

# MICROSOFT (MSFT)



**Microsoft je svetski lider u softverskoj industriji, a široku popularnost je stekao razvojem operativnog sistema MS Windows i poslovnim aplikacijama za personalne računare MS Office. Kompanija je vremenom postala veoma značajna na polju korporativnog softvera (Windows Server, SQL Server, Dynamics CRM, SharePoint, Azure), istovremeno se proširivši i na polje hardvera (Xbox Gaming platforme, Surface tableti). Kompanija pruža i online usluge preko pretraživača Bing, te portala MSN, kao i VoIP komunikacione usluge preko Skype-a.**

Začeci Microsoft-a sežu u 70-e godine prošlog veka, da bi već početkom 80-ih ušao na tržište operativnih sistema sa sopstvenom verzijom Unix-a (Xenix). Prvi veći klijent za koga je kompanija kreirala operativni sistem MS-DOS (Microsoft Disk Operating System) bio je IBM, uz to uspevši da zadrži sva prava na novonastali softver što se pokazalo kao ključni potez za postavku dugoročnog razvoja firme. Pored težnje za inovacijom, Microsoft je tokom godina postajao sve konkurentniji akvizicijama i sinergijom nastalom iz korišćenja drugih infrastruktura za sprovođenje sopstvenih ideja. Neke od značajnijih inovacija bile su Windows operativni sistem koji se razvio direktno iz IBM-ovog softvera, kolekcija programa za kancelarijsku upotrebu Microsoft Office, tehnološko rešenje za povezivanje na Internet (Internet Explorer), konzola za igrice Xbox itd.

Aktuelnom strategijom kompanija nastoji da se kroz softverne proizvode pozicionira u centru poslovnog procesa digitalne transformacije i omogući klijentima veću produktivnost i sigurnost. Novi ciklus razvoja krenuo je odlukom trenutne uprave da napusti tržište mobilnih telefona i fokus stavi na cloud usluge i softverska rešenja na nivou usluga (SaaS - Software-as-a-Service), te se okrene agresivnim ulaganjima u potpuno novim oblastima poput Gaming-a.

U strukturi prihoda kompanije sve više dominira segment Inteligentnog Cloud-a koji je nakon visokih dvocifrenih stopa rasta u fiskalnoj 2021. godini doprineo ukupnim prihodima sa više od 35%. Segmenti Produktivnost i poslovni procesi i Personalni računari, rasli su stopama od 16 i 12%, respektivno, uz ravnomeran doprinos ukupnoj realizaciji. Kompanija ima uravnoteženu geografsku podelu prihoda sa polovinom realizacije ostvarene na međunarodnom tržištu na kojem je u fiskalnoj 2021. godini zabeležena veća stopa rasta poslovanja (+20,4% naspram +14,8% u SAD).

**Poslovanje** - Kompanija istorijski ostvaruje dvocifreni rast prihoda iz godine u godinu, dok su očekivanja tržišta da će se trend nastaviti i u narednom periodu. Prosečan rast prihoda (CAGR) u prethodnih pet godina bio je 15,8%,

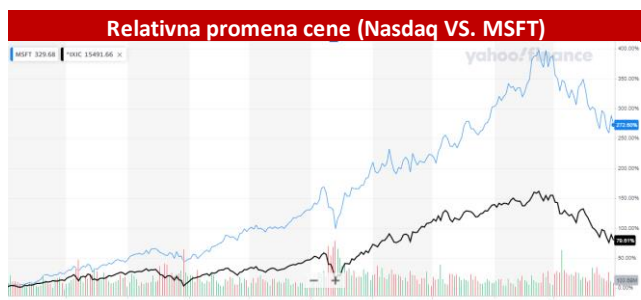
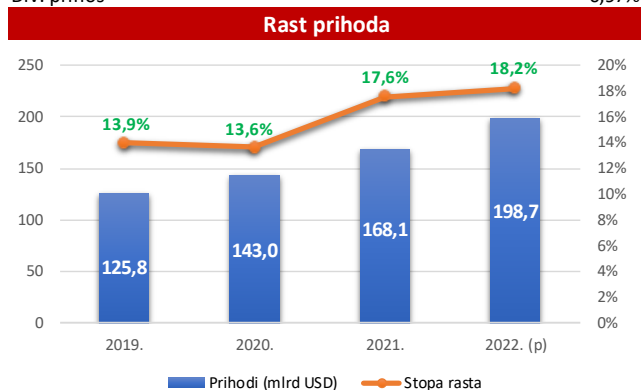
Fisk. god. (mlrd USD)	2019.	2020.	2021.	2022. (p)	2023. (p)
Prihodi	125,8	143,0	168,1	198,7	226,6
Operativni profit	43,0	53,0	69,9	83,8	96,3
<i>Operativna margina</i>	34,13%	37,03%	41,58%	42,17%	42,50%
Neto dobit	39,2	44,3	61,3	73,2	80,0
<i>Neto margina</i>	31,15%	30,98%	36,47%	36,84%	35,30%

dok je rast profitabilnosti bio još brži - EBITDA i neto dobit su u istom periodu u proseku porasli 24,0% i 30,5%, respektivno.

30. jun, 2022.

USD

Profil kompanije	
Cena akcije	256,83
52n Min/Max	241,51 - 349,67
Tržišna kap.	1.921 mlrd
P/E	26,81
Profitna margina	37,63%
P/S	10,1
Div. prinos	0,97%



Osetniji rast profitabilnosti kompanija beleži od 2020. godine kada je operativna margina zabeležila značajniji pomak implicirajući pozitivan uticaj pandemije na profitabilnost i celokupan rezultat. Kompanija je najpre sa izbijanjem pandemije zabeležila usporavanje, da bi se veoma brzo predpandemijski rast vratio pa i ubrzao, što se delimično može pripisati i povoljnoj makroekonomskoj situaciji i velikim fiskalnim i monetarnim stimulansima. Odluke donete da se spreči izbijanje oštre recesije najviše su pogodovale kompanijama iz tehnološkog sektora s obzirom da je dodatno ubrzan trend IT ulaganja, posebno u segmentu hibridnih *cloud* rešenja.

U cilju održavanja tržišnog učešća i visokih stopa rasta, koje postaju sve zahtevnije kako kompanija postaje veća, Microsoft je nastavio u kontinuitetu da širi spektar proizvoda i usluga, kako organskim putem, tako i preko preuzimanja. Poslednji veliki korak je kupovina Activision Blizzard-a za 68,7 mlrd USD sa ciljem da se ovaj proizvođač igrice integriše u *Gaming* biznis kompanije. Premda je trenutno ovaj segment biznisa zasnovan na *Xbox* konzolama, verovatnija je buduća orijentacija kompanije prema *cloud Gaming-u* kroz *Game Pass* pretplatu. Activision Blizzard nudi kompaniji neke od najpoznatijih i najdugovečnijih igrica poput „Call of Duty“, „Overwatch“, „Candy Crush“, „Diablo“, i „Warcraft“ i bazu od 372 miliona aktivnih korisnika, što je desetak puta više u odnosu na Microsoft-ovo aktuelno članstvo u *Game Pass-u*. Kompanija očekuje da ovo preuzimanje okonča u junu naredne godine, što nije toliko izvesno s obzirom na neblagonaklon tretman velikih tehnoloških preuzimanja od strane aktuelne američke administracije.

Kompanija je ranije tokom godine kompletirala preuzimanje firme Nuance Communications za oko 18,8 mlrd USD sa ciljem da tehnologiju ove firme za prepoznavanje govora iskoristi za proširenje Microsoft-ovih *cloud* proizvoda u zdravstvu. Nuance koristi veštačku inteligenciju u kreiranju alata za prepoznavanje govora u posetama lekarskoj ordinaciji, pozivima korisničke službe i govornoj pošti. Nuance-ovi alati prisutni su u Microsoft-ovim *cloud* uslugama još od ranije sa potencijalom da se prošire na korporativne klijente i van segmenta zdravstvene zaštite.

**3Q** – Kompanija je u periodu januar-mart zabeležila rast prihoda od 18,5% na 49,4 mlrd USD, što je bilo iznad konsenzusa od 49,05 mlrd USD, primarno usled rasta *cloud* segmenta koji i dalje ima najveći potencijal i čini velik deo terminalne vrednosti kompanije (50-60% ukupne vrednosti). Profitabilnost je takođe bila iznad očekivanja: EPS je neznatno nadmašio konsenzus od 2,20 USD sa 2,22 USD uz rast od 9,4%. Inteligentni Cloud dao je najveći doprinos rastu prihoda stopom od 26%, predvođen Azure-om koji je zabeležio rast od 46% (+49% mimo kursnih razlika), što je nivo rasta iz prethodnog kvartala. Segmenti Produktivnost i poslovni procesi, te Personalni računari ostvarili su kvartalni rast prihoda od 17% i 11%, respektivno. Operativni novčani tok (OCF) dostigao je 25,4 mlrd USD (+14%), dok je slobodan novčani tok (FCF) porastao na 20,0 mlrd USD (+17%). Uprava je objavila snažna prognozu za tekući kvartal, nadmašivši konsenzus za sva tri segmenta. Kompanija je tokom kvartala vratila akcionarima 12,4 mlrd USD, uključujući 7,8 mlrd USD za otkup sopstvenih akcija i 4,6 mlrd USD kroz isplatu dividende.

**Vrednovanje** – Usled liderske pozicije na tržištu, margina profitabilnosti koje su znatno iznad konkurentskih i stabilnog novčanog toka, akcijama kompanije se trguje na očekivanim P/FCF i P/E pokazateljima za 2022. godinu od 20,7x i 26,4, respektivno, što je iznad nivoa najbližih konkurenata. Prosečan P/E tehnološkog indeksa NASDAQ, nakon velike korekcije akcija ove indeksne korpe u tekućoj godini, je 19,2x, dok je prosečan PE racio 500 najvećih kompanija na američkom tržištu okupljenih u indeksu S&P 500 21,4x. Glavni argumenti koji podržavaju i opravdavaju skuplje vrednovanje akcije je istorijski stabilan priliv novčanog toka, istorijski i projektovani rast poslovanja (posebno *cloud-a*), te margine na zavidnim nivoima. Kompanija svake godine generiše slobodan novčani tok (FCF) koji je skoro identičan profitu kompanije (2019. – 38 mlrd USD; 2020. – 45 mlrd USD; 2021. - 56 mlrd USD). Prosečan godišnji rast FCF-a je 20%, dok se očekuje nastavak pozitivnog trenda i u naredne tri godine prosečnom stopom od 16%.

**Fundamentalni pokazatelji**
*NTM*

Simbol	Cena	Trž. kap. (mlrd USD)	P/E	EV/EBITDA	P/FCF	Neto margina	Div. prinos
MSFT	256,83	1921,00	26,40	18,90	20,71	36,80%	0,95%
AAPL	136,72	2213,00	22,30	16,40	19,15	25,40%	0,66%
GOOG	2.187,45	1438,00	19,60	10,80	13,28	24,80%	-
ORCL	69,87	186,20	17,60	10,80	12,09	21,60%	1,86%
CRM	165,04	164,22	387,00	19,90	23,75	1,41%	-

Intrinzična vrednost kompanije najviše zavisi od rasta FCF-a, rasta prihoda i cene koštanja kapitala (WACC - Wrighted Average Cost of Capital) koja kod Microsofta iznosi 7,54%. Razlika od 8pp između prosečnog rasta FCF-a i cene koštanja kapitala direktno pozitivno utiče na terminalnu vrednost koja čini oko 60% vrednosti kompanije.

**Rizici** – Kompanija posluje na izuzetno konkurentnom tržištu i mora neprestano voditi računa da ostane lider na polju inovacija. U *cloud* segmentu se takmiči sa Amazonom koji ima duplo veće tržišno učešće (40% naspram kompanijskih 20%), na polju *Gaming*-a sa Sony-jem i Tencent-om, dok je Alphabet direktni konkurent na polju internet pretraživača, operativnog sistema i softverskih rešenja na Internetu. Stoga kompanija mora voditi da računa da izbegne stranputice poput biznisa sa mobilnim telefonima koji su doneli otpise od 7,5 mlrd USD (skoro celokupno ulaganje).

Problemi sa globalnim lancima u snabdevanju, koji su intezivirani restriktivnim merama protiv pandemije u Kini tokom aprila i maja, negativno utiču na poslovanje kompanije kako u pogledu hardverskih proizvoda (poput *Xbox* konzola) kojima mogu nedostajati sastavne komponente, tako i u pogledu sporije proizvodnje personalnih računara kompanija koje koriste operativni sistem *Windows*. Microsoft je ostao ključni strateški partner mnogim proizvođačima čipova i kompjuterskih uređaja (OEM), dok bi aktivniji razvoj *Surface* laptopova mogao kompaniju izvesti na konkurentski teren sa brojnim poslovnim partnerima.

Generalno slabljenje makroekonomskog ambijenta, pre svega usled visoke inflacije i rata u Ukrajini, moglo bi negativno uticati na IT potrošnju u uslovima povećane neizvesnosti. Najosetljiviji segmenti kompanije su pretraživač *Bing* i profesionalna društvena mreža *LinkedIn* s obzirom na uobičajeno smanjivanje marketinških budžeta tokom recesivnih perioda.

Premda je povlačenje sa tržišta mobilnih telefona označilo period dugoročnog visokog rasta kompanije, dominacija dva druga operativna sistema u mobilnom prostoru (*Apple*-ov *iOS* i *Alphabet*-ov *Android*) i povećana migracija potrošača sa personalnih računara ka korišćenju mobilnih telefona mogli bi kompaniju dugoročno dovesti u nezavidan položaj. Ovo su u proteklih godinu dana najbolje iskusile društvene mreže (poput *Facebook*-a i *Snapchat*-a) koje su postale izuzetno osetljive na promene poslovnih politika kompanija koje kontrolišu operativne sisteme na mobilnim aparatima.

**Bitni događaji** koji mogu uticati na razvoj kompanije:

- preuzimanje *Blizzard*-a – i dalje visok diskont u ceni akcija ciljane kompanije (17-18%) u odnosu na cenu preuzimanja ne govori u prilog velikoj izvesnosti dobijanja regulatornog odobrenja; Microsoft je obećao da neće igrice *Blizzard*-a učiniti nedostupnim konkurenciji, a takođe je za razliku od većine tehnoloških kompanija ostao neutralan prema najavama formiranja sindiakata u ciljanoj kompaniji.
- antimonopolski postupci – kompanija je u bliskoj prošlosti po prilično ostala van dometa ozbiljnijih regulatornih kazni, za razliku od ostalih velikih tehnoloških kompanija; no, to svakako ne znači da slučajeva nema, poput navodne zloupotrebe dominantnog položaja pripajanjem *Teams*-a *Office*-u za šta je tereti *Slack* na tržištu EU, niti da će ih u budućnosti biti manje usled sve šireg kompanijskog dijapazona proizvoda i usluga.
- kurs dolara – s obzirom da polovinu prihoda od poslovanja ostvaruje na međunarodnom tržištu, kompanija je postala prilično osetljiva na jačanje dolara koje je intezivirano promenom politike *Fed*-a; početkom juna su smanjena očekivanja za tekući kvartal za 460 miliona USD, sve na konto negativnih kursnih razlika za period april i maj, dok se dodatni negativni uticaj očekuje i u junu.

**Kretanje cene akcija** – Akcija je za vreme i posle pandemije imala slično kretanje kao i komparativni tehnološki indeks NASDAQ, što je trend koji traje i u ovogodišnjoj korekciji ali ipak uz nešto bolji učinak Microsofta. Kada je u pitanju poređenje sa širim indeksom S&P 500, akcija ga je, kao i u periodu pandemije, prilično nadmašila od sredine prošle godine, da bi se ova prednost znatno istopila u tekućoj godini nakon pada čitavog tehnološkog sektora usled rasta kamata. Korekcijom u poslednjih nekoliko meseci, akcija se spustila ispod svojih pokretnih preseka (50, 100, 200) čime je ostala bez podrške u aktuelnom negativnom trendu. Snaga akcije (RSI) koja ukazuje na to da li je kompanija generalno u zoni kupovine ili prodaje (rasponu 0 – 80), trenutno se nalazi na 49, negde oko proseka. Što se tiče MACD pokretnih preseka koji su kratkoročnog daha (12,26,9), linija za kupovinu je nedavno presekla signalnu liniju i mogao bi se očekivati nastavak kratkoročnog pozitivnog trenda. U ovom poslednjem oporavku, koji je usledio nakon korekcije inicirane smanjenim očekivanjima za tekući fiskalni kvartal i kasnijim oštrim dizanjem kamate na zasedanju Fed-a, akcija nije uspevala da probije SMA 50 što je u suprotnom slučaju moglo oporavak učiniti postojanijim.

### Kretanje vrednosti akcije u odnosu na S&P 500 i pokretne proseke



**REZIME** – Microsoft je kompanija koja je prilično dugo jedan od predvodnika tehnološkog sektora, dok je u poslednjih 5-6 godina proaktivnim pristupom menadžmenta svoje pozicije učinila nikada jačim. Ova ekspanzija kompanije došla je kao posledica spremnosti za promene, anticipiranja budućih ključnih poslovnih trendova i pronalaženja sopstvenog mesta u industrijskim nišama od najvećeg značaja. Ovakvo strateško opredeljenje uprave stvorilo je izuzetno diversifikovan biznis koji raste u svim svojim segmentima i investitorima omogućava ubiranje najviših profitnih margina u istoriji ove kompanije.

**Odricanje od odgovornosti (Disclaimer):** Ovaj izveštaj je pripremljen od strane brokerske kuće Momentum Securities ad Novi Sad, i distribuira se aktuelnim i potencijalnim klijentima. Izveštaj je sačinjen u informativne svrhe i njegova namera nije preporuka za kupovinu ili prodaju bilo koje vrste finansijskih instrumenata. Izrečeni stavovi, mišljenja i procene održavaju sudove stručnih službi brokerske kuće Momentum Securities, a na osnovu korišćenja i analize javno dostupnih informacija koje smatramo pouzdanim. Informacije, mišljenja, stavovi, procene i prognoze izneti u izveštaju podložni su izmenama pod uticajem promene situacije na tržištu. Izveštaj je informativne prirode i namenjen je profesionalnim investitorima koji su u stanju da samostalno donose investicione odluke. Ovaj izveštaj se ne može reprodukovati u celini ili delimično u bilo koje svrhe bez prethodne pismene saglasnosti brokerske kuće Momentum Securities.