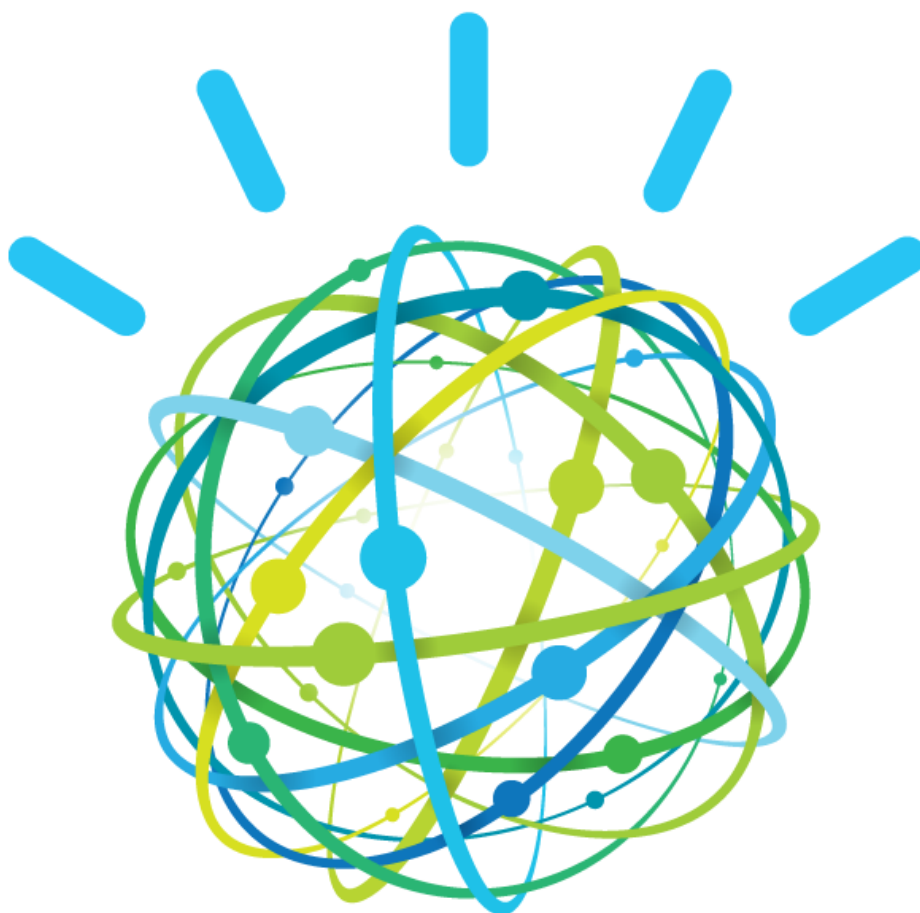




IBM

[www.n3capitalpartners.com](http://www.n3capitalpartners.com)

„You get recessions, you have stock market declines. If you do not understand that is going to happen, then you are not ready, you will not do well in the markets. “

Peter Lynch

## Investicijska teza

### Preporuka:

Investirati do 5%  
ukupnog portfelja u  
dionice IBM-a.

### Valuta prinosa:

USD

### Investicijski horizont:

6 – 8 godina

### Očekivani prinos kroz investicijsko razdoblje:

12 - 14% godišnje

### Procijenjeni raspon intrinzične vrijednosti po dionici:

210 do 230 USD



Karlo Filipović

Tel +385 (0) 1 7787 718

Matej Šupljika

Tel +385 (0) 1 7787 719

Maja Bešević Vlado, CFA

Tel +385 (0) 1 7787 705

Damir Čukman, CFA

Tel +385 (0) 1 7787 707

[ir@n3capitalpartners.com](mailto:ir@n3capitalpartners.com)

International Business Machines Corporation (IBM) je američka tehnološka i konzultantska „blue chip“ korporacija osnovana 1911. godine kao jedna od prvih svjetskih tehnoloških kompanija. Kroz svoje postojanje, tvrtka je jedna od rijetkih koja je nekoliko puta uspješno mijenjala poslovanje kako bi opstala u visoko konkurentnoj svjetskoj ekonomiji. IBM je danas prije svega konzultantska kompanija sa relativno malim udjelom proizvodnje hardvera.

U zadnje dvije godine, cijena dionice pala je s \$210 na \$147 usprkos činjenici kako je broj dionica u istom razdoblju smanjen za gotovo 20% s 1.143mn na 979mn. Zbog udjela od 60% ponavljajućih (eng. recurring) prihoda i izrazito visokim postotkom zadržavanja kupaca (eng. stickiness), ukupni prihodi IBM-a su u zadnjoj velikoj krizi 2009 pali za svega 7.6% i to uz rast dobiti po dionici od 10%.

Naša teza je da poslovanje IBM-a nije izrazito ciklično što uz činjenicu kako je trenutni poslovni model kapitalno neintenzivan (2014 ROE 136.9%), stavlja IBM u poziciju da cijeli slobodni novčani tok (FCF) isplaćuje kroz otkup svojih dionica i dividendu koja trenutno iznosi \$4.6 po dionici godišnje.

Neki analitičari smatraju kako otkup vlastitih dionica ima za cilj jedino umjetno povećanja zarade po dionice. Mi se s takvom tezom ne možemo složiti, isto kao što se ne možemo složiti s tezom da je pad prihoda u zadnje dvije godine posljedica lošeg upravljanja. Upravo suprotno, gdje drugi vide problem, mi vidimo efikasnost i predanost uprave k povećanju vrijednosti za dioničare što se jasno vidi kroz činjenicu kako je usprkos padu prihoda slobodni novčani tok rastao.

Smatramo kako je zbog vjerojatnosti i stabilnosti slobodnog novčanog toka, činjenice kako godišnje dioničarima isplaćuje 10% vrijednosti i činjenice kako se trenutno trguje na vrlo niskim pokazateljima (P/E=9; P/FCF=9,3), IBM zanimljiva kupnja za „agresivnog, konzervativnog“ investitora.

Vjerujemo kako se u preporučenom investicijskom razdoblju od 6 - 8 godina, što je ujedno i razdoblje očekivanog ekonomskog ciklusa, investiranjem u dionice IBM-a u može ostvariti povrat na investiciju (dividendni prinos uvećan za kapitalnu dobit) od 12-14% godišnje u USD uz vrlo ograničen rizik od gubitka. Naše preporuka bila bi investirati do 5% ukupne imovine portfelja u dionicu IBM-a jer mislimo kako će ova investicija imati viši povrat od američkih tržišnih indeksa u istom razdoblju. U slučaju snažnijih potresa na tržištu kapitala, stabilnost poslovanja i novčanih tokova postaje velika konkurentna prednost za dugoročnog investitora jer omogućava kompaniji otkup dionica po vrijednostima nižim od intrinzične vrijednosti dionice, ali i povećanje udjela u investicijskom portfelju.

## Sadržaj:

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| Kratko o IBM-u .....                               | 1  |
| Konkurentska prednost.....                         | 2  |
| Visok udio zadržavanja kupaca.....                 | 2  |
| Visok udio ponavljajućih prihoda .....             | 2  |
| IBM Prihodi .....                                  | 3  |
| Strateški imperativi i geografski segmenti.....    | 4  |
| Strateški imperativi - Struktura .....             | 5  |
| Pad prihoda 2012-2014 .....                        | 7  |
| Visoke marže i povrat na investirani kapital ..... | 8  |
| Povrat na investirani kapital .....                | 8  |
| Segmentirana dobit prije oporezivanja.....         | 10 |
| Rizici .....                                       | 10 |
| Zaduženost .....                                   | 10 |
| Global Financing.....                              | 11 |
| Nedovoljno financiran mirovinski plan .....        | 12 |
| Jačanje dolara.....                                | 12 |
| Operativni rizici .....                            | 12 |
| Intrinzična vrijednost IBM-a .....                 | 13 |
| Vraćanje novca dioničarima .....                   | 13 |
| Investicija u IBM .....                            | 15 |

## Kratko o IBM-u

IBM-ov poslovni prostor nalazi se između novih tehnologija i poslovanja kompanije. IBM pomaže uvesti nove tehnologije u poslovanje kompanija kako bi postale efikasnije, konkurentnije i inovativnije. To uglavnom rade putem ponude raznih IT rješenja, od IT infrastrukture do savjetovanja o raznim aspektima poslovanja temeljenog na dubinskoj analizi određenih procesa unutar kompanije.

Njihove ključne aktivnosti se mogu podijeliti u pet glavnih poslovnih segmenata: Global Technology Services (GTS) i Global Business Services (GBS) ili pod zajedničkim nazivnikom Globalne Usluge, Softver, Sistemi i Tehnologija te Globalno Financiranje.

**Globalne usluge (GTS i GBS)** su usmjerene na pružanje infrastrukturnih IT rješenja i savjetodavnih usluga kompanijama koje žele poboljšati svoje operacije, odnosno efikasnost i fleksibilnost svoje organizacije. Jedan od češćih primjera iz ovog područja je dizajn i učinkovita implementacija SAP-ovih aplikacija te prateće infrastrukture na temelju analize potreba klijenta.

Velika prednost ovog područja je da tržišni lideri, a IBM je jedan od njih, teško gube tržišni udio te imaju veliki udio ponavljajućih prihoda budući da su kupcima glavni kriteriji kod odabira pružatelja takvih usluga reputacija, iskustvo i eventualna dosadašnja suradnja. Nitko ne želi prepustiti upravljanje kritičnim procesima bezimenoj kompaniji bez iskustva!

**Segment Softvera** uglavnom uključuje razvijanje „middleware-a“ i operativnih sustava. Velika većina aplikacijskih softvera je međusobno nekompatibilna, a upravo je posao „middleware-a“ da povezuje različite sustave i aplikacije kako bi oni mogli funkcionirati na standardiziranom operativnom sustavu. IBM je u ovom segmentu apsolutni tržišni lider, a barijere ulasku novih konkurenata su ogromne zbog visokih troškova razvijanja „middleware-a“ i mijenjanja dobavljača.

**Segment Sistemi i Tehnologija** se odnosi na proizvodnju hardvera, a uglavnom na proizvodnju „high-end“ servera i spremišta podataka. U ovaj segment ulazi i IBM-ova perjanica, legendarno „mainframe“ računalo koje se koristi za aktivnosti koje zahtijevaju ogromnu računalnu moć i izuzetnu sigurnost kao što je obrada kartičarskih transakcija u bankama.

**Globalno financiranje** omogućava financiranje pri kupnji IBM-ovih usluga i proizvoda. Iako nije dio „core“ poslovanja ovaj segment ga itekako podržava.

Kompanije koje uvode SAP, veliki su klijenti IBM-a

IBM je tržišni lider s ogromnim iskustvom i reputacijom koja garantira sigurnost i kvalitetu

Ogromne barijere za ulazak u segment softvera

Povećanje kartičarskih transakcija imati će pozitivan učinak na ovaj segment još dugu niz godina.

## Konkurentska prednost

### Visok udio zadržavanja kupaca

Jednom kada postanete klijent IBM-a, vrlo je teško promijeniti pružatelja usluga

Ono što IBM-u stvara značajnu konkurentsku prednost je činjenica da su usluge koje pruža izrazito kompleksne, a to znači da bi i promjena pružatelja usluga bila izrazito skup i dugotrajan proces. Zamislite veliku svjetsku korporaciju koja je investirala milijarde dolara i godine rada u svoj IT sistem. Koliko bi bilo teško mijenjati tvrtku, savjetnika, partnera s kojim ste do sada radili? Promjena na novog pružatelja istih usluga izrazito je teška.

*„Imam puno manje tehničkog znanja o poslovanju IBM-a nego što imam o poslovanju Wells Fargo-a ili Coca Cole, ali mi smo vlasnici više od 70 kompanija i kroz razgovor s njima učimo o njihovim planovima i konkurentskim proizvodima... ..moja pretpostavka je kako će recimo Wells Fargo, a IBM je njihov najveći pružatelj usluga, i kroz 5 ili 10 godina i dalje raditi s IBM-om kao najvećim pružateljem usluga.“*

Warren E. Buffet, veliki investitor u Wells Fargo, Coca Colu, American Express, Wal Mart, Procter & Gamble, IBM i dr.

Najveći broj klijenata IBM-a čine velike svjetske korporacije

Osim toga, 90% od 100 svjetskih top banaka, 9 od top 10 telekomunikacijskih i naftnih kompanija te mnogi drugi svake godine moraju razmišljati kako platiti IBM-ove fakture. Teško je vjerovati kako će IBM-ovi kupci propasti preko noći što kao posljedicu ima predvidljivost budućih prihoda.

### Visok udio ponavljajućih prihoda

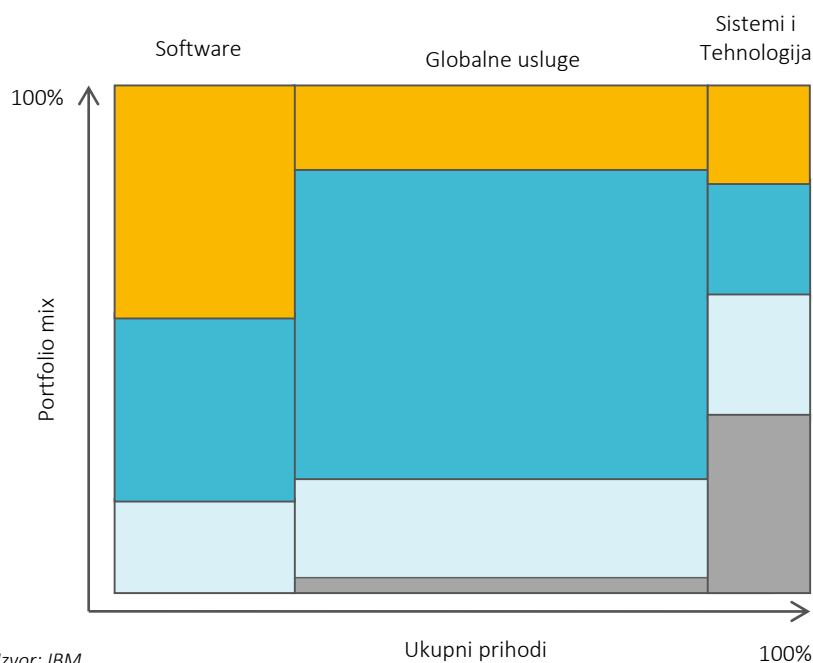
60% ukupnih prihoda su ponavljajući

Uz visoku stopu zadržavanja kupaca i stabilne kupce, IBM ima visok udio ponavljajućih prihoda u ukupnim prihodima. Procjena IBM-a je kako je otprilike 60% IBM-ovih ukupnih prihoda ponavljajuće, odnosno da su temeljeni na dugogodišnjim trajnim ugovorima o pružanju usluga. Rezultat tih „stalnih prihoda“ je mogućnost lakšeg predviđanja budućeg poslovanja i ograničen potencijalni gubitak. Ovo je bilo posebno evidentno 2009 u jeku financijske krize kroz koju je IBM prošao gotovo neokrnuto. U vrijeme dok je većina kompanija prijavljivala katastrofalne rezultate IBM-ova dobit je, unatoč padu prihoda, rasla za skoro 10%.

Kako bi bilo lakše objasniti strukturu prihoda te posvećenost kompanije novim tehnologijama koje nazivaju strateški imperativi, na sljedećoj strani smo pripremili vizualni prikaz strukture prihoda.

## IBM Prihodi

Svaki investitor u IBM nužno mora razmišljati o prihodima kompanije, razlogu zašto su padali u prijašnjim razdobljima, postotnom udjelu ponavljajućih prihoda i potencijalnim pokretačima rasta u budućnosti.



### Strateški imperativi

- Mobilna tehnologija, analitika, sigurnost, cloud
- Oko 27% ukupnih prihoda
- Budući generator rasta, visoki udio software-a, 16% rast y/y 2014
- Veći dio R&D-a usmjeren je prema imperativima



### Ponavljajući prihodi

- Usluge, software i financiranje koji se plaćaju godišnje
- Hardware, software i usluge vezane uz kartično poslovanje koji su visoko ponavljajući
- Oko 60% ukupnih prihoda
- Mogu biti pod utjecajem promjene valuta i „mainframe“ ciklusa



### Transakcijski prihodi s dodanom vrijednosti

- Uključuju sve projektno temeljene prihode vezane uz usluge, software, Power System i pohranu koji nisu strateški imperativi



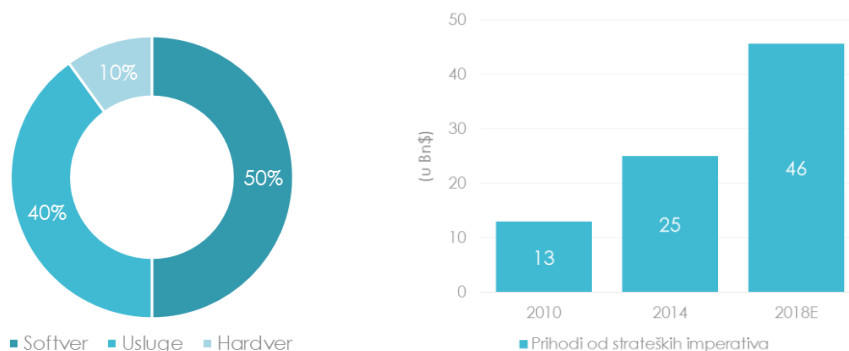
### Divestirani prihodi

Big Data, analiza podataka, Watson, Cloud su nositelji budućeg rasta

## Strateški imperativi i geografski segmenti

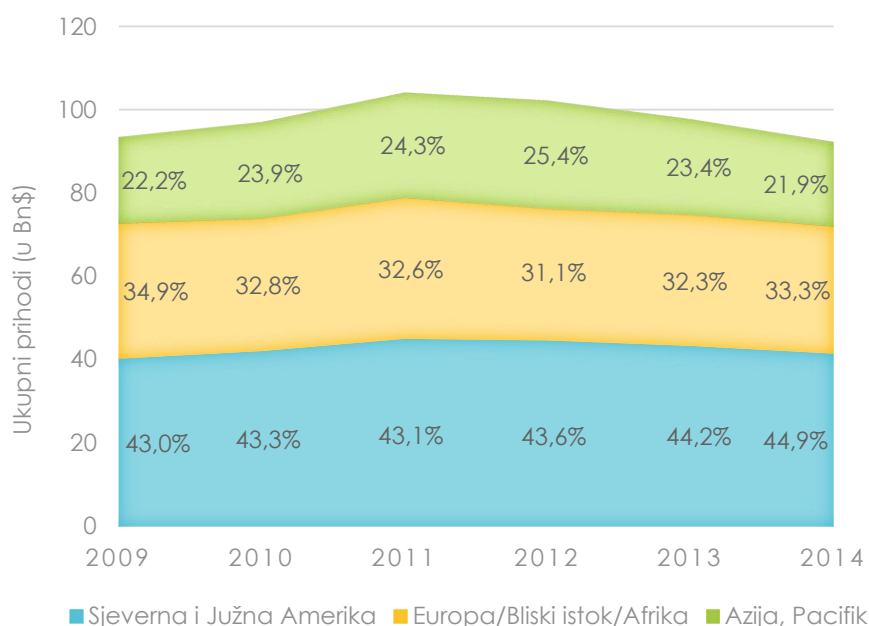
Negativne stope rasta prihoda, glomazna korporativna struktura, sporost u uočavanju novih trendova, sve su kritike koje investitori često spominju kada raspravljaju o investiranju u dionice IBM-a. Nova uprava je s dolaskom 2012 jedan dio prihoda nazvala „Strateški imperativi“. To su prihodi koje uprava smatra strateški važnim i glavnim pokretačima budućeg rasta prihoda.

Struktura prihoda iz strateških imperativa i očekivani rast prihoda do 2018; Izvor: IBM



Ukoliko pak analiziramo ukupne prihode i segmentiramo ih geografski, svega 22% dolazi iz Azije i Pacifika, što bi u slučaju snažnijih potresa kao posljedica usporavanja Kine bio prihvatljiv rizik za poslovanje kompanije.

Geografska struktura prihoda; Izvor: IBM



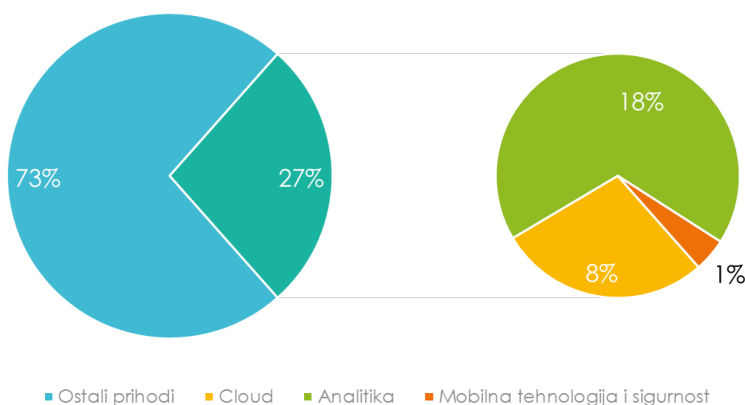
## Strateški imperativi - Struktura

### Analitika

Očekujemo kako će IBM biti tržišni lider u Big data segmentu

IBM analitika pomaže organizacijama da donose bolje odluke iskorištavajući uvide u velike baze podataka (Big Data). Trenutno je ovo najveći segment unutar IBM-ovih strateških imperativa s 17 milijardi dolara godišnjeg prihoda i stopom rasta od 7% godišnje. Veliki katalizator ovog segmenta bi trebao biti razvoj IoT-a („Internet of Things“) budući da će različiti uređaji odašiljati velike količine podataka koji će se morati smisleno analizirati da bi se mogli iskoristiti za daljnju optimizaciju poslovnih procesa. Pretpostavlja se da će do 2020 više od 25 milijardi uređaja biti povezano.

Struktura strateških imperativa po segmentima; Izvor: IBM



IBM ima ogromnu prednost u odnosu na konkurenciju što se vidi na ugovorima koje imaju s najvećima

Dobar primjer razvoja IBM-ove analitike je i suradnja s Twitterom koja će omogućiti klijentima da analiziraju ogromnu količinu javno dostupnih podataka s Twittera na intuitivan način koji će omogućiti dosad teško dostupne uvide. Slična suradnja je ostvarena i s Facebook-om kako bi se kompanijama omogućio bolji uvid u interakcije i interese ljudi na navedenoj društvenoj mreži kako bi kreirale što efikasnije marketinške kampanje.

### Cloud

Kompanije se sve više okreću „cloud-u“ budući da su prepoznale sve njegove prednosti, prije svega smanjenje kapitalnih izdataka za infrastrukturu tj. mogućnost zamjene CAPEX-a s OPEX-om, mogućnost brze alokacije kapaciteta ovisno o potrebama organizacije te izbjegavanje problema oko uspostavljanja i održavanja kompleksnih IT sustava.

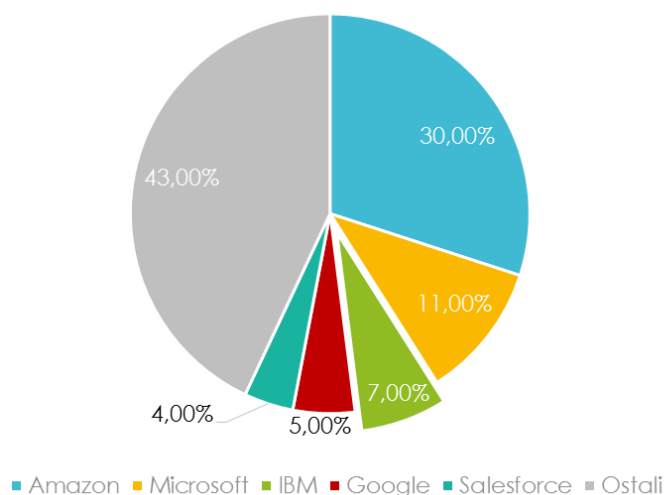
IBM i Amazon međusobno ne konkuriraju

Iako IBM zaostaje za konkurencijom u Cloud segmentu mjereno ukupnim prihodima, činjenica koju investitori često zaboravljaju je kako se IBM i Amazon ne bore u istom segmentu. IBM je trenutni tržišni lider u privatnom i hibridnom cloudu, tj. cloudu koji integrira „tradicionalni“ cloud sa infrastrukturom koja se nalazi u prostoru same kompanije, dok



je Amazon lider u takozvanom „public“ segmentu. Ukupno gledajući u prihodima, Amazon je dominantan u segmentu Cloud-a ali njihove usluge su potpuno drugačije.

Tržišni udio u Cloud-u; Izvor :IDC



Unatoč tome očekuje se eksplozija korištenja cloud usluga među globalnim kompanijama: 2014 cloud je činio 28% ukupnih izdataka za IT infrastrukturu, a očekuje se da će se ta brojka popeti do 47% u 2019 (IDC, 2015).

### *Mobilna tehnologija i sigurnost*

IBM-ove mobilne tehnologije pomažu kompanijama osvojiti nova tržišta i dosegnuti veći broj ljudi integrirajući analitiku, cloud i društvene mreže s mobilnim tehnologijama. Segment sigurnosti je usmjeren na prevenciju, detekciju i odgovor na prijetnje po sustave raznih kompanija. S obzirom da se kompanije sve više oslanjaju na IT sustave, potrebe za ovim segmentom eksponencijalno rastu. Pretpostavlja se da će se industrija IT sigurnosti udvostručiti do 2019. Ovdje treba posebno istaknuti IBM-ovo partnerstvo s Apple-om u izradi mobilnih aplikacija za optimizaciju poslovnih procesa u raznim industrijama. Ova dva segmenta zasad ne zauzimaju veliki dio IBM-ovih prihoda, ali s obzirom na iznimno brzu stopu rasta i povoljne trendove u industriji možemo očekivati da će uskoro biti značajan izvor prihoda za IBM.

Partnerstvo s  
Apple-om

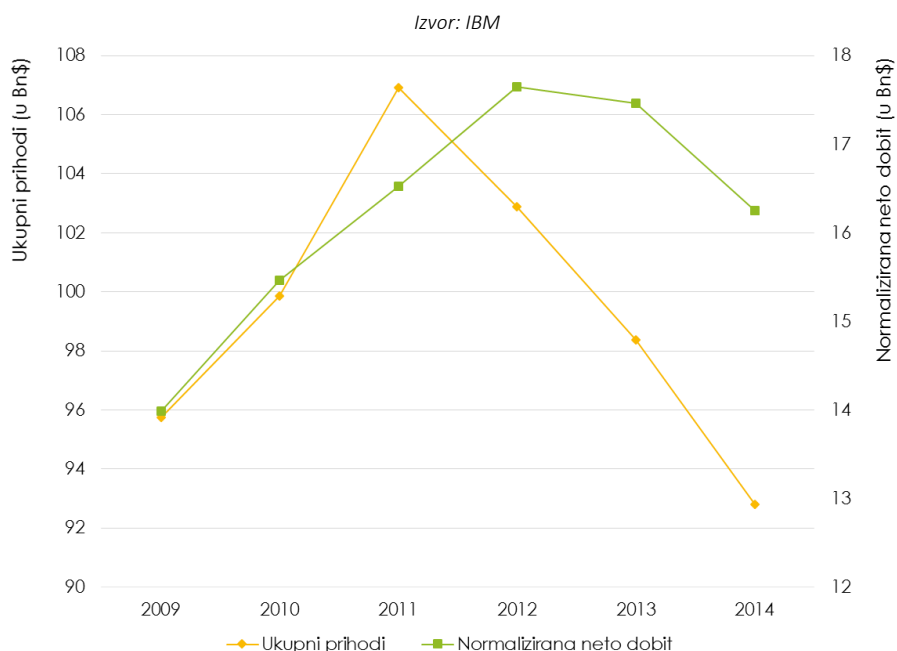
## Pad prihoda 2012-2014

Iako je IBM često kritiziran zbog pada prihoda od gotovo 20% u razdoblju od 2012 do danas, mi mislimo kako je pad prihoda jedan od važnijih indikatora kvalitete managementa. Zašto?

*Pad prihoda 2012 – 2014 većinom je posljedica divestiranih dijelova poslovanja ili jačanja dolara. Neto dobit, normalizirana za izvanredne prihode i rashode, vrlo je stabilna u istom razdoblju.*

Stvaranje vrijednosti za dioničare, jasan je prioritet managementa

Osnovna teza je kako novi management vođen Virginiom M. Rometty, poslovanje nastavio pozicionirati u segmentu usluga, prodao neprofitabilne jedinice koje IBM-u nisu donosile nikakvu vrijednost te su isključivo predstavljale „mrtvi teret“. Njihovom je prodajom IBM podignuo marže i spriječio daljnje investiranje uz negativne stope povrata.

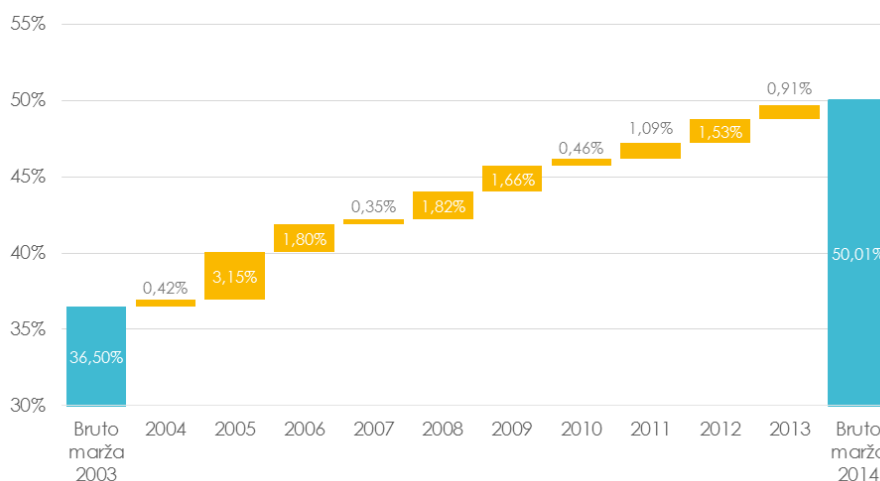


Osim toga, na pad prihoda je u zadnje vrijeme utjecalo i jačanje dolara. Međutim, dobit nije značajno pala jer efekt jačanja dolara ublažen prirodnim „hedge-om“, odnosno jačanje dolara je osim prihoda IBM-u smanjilo i rashode. Zbog toga je neto efekt jačanja dolara relativno limitiran. Isto naravno vrijedi i ukoliko dolar oslabi u odnosu na druge svjetske valute.

## Visoke marže i povrat na investirani kapital

Nakon što je kompanija skoro propala početkom devedesetih godina prošlog stoljeća, tadašnji CEO Lou Gerstner shvatio je kako IBM-ova snaga proizlazi iz mogućnosti integracije različitih IT rješenja za klijente. U to doba je upravo integracija mnogobrojnih računalnih tehnologija bila nerješivi problem većini kompanija. IBM tad radi oštri zaokret u poslovanju od proizvodnje komponenti i računalnih dijelova prema integraciji IT sustava i pružanju IT usluga. Tijekom posljednjih 20 godina kompanija je divestirala segmente poslovanja s niskim maržama ili čak negativnim povratima kao što je bila proizvodnja printera, računala i poluvodiča te napravila zaokret prema „strateškim imperativima“ koji uključuju brzo rastuća područja u IT industriji, a prije svega cloud, analitiku, mobilne tehnologije i sigurnost.

Razvoj bruto marže; Izvor: N3CP istraživanje



Visoke marže ključne su za osiguranje konkurentnosti kroz ekonomski ciklus

Visoke marže i što je možda još važnije, stabilne marže, izuzetno su važne za poslovanje IBM-a. U visoko konkurentnom tržištu, jedino visoke i stabilne marže mogu garantirati konstantnu razinu izdvajanja za istraživanje i razvoj potrebnu za zadržavanje tržišne pozicije.

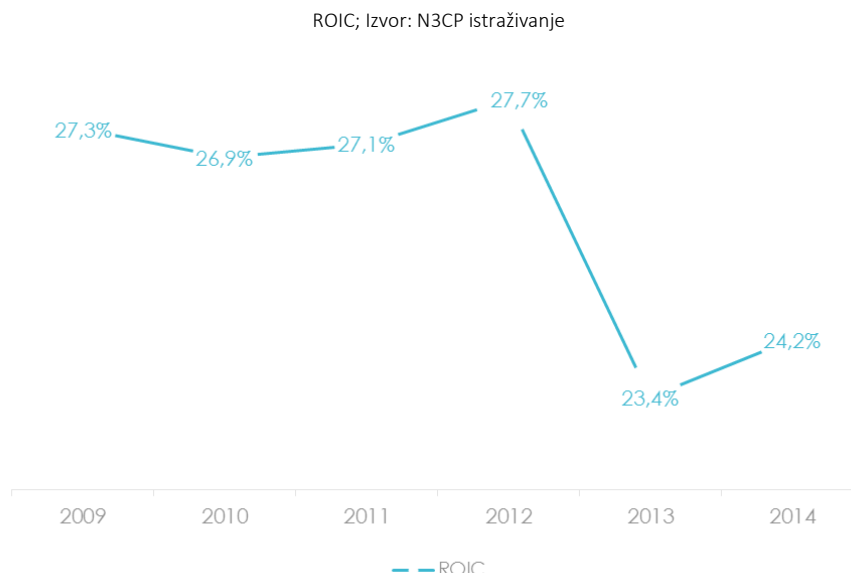
### Povrat na investirani kapital

Kada analiziramo potencijalne investicije, jedna od važnijih stvari koje želimo znati je koliko je poslovanje kompanije kapitalno intenzivno i koliki je povrat na investirani kapital. U slučaju IBM-a imamo vrlo zanimljivu investiciju koja ima visoki povrat na investirani kapital odnosno poslovanje nije kapitalno intenzivno.

U idealnom slučaju, kompanija bi mogla investirati slobodni novčani tok u daljnje poslovanje zbog visokih povrata na investirano. No kod IBM-a je problem što unatoč visokim povratima na investirani kapital, vrlo malo kapitala je reinvestirano. Ipak, uz visoki povrat na investirani kapital, budući rast biti će relativno jeftin uz istovremeno visoki povrat

slobodnog novčanog toka dioničarima. Ukoliko stavimo ove brojke u taj kontekst, povrat na investirani kapital (uključujući goodwill) iznosi vrlo visokih 24,19%.

Povijesno vrlo visoki povrat na investirani kapital



IBM je uložio \$35 milijardi u istraživanje i razvoj koje trenutno donosi 27% ukupnih prihoda

Analizirajući povrat na istraživanje i razvoj, analizirali smo prošle akvizicije i ulaganja. Posebno stavlajući naglasak na investicije u strateške imperativne (Analitiku, Cloud i Mobilna tehnologija & sigurnost). Kako bi procijenili povrate analizirali smo investiciju i povrat koju ona danas ostvaruje i koji će ostvarivati u budućim razdobljima:

- Godišnje IBM investira oko \$4 milijarde u istraživanje i razvoj (što čini oko 6% ukupnih prihoda)
- Trenutno većina R&D-a ide u strateške imperativne
- Do sada je kompanija investirala oko \$26 milijardi u Analitiku (ovaj segment uključuje „big data“, Watson i drugo) što uključuje i \$17 milijardi potrošeno na akvizicije
- U segment „Cloud“-a, kompanija je investirala daljnjih \$8 milijardi i nastaviti će investirati i dalje kako bi povećala svoju prisutnost u data centrima diljem svijeta

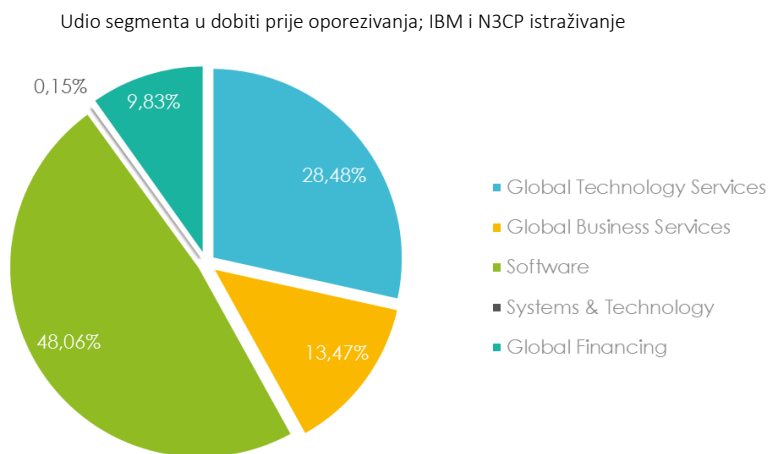
Naša procjena je kako je ROI na ulaganje u istraživanje i razvoj između 10% i 15%, ali uz vrlo visoke stope amortizacije

Prihodi koje tvrtka danas ostvaruje iz popisanih investicija u R&D su značajni i kreću se na razini od gotovo 27% ukupnih prihoda odnosno oko 2-3 milijarde slobodnog novčanog toka koje ti prihodi generiraju. Investicija u istraživanje i razvoj trenutno vraća oko 10% povrata, ali se do 2018 očekuju gotovo duplo veći prihodi i dobit. To bi značilo kako je povrat na svaki dolar uloženi u istraživanje i razvoj uloženi s zadovoljavajućim povratom. Načelni problem je što takve investicije imaju nužno visoku stopu amortizacije. U slučaju pada tog povrata kompanija bi mogla biti u problemima.

## Segmentirana dobit prije oporezivanja

Softver je glavni izvor profitabilnosti kompanije, posebno u segmentu „middleware-a“ gdje je IBM dominantan s oko 30% ukupnog tržišta. On generira gotovo 50% ukupne dobiti prije oporezivanja a kako je gotovo 70% ovih prihoda ponavljajući, rizik od značajnog pada dobiti u srednjem roku je ograničen.

Struktura neto dobiti također ukazuje na održivu profitabilnost

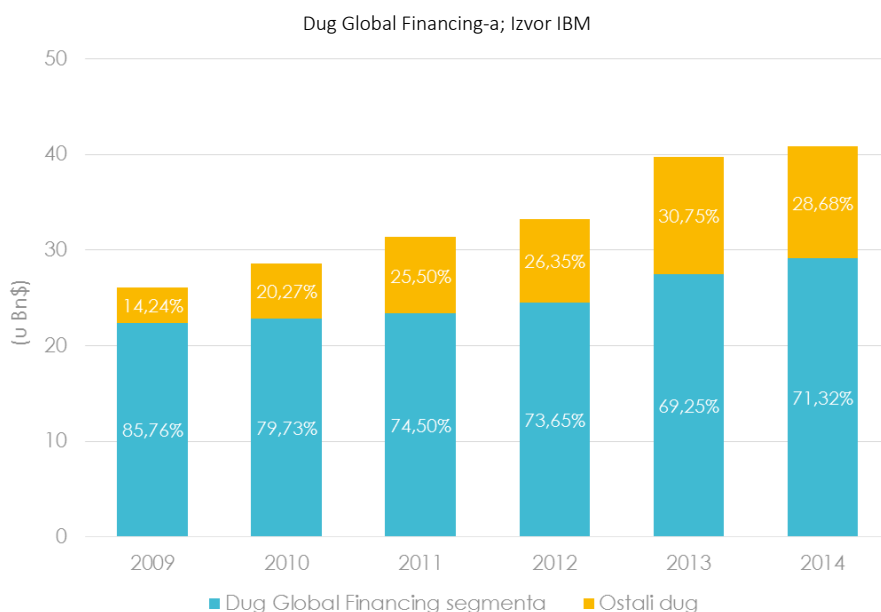


## Rizici

### Zaduženost

Iako se IBM-ov dug od 40 milijardi dolara čini pozamašnim, on čini samo 34,70% ukupne imovine, a velika većina uglavnom služi kao potpora odjelu financiranja.

Većina duga zapravo je financiranje kupaca za koje IBM prvo posuđuje po niskim stopama a onda kupcima plasira po nešto višim

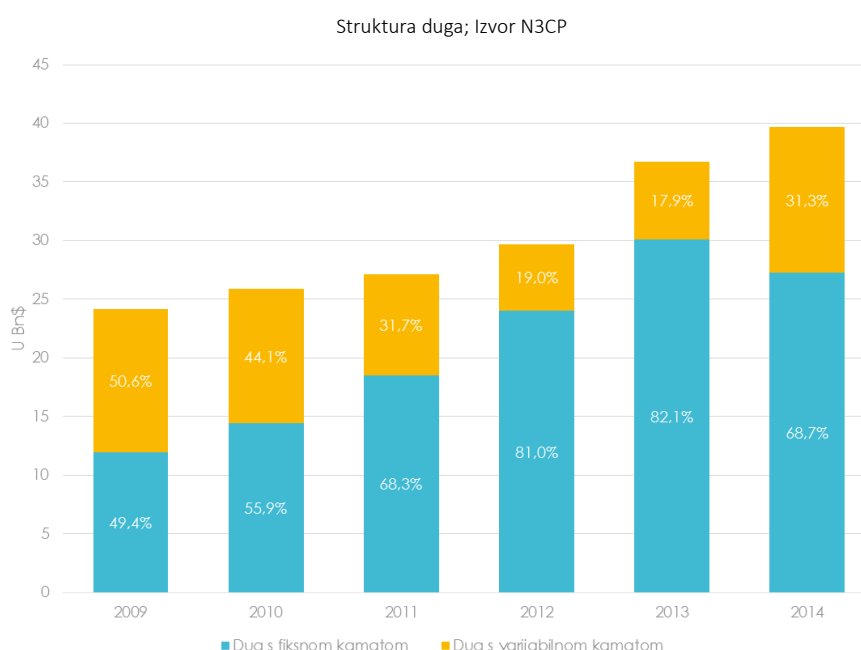


70% IBM-ova duga ima fiksnu kamatnu stopu

IBM-ova struktura duga zaštićena je od rasta kamatnih stopa

Mali udio nenaplaćenih potraživanja

Kritike da je IBM prezadužen ne stoje jer je njihova prosječna kamatna stopa u 2014 iznosi 2,6%, a operativna dobit pokriva trošak kamata za više od 30 puta. Osim toga, ne postoji značajan rizik od povećanja kamatnih stopa budući da im gotovo 70% duga je s fiksnom kamatnom stopom, a dio duga s varijabilnom kamatnom stopom zaštićen je od promjene kamatnim swapovima. Što se tiče valutne izloženosti, gotovo 80% duga je u dolarima, a od rizika promjene tečaja ostalih valuta se osiguravaju valutnim swapovima pri čemu su najviše izloženi EUR-u s gotovo 14% duga u toj valuti. S obzirom na sve navedeno, smatramo da je ova razina zaduženosti održiva te da ne predstavlja signifikantan rizik IBM-ovu poslovanju.



## Global Financing

IBM-ov odjel za financiranje kreditira IBM-ove kupce i partnere te im omogućuje uzimanje opreme na leasing. Kao rezultat te djelatnosti u imovini se pojavljuje 26 milijardi dolara potraživanja prema kupcima i poslovnim partnerima. Unatoč tome, IBM je zabilježio samo manje slučajeve nenaplativih potraživanja i to većinom iz rastućih tržišta koja čine oko 30% svih potraživanja, a pogotovo Južne Amerike i Kine te to nije bitno utjecalo na poslovne rezultate.

Što se tiče ročne usklađenosti, gotovo 80% potraživanja za leasing dospijeva u sljedeće dvije godine, a više od 8 milijardi potraživanja koje IBM ima prema svojim distributerima dospijeva u roku od 30-90 dana. Nešto više od 14 milijardi se odnosi na dane zajmove kupcima koji su uglavnom dani na rok do 7 godina.

U našoj analizi rizika potraživanja pretpostavili smo najgori mogući slučaj u kojem je 5% potraživanja iz razvijenih tržišta te 10% potraživanja iz

rastućih tržišta nenaplativo te smo došli do toga da bi efekt na operativnu dobit iznosio otprilike 1,4 milijarde dolara što je približno 10% neto dobiti iz 2014. Budući da ni tijekom velike financijske krize 2008-2009 broj nenaplativih potraživanja nije bio ni blizu onima iz najgoreg mogućeg scenarija, ne vjerujemo da potraživanja predstavljaju značajan rizik IBM-ovoj dobiti.

### Nedovoljno financiran mirovinski plan

Nedovoljno financiran mirovinski plan mogao bi biti problem, zato ga tretiramo kao dug

IBM ima nedovoljno financiran mirovinski plan u iznosu od skoro 17 milijardi dolara, ovaj iznos u valuaciji smo tretirali kao dug. Porast u iznosu obveza za 2014. za mirovinski plan u odnosu na 2013. godinu se prvenstveno dogodio kao posljedica smanjenja diskontnih stopa i promjena u aktuarskim pretpostavkama. U slučaju slabijih investicijskih rezultata mirovinskog plana, IBM-ova obveza bi se mogla značajno povećati, što bi se trebalo tretirati kao povećanje zaduženosti kompanije.

### Jačanje dolara

IBM-ovi troškovi su u jednakoj valuti kao i prihodi što ublažava efekt jačanja dolara

Jedan od glavnih rizika za IBM predstavlja jačanje dolara koje je dosad već imalo snažan utjecaj na pad prihoda. S obzirom da se ove godine očekuje podizanje kamatnih stopa od strane FED-a, taj utjecaj bi u bliskoj budućnosti mogao biti još izraženiji. Međutim, IBM je u velikoj mjeri prirodno „hedgiran“ budući da mu je većina troškova u jednakoj valuti kao i prihodi. S obzirom na to očekuje se da daljnji nastavak jačanja dolara neće imati preveliki utjecaj na samu profitabilnost IBM-a iako će prihodi vrlo vjerojatno osjetiti snažan vjetar u prsa.

### Operativni rizici

Značajno usporavanje globalnog rasta i stagnacija u određenim dijelovima svijeta bi mogla imati nepovoljan utjecaj na globalnu IT potrošnju što bi vrlo vjerojatno imalo i negativan utjecaj na potražnju za IBM-ovim proizvodima i uslugama, a samim time i na njihove prihode.

Dugoročni uspjeh IBM-a također ovisi i o sposobnosti da konstantnim inoviranjem IBM-ova tehnologija ostane konkurentna i diferencirana od ponude tržišnih konkurenata. U slučaju da se IBM-ove investicije u istraživanje i razvoj ne uspiju materijalizirati u nove konkurentne tehnologije, IBM-ova profitabilnost i tržišni udjel bi se mogli naći pod pritiskom.

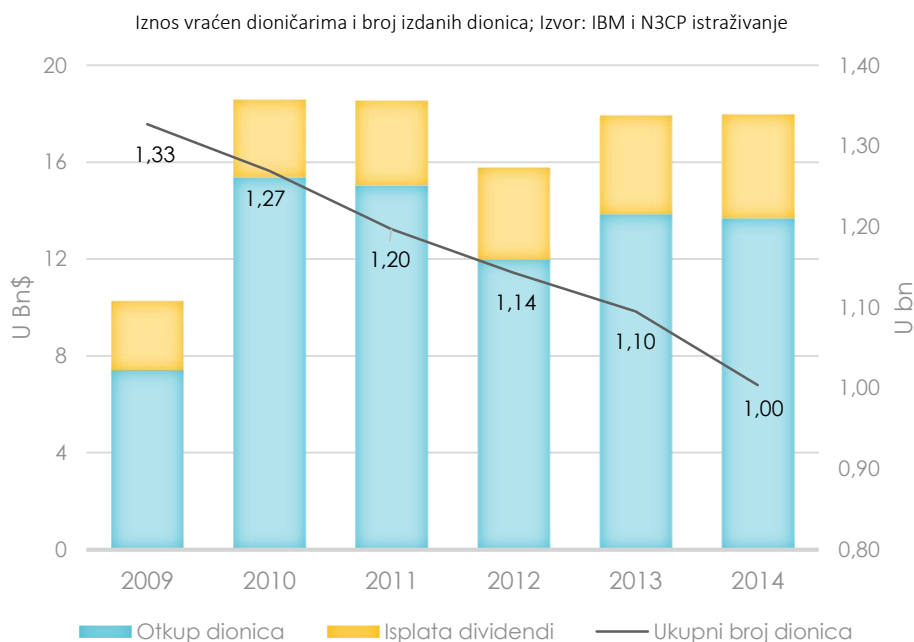
## Intrinzična vrijednost IBM-a

Temelj svake naše analize je analiza slobodnog novčanog toka. Za dugoročnog investitora, slobodni novčani tok, odnosno ono što kompanija s njim odluči napraviti ključan je za procjenu intrinzične vrijednosti. Kod IBM-a je situacija relativno jednostavna, kompanija generira znatno više novčanog tijeka nego što ga može uložiti u svoje poslovanje. Posebno zato što je poslovanje IBM-a kao što smo prije napisali kapitalno neintenzivno.

### Vraćanje novca dioničarima

U zadnjih 5 godina IBM je vratio više od 70 milijardi dolara investorima, gotovo 50% trenutne tržišne kapitalizacije

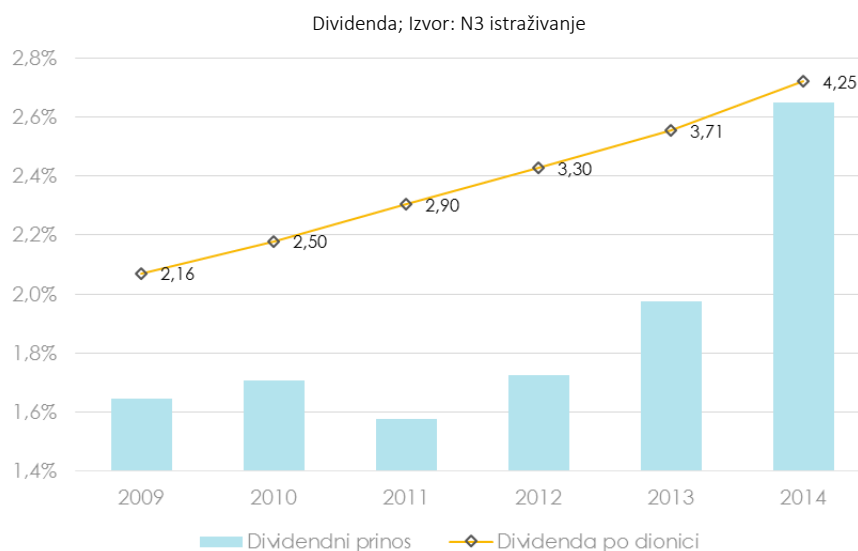
Onaj dio novčanog toka koji se ne investira u strateška područja s visokim stopama povrata, IBM vraća dioničarima putem programa otkupa dionica ili kroz dividende. Otkad je IBM započeo s programom otkupa dionica njihov broj je pao s više od 1,5 milijarde na manje od milijardu. Samo u zadnjih pet godina IBM je kroz taj program vratio više od 70 milijardi dolara dioničarima. Zahvaljujući programu otkupa dioničari postaju sve veći vlasnici kompanije te imaju pravo na veći udio u raspodjeli zarade. Trenutno IBM ima autorizirano oko 3 milijarde dolara za daljnji nastavak otkupa dionica, ali kompanija je i u prošlosti podizala autorizirane limite pa očekujemo da će i dalje nastaviti s otkupom dionica.





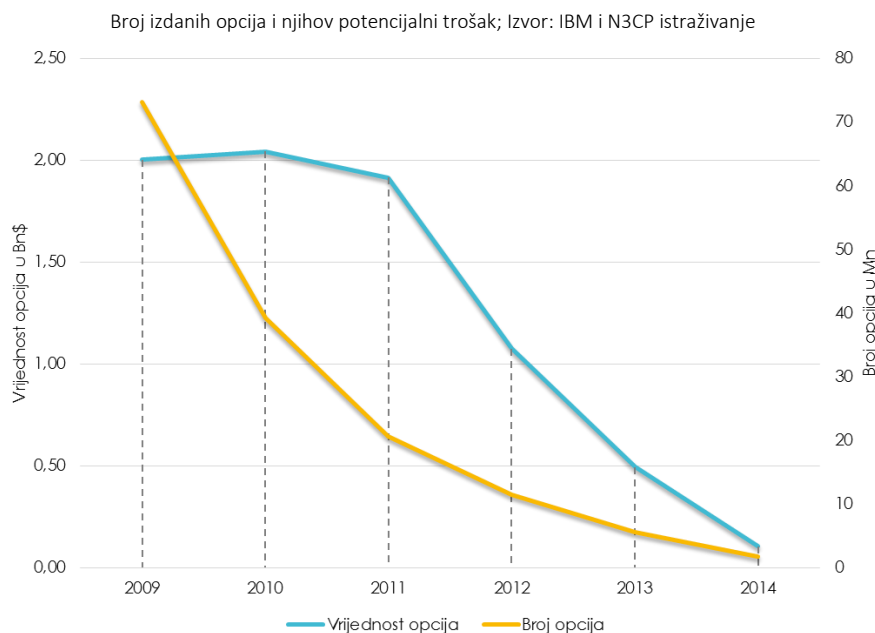
Dividenda  
konstantno raste  
zadnjih 20 godina

IBM ima tradiciju isplate dividendi dužu od 100 godina. U zadnjih 20 godina dividende su konstantno rasle, dijelom zbog smanjenog broja dionica, a dijelom zbog rasta dobiti. Budući da vjerujemo da će slobodni novčani tokovi rasti u nadolazećem periodu, očekujemo da će i dalje nastaviti s agresivnim programom otkupa dionica i isplatom dividendi.



Osim što se smanjivao dionica, IBM je znatno smanjio i broj opcija koje potencijalno mogu razrijediti vlasničke udjele dioničara. Njihov broj je pao s 114 milijuna 2008. na trenutno manje od 2 milijuna pa je tako rizik od razrjeđivanja vlasništva postojećih dioničara limitiran.

Uz dividendu i otkup dionica, IBM je smanjio ukupnu obvezu prema izdanim opcijama za gotovo \$2 milijarde

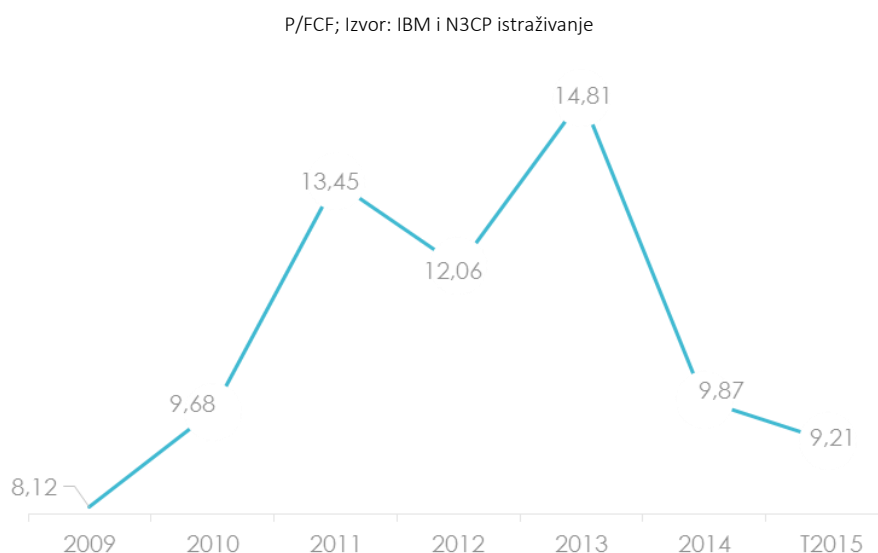


## Investicija u IBM

Kao što smo već napomenuli, poslovanje IBM-a je relativno otporno na ekonomske cikluse, dok je istovremeno vjerojatno kako će njihovi kupci još dugu niz godina investirati u informatizaciju i uvođenje novih tehnologija u poslovanje. Mi vjerujemo kako će to IBM-u osigurati još dugu niz uspješnih godina poslovanja.

Međutim, kod svake investicije važna je i cijena po kojoj će te investirati. S obzirom na poslovanje kompanije, naše je mišljenje kako ova kompanija zaslužuje znatno više tržišne multiplikatore od onih po kojima se trenutno trguje. Uz omjer cijene i slobodnog novčanog toka po dionici (P/FCF) od 9,3 odnosno odnos cijene i zarade po dionici (P/E) od 9 vjerujemo kako će IBM kroz investicijsko razdoblje biti bolja investicija od ulaganja u S&P 500 indeks.

Trenutna cijena dionice na tržištu, po našoj procjeni podcjenjuje stvarnu vrijednost kompanije



Naš model procjene intrinzične vrijednosti relativno je konzervativan te je po našem mišljenju rizik očekivanih budućih prinosa na ovu investiciju izrazito nagnut na pozitivnu stranu, stvarajući tako dugoročnom investitoru značajnu maržu sigurnosti.

Prilog 1.

|                                   | Historical    |               |               |               |               | Forecast      |               |               |               |               |               |               |               |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <i>DCF model (in m\$)</i>         | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          |
| Total revenue                     | 99.870        | 106.916       | 102.874       | 98.367        | 92.793        | 83.240        | 83.033        | 85.917        | 89.812        | 93.044        | 96.598        | 100.364       | 103.243       |
| Growth %                          | 4,30%         | 7,06%         | -3,78%        | -4,38%        | -5,67%        | -10,30%       | -0,25%        | 3,47%         | 4,53%         | 3,60%         | 3,82%         | 3,90%         | 2,87%         |
| COGS                              | 48.932        | 51.869        | 47.743        | 44.911        | 41.800        | 37.042        | 36.950        | 37.803        | 39.517        | 40.474        | 42.020        | 43.157        | 44.395        |
| SGA                               | 21.349        | 23.080        | 22.965        | 23.016        | 22.830        | 19.478        | 19.430        | 20.105        | 21.016        | 21.772        | 22.217        | 23.084        | 23.746        |
| R&D                               | 5.978         | 6.196         | 5.757         | 5.686         | 5.383         | 4.994         | 4.982         | 5.155         | 5.389         | 5.583         | 5.796         | 6.022         | 6.195         |
| IP and custom development income  | -1.154        | -1.108        | -1.074        | -822          | -742          | -750          | -750          | -750          | -750          | -750          | -750          | -750          | -750          |
| Other (income) and expense        | -787          | -20           | -843          | -333          | -1.938        | -400          | -400          | -400          | -400          | -400          | -400          | -400          | -400          |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>27.279</b> | <b>28.735</b> | <b>30.093</b> | <b>27.668</b> | <b>27.052</b> | <b>22.876</b> | <b>22.822</b> | <b>24.004</b> | <b>25.040</b> | <b>26.365</b> | <b>27.714</b> | <b>29.252</b> | <b>30.058</b> |
| EBITDA margin %                   | 27,31%        | 26,88%        | 29,25%        | 28,13%        | 29,15%        | 27,48%        | 27,48%        | 27,94%        | 27,88%        | 28,34%        | 28,69%        | 29,15%        | 29,11%        |
| NOPLAT                            | 17.727        | 18.167        | 20.738        | 17.470        | 15.488        | 13.890        | 13.697        | 14.807        | 15.734        | 16.857        | 17.976        | 19.227        | 19.896        |
| NOPLAT Margin %                   | 17,75%        | 16,99%        | 20,16%        | 17,76%        | 16,69%        | 16,69%        | 16,50%        | 17,23%        | 17,52%        | 18,12%        | 18,61%        | 19,16%        | 19,27%        |
| Amortization/Depreciation         | 6.314         | 6.400         | 6.186         | 6.174         | 5.816         | 5.503         | 5.262         | 5.021         | 4.868         | 4.754         | 4.668         | 4.602         | 4.551         |
| <b>EBIT</b>                       | <b>20.965</b> | <b>22.335</b> | <b>23.907</b> | <b>21.494</b> | <b>21.236</b> | <b>17.372</b> | <b>17.560</b> | <b>18.983</b> | <b>20.172</b> | <b>21.611</b> | <b>23.047</b> | <b>24.650</b> | <b>25.507</b> |
| EBIT Margin%                      | 20,99%        | 20,89%        | 23,24%        | 21,85%        | 22,88%        | 20,87%        | 21,15%        | 22,09%        | 22,46%        | 23,23%        | 23,86%        | 24,56%        | 24,71%        |
| Delta WC                          | 109           | 1.724         | 336           | 2.582         | 141           | -77           | -25           | 355           | 479           | 398           | 437           | 463           | 354           |
| Capex                             | 4.699         | 6.478         | 8.439         | 7.196         | 4.839         | 4.200         | 4.300         | 4.350         | 4.350         | 4.350         | 4.350         | 4.350         | 4.519         |
| Tax (cash)                        | 3.238         | 4.168         | 3.169         | 4.024         | 5.748         | 3.482         | 3.863         | 4.176         | 4.438         | 4.754         | 5.070         | 5.423         | 5.612         |
| <b>Normalized net income</b>      | <b>15.463</b> | <b>16.525</b> | <b>17.650</b> | <b>17.466</b> | <b>16.250</b> | <b>13.890</b> | <b>13.697</b> | <b>14.807</b> | <b>15.734</b> | <b>16.857</b> | <b>17.976</b> | <b>19.227</b> | <b>19.896</b> |
| Normalized net income margin %    | 15,48%        | 15,46%        | 17,16%        | 17,76%        | 17,51%        | 16,69%        | 16,50%        | 17,23%        | 17,52%        | 18,12%        | 18,61%        | 19,16%        | 19,27%        |
| Loss from discontinued operations | 0             | 0             | -395          | -397          | -3.730        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Net income</b>                 | <b>15.463</b> | <b>16.525</b> | <b>17.255</b> | <b>17.069</b> | <b>12.520</b> | <b>13.890</b> | <b>13.697</b> | <b>14.807</b> | <b>15.734</b> | <b>16.857</b> | <b>17.976</b> | <b>19.227</b> | <b>19.896</b> |
| Normalized net income margin %    | 15,48%        | 15,46%        | 16,77%        | 17,35%        | 13,49%        | 16,69%        | 16,50%        | 17,23%        | 17,52%        | 18,12%        | 18,61%        | 19,16%        | 19,27%        |
| <b>FCF to the firm</b>            | <b>19.233</b> | <b>16.365</b> | <b>18.149</b> | <b>13.866</b> | <b>16.324</b> | <b>15.271</b> | <b>14.684</b> | <b>15.123</b> | <b>15.773</b> | <b>16.863</b> | <b>17.857</b> | <b>19.016</b> | <b>19.573</b> |

|                                                     | Historical    |               |               | Forecast      |               |               |               |               |               |               |               |
|-----------------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <i>(in m\$)</i>                                     | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016          | 2017          | 2018          | 2019          | 2020          | 2021          | 2022          |
| Total Revenue                                       | 102.874       | 98.367        | 92.793        | 83.240        | 83.033        | 85.917        | 89.812        | 93.044        | 96.598        | 100.364       | 103.243       |
| Adjusted COGS                                       | 47.743        | 44.911        | 41.800        | 37.042        | 36.950        | 37.803        | 39.517        | 40.474        | 42.020        | 43.157        | 44.395        |
| Selling, general and administrative                 | 22.965        | 23.016        | 22.830        | 19.478        | 19.430        | 20.105        | 21.016        | 21.772        | 22.217        | 23.084        | 23.746        |
| Research, development and engineering               | 5.757         | 5.686         | 5.383         | 4.994         | 4.982         | 5.155         | 5.389         | 5.583         | 5.796         | 6.022         | 6.195         |
| Intellectual property and custom development income | -1.074        | -822          | -742          | -750          | -750          | -750          | -750          | -750          | -750          | -750          | -750          |
| Other (income) and expense                          | -843          | -333          | -1.938        | -400          | -400          | -400          | -400          | -400          | -400          | -400          | -400          |
| <b>EBITDA</b>                                       | <b>30.093</b> | <b>27.668</b> | <b>27.052</b> | <b>22.876</b> | <b>22.822</b> | <b>24.004</b> | <b>25.040</b> | <b>26.365</b> | <b>27.714</b> | <b>29.252</b> | <b>30.058</b> |
| Depreciation                                        | 4.902         | 4.823         | 4.469         | 4.324         | 4.341         | 4.222         | 4.125         | 4.046         | 3.982         | 3.930         | 3.887         |
| Amortization                                        | 1.284         | 1.351         | 1.347         | 1.180         | 921           | 799           | 743           | 707           | 686           | 672           | 664           |
| <b>EBIT</b>                                         | <b>23.907</b> | <b>21.494</b> | <b>21.236</b> | <b>17.372</b> | <b>17.560</b> | <b>18.983</b> | <b>20.172</b> | <b>21.611</b> | <b>23.047</b> | <b>24.650</b> | <b>25.507</b> |
| Operating Cash Tax                                  | 3.169         | 4.024         | 5.748         | 3.482         | 3.863         | 4.176         | 4.438         | 4.754         | 5.070         | 5.423         | 5.612         |
| <b>NOPLAT</b>                                       | <b>20.738</b> | <b>17.470</b> | <b>15.488</b> | <b>13.890</b> | <b>13.697</b> | <b>14.807</b> | <b>15.734</b> | <b>16.857</b> | <b>17.976</b> | <b>19.227</b> | <b>19.896</b> |

| <i>(in m\$)</i>                            | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          |
|--------------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>NOPLAT (adjusted for operating tax)</b> | <b>15.117</b> | <b>16.371</b> | <b>17.435</b> | <b>18.658</b> | <b>16.778</b> | <b>16.578</b> |
| Operating working capital                  | 3.313         | 3.114         | 5.882         | 4.502         | 7.309         | 6.888         |
| Net PP&E                                   | 21.548        | 21.068        | 21.059        | 21.334        | 21.330        | 18.419        |
| Capitalized operating leases               | 7.383         | 6.972         | 7.176         | 7.338         | 7.509         | 7.648         |
| Other long-term assets, net                | 476           | 1.158         | 698           | 1.119         | 652           | 1.913         |
| Goodwill and acquired intangibles          | 22.703        | 28.624        | 29.605        | 33.034        | 35.055        | 33.660        |
| <b>Invested capital</b>                    | <b>55.423</b> | <b>60.936</b> | <b>64.420</b> | <b>67.327</b> | <b>71.855</b> | <b>68.527</b> |
| <b>ROIC</b>                                | <b>27,28%</b> | <b>26,87%</b> | <b>27,06%</b> | <b>27,71%</b> | <b>23,35%</b> | <b>24,19%</b> |

## **Važna napomena**

Ovo istraživanje pripremio je investicijsko društvo N3 Capital Partners d.o.o. (u daljnjem tekstu: Društvo). Sve preporuke objavljene od strane Društva neovisne su i temeljene na posljednjim javno dostupnim informacijama. Ovo istraživanje pripremljeno je s najvećom mogućom pažnjom kako bi se izbjegle pogreške ili pogrešno prikazane informacije te je prije objavljivanja pregledano od strane rukovoditelja. Također, drugi odjeli unutar Društva niti sama kompanija obuhvaćena istraživanjem nisu imali utjecaja na ishod istraživanja. Pravila za konstantnu primjerenost i prikladnost Društva postavljaju analitičarima ograničenja prilikom ulaganja u financijski instrument/e obuhvaćen/e ovim istraživanjem. Jednako tako, analitičarima nisu dozvoljene bilo kakve plaćene aktivnosti s kompanijom obuhvaćenom ovim istraživanjem. Nijedan dio osobnog dohotka ili druge kompenzacije analitičara nije i neće biti direktno ili indirektno povezan s objavljivanjem specifične preporuke u ovom istraživanju. Također, drugi zaposlenici Društva mogu zauzeti stavove koji nisu usklađeni sa stavovima iznesenim u ovom istraživanju.

### **POTENCIJALNI SUKOB INTERESA**

Društvo te povezane pravne i fizičke osobe koje rade za Društvo ne posjeduju vlasnički udjel u financijskim instrumentima izdavatelja kojeg obuhvaća ovo istraživanje.

Objavljivanje potencijalnog sukoba interesa koji se odnosi na Društvo i relevantne osobe s obzirom na izdavatelja obuhvaćenog ovim istraživanjem vrijedi do kraja kalendarskog mjeseca prije objave istraživanja. Ažuriranje ovih informacija može potrajati i do 15 radnih dana po završetku mjeseca.

### **METODOLOGIJA KORIŠTENA ZA PROCJENU**

Preporuka u ovom istraživanju temelji se na analizi diskontiranog očekivanog budućeg novčanog tijeka izdavatelja. Koju god metodologiju za procjenu Društvo koristi postoji značajan rizik kako se očekivane pretpostavke neće realizirati unutar očekivanog vremenskog horizonta. Takvi rizici povezani su nepredvidivim promjenama u potražnji za proizvodima/uslugama kompanije ili u napredovanju konkurencije te mogu biti posljedica tehnološkog napretka, opće razine gospodarske aktivnosti ili u nekim slučajevima promjene društvenih vrijednosti. Na finalnu valuaciju također mogu utjecati i promjene poreznog, pravnog okruženja ili međunarodnog okruženja. Ulaganje u financijske instrumente na inozemnim tržištima dodatno je opterećeno rizicima čije čimbenike uključuju promjene tečajeva, propisa, kamatnih stopa, političkog i socijalnog okruženja.

### **OČITOVANJE**

Ovo istraživanje pripremljeno je od strane analitičara koji su na datum objave u poslovnom odnosu s Društvom. Istraživanje je namijenjeno klijentima i potencijalnim klijentima Društva te je temeljeno na javno dostupnim informacijama. Premda su poduzete sve mjere da se osigura da sve ovdje sadržane informacije ne budu neistinite i da ne rezultiraju krivim zaključcima u vrijeme njihovog objavljivanja, Društvo ne snosi odgovornost za točnost, potpunost i prikladnost navedenih informacija. Ovo istraživanje ne predstavlja investicijsko savjetovanje, niti ponudu ili poziv na kupnju ili prodaju bilo kojeg financijskog instrumenta. S vremena na vrijeme, Društvo ili zaposlenici Društva mogu imati vlasnički udjel u financijskom instrumentu (ili povezanim izvedenicama) obuhvaćenim ovim istraživanjem. Društvo ili zaposlenici Društva mogu s vremena na vrijeme pružati konzultantske usluge ili slične usluge izdavatelju ili relevantnim osobama izdavatelja navedenog financijskog instrumenta. Dodatne informacije su dostupne na zahtjev.

Rezultati ostvareni u prošlom razdoblju nisu indikativni za buduće prinose. Očekivanja i projekcije iznesena u ovom istraživanju možda se neće ostvariti zbog višestrukih rizičnih faktora kao što su (ali ne isključivo) tržišna volatilnost, volatilnost sektora, nepredvidivih korporativnih akcija ili nedostatka potpunih i točnih i/ili naknadnih promjena informacija. Društvo ne preuzima odgovornosti davati izjave o promjenama u svom mišljenju ili informacijama te zadržava pravo da ne ažurira pojedina istraživanja.

Nisu sve transakcije prikladne i primjerene za sve vrste ulagatelja. Ulagatelji se trebaju savjetovati sa svojim investicijskim savjetnikom prije izvršenja transakcije kako bi bili sigurni da je planirana investicija prikladna i primjerena njihovom investicijskom profilu te da su u potpunosti razumjeli sve povezane rizike.

Društvo ili njegovi zaposlenici ne prihvaća/ju nikakvu odgovornost za bilo koji izravan ili neizravan gubitak nastao kao posljedica korištenja ovog istraživanja.

Ovo istraživanje namijenjeno je samo osobama koje su ga zaprimile te se ne smije redistribuirati, reproducirati ili objavljivati u cijelosti ili djelomično bez obzira na namjenu, bez prethodne suglasnosti Društva. Osobe koje pročitaju ovaj dokument obvezne su informirati se kao što je navedeno Općim odredbama. Prihvaćanjem ovog istraživanja primatelj je suglasan s gore navedenim ograničenjima.

### **NADZORNA AGENCIJA**

Investicijsko društvo N3 Capital Partners d.o.o. licencirano je i regulirano od strane Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA).