

Microsoft – stabilní blue chip s růstovým potenciálem

Tomáš Plundra

Největší světový výrobce softwaru a pátá nej americká společnost dle tržní kapitalizace, to je úvodem Microsoft Corporation. Windows software, hlavní produkt společnosti, využívá 1,5 miliardy světové populace a známý kancelářský balík Office 1,2 miliardy lidí. Microsoft vlastní také populární aplikace pro video-hovory Skype, je výrobcem herních konzolí Xbox či mobilních telefonů Lumia nebo tabletů Surface. Tato firma sídlí v Redmondu ve státě Washington provozuje vyhledávač Bing, téměř dvě třetiny tržeb generuje z licenčních poplatků za software a významným segmentem jsou také serverové produkty. Stále více se společnost zaměřuje i na velmi růstový business budoucnosti - cloud.

Americký gigant Microsoft prošel v posledních měsících významnou proměnou, značně změnil svou obchodní strategii, přístup ke konkurentům a konkurenčním produktům. Podobně jako většina společností ze sektoru technologií pracuje na velkém množství inovací a vyvíjí řadu nových produktů. Ze všech jednotlivých novinek lze zcela jistě zdůraznit největší a nejočekávanější hit letošního roku, nový operační systém Windows 10, který bude první verzí stejnou pro všechna zařízení od chytrých mobilních telefonů až po klasické stolní PC. Dle mnoha různých dostupných informací vše nasvědčuje tomu, že půjde o skutečně revoluční verzi, na které si v redmondském sídle dávají skutečně velmi záležet. Firma se také stále více zaměřuje na rostoucí cloudový business, mobilní software a zdokonaluje známý kancelářský balík Office. Celkově Microsoft zvyšuje podíl prodeje svých produktů jako služeb a s novými Windows mění od základu svou prodejní strategii. Za všemi změnami stojí především nový šéf společnosti Satya Nadella, který před více než rokem převzal vedení firmy a začal razantně otáčet kormidlo tohoto obrovského, trochu rezavějícího parníku, jiným směrem. Nový ředitel nejprve propustil 18 tisíc lidí, kde dvě třetiny tvořili zaměstnanci zakoupené Nokie. Především však začal zcela měnit pohled firmy na konkurenční produkty, kde na rozdíl od předchozího „kapitána lodi“ vidí velký prostor pro spolupráci a růst. Důkazem je například umožnění kancelářského balíku Office pro chytré telefony konkurenčních systémů Androidem a iOS (již více než 100 mil. stažení), nebo naopak v telefonech s vlastním OS umožnil fungování konkurenčních aplikací a navázal také spolupráci s mnoha společnostmi v sektoru.

Windows 10, Office 365, Cloud

Jak už bylo napsáno v úvodu, firma chystá již za několik týdnů (odhaduje se polovina letních prázdnin) uvést na trh nový a v podstatě hodně revoluční operační systém Windows 10. O konkrétních novinkách a informacích, co vše bude nový OS umět a v čem se bude odlišovat od jeho předchůdců, by se dalo napsat mnoho a mnoho textu. Mně osobně velmi zaujala například funkce „Continuum“, která snadno dokáže přeměnit mobilní telefon ve stolní PC. Po připojení chytrého telefonu s monitorem OS Windows 10 totiž zařízení rázem pozná, že je připojena větší obrazovka a svou pracovní plochu rychle přizpůsobí na prostředí, které známe z desktopových Windows. Nesporným posunem v před je fakt, že nový OS poběží v základu stejný na všech dostupných zařízeních, tedy od klasických PC přes notebooky a tablety až po chytré telefony. Navíc stejná kompatibilita programů z balíčku Office a dostupnost vlastních souborů kdekoli na světě díky dobře propojenému cloudovému úložišti činí obrovský potenciál. Ten vidím především v tom, že většina uživatelů stolních PC stále pracuje na platformě od Microsoftu a dobře zná jejich produkty. Přesun zákazníků k chytrým telefonům je v poslední době značný a bude dále pokračovat. Lákadlo mít vše tzv. pod jednou střechou, plně funkční, dostupné a především v uživatelsky relativně známém prostředí značnou část trhu dle mého názoru dříve nebo později zláká. Dalším velkým benefitem je nová on-line dostupnost kancelářského balíku Office. Po přihlášení ke svému účtu se tak opět na všech zařízeních dostanete k potřebným souborům a můžete kdykoliv pokračovat v rozdělané práci. Samozřejmostí je také automatické ukládání na vzdálené cloudové úložiště a také možnost sdílení vybraných souborů. To ocení především korporátní uživatelé, kteří mohou například v rámci týmu pracovat současně na několika zařízeních najednou. Například společný projekt, nebo jen přípravu obyčejné prezentace mohou upravovat všichni členové týmu zároveň a mít k němu přístup nejen z firemní kanceláře, ale klidně i z hotelového pokoje na druhém konci světa. O novinkách produktů Microsoft

by se dalo sáhodlouze pokračovat, ale jen zákazník svou preferencí ukáže, jak moc se vše povedlo a zda velká očekávání budou naplněna. Když bych měl vše shrnout jednou větou, jak „obrození“ firmy na mě působí, řekl bych jednoznačně posun v myšlení společnosti, orientace na segmenty budoucnosti a obrovský potenciál, jak se stávajícími zákazníky (především uživateli stolních PC), tak i s novými (především mobilní uživateli konkurenčních Android a iOS systémů, kde má Microsoft obrovský prostor zvětšit svůj podíl na trhu).



Zdroj: Microsoft

Postupná transformace na model předplatného

Microsoft postupně přechází na model předplatného, který již zavedl u kancelářského balíku Office 365 a cloudového úložiště OneDrive. Uživatel v praxi platí poplatek za využívání služby na měsíční či roční bázi a má automaticky přístup ke všem aktualizacím. Firma zatím přesně neuvedla konkrétní podobu prodejní strategie Windows 10, ale také zmiňuje, že platforma bude především službou, a tak vše nasvědčuje tomu, že by se distribuce mohla odehrávat v podobném duchu, i když existují mnohé jiné varianty, jako například placená verze jen pro firemní zákazníky. Zdá se, že základním cílem společnosti bude rozšířit nové Windows 10 mezi co nejvíce uživatelů i za cenu krátkodobě nižších příjmů a vytvořit tak prostředí jednoho ekosystému Windows 10, kde budou plynout příjmy z dalších produktů a služeb. I z toho důvodu se Microsoft rozhodl, že majitelům předchozích verzí OS zdarma umožní během prvního roku prodeje přejít na novou desítkovou verzi. Hodně se diskutuje také o uživateli nelegálních kopií. Microsoft totiž nejprve oznámil, že Windows 10 poskytne i těmto pirátům a v podstatě jim zdarma umožní přechod na legální verzi. To však bylo později upřesněno, na podobu, kdy sestavy s nelegálními systémy budou moci být upgradovány na Windows 10, ale upgrade nezmění stav licence. Jinými slovy firma tyto uživatele zdarma přesune do nového ekosystému Windows 10, ale statusem nelegální kopie je bude chtít přimět prostřednictvím nového Windows Store sestavy zakoupit a tím zlegalizovat. Základem je tedy dostat co nejvíce uživatelů na novou platformu a tak trochu vsázet na to, že tito lidé postupem času nevydrží odolávat nabídce dalších užitečných služeb a licence si zakoupí. O úspěchu bude rozhodovat celá řada věcí, ale zcela jistě bude velmi zásadní zvolená cenová politika, která může odradit, či naopak přimět uživatele za licenci platit.

Hospodářské výsledky, dividenda, rozvaha

Domácí uživatelé včetně těch s nelegální verzí operačního systému Windows jsou z pohledu strategie firmy stále převážně potenciálem budoucnosti, než stěžejním businesssem, na kterém by stály a padaly hospodářské výsledky společnosti. Microsoft těží především z firemní sféry, která generuje téměř 2/3 celkových tržeb (z toho bezmála 80% tvoří

licence). Dynamika růstu byla v prvních čtvrtletí slabá, když meziročně tržby z licencí v komerčním segmentu klesly na neutrální měnové bázi o 1%, u drobných zákazníků byl meziroční pokles dokonce o 22%. Pokles poptávky po OS Windows zapříčinil jednak celkový pokles prodejů desktopových PC, ale také právě očekávaná nová verze systému, kdy mnozí uživatelé mohou záměrně nákup odkládat. Tento propad však trochu překvapivě vyrovnal růst prodeje hardwaru a produktů v oblasti cloudu. Cloudové tržby ve firemním segmentu totiž meziročně vzrostly o možná až neuvěřitelných 111%. Celkově tak tržby v první čtvrtletí letošního roku vzrostly o 9% bez zohlednění měnových kurzů a o 6% v dolarovém vyjádření. Podobně jako ostatní globální společnosti ovlivňují výsledky firmy pohyby světových měn. Tržby Microsoftu jsou přibližně 50 na 50 v poměru US vs. mezinárodní, a tak přibližně polovina hospodaření podléhá částečnému měnovému riziku. Silný dolar tak celkově snížil dosažené tržby v posledním kvartále o 3%. Vedle měn měly hlavní vliv na výsledky geopolitické trendy a produktová přeměna. Tržby z produktů Office poklesly o 37% především v důsledku přeměny na systém předplatného (platby jsou rozloženy v čase) a slabého vývoje na japonském trhu. Pokud bychom však tyto tržby upravili o vliv změny na model předplatného a o slabé Japonsko, dostali bychom růst na úrovni 10%. Z pohledu budoucnosti je dobré, že firmě roste počet předplatitelů (mezi-kvartálně o 35%) na současný stav 12,5 mil.

Z negativních položek se lze zastavit u mobilního hardwaru, protože Microsoftu se zatím stále nepodařilo zefektivnit divizi mobilních telefonů. Firma totiž přes 18% nárůst počtu prodaných telefonů údajně prodělává na každé Lumia 12 centů, některé analýzy uvádějí čísla ještě větší. V obrovsky konkurenčním prostředí mobilního trhu se redmondská firma vydala cestou agresivní cenové politiky. Microsoft nemá ve své nabídce zatím žádné drahé hi-endové modely konkurující například iPhonům, ale přesto se ceny jednotlivých modelů zdají být až příliš nízké. V souvislosti s problémy firmy týkajícími se právě mobilní divize se dokonce již mluví o odepsání akvizice Nokie (až 7 mld. USD), což by se negativně projevilo na dosaženém zisku. Pokud by k odpisu skutečně došlo, stalo by se tak dle slov firmy ještě v tomto čtvrtletí končícím v červnu. Zda se tak stane a jestli případně dojde k částečnému odepsání nebo hodnoty celé akvizice těžko odhadovat, ale případnou negativní reakci na trhu budu osobně považovat spíše za vhodnou příležitost k nákupu akcií společnosti.

(In millions)			
Year Ended June 30,	2014	2013	2012
Microsoft Office system	\$ 24,323	\$ 22,995	\$ 22,299
Windows PC operating system	16,856	17,529	17,320
Server products and tools	17,055	15,408	14,232
Xbox Platform	8,643	7,100	8,045
Consulting and product support services	4,767	4,372	3,976
Advertising	4,016	3,387	3,181
Phone	3,073	615	162
Surface	1,883	853	0
Other	6,217	5,590	4,508
Total	\$ 86,833	\$ 77,849	\$ 73,723

Zdroj: Microsoft

Microsoft disponuje velmi silnou rozvahou, drží téměř 100 miliard amerických dolarů hotovosti, což činí čtvrtinu jeho tržní kapitalizace (384 mld. USD) a přibližně 3krát menší dluh (32 mld. USD), který by byl z velké části management firmy schopen uhradit z jednoholetého volného cash flow (27 mld. USD v loňském účetním roce). To je samozřejmě v prostředí nulových úrokových sazeb a extrémně levných dostupných peněžních prostředků nepravděpodobné a tento krok by nedával ani ekonomický smysl. Vůbec stabilní provozní cash flow přesahující 30 miliard dolarů ročně považuji za základní opěrný bod kvalitní výsledovky. Firma volné prostředky investuje jednak do svého rozvoje (CAPEX na úrovni 5,5 mld. ročně) a také dělí volný kapitál mezi akcionáře. Microsoft vyplácí solidní dividendu ve výši 1,24 dolarů na akcii za rok (výnosová míra aktuálně 2,6% p.a.) a jen za první kvartál letošního roku nakoupil své akcie v hodnotě 5 miliard dolarů. Neexistuje důvod pro to, aby firma držela velké sumy hotovosti na bankovních účtech a osobně bych spíše sázel, že se tato pro akcionáře štedrá politika bude postupem času stupňovat. V posledních dnech a týdnech se také spekulovalo o potenciální akvizici společnosti Salesforce.com, která by se tak s velkou rezervou stala největším nákupem v historii Microsoftu. Ten dal již údajně nabídku kolem 55 mld. dolarů, ale vedení Salesforce se to na úvod zdálo málo. Tyto námluvy ještě více potvrzují orientaci společnosti na cloudový business, který je v případě Salesforce hlavním zdrojem příjmů (loni 5,5 mld. dolarů). CEO Nadella vyhlásil cíl mít do roku 2018 tržby z cloudové segmentu 20 miliard dolarů a touto akvizicí by se k dosažení daného cíle hodně přiblížil.

Tržní ocenění

Při rychlém pohledu na graf níže vidíme, že akcie společnosti v podstatě po celý loňský rok posilovaly z hladiny 36 dolarů až k úrovní okolo 48 dolarů (+33%). V úvodu letošního roku u titulu naopak převažovali spíše prodejci, když více než 15% propad přišel v reakci na výsledky za poslední kvartál loňského roku. Tehdy trhy nepotěšil komentář firmy, který uváděl, že management očekává slabý výkon u klíčové divize podnikového softwaru a celkově slabší tržby v následujícím čtvrtletí. Navíc ve spojení s menšími tržbami v Číně a Japonsku a silným dolarem jsme tak byly svědky poměrně razantních výprodejů a atraktivních cen u 40 dolarů. Následně se titul obchodoval tři měsíce v užším postranním trendu mezi 40 a 44 dolary. Naprosto opačný vývoj se však odehrál po posledních zveřejněných výsledcích, které příznivě překvapily. Investoři rázem poslali titul zpět nad hodnoty před předchozím propadem. Černý scénář se totiž nepotvrdil a přes pokles prodejů licencí dosáhla firma celkově rostoucích tržeb, především díky produktům v oblasti cloudu.



Zdroj: Bloomberg

Současné PE 18,5 je mírně nad úrovní průměru celého amerického trhu, s rezervou však pod průměrem technologických společností v indexu Nasdaq (30,5). Budoucí 12měsíční poměr ceny a zisku na akcii se aktuálně pohybuje pod hodnotou 16. Tato čísla sama o sobě nejsou příliš nízká, navíc Microsoft měl PE v posledních letech pod vedením předchozího ředitele Ballmera vždy pod 15. Na druhou stranu však čísla neznačí ani přehnanou nadhodnocenost a možná již částečně svědčí o budoucím potenciálu, který se začíná do společnosti vkládat, na rozdíl od předchozích let. Tento potenciál, je dle mého názoru nejpriznivější za poslední léta a tak se domnívám, že průměrné hodnoty PE mohou být v budoucnu vyšší, než v minulosti, ale přesto s lepší skutečnou valuací společnosti.

Závěr

Z krátkodobého pohledu považuji ocenění blížící se 50 dolarům za férové a odpovídající aktuální situaci. Ceny vzdalující se níže pod 50 dolarů považuji za smysluplné zkoušet i pro krátkodobější spekulace. Ze střednědobého a dlouhodobého pohledu vidím akcie společnosti Microsoft na dnešních cenách kolem 47 dolarů jako podhodnocené a atraktivní k nákupu. Jsem názoru, že se relativně brzy dočkáme ceny blížící se 60 dolarům za akcii. V případě dlouhodobého investora bych si tedy dovedl představit budování úvodní pozice na současných cenách kolem 47 USD s postupnou akumulací v případě poklesů způsobených například negativním tržním sentimentem. V brzké době bychom se měli dozvědět také více informací o zmiňovaném odpisu akvizice Nokie, což by mohlo vyvolat krátkodobý tlak na akcie společnosti a možné propady by se tak daly také využít, jak ke spekulativnějším krátkodobějším pozicím, tak i k budování či akumulaci střednědobých pozic. Dalším vhodným okamžikem pro vstup či navyšování pozic může být případná tržní korekce spjata se startem růstu úrokových sazeb v USA, který odstartuje pravděpodobně ještě v letošním roce.