inc. (HPQ). (b.l.c). Statistics. *Yahoo!Finance*. Najdeno 13. novembra 2016 na spletnem naslovu <https://finance.yahoo.com/quote/HPQ/?p=HPQ>
14. IBM Corp. (IBM). (b.l.). Statistics. *Yahoo!Finance*. Najdeno 13. novembra 2016 na spletnem naslovu <https://finance.yahoo.com/quote/IBM/?p=IBM>
15. International Monetary Fund. (2016). *Real GDP Growth*. Najdeno 29. septembra 2016 na spletnem naslovu [http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP\\_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD](http://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD)
16. Ljubljanska borza d.d. (2010a). *Kazalniki 2004*. Najdeno 1. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=461>
17. Ljubljanska borza d.d. (2010b). *Kazalniki 2004*. Najdeno 1. novembra 2016 na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=465>
18. NetApp Inc. (NTAP). (b.l.). Statistics. *Yahoo!Finance*. Najdeno 13. novembra 2016 na spletnem naslovu <https://finance.yahoo.com/quote/NTAP/?p=NTAP>
19. Praznik, B. (2004). *Priročnik za ocenjevanje vrednosti podjetij*. Ljubljana: Slovenski inštitut za revizijo.
20. Pure Storage Inc. (PSTG). (b.l.). Statistics. *Yahoo!Finance*. Najdeno 13. novembra 2016 na spletnem naslovu <https://finance.yahoo.com/quote/PSTG/?p=PSTG>