

ŠKODA AUTO VYSOKÁ ŠKOLA, O.P.S.

DIPLOMOVÁ PRÁCE

ŠKODA AUTO VYSOKÁ ŠKOLA, O.P.S.

Studijní program: N6208 Ekonomika a management

Studijní obor: 6208T138 Globální podnikání a finanční řízení podniku

FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA AKCIOVÉHO TITULU QUALCOMM Inc.

Bc. Viacheslav Ulasevich

Vedoucí práce: doc. Ing. Romana Čížinská, Ph.D.

Tento list vyjměte a nahrad'te zadáním diplomové práce

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury pod odborným vedením vedoucího práce.

Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná a v práci jsem neporušil autorská práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Mladé Boleslavi dne 15.05.2016

Děkuji doc. Ing. Romaně Čížinské, Ph.D. za odborné vedení diplomové práce, poskytování rad a informačních podkladů.

Obsah

Seznam použitých zkratk a symbolů	7
Úvod.....	8
1. Metody akciových analýz – teoretická východiska	10
1.1 Fundamentální analýza	11
1.1.1 Globální fundamentální analýza	11
1.1.2 Odvětvová fundamentální analýza	16
1.1.3 Firemní fundamentální analýza	21
2. Analýza akciového titulu společnosti Qualcomm.....	25
2.1 Základní údaje	25
2.2 Globální fundamentální analýza	27
2.3 Analýza odvětví	35
2.4 Firemní analýza	39
3. Stanovení vnitřní hodnoty akcie Qualcomm Inc.	46
Závěr	52
Seznam literatury	53
Seznam obrázků a tabulek.....	56

Seznam použitých zkratk a symbolů

CAPM	Capital asset pricing model
ČR	Česká republika
DM	Dlouhodobý majetek
EAT	Earnings after tax
EBIT	Earnings before interest and taxes
EC	European Commission
ECB	the European Central Bank
EU	Evropská unie
FIFO	First in first out
HDP	Hrubý domácí produkt
OECD	The Organisation for Economic Co-operation and Development
P/BV	Price/book value ratio
P/E	Price/earnings ratio
P/S	Price/sales ratio
ROA	Return on Assets
ROE	Return on Equity
USA	United States of America
WACC	Weighted Average Cost of Capital
YoY	Year over Year

Úvod

Jako téma své diplomové práce jsem si vybral fundamentální analýzu vybraného titulu, a konkrétně společnosti Qualcomm Inc. Toto téma je stále aktuální, protože zájem o investování jak ze strany neprofesionálních, tak profesionálních investorů je velký. Fundamentální analýza je komplexním a nejpropracovanějším nástrojem, který je v současné době používán.

Charakteristickým rysem posledního desetiletí je nestabilní ekonomika, která není problémem jen některých zemí. Žijeme v globálním světě, propojeném napříč, jak informačně, tak ekonomicky. Finanční krize, která vznikla v USA v roce 2008, se rychle rozšířila do Evropy a dalších zemí. Jako nejznámější dopady této krize bývají nejčastěji uváděny zejména omezování výdajů domácností, tak i firem. V poslední době se situace na finančních trzích zlepšila a firmy začaly znovu investovat.

Investování – je jedna z důležitých součástí pro nastartování ekonomiky, a jedna z možností jak zhodnotit volné peněžní prostředky. Laická veřejnost však často podceňuje proces výběru akcií a rozhodování nakoupit konkrétní titul, či nikoliv. Výjimkou nejsou situace, kdy se velcí soukromí a institucionální investoři propadají do ztráty. Chtěl bych zdůraznit, že investiční činnost je náročná na znalosti, zkušenosti, ochotu se neustále vzdělávat a získávat informace. Ani to však není vždy zárukou pozitivního výsledku.

Jakou metodu ocenění tedy v tomto případě vybrat, aby bylo omezeno riziko ztráty? Jednoznačná odpověď na tuto otázku neexistuje. Postupů jak odhadnout reálnou cenu akcie a její budoucí vývoj je více. Mezi tři základní analytické postupy patří analýza fundamentální, technická a psychologická.

V této diplomové práci se zaměřím na analýzu fundamentální. Hlavním důvodem je komplexnost tohoto nástroje. Díváme se na společnost a její výsledky odděleně od trhu a ekonomiky pouze na jednom stupni zkoumání. Dva další stupně tvoří analýzu odvětvovou a globální. Podrobnější rozbor problematiky fundamentální analýzy bude proveden v teoretické části diplomové práce.

Část praktická je věnována provedení fundamentální analýzy společnosti Qualcomm obchodované na trhu NASDAQ.

Součástí praktické části je výpočet vnitřní hodnoty akcie na základě firemních fundamentálních faktorů. Budou zde použity dividendový diskontní model a ziskové modely.

Cílem diplomové práce je rozbor teoretických východisek fundamentální analýzy, jako jednoho z nejrozšířenějších nástrojů pro odhad vývoje akciových kurzů. S využitím těchto poznatků bude následovat podrobný rozbor vlivu makroekonomických a odvětvových faktorů na analyzovanou společnost a výpočet vnitřní hodnoty akcie. Výpočet umožní zjistit, jestli je titul Qualcomm nadhodnocen, podhodnocen či oceněn správně. Výsledkem bude investiční doporučení, zda se do těchto akcií vyplatí investovat, nebo ne.

1. Metody akciových analýz – teoretická východiska

Ve většině případů smyslem investování je dosažení kapitálového zisku. Docílit toho lze pomocí odhalení podhodnocených a nadhodnocených akcií. Existuje mnoho postupů, které se dají při zkoumání použít, ale nelze říct, že některý z konceptů by byl jednoznačně lepší. Navíc, obliba jednotlivých druhů analýz mezi analytiky není stálá a mění se v průběhu let. Například fundamentální analýza je dodnes považována za nejoblíbenější, nejvšestrannější a nejvyužívanější. Oproti tomu technická analýza má v posledních letech neustále klesající tendenci (Veselá, 2007).

Mezi základní analytické přístupy patří:

- fundamentální analýza
- technická analýza
- psychologická analýza

Je však potřeba také zmínit teorii efektivních trhů. Důvodem proč byla vypsána zvlášť, slouží to, že „teorie efektivních trhů tedy není akciovou analýzou, nýbrž naopak je s akciovými analýzami v naprosté kontroverzi“ (Veselá, 2007, str. 273).

Teorie efektivních trhů říká, že tržní cena akcií na trhu je správnou hodnotou. To znamená, že akcie jsou vždy správně oceněny a neexistují podhodnocené či nadhodnocené tituly. To znamená, že trh velmi rychle absorbuje veškeré informace a nedochází k rozdílu mezi vnitřní hodnotou a akciovým kurzem. Akciový kurz se na takovém trhu mění jen v důsledku neočekávaných informací, což je náhodná veličina. To znamená, že obchodní strategie na takovém trhu selhávají a výsledky investorů v delším časovém horizontu jsou přibližně stejné (Musílek, 2011).

Psychologická analýza vychází z toho, že na trhu převládají faktory neracionálního chování. Lidé preferují především co největší zisk. Jejich chování a investiční rozhodování je silně ovlivněno emocemi. Navíc se nikdy nerozhodují bez vlivu okolního světa. Smysl psychologické analýzy spočívá v odhalení chování většiny a přijetí lepšího rozhodnutí než dav (Jílek, 2009).

Technická analýza na rozdíl od analýzy fundamentální nepracuje s ekonomickými faktory, ale s trhem samotným. Pro tuto analýzu jsou důležité

informace o cenách akcii a objemech obchodů. Její podstatou je zkoumání historického vývoje a předpověď trendů, založených na těchto datech. Obvykle se jedná o investování v krátkodobém a střednědobém časovém horizontu.

K analýze vybraného titulu a stanovení jeho vnitřní hodnoty v této diplomové práci bude použita analýza **fundamentální**. Proto tato metoda bude podrobně rozebrána v následující kapitole.

1.1 Fundamentální analýza

Fundamentální analýza je komplexním nástrojem ocenění titulu. Jsou zohledněny nejen firemní fundamentální faktory ale také faktory globální a odvětvové. Dvě poslední skupiny faktorů, i když nemají přímou souvislost se zkoumanou společností, mají na její působení vliv, což se v konečném důsledku odráží na cenách akcii této společnosti.

Vzhledem ke zkoumaným faktorům lze rozdělit fundamentální analýzu na tyto tři úrovně:

- Globální fundamentální analýza
- Odvětvová fundamentální analýza
- Firemní fundamentální analýza

Hlavním cílem je zjistit, jestli je akcie podhodnocená, nadhodnocená či správně oceněná. A k tomu je potřeba velké množství informací. „Fundamentální analýza se opírá o datovou základnu, která obsahuje faktická, mnohdy účetní a statistická data a jejich prognózy týkající se společnosti samotné, ale i odvětví a ekonomik“ (Veselá, 2007, str. 278). Ne vždy je ale snadné najít kvalitní data najít. (Jílek, 2009) Uvádí, že získávání a hlavně věrohodnost dat je největším problémem fundamentální analýzy. V případě zkreslených finančních údajů nemá analýza v podstatě význam, protože akcie jsou špatně oceněny již v době nákupu investorem.

1.1.1 Globální fundamentální analýza

Globální fundamentální analýza se snaží odpovědět na otázku, jak a do jaké míry ovlivňují makroekonomické faktory vývoj akciového kurzu, tedy zhodnotit vliv celé

ekonomiky, anebo ekonomik, pokud jde o mezinárodní investování, na konkrétní akciový titul.

Existuje mnoho studií, prokazujících relativně silnou závislost mezi makroekonomickými faktory a vývojem akciových kurzů. Přesto, že se výsledky o něco liší, hlavním poznatkem je nezbytnost posouzení těchto faktorů při analyzování akciových instrumentů. Jako příklad lze uvést výsledky jedné z klasických studií provedenou J.L. Farrelem.

Tab. 1 Vliv makroekonomických a odvětvových faktorů na pohyb akciových kurzů (USA, 1961-69, v procentech)

Shluk	Makroekonomické faktory	Odvětvové faktory
Růstové akcie	31	15
Stabilní akcie	29	12
Cyklické akcie	33	9

Zdroj: Farrel, J.L.: Analyzing covariation of returns to determine homogenous stock groupings. Journal of Business, April 1974, str. 201.

Ze studie je patrné, že makroekonomické faktory mají zhruba třicetiprocentní vliv. Je to značný podíl, zvláště když je řeč o faktorech, které společnosti nejsou schopny ovlivnit bez ohledu na úroveň hospodaření.

Jednotlivé makroekonomické veličiny mají různou silu vlivu, zaleží zejména na konkrétních vlastnostech společnosti: jejího typu, velikosti, trhu, na kterém působí a dalších proměnných. V této části diplomové práci však bude věnována pozornost pouze hlavním makroekonomickým agregátům, faktorům a vztahům mezi nimi a akciovými kurzy. Zmíněny budou:

- Reálný výstup ekonomiky
- Úrokové sazby
- Inflace
- Zdanění
- Ekonomické a politické šoky

Reálný výstup ekonomiky a vývoj akciových kurzů se nacházejí v pozitivním vztahu. Tento vztah však platí pouze v dlouhém období. (Musílek, 2011) zdůrazňuje, že v dlouhém období mezi reálným výstupem ekonomiky a akciovými kurzy je vztah velmi těsný. Doby ekonomické prosperity jsou spojené s pozitivním vývojem na akciových trzích. Oproti tomu ekonomické recese vyvolávají pesimismus, což vede k poklesu cen akcií. Vzhledem k tomu, že ekonomická úroveň dlouhodobě roste, akciové instrumenty mají charakter růstových instrumentů, kolísajících kolem základního trendu.

Ale v kratším časovém horizontu tento vztah podstatně slábne. Je to způsobeno zejména tím, že tržní ceny akcií předbíhají reálný výstup ekonomiky, tj. plní funkci tzv. předbíhajícího indikátoru. (Veselá, 2007) v tom vidí zásadní problém a shrnuje následovně: „...nelze údaje, které informují o vývoji reálné ekonomiky, použít k prognóze akciových kurzů“.

Úrokové sazby. Na rozdíl od výše zmiňovaného bodu, úrokové sazby a akciové kurzy mají inverzní vztah. To znamená, že při neočekávaném růstu úrokových sazeb akciové kurzy klesají a naopak, když úrokové sazby klesají, ovlivňuje to akciové trhy pozitivně, což způsobuje růst akciových kurzů.

Inverzní charakter vztahu lze vysvětlit několika způsoby:

K jednomu ze základních vysvětlení patří pojem současné hodnoty. Pomocí ní investor hodnotí akciové instrumenty, jelikož současná hodnota odráží výši jeho budoucího příjmu. Výpočet je prováděn pomocí diskontování budoucích peněžních toků. Úroková sazba do výpočtu přímo nevstupuje, ale významně ovlivňuje tzv. diskontní faktor. Čím je diskontní faktor větší, tím nižší je současná hodnota vybrané akcie.

Druhé vysvětlení lze najít v přelévání peněžních toků z akciového trhu do trhu dluhopisového. Úrokové sazby ovlivňují tento konkurenční vztah následujícím způsobem: „V období rostoucích úrokových měr dochází k poklesu očekávaných výnosů na akciovém trhu a zároveň k růstu výnosů na dluhopisovém trhu. Ziskově orientovaní investoři totiž přesunou svou investiční aktivitu z akciového trhu na trh dluhopisový. Na akciovém trhu klesne poptávka po akciích, a tudíž klesnou i jejich kurzy. Při poklesu úrokových měr je výnos na dluhopisovém trhu nízký a ceny dluhopisů naopak vysoké, a proto investoři zahájí jejich výprodej. Svě finanční

prostředky a aktivitu poté přesunou na akciové trhy, což podnítlí vzestup poptávky po akciích a růst jejich cen“ (Veselá, 2007, str. 279).

Existuje ještě jedno vysvětlení inverzního vztahu a tím je cena financování. Platí, že obecná očekávání, a očekávané zisky mají podstatný vliv na akciové trhy. Firmy, které uskutečňují investiční činnost, mají větší předpoklad dosažení nadprůměrného zisku. Ale investiční činnost je kapitálově náročná. Proto většina firem využívá cizí kapitál, i za cenu úroku. V případě nízkých anebo klesajících úrokových sazeb jsou finanční zdroje levné a rentabilita investic roste, což podněcuje rozšíření investičních aktivit. Pro investory to znamená vyšší očekávané zisky, a jak již bylo zmíněno výše, pozitivně ovlivňuje akciové trhy, což vede k růstu kurzů akcií. U opačné situace toto platí také. Ve chvíli, kdy hladina úrokových sazeb vzroste, se kapitál stává dražší, což negativně ovlivňuje rentabilitu investičních projektů. Firmy omezují své investiční aktivity, to vede k očekáváním nižších zisků, a akciové trhy na to reagují poklesem akciových kurzů.

Inflace působí na vývoj akciových kurzů negativně. (Veselá, 2007) která se opírá o studie Elyho A Robinsona, uvádí, že korelace mezi pohybem akciových kurzů a vývojem inflace je celkem slabá. A hodnoty korelačních koeficientů naměřených autory studie se pohybují kolem nuly. Zmiňuje také, že „existují teorie, které přímou vazbu mezi inflací a akciovými kurzy popírají nebo pořadí reagujících veličin zaměňují“ a že „inverzní vztah mezi inflací a akciovými kurzy je nepřímý, zprostředkovaný“. Jedná se konkrétně o hypotézu zprostředkovaného efektu.

Pro vysvětlení negativního vztahu existují i další teorie, dále budou uvedeny jen některé.

Hypotéza peněžní iluze je založena na tom, jaký diskontní faktor investoři používají ve valuačních modelech. Nejčastěji funkci diskontního faktoru plní požadována výnosová míra, která je buď nominální, anebo reálná. Jak již bylo zmíněno, úroková míra ovlivňuje diskontní faktor. V případě nominálních veličin, které většinou bývají použity v modelech, do výpočtu vstupuje také inflace. Proto s rostoucí inflací diskontní faktor roste také, a následně snižuje současnou hodnotu akcie.

Hypotéza daňového efektu je založena na určitých *účetních principech*, které ovlivňují ohodnocování zásob, způsob odepisování a další. Z názvu hypotézy

vyplývá, že s inflací roste daňové zatížení, které vede ke snížení zisku společnosti, což se dále projeví v poklesu akciových kurzů.

Na akciovou společnost inflace působí negativně zpravidla dvěma způsoby:

V metodikách odepisování inflace se projevuje následovně. Ve většině vyspělých států je odepisování základních prostředků založeno na pořizovacích cenách. Reprodukční hodnota se používá jen výjimečně. Důsledkem je pokles reálné hodnoty odpisů v inflačním období a zvýšení daňového zatížení (Feldstein, 1980).

Při oceňování zásob, v závislosti na vybrané metodice, může mít inflace nepříznivý dopad. Pokud se používá metodika FIFO, dochází k podhodnocení nákladů na pořízení nových zásob. Důsledkem je zvýšení daňového zatížení a pokles kurzů akcií.

Konkurence mezi akciovým a dluhopisovým trhem. Podrobně byl tento vztah již popsán v části o vlivu úrokových sazeb na vývoj akciových kurzů. Princip fungování zůstává stejný.

Zdanění je důležitým faktorem, ovlivňujícím vývoj akciových kurzů, zejména zdanění korporací a výnosů z investičních instrumentů. V případě korporací je vysvětlení relativně jednoduché. Ve chvíli, kdy bude daňové zatížení neočekávaně sníženo, vzroste firmám disponibilní zisk. Ten může být použit k realizaci investičních projektů, anebo na výplatu dividend. Tyto faktory mají jednoznačně pozitivní vliv na vnitřní hodnotu akcií a tedy i jejich kurzy. Naopak, s růstem daňového zatížení disponibilní zisk klesne. A snížení zisku je vždy negativním kurzotvorným faktorem.

Daňové zatížení výnosů z investičních instrumentů ovlivňuje chování investorů. Investoři své rozhodování zakládají nejen na hrubých výnosových mírách ale také na čistých výnosových mírách. V takovém případě „daňové zatížení totiž výrazně ovlivňuje skutečné nominální zhodnocení investovaného kapitálu“ (Musílek, 2011).

Ekonomické a politické šoky. Obecně konec 20. a 21. století je považováno za věk informací. A čím dál tím větší vliv mají neočekávané informace na svět kolem nás. Samozřejmě akciové trhy jsou také ovlivněny ekonomickými a politickými šoky, jak pozitivně, tak i negativně.

Příkladem ekonomických šoků může být cenová válka, značné posílení či oslabení měn, masová propouštění a další negativní vlivy. S politickými šoky se setkáváme ještě častěji. Politické skandály, výsledky voleb, schválení zákonů atd. Navíc se tyto události vyskytují zcela náhodně, a nejsou kontrolovatelné. Kromě toho, tento vliv působí nejen v zemi či regionu, ve kterém vznikl, ale může se šířit i na jiné země. (Musílek, 2011) toto tvrzení podkládá několika příklady:

1. „Sametová revoluce“ v České republice měla silný pozitivní vliv na vývoj akciový kurzů na burze ve Vídni.
2. Problémy v bývalém Sovětském svazu se projeví v poklesu akciových kurzů na německých a japonských burzách.

Mechanismem jak se šoky zakomponují do cen akcií je růst či pokles rizikové prémie. V období nestability riziková prémie roste, což se negativně projevuje na kurzech akcií a naopak.

1.1.2 Odvětvová fundamentální analýza

Po provedení globální fundamentální analýzy nastává další fáze ocenění akciového titulu: analýza odvětví. Jsou již známé obecné podmínky. Stav trhu a ekonomiky, ve kterých všechny malé i velké společnosti působí. Tyto faktory jsou zcela nezávislé na jednotlivých hráčích. V případě odvětví, je už určitá míra vlivu jednotlivých firem přítomná. Záleží na výrobních kapacitách, finanční síle společnosti a dalších proměnných.

Proč je ale tak důležité provést tento typ analýzy? Každé odvětví má svoje specifika, která je nezbytně zohlednit, aby investor mohl správně ohodnotit cenu akcií a predikovat její budoucí vývoj. Tak jednotlivá odvětví jsou různě citlivá na vývoj hospodářského cyklu. Zá druhé, životní cyklus odvětví samotného, a konkrétní fáze ve kterém se nachází, může mít vliv na tržby a zisky firmy. Dalším důležitým faktorem je tržní struktura odvětví.

Tyto tři kategorie faktorů budou podrobněji popsány dále.

Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Odlišná odvětví se chovají jinak v různých fázích hospodářského cyklu „Značné rozdíly mezi jednotlivými odvětvími lze identifikovat jak co se týká intenzity reakce, časového okamžiku reakce, tak směru reakce“ (Veselá, 2007). V závislosti

citlivosti na průběh hospodářského cyklu bývají odvětví zpravidla rozdělena do následujících třech skupin:

- *Cyklická*. Z názvu vyplývá, že ukazatele firem se pohybují s vývojem hospodářského cyklu. To znamená, že nejlepší výsledky jsou dosaženy v dobách ekonomického růstu, a naopak, s recesí akciové kurzy výrazně klesají z důvodu poklesu poptávky po produktech. Takovými odvětvími jsou většinou luxusní statky, či předměty dlouhodobé spotřeby, nákup kterých může být odložen. Jako příklad cyklického odvětví lze uvést stavební a automobilový průmysl.
- *Neutrální*. Tato odvětví jsou málo závislá na vývoji hospodářského cyklu. Poptávka po takových produktech zůstává skoro neměnná. Sem patří výrobky s nízkou cenovou elasticitou a nezbytné statky.
- *Anticyklická*. Odvětví z této skupiny se chovají inverzně oproti hospodářskému cyklu. Ve fázi konjunktury jsou výsledky negativní a v období recese roste firmám v jejich odvětvích odbyt a zisky.

Uvedená kategorizace však nepokrývá problematiku citlivosti akcií jednotlivých firem v rámci odvětví na fázi hospodářského cyklu. Fáze konjunktury, či recese může trvat delší dobu. Je jasné, že firmy nedosahují stejně dobrých výsledků po celou dobu jednotlivé fáze. Některé akcie mají tendenci dosahovat nejvyšších hodnot na počátku, jiné uprostřed a další až na konci. Proto v rámci fundamentální analýzy existuje další členění akcií na:

- *Cyklické*. Takové akcie lze označit jako nejvíce kolísavé. Jejich reakce na průběh hospodářského cyklu je velice rychlá. V praxi to znamená, že už na počátku vzestupného trendu akcie vykazují nejlepší výkon. Nejnižší hodnoty jsou zaznamenávány kolem dna. Charakteristickým rysem cyklických akcií je nadměrná reakce, tj. růst nad a pokles pod úroveň trhu jako celku.
- *Defenzivní* akcie oproti cyklickým reagují na ekonomický vývoj mnohem mírněji. Jejich chování ve vztahu k hospodářskému cyklu lze popsat jako opožděné. To znamená, že nejlepší výsledky jsou dosaženy až na konci vzestupného trendu.

- *Růstové akcie.* Do této kategorie spadají akcie, které mají vysoký růstový potenciál, tj. zisky firem z odvětví vykazují vyšší tempo růstu, než je tržní průměr. Tato kategorie je však velmi nestabilní. Důvodem je nemožnost dosahovat nadprůměrných zisků v dlouhodobém horizontu, což znamená, že odvětví patří do této skupiny pouze dočasně. Zmíněná skutečnost komplikuje práci analytikům a investorům. Je obtížné předpovědět vznik takového odvětví, ale ještě větší výzvou je odhadnutí jeho budoucího vývoje.

Potvrzením rozdílného chování cyklických a defenzivních akcií může sloužit studie od Standard & Poor's (2010). V tabulce dole jsou výsledky v období expanze.

Tab. 2 Výnosová míra v období expanze (svět, 1989-2009)

Sektor	Průměrná výnosová míra v procentech p.a.
Cyklické sektory	38,5
S&P Developed BMI	28,6
Defenzivní sektory	13,7
Rozpětí mezi cyklickými a defenzivními sektory	24,8

Zdroj: The Importance of Sectors in Global Equity Investing. S&P Indices, August 2010, str. 7.

Je vidět že rozpětí mezi dvěma sektory je značné. Další tabulka ukazuje stejné ukazatele v období recese.

Tab. 3 Výnosová míra v období recese (svět, 1989-2009)

Sektor	Průměrná výnosová míra v procentech p.a.
Cyklické sektory	-29,1
S&P Developed BMI	-24,8
Defenzivní sektory	-16,6
Rozpětí mezi cyklickými a defenzivními sektory	12,5

Zdroj: The Importance of Sectors in Global Equity Investing. S&P Indices, August 2010, str. 7.

Rozpětí není tak velké jak v období expanze, nicméně tvrdit, že je zanedbatelné jednoznačně nelze.

Životní cyklus odvětví

Každé odvětví od svého vzniku prochází několika vývojovými fázemi. Ukázalo se, že zisky, tržby a chování cen akcií v jednotlivých fázích vykazují odlišný vývoj. Proto bývá životní cyklus odvětví zpravidla rozdělen do tří etap:

- Pionýrská etapa
- Etapa rozvoje
- Etapa stabilizace

V pionýrské etapě začíná zcela nové odvětví, nebo se v již existujícím odvětví objeví zásadně inovativní produkt. Takové produkty jsou velice atraktivní pro spotřebitele, což se projevuje v rychle rostoucí poptávce. Taková poptávka umožňuje firmám dosahovat nadprůměrných zisků. Tyto investiční příležitosti na druhé straně lákají do odvětví nové hráče. Proto je úroveň konkurence v této fázi velmi silná a pozice jednotlivých firem není stabilní. Důsledek toho jsou firemní ukazatele a hodnota akciových kurzů vysoce volatilní. Pro investory je to možnost jak dosáhnout vysokého zisku, ale ohodnocení a odhad budoucího vývoje akcií firem procházejících pionýrskou etapou je značně komplikovaný. Z toho plyne nevýhoda - velké riziko takových obchodů.

Etapa rozvoje je charakteristická snižujícím se počtem firem v odvětví a jeho celkovou stabilizací. Akcie již nevykazují značnou volatilitu. Konkurence je ale stále silná. Poptávka po výstupu firem pokračuje v růstu, i když toto tempo bývá klesající. Pro investora je v etapě rozvoje výhodné investovat, protože riziko je podstatně nižší, než to, se kterým je potřeba počítat během pionýrské etapy životního cyklu. Menší riziko je ale zpravidla za cenu nižšího výnosu.

Etapa stabilizace nastává, když už je v podstatě vyčerpán růstový potenciál odvětví. Další vývoj je možný jenom v případě zásadní inovace, která by spustila životní cyklus odvětví od začátku. V této etapě na trhu již existují velké a silné společnosti, které získávají dominantní postavení. Zisky a další ukazatele firem v odvětví včetně hodnot jejich akciových kurzů jsou velice stabilní. Ze všech tří etap je riziko v etapě stabilizace většinou nejnižší. Klesá ale rovněž i výnosová míra.

Tržní struktura odvětví

Při zkoumání společností by měl analytik také zohlednit tržní strukturu odvětví. Jedním z důvodů je odlišná volatilita zisků a akciových kurzů v závislosti na typu tržní struktury. Druhým z důvodů je odlišná náročnost predikce vývoje při různé síle konkurence.

V teorii existují čtyři typy struktury trhu: monopol, oligopol, nedokonalá a dokonalá konkurence. V praxi se s dokonalou konkurencí nikdy nesetkáme, je to pouze teoretický model. Ale obecně platí: čím je konkurence slabší, tím je jednodušší odhad vývoje zisků a akciových kurzů. V případě monopolu na trhu, kdy v daném odvětví působí pouze jedna firma, která zpravidla dosahuje vyššího zisku jsou firemní ukazatele a vývoj akciových kurzů velice stabilní, díky čemuž je prognóza relativně snadná a přesná.

Naopak, nedokonalá konkurence je charakteristická tím, že v odvětví působí četné množství menších firem. Žádná ale nemá dominantní postavení a neexistuje nadprůměrná ziskovost. V takové tržní struktuře tržby, zisky a akciové kurzy vykazují značnou kolísavost. S pohledu analytika je silná volatilita ukazatelů problémem, protože kvalita analýzy bude nízká a prognóza budoucího vývoje méně přesná.

1.1.3 Firemní fundamentální analýza

Posledním krokem fundamentální analýzy je firemní fundamentální analýza. Byly již zhodnoceny makroekonomické vlivy a charakteristiky odvětví, ve kterém jednotlivé společnosti působí. V závěrečné části analýzy je pozornost věnována firemním fundamentálním charakteristikám a faktorům.

Nezbytnou částí firemní analýzy je výpočet vnitřní hodnoty akcie. „Termín vnitřní hodnota je ve fundamentální analýze klíčový. Představuje jakousi „správnou cenu“, za kterou by se akcie měla v daném okamžiku z fundamentálního hlediska obchodovat“ (Veselá, 2007). Hlavní problém vnitřní hodnoty spočívá v její subjektivitě. Přesná definice tohoto pojmu neexistuje. Proto výše vnitřní hodnoty, která byla vypočtena pomocí různých metod, se může podstatně lišit (Jílek, 2009).

Nicméně přesná hodnota není při analýze tak důležitá. Podstatou je totiž porovnání vypočtené vnitřní hodnoty a aktuálního tržního kurzu. Tímto zjistíme, jestli je oceňovaný titul podhodnocen, nadhodnocen či správně oceněn.

Finanční analýza

Předtím než analytik zvolí určitou oceňovací metodu a přistoupí k výpočtům, provede nejdřív analýzu finanční. Jejím účelem je poskytnout informace o stavu oceňované společnosti. Posouzení struktury aktiv, pasiv, výsledovky, vývoje jednotlivých položek a dalších důležitých údajů je nezbytné při investičním rozhodování. Tyto informace jsou zachyceny v účetních výkazech. Veřejně obchodované společnosti mají povinnost je zveřejňovat, takže v tomto případě je získávání dat poměrně jednoduché. Důležitou otázkou je, jestli jsou taková data věrohodná a úplná. Finanční výkazy lze použitím různých metod do určité míry ovlivňovat, což může zkreslovat výsledky provedené analýzy. Tento problém je však velmi obsáhlý a proto v této diplomové práci nebude zohledněn.

Pokud budeme zkoumat pouze nejnovější finanční výkazy, nemůžeme se spolehnout, že nám poskytnou informace o vývoji společnosti a o trendech jednotlivých ukazatelů. Proto je nejčastěji analyzován soubor dat za posledních 3 až 5 let. Pro přehledné sledování změn existují dva typy uspořádání dat: vertikální a horizontální vyjádření.

- *Vertikální vyjádření* ukazuje jaký podíl má jednotlivá položka na celkové sumě všech položek. V případě rozvahy ukazuje jaký podíl má konkrétní položka na bilanční sumě.
- *Horizontální vyjádření* ukazuje procentuální růst, nebo pokles mezi jednotlivými lety.

Dalším klasickým nástrojem finanční analýzy je *analýza poměrových ukazatelů*. (Mařík, 2011) odkazuje na americkou literaturu a uvádí následující čtyři kategorie ukazatelů:

- Ukazatele likvidity
- Ukazatele rentability
- Ukazatele aktivity
- Ukazatele zadlužení

Modely pro stanovení vnitřní hodnoty akcie

Dividendový diskontní model je jedním z oblíbených a propracovaných teoretických konceptů v moderní investiční ekonomii. „Je založen na předpokladu, že vnitřní hodnota akcie je dána současnou hodnotou veškerých budoucích příjmů z této akcie“ (Veselá, 2007). Mezi výhody patří dostupnost údajů a relativně snadný výpočet. Bohužel má ale tento model několik podstatných omezení, která v některých případech znemožňují jeho použití. Hlavním jsou nepravidelné výplaty dividend či absence dividendové politiky jako takové.

Dividendové diskontní modely lze rozdělit na dvě základní kategorie v závislosti na tom, jak dlouho investor plánuje držet akcie.

- Dividendové diskontní modely s nekonečnou držbou akcie
- Dividendové diskontní modely s konečnou držbou akcie

Rozdíl spočívá v tom, že při nekonečné době držby akcie není její prodejní kurz uvažován. To znamená, že vnitřní hodnota akcie je současnou hodnotou budoucích dividend.

Základní vzorec pro model s nekonečnou držbou lze napsat takto:

$$V_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n} \quad (1)$$

kde V_0 je běžná vnitřní hodnota akcie

$D_1, D_2 \dots D_n$ jsou očekávané dividendy v letech držby akcie

k je požadovaná výnosová míra z akcie

Dividendové diskontní modely s konečnou držbou akcie jsou použity v případě, když investor bude chtít akcie v nejbližší době prodat. Důvodem proč tento model nelze použít v dlouhodobém či střednědobém horizontu je nemožnost přesného odhadu budoucího prodejního kurzu akcie.

Výpočet vnitřní hodnoty lze provést dle vzorce (2):

$$V_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{P_2}{(1+k)^2} \quad (2)$$

kde V_0 je běžná vnitřní hodnota akcie

D_1 je očekávaná dividenda po prvním roce

D_2 je očekávaná dividenda po druhém roce

P_2 je očekávaný prodejní kurz akcie

k je požadovaná výnosová míra z akcie

Vzorec (1) a (2) platí za předpokladu, že vyplacené dividendy jsou konstantní. Takováto situace je ale spíše výjimečná. V závislosti na vývoji ekonomiky, odvětví nebo na finanční situaci společnosti mohou dividendy růst či klesat určitým tempem. Proto byly vyvinuty variace, založené na uvedených, výše zmíněných základních vzorcích. Lze zmínit například:

- Jednostupňové dividendové diskontní modely
- Dvoustupňové skokové dividendové diskontní modely
- Třístupňový lineární dividendový diskontní model

Ziskové modely jsou další metodou, která bývá celkem často použita v praxi. Jak je patrné z názvu, základem této metody je veličina čistého zisku. Následovně tato veličina je v ziskových modelech rozložena a vyjádřena v podobě poměrových ukazatelů. Nejrozšířenějšími ukazateli jsou

- P/E ratio
- P/BV ratio a
- P/S ratio

S ukazatelem *P/E ratio* potkáváme se pravděpodobně nejčastěji. Je často uváděn v investičních statistikách a analytických zprávách. Důvodem je jednoduchý výpočet a intuitivní pochopení. Bezespornou výhodou je také skutečnost, že „do hodnoty ukazatele *P/E ratio* lze zahrnout celou řadu důležitých firemních charakteristik, takových jako jsou riziko, růst, rentabilita, ziskovost, zadluženost nebo budoucí perspektivy a očekávání“ (Veselá, 2007, str. 338).

Hodnotu ukazatele *P/E* lze zjistit dělením tržní ceny akcie (kurzu) čistým ziskem na jednu akcii.

Ukazatel P/BV ratio pracuje s hodnotou účetní. Porovnává tržní cenu akcie s účetní hodnotou připadající na jednu akcii. Jmenovatel v daném poměru je ve své podstatě účetní hodnotou vlastního kapitálu na akcii. Jinými slovy, hodnota tohoto ukazatele říká, kolik je investor ochoten zaplatit za jednotku vlastního kapitálu společnosti.

Omezením ukazatele *P/BV* je silná citlivost na použitou účetní metodu. Z této skutečnosti vyplývá nemožnost porovnání s podobnými podniky, používajícími jinou účetní metodiku a praktiky.

Ukazatel P/S ratio lze vypočítat jako poměr tržní ceny akcie a tržeb na jednu akcii. „Ukazatel *P/S ratio* tedy přináší informaci o tom, na kolikanásobek tržeb si investoři cení dané akcie“ (Veselá, 2007, str. 354). Výhodou tohoto ukazatele oproti například *P/E* poměru je zachování vypovídací schopnosti v případě nízkých zisků či dokonce ztráty. Také jeho použití je vhodné při analýze cyklických firem, kdy ukazatel *P/E* vykazuje vysokou kolísavost.

2. Analýza akciového titulu společnosti Qualcomm

V předchozích kapitolách diplomové práce již byla rozebrána teoretická východiska potřebná k provedení fundamentální analýzy vybraného titulu. V praktické části diplomové práce budou tyto poznatky využity při analýze společnosti Qualcomm, která je obchodována na trhu NASDAQ.

2.1 Základní údaje

Společnost Qualcomm Incorporated (dále jen „Společnost“) patří mezi nejvýznamnější vývojáře, výrobce bezdrátových telekomunikačních zařízení a poskytovatele služeb. Společnost vznikla již v roce 1985 v Kalifornii ve Spojených státech amerických. Byla založena sedmi zakladateli se společnou vizí a zkušenostmi v odvětví. Úspěchy během prvních pěti let existence přivedly společnost k tomu, že v roce 1991 bylo provedeno IPO, během kterého na trhu NASDAQ byly nabídnuty 4 miliony akcii této společnosti. Neustálý růst a rozvoj umožnil firmě vstoupit v roce 1999 do celosvětově sledovaného indexu S&P 500.

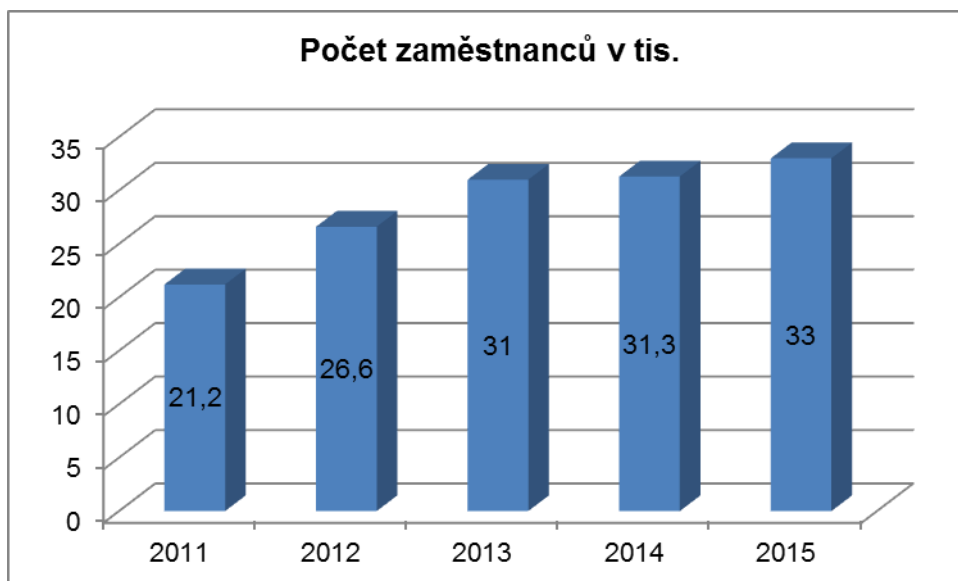
V současnosti je Společnost rozdělena do tří segmentů: Qualcomm CDMA Technologies (**QCT**), Qualcomm Technology Licensing (**QTL**) a Qualcomm Strategic Initiatives (**QSI**).

QCT segment je vývojářem a dodavatelem čipsetů a systémového softwaru založeného na CDMA, OFDMA a dalších technologiích pro použití zejména v hlasové, datové komunikaci, GPS a multimédia produktech. Čipsety a programové vybavení Společnost prodává výrobcům, kteří používají produkty Společnosti například v tabletech, mobilních telefonech, bezdrátových zařízeních, stolních a přenosných počítačích.

QTL segment se zabývá poskytováním licencí, či jiným způsobem dává právo používat duševní majetek Společnosti, jako například patentované technologie.

QSI segment se zabývá strategickým investováním. Hlavním cílem investic je otevření nových možností pro technologie Společnosti a také podpora a zavádění nových produktů. Tyto investice jsou uskutečňovány do firem v počáteční fázi svého rozvoje v celé řadě odvětví.

Dnes má Společnost přes 200 poboček po celém světě. Roste i počet zaměstnanců.



Zdroj: zpracováno podle výročních zpráv Qualcomm z roků 2011 - 2015

Obr. 1 Počet zaměstnanců Společnosti v tisících

V roce 2016 ale Společnost plánuje snížit počet zaměstnanců o zhruba 15% v rámci strategické reorganizace.

Jak již bylo zmíněno, Společnost umístila své akcie na NASDAQ, kde jsou dodnes obchodovány. Většina akcií je držena institucionálními investory a podílovými fondy. V jejich majetku je přes 82% akcií. Nicméně podíly jednotlivých investorů ve většině případů nedosahují ani 5%. Největšími institucionálními investory jsou:

- The Vanguard Group, Inc. - 6,91%
- FMR, LLC – 4,13%
- State Street Corporation – 4,1%
- BlackRock Institutional Trust Company, N.A. – 1,74%
- Bank of America Corporation – 1,63%

Zdroj: www.finance.yahoo.com

2.2 Globální fundamentální analýza

Účelem globální fundamentální analýzy je stanovit, jaký vliv mají určité makroekonomické agregáty na kurz akcií vybrané společnosti. To, jaké agregáty, faktory a veličiny budou použity, ovlivňuje několik skutečností. Je potřeba brát v úvahu umístění jednotlivé společnosti, či zemi kde se nachází sídlo. Toto může určit například zákon, kterým se firma řídí. Dalším rozhodujícím faktorem je stanovení primárního trhu, tj. trhu, který spotřebovává největší část výstupu společnosti. Tato skutečnost je důležitá z důvodu určení ekonomiky, změny které se pozitivně či negativně projeví ve výsledcích zkoumané firmy. Nyní se podrobněji podíváme na analyzovanou společnost.

Sídlo Qualcomm Inc. se nachází v Kalifornii, USA. Sledování vývoje pouze v americké ekonomice a jejich makroekonomických veličinách by bylo zavádějící. Výrobní kapacity má firma v asijském regionu. Jsou to jak továrny, nacházející se ve vlastnictví Společnosti, tak smluvní výrobci, kteří jsou často využíváni. Takové umístění může být zdůvodněno nižšími náklady a umístěním odběratelů. Potvrzuje to i rozdělení tržeb.

Tab. 4 Rozdělení tržeb (v milionech dolarů)

	2015
China (including Hong Kong)	13 337
South Korea	4 107
Taiwan	3 294
United States	246
Other foreign	4 297
Total	25 281

Zdroj: zpracováno podle výročních zpráv Qualcomm z roků 2011 - 2015

Z tabulky je patrné, že podíl Ameriky na tržbách je skoro zanedbatelný.

Primární trh pro Společnost ale vymezit nelze. Důvodem je široké portfolio výrobků a technologií, které používají výrobci konečných produktů. Konečné produkty jsou velice rozmanité a jejich počet je enormní. Zahrnují jak mobilní telefony, routery, tablety, tak i multimediální systémy v automobilech.

Vše výše uvedené lze shrnout následovně: vedení Společnosti se nachází v USA, ale většina výroby a odběratelů se nachází v asijském regionu. Konečnými

výrobky, ve kterých jsou použity produkty či technologie Společnosti, jsou ve většině případů spotřební statky, které se prodávají po celém světě. Největší poptávka po takových výrobcích je však na americkém a evropském trhu. Na asijských trzích je silnější poptávka po levnějších lokálních substitutech.

Z těchto důvodů při analýze makroekonomických veličin a faktorů budou použity údaje o vývoji americké a evropské ekonomiky.

Reálný výstup ekonomiky

Ekonomická situace v EU se po roce 2013 začala stabilizovat a vývoj HDP začal dosahovat kladných hodnot. K očekávanému dalšímu růstu však nedošlo – jeho tempo se zpomalilo, a to celosvětově. Evropská Komise ve svém jarním reportu snížila odhad růstu HDP na roky 2016 a 2017 o 0,1%. Ke dni 3. května 2016 vypadá následovně:

Tab. 5 Prognóza vývoje HDP v EU

EU	2014	2015	2016	2017
Růst HDP (% YoY)	1,4	2,0	1,8	1,9

Zdroj: EC, 2016

Meziroční růst činí 2% a odhad kolem stejných hodnot nelze označit jako negativní. Určitý pesimismus je vyvolán zprávami o snížení tempa růstu. Taková predikce je neuspokojivá hlavně z důvodu existence příznivých podmínek pro ekonomický růst. The Economist (2016) uvádí dvě nejdůležitější:

- Razantní propad cen na ropu způsobil pokles cen na energii obecně. Tato skutečnost zafungovala v podstatě stejně jako snížení daní, což se projevilo ve zvýšení spotřebitelských výdajů, které lze označit jako jeden z hlavních faktorů oživení ekonomiky.
- Kvantitativní uvolňování, prováděné ECB od března 2015 spolu s negativními úrokovými sazbami, zavedenými v červnu 2014 přivedly k oslabení evropské měny a udržování na stejné úrovni. Takové podmínky podporovaly export.

Jak Evropská komise, tak OECD ve svých zprávách o vývoji globální ekonomiky přecenily svoje predikce.

Tab. 6 Prognóza vývoje celosvětové ekonomiky a ekonomiky USA

	Růst HDP (% YoY)				
	2015	2016		2017	
		Odhad únor 2016	Rozdíl oproti odhadu v listopadu 2015	Odhad únor 2016	Rozdíl oproti odhadu v listopadu 2015
Svět	3,0	3,0	-0,3	3,3	-0,3
USA	2,4	2,0	-0,5	2,2	-0,2

Zdroj: OECD, 2016

Po analýze vývoje ekonomik je obtížné stanovit jednoznačný úsudek. Zpomalení největších ekonomik světa přineslo nejistotu a určité obavy. Kvůli tomu byly prognózy mírně korigovány. To může sloužit jako negativní signál pro akciové trhy. Na druhou stranu, výhled zůstává celkem optimistický. Pokles v roce 2016 by měl vystřídat mírný růst v následujících letech.

Úrokové sazby

Úroková sazba je jedním z nejdůležitějších makroekonomických agregátů, protože určuje cenu financování. Vývoj tržních sazeb je ovlivněn především politikou centrálních bank jednotlivých zemí a ECB, která stanovuje sazbu refinancování.

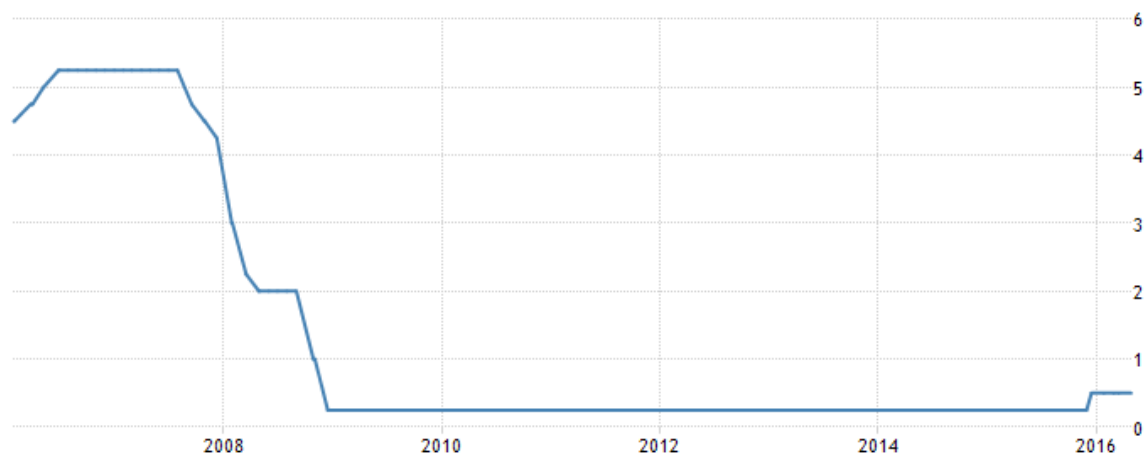


Zdroj: <http://www.tradingeconomics.com>

Obr. 2 Sazba refinancování ECB

Po roce 2012 v rámci podpory ekonomiky přistoupila ECB ke snížení základní sazby. Jak je patrné z grafu, během 4 let sazba klesla na úroveň 0%. Důvodem k takovému opatření byla slabá reakce ekonomik na postupné snižování sazeb a klesající úroveň inflace, která se začala přibližovat deflačnímu pásmu. S úrokovými sazbami na depozita, šla ECB ještě dál - od června 2014 jsou záporné. Je to bezprecedentní krok, který ve své podstatě znamená, že ECB penalizuje banky za ukládání depozit. Toto opatření by mělo podnítit banky, aby peníze neshromažďovaly, ale poskytovaly půjčky a úvěry, což by posílilo tok peněžních prostředků ve finančním systému. Stejnému cíli slouží kvantitativní uvolnění, které již bylo zmíněno výše. Během dvou let bylo provedeno ještě několik snížení. Po posledním, provedeném v březnu 2016 úroková sazba na depozita je na hodnotě -0,4%.

Situace ve Spojených státech se moc neliší od té v Evropě. Graf níže ukazuje, že úrokové sazby jsou také na nízké úrovni, a přetrvávají u nulové hranice po dobu přes pět let.



Zdroj: <http://www.tradingeconomics.com>

Obr. 3 Fed Funds Rate

Co se týká budoucího vývoje nejsou předpokládány razantní změny, výše úrokových sazeb bude zachována.

Současná situace není z makroekonomického pohledu v Evropě dobrá, ale z pohledu podniků nemohou být podmínky příznivější. Cena financování cizím kapitálem je na velmi nízké úrovni. Firmy mohou zahájit investiční činnosti, které by při vyšších úrokových sazbách byly nerentabilní. Faktorem, který by mohl společnosti odradit od takových aktivit, je očekávání růstu sazeb. Pravděpodobnost je však taková, že tato situace v dohledné době pravděpodobně nenastane. Z úvodního prohlášení k tiskové konferenci plyne, že ECB také neplánuje zvyšovat sazby, ale bude pokračovat v jejich udržování na stejné úrovni delší dobu (ECB, 2016).

Takový stav by měl mít pozitivní vliv na akciové trhy. Změna nastane, když ECB a Fed rozhodnou opustit současnou politiku a začnou postupně zvyšovat úrokové sazby. Ale jak již bylo zmíněno, o tom se zatím neuvažuje.

Inflace

Inflace patří mezi hlavní makroekonomické veličiny, charakterizující stav ekonomiky. Je natolik důležitá, že její udržování v určitém pásmu je stanoveno jako cíl monetární politiky jak v Evropě, tak v USA. Momentálně je tento cíl stanoven na úrovni 2%. Taková úroveň inflace je považována za zdravou a podporující dlouhodobý růst ekonomiky.

Inflace má v Evropě v poslední době klesající trend, což má na akciové trhy pozitivní vliv. Na druhou stranu příliš velký pokles přibližuje míru inflace k deflačnímu pásmu. Někteří ekonomové považují deflaci za větší problém pro ekonomiku než inflaci, která bude vyšší než inflační cíl. Deflace utlumuje hospodářský růst a negativně ovlivňuje domácí spotřebu – je to klesající spirála, která se může proměnit v recesi.



Zdroj: <http://www.tradingeconomics.com>

Obr. 4 Míra inflace v EU

Efektivním nástrojem jak ovlivnit míru inflace je změna úrokových sazeb. Proto tyto dva makroekonomické agregáty jsou těsně navzájem propojené. Vývoj úrokových sazeb a jejich historické veličiny již byly podrobně popsány. Zvýšení inflace na cílovou úroveň je dalším důvodem proč ECB a Fed pokračují v udržování nízké sazby.

Ve Spojených státech na konci roku 2015 inflace začala růst. Ale takový trend je spíše vítán, protože po dlouhé době se inflace odpoutala od deflační hranice a začala se blížit k inflačnímu cíli.



Zdroj: <http://www.tradingeconomics.com>

Obr. 5 Míra inflace v USA

Co se týká budoucího vývoje inflace v Evropě a Spojených státech, prognózy se opírají o politiku nízkých úrokových sazeb a dalších prorůstových opatření. Tato opatření by měla zajistit postupné zvyšování míry inflace do úrovně nižšího ale blízkého 2% do roku 2020.

Ekonomické a politické šoky

Tato skupina faktorů je obtížně předvídatelná, stejně jako reakce trhů na jednotlivé skutečnosti. Schopnost je předvídat je z větší části založena na znalostech a zkušenostech investora. V každém případě budou závěry velice subjektivní.

Po obecném zhodnocení současné situace ve Spojených státech a v Evropě lze konstatovat, že je nestabilní.

Ve Spojených státech se v listopadu 2016 konají prezidentské volby. Současný prezident Barack Obama již nemůže kandidovat, protože je ve funkci dvě volební období. To znamená, že na jeho místo přijde jiný kandidát, což se projeví ve změně politického a ekonomického kurzu země.

Jedním z hlavních současných problémů Evropy je migrační krize, která začala v roce 2015. Ohrožuje jak politickou, tak ekonomickou stabilitu. V různých zemích Evropy pobíhají demonstrace proti migrantům. Nejvíc jsou ovlivněny země, přes které se migranti dostávají na evropské území a země kam směřují: Německo, Rakousko, Maďarsko a severní země. Po teroristických útocích v Paříži a Bruselu se napětí ještě zvýšilo. Občané EU také nesouhlasí s mnohamiliardovými výdaji na podporu migrantů.

Závěry z globální analýzy

Na globální úrovni analýzy byly prozkoumány základní makroekonomické faktory a veličiny, které odrážejí vývoj ekonomiky a pomoci kterých lze do určité míry predikovat vývoj akciových trhů.

Ukazatele HDP ve Spojených státech a v Evropě dosahují kladných hodnot, odhady jsou také optimistické. Je to pozitivní signál pro akciové trhy. Ale tempo růstu se oproti očekávanému zpomalilo, což může vyvolat určitou opatrnost v chování investorů. Inflace v obou ekonomikách je hodně nízká, což má stejný dopad na akciové trhy jako vývoj HDP. Navíc implementována opatření by měla zajistit návrat míry inflace na úroveň inflačního cíle, který by měl dále podpořit

hospodářský růst. Úrokové sazby jsou na historickém minimu. Pro firmy je to nejlepší příležitost jak získat financování a zajistit budoucí růst zahájením investování do nových projektů.

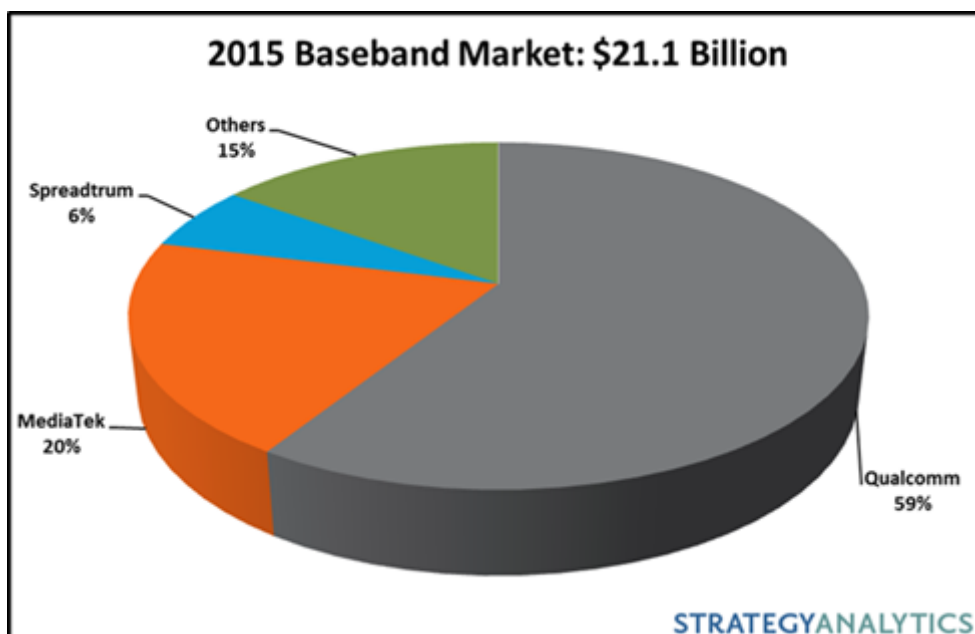
Bohužel, politická situace v Americe a Evropě je nestabilní. Tato skutečnost vnáší určitou míru nejistoty do celkem pozitivních makroekonomických indikátorů. Ale lze tvrdit, že budoucí vývoj ekonomiky se pozitivně projeví na akciových trzích. Po zohlednění všech výše uvedených faktorů lze předpokládat meziroční růst akciových trhů na úrovni 3 až 4%.

2.3 Analýza odvětví

Analyzovaná společnost patří mezi největší výrobce bezdrátových telekomunikačních zařízení, procesorů a poskytovatele služeb. Přesto že firma má široké portfolio výrobků, primárním zdrojem příjmů je prodej integrovaných obvodů.

Klíčový trh pro Společnost geograficky jednoznačně vymezit nelze. Důvodem je prodej konečných výrobků, zahrnujících produkty Společnosti, po celém světě. Většina obchodních aktivit je ale soustředěna v asijsko-tichomořské oblasti. Rozdělení tržeb je uvedeno v (Tab. 4)

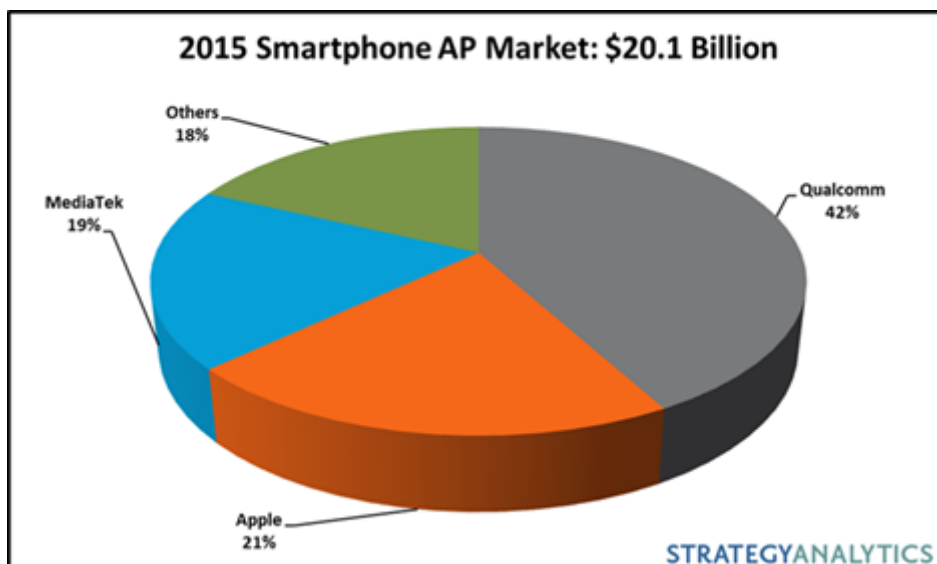
Vzhledem k tomu, že produkty Společnosti spadají do různých kategorií v rámci segmentu, určit podíl firmy lze pouze na úrovni jednotlivých kategorií.



Zdroj: www.strategyanalytics.com

Obr. 6 Trh baseband-procesorů

Trh baseband-procesorů lze považovat za jeden z klíčových pro Společnost. Z grafu je patrné, že firma má většinový podíl celého trhu. Ale konkurence na daném trhu je velice intenzivní, což znamená, že udržitelnost tak vysokého podílu je obtížná. Přesto analytici zmiňují, že díky rozšíření a obnovení portfolia bude rok 2016 pro Společnost pozitivní (Strategy Analytics, 2016a)

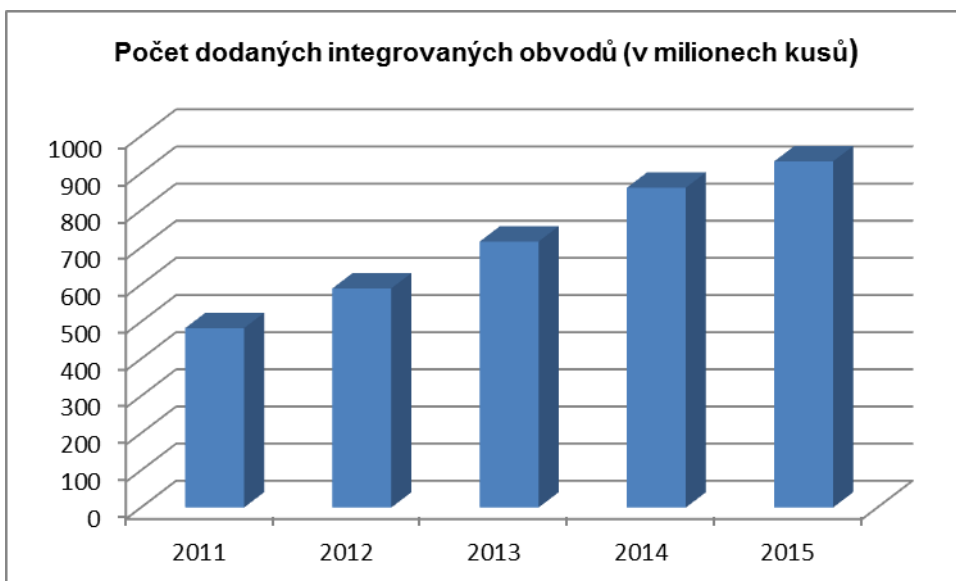


Zdroj: www.strategyanalytics.com

Obr. 7 Trh aplikačních procesorů

Trh s aplikačními procesory pro chytré telefony a tablety je druhým v pořadí významnosti. Podíl Společnosti nedosahuje 50%, ale je dvojnásobkem podílu nejbližších konkurentů – Apple a MediaTek. Přestože zůstává lídrem, rok 2015 nebyl pro Společnost úspěšný – její podíl klesl z 52% na 42%. Důvodem je silná konkurence a značný růst podílu společnosti Samsung, který představil novou generaci procesorů Exynos a zdvojnásobil tím prodeje. Na druhou stranu, Společnosti se podařilo podstatně rozšířit přítomnost ve středním cenovém segmentu, což by se mělo pozitivně odrazit na prodeji v následujících letech (Strategy Analytics, 2016b).

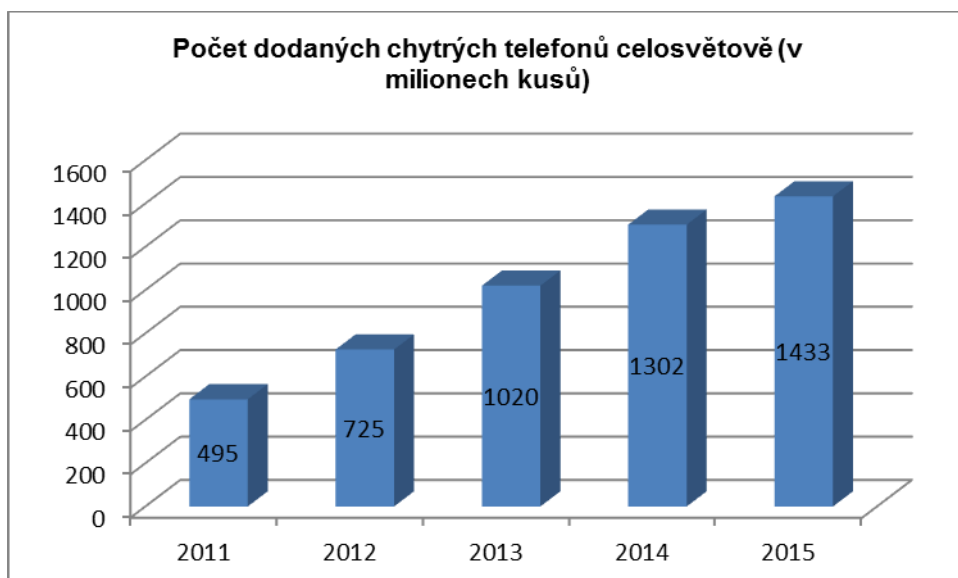
Vzhledem k výrobním kapacitám Společnost vykazuje každoroční růst. Vývoj lze pozorovat na grafu níže. V roce 2015 počet dodaných obvodů dosáhl 932 milionů kusů. Průměrný růst se nachází na úrovni 18%.



Zdroj: zpracováno podle výročních zpráv Qualcomm z roků 2011 - 2015

Obr. 8 Počet dodaných integrovaných obvodů

V následujících letech se očekává, že růst zpomalí. Je to dáno vývojem odvětví, které je v závěrečné fázi etapy rozvoje a prožívá transformaci do etapy stabilizace. Znakem ukončení růstové etapy je nasycení trhu. Tuto skutečnost je možno pozorovat na trhu chytrých telefonů, který spotřebovává největší část výstupu odvětví.



Zdroj: Vlastní zpracování podle zpráv IDC

Obr. 9 Počet dodaných chytrých telefonů

Je patrné, že tempo růstu je klesající. Americké a Evropské trhy jsou blízko nasycení. Čína, která je největším trhem a má 30% podíl na celosvětových prodejkách, poprvé ukázala meziroční pokles prodejků o 4% (ET Telecom, 2015). Pravděpodobně posledním regionem, který má růstový potenciál je Indie. Konkurence na daném trhu bude značná, protože v případě úspěchu budou společnosti schopny udržet růst.

Dodavatelé

Strategie Společnosti je taková, že většina integrovaných obvodů je vyráběná pomocí výrobních kapacit třetích stran. Využity jsou dva modely:

- První spočívá v tom, že dodavatel vyrábí, montuje a testuje produkt Společnosti.
- Druhým je dvoustupňový výrobní model. Společnost nakupuje základní desku od výrobce polovodičů, kterou pak posílá třetí straně, kde probíhá montáž a finální testování.

V obou modelech jsou dodavatelé zodpovědní za nákup surovin. Taková strategie má výhodu v tom, že Společnost je flexibilní – má možnost umístit výrobu tam, kde je levnější. Také neváže kapitál vysokými dlouhodobými investicemi do výrobních závodů. Ale tato strategie má také mnoho nevýhod. Největší, je silná závislost na dodavatelích, a jejich neschopnosti pružně reagovat na tržní poptávku. Společnost musí zadat objednávku předem, přitom objednávané množství je založeno na odhadech. V případě odchylek vznikají nadbytečné zásoby anebo nedostatek produktu.

Odběratelé

Jak již bylo zmiňováno, portfolio Společnosti zahrnuje širokou škálu produktů. Proto existuje významné množství drobných a velkých odběratelů. Ale existuje několik odběratelů, kteří mají historicky podstatný podíl na tržbách. Mezi ně patří Samsung Electronics, Hon Hai Precision Industry Co., Ltd./Foxconn a někteří další dodavatelé pro Apple Inc. Každý z těchto odběratelů generuje přes 10% tržeb Společnosti.

Přestože spolupráce s velkými odběrateli má určité výhody, Společnost je vystavena riziku. V případě ukončení spolupráce z jakýkoliv důvodů tržby

Společnosti výrazně klesnou, což negativně ovlivní roční výsledky a následně akciové kurzy.

Závěry z odvětvové analýzy

Provedená analýza ukázala, že odvětví rostlo nadprůměrným tempem, s hodnotou pohybující se kolem 18%. Nicméně tři základní trhy: Americký, Evropský a Čínský ukazují současně znaky nasycení. To znamená, že přechod odvětví směřuje z etapy rozvoje do etapy stabilizace. Existuje však jeden trh, který má prostor pro růst – je to trh Indický. Na něm bude soustředěna pozornost všech hráčů v odvětví. Z výše uvedeného lze předpokládat, že trh bude i nadále růst ale postupně klesajícím tempem, které se za několik let ustálí na úrovni v 5%

Odvětví lze charakterizovat jako cyklické. Produkty Společnosti se neprodávají samostatně, jsou ale součástí konečných výrobků, které ve své většině patří do segmentu spotřebitelské elektroniky. Zboží tohoto typu se nejlépe prodává v době prosperity, v době recese po něm naopak poptávka klesá.

Odvětví, ve kterém analyzovaná společnost působí, je členěna do několika segmentů. Ve většině je Společnost lídrem. Na druhou stranu ostrá konkurence vyvíjí silný tlak, který nutí investovat značný kapitál do technologií a R&D, aby Společnost mohla i nadále zůstat na prvním místě.

Výhodou Společnosti oproti konkurenci je široké portfolio produktů, technologií, patentů a také spolupráce s velkými odběrateli. Hlavním rizikovým faktorem je zvolená výrobní strategie a z ní plynoucí nevýhody.

2.4 Firemní analýza

Poté, co byla provedena globální fundamentální analýza, kde byl prozkoumán vliv nejdůležitějších makroekonomických faktorů a veličin na oceňovanou společnost a analýza odvětvová, která poskytla informace o trhu, na kterém Společnost působí, se nyní zaměříme na třetí stupeň analýzy a tou je analýza firemní. V této etapě bude pozornost věnována výsledkům a vývoji Společnosti. Zdrojem informací sloužily výroční zprávy z roku 2010 až 2015 a účetní závěrky za stejné období.

Nejdříve bude provedena analýza finanční, která poskytne informace o struktuře a finančním stavu Společnosti a následovně bude proveden výpočet vnitřní hodnoty akcie. Porovnáním této hodnoty s tržním kurzem bude zjištěno, jestli je akcie

podhodnocená, nadhodnocená či správně oceněná a na základě toho bude následně vysloveno investiční doporučení.

Finanční analýza

Analýza rozvahy

Aktiva Společnosti mají následující strukturu.

Tab. 7 Struktura aktiv - vertikální vyjádření

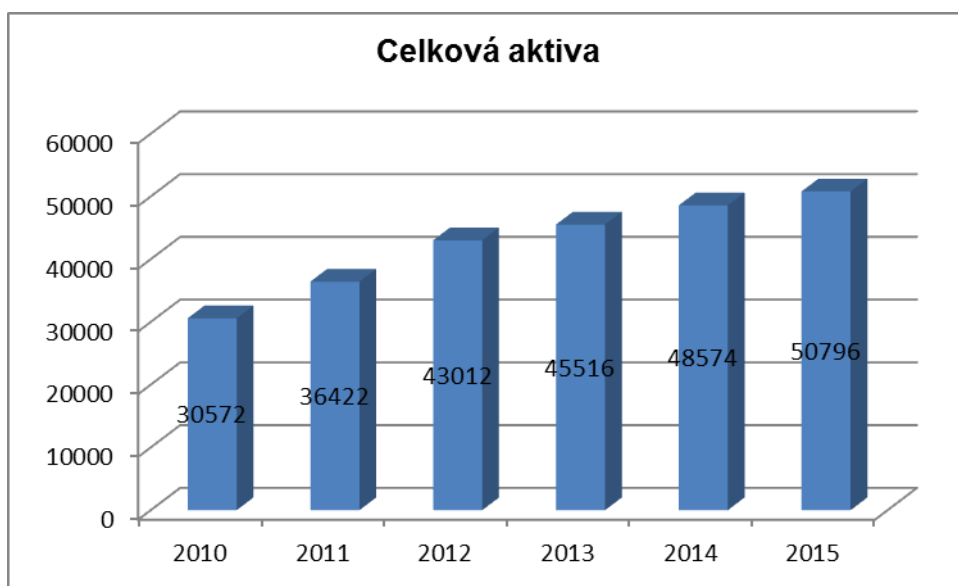
Aktiva	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Peníze a peněž. ekv.	11,6%	15,0%	8,9%	13,5%	16,3%	14,9%
Krátkodobý. fin. majetek	22,0%	17,0%	19,9%	19,4%	19,9%	19,2%
Krátkodobé pohledávky	2,4%	2,7%	3,4%	4,7%	5,0%	3,9%
Zásoby	1,7%	2,1%	2,4%	2,9%	3,0%	2,9%
Kr. odložené daňové pohl.	1,0%	1,5%	0,7%	1,3%	1,2%	1,3%
Ostatní oběžná aktiva	0,9%	0,9%	1,1%	1,3%	0,8%	1,4%
Oběžná aktiva	39,7%	39,2%	36,4%	43,0%	46,1%	43,5%
Dlouhodobý fin. majetek	26,6%	25,4%	33,6%	31,7%	29,8%	26,8%
Dl. odložené daňové pohl	6,3%	4,7%	3,3%	2,3%	2,4%	2,9%
Aktiva na prodej	0,0%	2,0%	2,6%	0,2%	0,0%	0,0%
Dlouhodobý hmotný majetek	7,8%	6,6%	6,6%	6,6%	5,1%	5,0%
Goodwill	4,9%	9,4%	9,1%	8,7%	9,2%	10,8%
Dl. nehmotný majetek	9,9%	8,5%	6,8%	5,6%	5,3%	7,4%
Ostatní aktiva	4,9%	4,0%	1,6%	1,9%	2,0%	3,7%
Aktiva celkem	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Zdroj: zpracováno podle výročních zpráv Qualcomm z roků 2011 - 2015

Z vertikální analýzy struktury aktiv je patrné, že oběžná aktiva tvoří 35 až 45 procent, přičemž největšími položkami jsou peníze a peněžní ekvivalenty a krátkodobý finanční majetek. Jedním z důvodů tak velkého podílu těchto položek na celkových aktivech je daňová politika Spojených států. Jak již bylo zmiňováno, sídlo Společnosti se nachází v Kalifornii v USA, ale většina obchodních aktivit je soustředěná v Číně a Jižní Koreji. To znamená, že příjmy z těchto aktivit jsou ukládány v těchto zemích. Pokud by Společnost chtěla příjmy přesunout do USA, byly by zdaněny. Ve své zprávě Společnost uvádí, že zdroje hotovosti a likvidity pocházející z USA jsou postačující pro pokrytí nákladů na daném území, a není proto důvod k repatriaci kapitálu.

Významnou položkou dlouhodobého majetku je dlouhodobý finanční majetek, který má 30procentní podíl na bilanční sumě a tvoří skoro polovinu stálých aktiv. Podíl dlouhodobého hmotného majetku je naopak velmi nízký a tvoří pouze 5-8%. Je to dáno tím, že klíčovým pro Společnost je majetek duševní. Výroba je zajištěna smlouvou s dodavateli.

Určitá volatilita jednotlivých položek je patrná, ale nelze tvrdit, že existuje nějaký trend. Členění aktiv zůstává poměrně stabilní, bez ohledu na to, že bilanční suma v absolutním vyjádření vykazuje každoroční růst.



Zdroj: zpracováno podle výročních zpráv Qualcomm z roků 2011 - 2015

Obr. 10 Vývoj stavu celkových aktiv

Horizontální analýza ukazuje na relativně velký růst oběžných aktiv, které klesly poprvé v roce 2015. Tento pokles byl způsoben zpětným nákupem vlastních akcií. Ještě jednou položkou vykazující rostoucí trend je Goodwill, který vykazuje průměrný meziroční růst na úrovni 15%. V absolutních číslech je hodnota této položky v roce 2015 trojnásobkem hodnoty z roku 2010. Výše dlouhodobého finančního majetku, který je jednou z největších položek, po razantním nárůstu v roce 2012 zůstala v následujících letech skoro neměnná.

Tab. 8 Struktura aktiv - horizontální vyjádření

Aktiva - meziroční růst/pokles v %	2011	2012	2013	2014	2015
Peníze a peněž. ekv.	54,0%	-30,3%	61,3%	28,7%	-4,4%
Krátkodobý. fin. majetek	-8,1%	38,4%	3,0%	9,5%	1,1%
Krátkodobé pohledávky	36,0%	46,9%	46,8%	12,6%	-18,6%
Zásoby	44,9%	34,6%	26,4%	12,0%	2,3%
Kr. odložené daňové pohl.	67,3%	-42,5%	85,4%	0,7%	10,1%
Ostatní oběžná aktiva	25,8%	36,7%	20,9%	-29,9%	71,3%
Oběžná aktiva	17,8%	9,5%	25,0%	14,6%	-1,4%
Dlouhodobý fin. majetek	14,0%	56,2%	-0,2%	0,1%	-5,7%
Dl. odložené daňové pohl.	-11,4%	-17,1%	-25,0%	10,9%	23,8%
Aktiva na prodej		48,7%	-93,5%	0,0%	0,0%
Dlouhodobý hmotný majetek	1,7%	18,1%	5,1%	-17,0%	1,9%
Goodwill	130,6%	14,1%	1,5%	12,9%	22,1%
Dl. nehmotný majetek	2,5%	-5,2%	-13,1%	1,1%	45,0%
Ostatní aktiva	-2,4%	-54,1%	27,9%	12,6%	91,1%
Aktiva celkem	19,1%	18,1%	5,8%	6,7%	4,6%

Zdroj: zpracováno podle výročních zpráv Qualcomm z roků 2011 – 2015

Struktura **pasiv** je uvedena v tabulce níže.

Tab. 9 Struktura pasiv

Pasiva (v mil. USD)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Závazky z obch. vztahů	1 231	1 613	1 962	2 393	2 985	2 161
Krátkodobý dluh						1 000
Ostatní závazky	4 237	3 676	3 340	2 820	3 028	2 939
Krátkodobé závazky	5 468	5 289	5 302	5 213	6 013	6 100
Dlouhodobý dluh						9 969
Ostatní dl. závazky	761	620	426	550	428	817
Odložené závazky	3 485	3 541	3 739	3 666	2 967	2 496
Cizí zdroje	9 714	9 450	9 467	9 429	9 408	19 382
Vložený kapitál	6 856	10 394	11 956	9 874	7 736	
Nerozdělený zisk	13 305	16 204	20 701	25 461	30 799	31 226
Ostatní	697	353	866	753	634	195
Vlastní kapitál	20 858	26 951	33 523	36 088	39 169	31 421
Pasiva celkem	30 572	36 422	43 012	45 516	48 574	50 796

Zdroj: zpracováno podle výročních zpráv Qualcomm z roků 2011 – 2015

Pasiva vykazují stejnou stabilitu vývoje jako aktiva. Krátkodobé závazky rostou mírným tempem, ale výše celkových cizích zdrojů zůstává přibližně na stejné úrovni. Mnohem výraznější růst vykazuje vlastní kapitál. Tato položka je ovlivněna především výší nerozděleného zisku, který dosahoval průměrného meziročního tempa růstu okolo 22%. Výjimkou je však rok 2015, kdy došlo k zvýšení míry zadlužení o více, než 100%. Vznik tohoto dluhu je spojen s již zmíněným výkupem vlastních akcií. Společnost se rozhodla vydat dluhopisy, aby nedošlo k prudkému poklesu likvidních prostředků.

Tab. 10 Struktura pasiv - vertikální vyjádření

Pasiva	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Závazky z obch. vztahů	4,0%	4,4%	4,6%	5,3%	6,1%	4,3%
Krátkodobý dluh	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%
Ostatní závazky	13,9%	10,1%	7,8%	6,2%	6,2%	5,8%
Krátkodobé závazky	17,9%	14,5%	12,3%	11,5%	12,4%	12,0%
Dlouhodobý dluh	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	19,6%
Ostatní dl. závazky	2,5%	1,7%	1,0%	1,2%	0,9%	1,6%
Odložené závazky	11,4%	9,7%	8,7%	8,1%	6,1%	4,9%
Cizí zdroje	31,8%	25,9%	22,0%	20,7%	19,4%	38,2%
Vložený kapitál	22,4%	28,5%	27,8%	21,7%	15,9%	0,0%
Nerozdělený zisk	43,5%	44,5%	48,1%	55,9%	63,4%	61,5%
Ostatní	2,3%	1,0%	2,0%	1,7%	1,3%	0,4%
Vlastní kapitál	68,2%	74,0%	77,9%	79,3%	80,6%	61,9%
Pasiva celkem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Zdroj: zpracováno podle výročních zpráv Qualcomm z roků 2011 – 2015

Z tabulky výše vyplývá, že ačkoliv v absolutním vyjádření krátkodobé závazky rostly, tvořily stále nižší podíl na celkových pasivech. Důležitým ukazatelem je podíl vlastního kapitálu, který během let 2010 až 2014 neustále narůstal a tvořil 70 až 80%. Tento příznivý trend byl narušen v roce 2015, kdy podíl klesl na úroveň 62%. Další vývoj tohoto ukazatele zatím není jasný, ale ve výroční zprávě bylo uvedeno, že zpětný odkup vlastních akcií bude pokračovat a proto existuje pravděpodobnost vydání nových dluhopisů.

Analýza výsledovky

Následujícím krokem je rozbor výsledovky.

Tab. 11 Struktura výsledovky

	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby:					
Zařízení a služby	9 223	12 465	16 988	18 625	17 079
Licencování	5 734	6 656	7 878	7 862	8 202
Tržby celkem:	14 957	19 121	24 866	26 487	25 281
Náklady					
Spotřeba materiálu a služeb	4 877	7 096	9 820	10 686	10 378
Výzkum a vývoj	2 995	3 915	4 967	5 477	5 490
Obecné, prodejní a administrativní náklady	2 059	2 428	2 849	2 774	3 637
Provozní zisk	5 026	5 682	7 230	7 550	5 776
Investiční zisk	661	880	987	1 233	815
EBIT	5 687	6 562	8 217	8 783	6 591
Úrokové náklady			23	5	104
Daň z příjmu	1 132	1 279	1 349	1 244	1 219
Zisk z pokračujících činností	4 555	5 283	6 845	7 534	5 268
Ukončené činnosti	-313	776		430	
Čistý zisk (EAT)	4 242	6 059	6 845	7 964	5 268

Zdroj: zpracováno podle výročních zpráv Qualcomm z roků 2011 – 2015

Hospodářské výsledky Společnosti jsou ve sledovaném období velmi pozitivní. Každý rok Společnost investuje značný kapitál do výzkumu a vývoje s cílem zajistit budoucí růst. To je ale nejistá investice, která přímo nepodléhá ohodnocení. Konečný výsledek se může značně lišit od výsledku očekávaného. Můžeme ale říci, že tyto investice byly úspěšné a Společnosti se podařilo rozšířit portfolio, vyvinout nové produkty v nižších cenových segmentech a to se pozitivně odrazilo v růstu tržeb.

Náklady rostou přibližně stejným tempem, jako růst tržeb. Obecné, prodejní a administrativní náklady nepatří mezi největší položky, ale v roce 2015 byl zaznamenán jejich markantní vzestup. Jako reakce byl Společnosti oznámen tzv. Strategic Realignment Plan, který zahrnuje soubor postupů, jenž by měly zlepšit celkovou efektivitu, optimalizovat strukturu podniku a snížit náklady.

Tab. 12 Struktura výsledovky - horizontální vyjádření

	2012	2013	2014	2015
Tržby:				
Zařízení a služby	35,2%	36,3%	9,6%	-8,3%
Licencování	16,1%	18,4%	-0,2%	4,3%
Tržby celkem:	27,8%	30,0%	6,5%	-4,6%
Náklady				
Spotřeba materiálu a služeb	45,5%	38,4%	8,8%	-2,9%
Výzkum a vývoj	30,7%	26,9%	10,3%	0,2%
Obecné, prodejní a administrativní náklady	17,9%	17,3%	-2,6%	31,1%
Provozní zisk	13,1%	27,2%	4,4%	-23,5%
Investiční zisk	33,1%	12,2%	24,9%	-33,9%
EBIT	15,4%	25,2%	6,9%	-25,0%
Úrokové náklady		-	-78,3%	1980,0%
Daň z příjmu	13,0%	5,5%	-7,8%	-2,0%
Zisk z pokračujících činností	16,0%	29,6%	10,1%	-30,1%
Ukončené činnosti	-		-	
Čistý zisk (EAT)	42,8%	13,0%	16,3%	-33,9%

Zdroj: zpracováno podle výročních zpráv Qualcomm z roků 2011 – 2015

Jedním z hlavních ukazatelů, který investoři sledují je čistý zisk (EAT). Z výsledovky je patrné, že tento ukazatel nabývá relativně vysokých hodnot. Meziroční růst je také významný, do roku 2014 činil v průměru 21%. Důvodem vynechání výsledku z roku 2015 je velká odchylka od vývojového trendu předchozích let. Tento pokles nepovažují za následek špatného hospodaření Společnosti. Je dán strukturálními změnami a vývojem trhu.

3. Stanovení vnitřní hodnoty akcie Qualcomm Inc.

V závěrečné části diplomové práce bude proveden výpočet vnitřní hodnoty akcie, která bude následně porovnána s tržním kurzem. Výsledky budou shrnuty v podobě investičního doporučení. Zvolenými modely pro stanovení vnitřní hodnoty Qualcomm Inc. jsou:

- Dividendový diskontní model
- Ziskový model

Aktuální tržní kurz, který bude použit při porovnání, je akciový kurz společnosti ke dni 28. 09. 2015. Jeho výše činí 53,05 USD.

Dividendový diskontní model

Pro výpočet vnitřní hodnoty pomocí dividendového diskontního modelu je potřeba nejdřív provést analýzu vyplacených dividend. Společnost má politiku každoroční výplaty dividend, což je nezbytným podkladem pro výpočet pomocí tohoto modelu. Společnost vyplácí dividendy již poměrně dlouhou dobu, proto použitý vzorek z let 2008 – 2015 by měl odpovídat dlouhodobému trendu.

Hodnoty vyplacených dividend a meziroční změny jsou uvedeny v tabulce dole.

Tab. 13 Vyplacené dividendy (v USD) a meziroční změny

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
0,64	0,68	0,76	0,86	1	1,4	1,68	1,92
X	6,3%	11,8%	13,2%	16,3%	40,0%	20,0%	14,3%

Zdroj: zpracováno podle výročních zpráv Qualcomm z roků 2011 – 2015

Míru růstu dividend zjistíme pomocí vzorce

$$g = \sqrt[8]{\frac{DM}{DS}} - 1$$

kde g je míra růstu dividend

DM je hodnota dividendy v roce 2015

DS je hodnota dividendy v roce 2008

Dosažením do vzorce získáme hodnotu parametru $g=15\%$

Ovšem taková míra růstu společnosti v následujících letech nevypadá jako reálná. Podporuje tento názor jak globální analýza, tak analýza odvětví. Když prozkoumáme absolutní hodnoty dividend, zjistíme, že částky jsou relativně malé. Proto nárůst o několik centů v absolutních veličinách v procentuálním vyjádření je tak velký. To je dalším důvodem proč míra růstu dividend v následujících letech pravděpodobně klesne.

Za reálnou považuji míru růstu 15% v roce 2016, 10% v roce 2017 a 5% v roce 2018. Počínaje rokem 2018 míra růstu ustálí na úrovni 5%.

Vzorec pro výpočet vnitřní hodnoty v takovém případě bude vypadat takto:

$$V_0 = \frac{D_0(1 + g_1)}{1 + k} + \frac{D_0(1 + g_1)(1 + g_2)}{(1 + k)^2} + \frac{D_0(1 + g_1)(1 + g_2)(1 + g_3)}{(1 + k)^3} + \frac{D_0(1 + g_1)(1 + g_2)(1 + g_3)^2}{(1 + k)^3(k - g_3)}$$

kde V_0 je běžná vnitřní hodnota akcie

D_0 je dividenda v běžném období

$g_1 = 15\%$

$g_2 = 10\%$

$g_3 = 5\%$

k je požadovaná výnosová míra z akcie

Posledním vstupem nutným pro výpočet vnitřní hodnoty je požadovaná výnosová míra z akcie nebo požadované náklady vlastního kapitálu.

Bezriziková sazba vychází z výnosnosti státních dluhopisů USA, které jsou považovány za bezrizikový dluhový instrument. Sazba činí 3%

Riziková prémie rozvinutého kapitálového trhu je odvozená od hodnot takových trhů, jako USA, Velká Británie a Japonsko. Prémie se pohybuje na úrovni 5%. (Údaje byly odhadnuty pomocí dat od Damodarana, umístěné na serveru www.damodaran.com)

Protože je analyzovaný titul obchodován na regulovaném trhu USA, který patří mezi vyspělé trhy, není potřeba rizikovost dále upravovat o například rizikovou prémii země.

Beta byla zvolena metodou analogie, tj. byla převzata průměrná hodnota podobných podniků v odvětví. Analyzovaná společnost spadá do segmentu Telecommunication equipment. Podle aktualizovaných Damodaranových dat v segmentu působí 478 podniků. Hodnota nezadluženého beta-faktoru je odhadnuta na úrovni 1,12.

Během dlouhé doby Společnost vykazovala velmi nízkou míru zadlužení. V roce 2015 Společnost vydala dluhopisy s cílem zachovat úroveň likvidity po zpětném nákupu vlastních akcií. Z toho důvodu je potřeba přepočítat nezadlužený beta-koefficient na současné zadlužení firmy.

Výpočet lze provést dle vzorce:

$$\beta_z = \beta_n \left(1 + (1 - d) \frac{ÚCKm}{VKm} \right)$$

kde β_z je beta-koefficient zadluženého podniku

β_n je beta-koefficient nezadluženého podniku

d je daňová sazba

ÚCKm je úročený cizí kapitál v tržním vyjádření

VKm je vlastní kapitál v tržním vyjádření

Výsledná hodnota zadluženého beta-koefficientu je 1,21.

Požadovaná výnosová míra / náklady vlastního kapitálu

Pro výpočet této veličiny bude použit model (CAPM). Již zjištěné veličiny poslouží jako vstupy pro daný model. Základní vztah je následující:

$$n_{VKZ} = r_f + \beta_z * RPKT + RPZ + DP$$

kde β_z je beta-koefficient zadluženého podniku

n_{VKZ} je náklady vlastního kapitálu při daném zadlužení

r_f je bezriziková výnosová míra

RPKT je riziková prémie vyspělého kapitálového trhu

DP jsou další prémie

V našem případě vzorec bude mít následující tvar:

$$n_{VKZ} = r_f + \beta_z * RPKT$$

kde použité symboly jsou stejné

Máme všechny údaje pro výpočet vážených průměrných nákladů kapitálu, neboli **WACC**. Bude použit vzorec:

$$WACC = \frac{E}{E + D + PS} \times k_e + \frac{D}{E + D + PS} \times k_d + \frac{PS}{E + D + PS} \times k_{ps}$$

kde E je tržní hodnota vlastního kapitálu získaného emisí kmenových akcií

D je tržní hodnota cizího kapitálu

PS je tržní hodnota kapitálu získaného emisí prioritních akcií

k_e jsou náklady na vlastní kapitál

k_d jsou náklady na cizí kapitál

k_{ps} jsou náklady na kapitál získaný emisí prioritních akcií

WACC = 8,69%

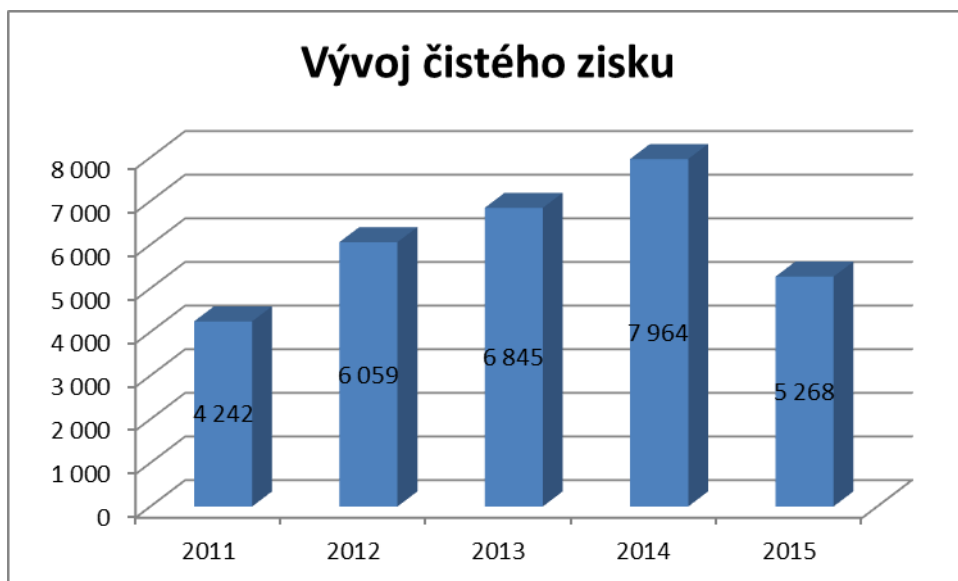
Máme všechny údaje pro výpočet vnitřní hodnoty metodou dividendových diskontních modelů.

$$V_0 = 2,03 + 2,06 + 1,98 + 56,5 = 62,57$$

Vnitřní hodnota společnosti Qualcomm stanovená dle dividendového diskontního modelu rovná se 62,57 USD. Porovnáním s tržním kurzem, který činí 53,05 USD, docházíme k závěru, že akciový titul je **podhodnocený**.

Ziskové modely

Prvním krokem při použití tohoto modelu je zkoumání vývoje čistého zisku společnosti. Sledovaným obdobím je rok 2011 – 2015. Vývoj čistého zisku je znázorněn na obrázku níže.



Zdroj: zpracováno podle výročních zpráv Qualcomm z roků 2011 - 2015

Obr. 11 Vývoj čistého zisku

Z grafu je patrné, že čistý zisk Společnosti vykazoval rostoucí trend, klesl poprvé v roce 2015.

Průměrná míra růstu, která byla spočítána metodou geometrického průměru, se rovná 6%. Lze konstatovat, že čistý zisk vykazuje rostoucí trend.

Ukazatel *běžného P/E ratio* je dán poměrem tržního kurzu akcie a posledního zveřejněného čistého zisku na akci. Dosažením hodnot získám ukazatel ve výši 16,07.

Je podstatně vyšší než míra růstu čistého zisku, což znamená, že akcie je **nadhodnocená**. Ale když za referenční období zvolím rok 2011 – 2014, tj. nebude zahrnut poslední rok, vývoj kterého je mimo trend, průměrná míra růstu vychází 23%. Tímto dospějeme k závěru opačnému, tj. že akcie je **podhodnocená**.

Osobně se přikláním k názoru, že poslední rok ve výpočtech by zahrnout být neměl – je to příliš velká odchylka od základního trendu.

Výpočet **normálního P/E ratio** je proveden podle vzorce:

$$\frac{P}{E}n = \frac{p}{k - g}$$

kde p je dividendový výplatní poměr

g je míra růstu čistého zisku

k je stejné jako v předchozích vzorcích

Však výpočet tohoto poměru není možný, protože míra růstu převyšuje požadovanou výnosovou míru. Analogicky, nelze spočítat hodnotu **Sharpova P/E ratio**, protože jmenovatel je u obou vzorců stejný.

Investiční doporučení

Na základě výpočtu vnitřní hodnoty akcie společnosti Qualcomm Inc. metodou diskontního dividendového modelu a ziskového modelu výsledkem je, že akcie je podhodnocená. To znamená, že v budoucnu je očekáván její růst. Proto investičním doporučením je tyto akcie **koupit**.

Závěr

Cílem diplomové práce bylo podrobně rozebrat teoretická východiska fundamentální analýzy, která je jednou z nejpoužívanějších metod, a následně je aplikovat v praktické části. Výsledek analýzy je představen v podobě investičního doporučení.

Samotná analýza je členěná do 3 etap: analýzy globální, odvětvové a firemní.

V rámci globální fundamentální analýzy jsem zkoumal vliv jednotlivých makroekonomických veličin na vývoj cen akcii. Qualcomm Inc. je nadnárodní společností, proto nebylo správné sledovat pouze jednu ekonomiku. Svoji pozornost jsem zaměřil na ekonomiku Evropy a USA, protože větší část poptávky je generovaná tam.

Následující etapou byla analýza odvětvová. Cílem této části je prozkoumat tržní prostředí, na kterém Qualcomm působí. Analyzoval jsem trh jako celek, jeho perspektivy a možné problémy. Také jsem ohodnotil pozici Společnosti v odvětví. Odvětvová analýza je nezbytná pro úspěšné investiční rozhodnutí.

Poslední etapou je firemní fundamentální analýza, v rámci které jsem stanovil vnitřní hodnotu akcie. Tuto hodnotu jsem pak porovnal s tržním kurzem. Závěrem firemní analýzy je investiční doporučení, které zní – akcie koupit.

Seznam literatury

Monografie

- 1) Durčaková, J., Mandel M. *Mezinárodní finance. 4. aktualizované a doplněné vydání.* 4. Vyd. Praha: Management press, 2010. 494 s. ISBN 978-80-7261-221-5.
- 2) Jílek, J. *Akciové trhy a investování,* 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3
- 3) Kohout, P. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí,* 6. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. 292 s. ISBN 978-80-247-3315-9
- 4) Mařík, M. *Metody oceňování podniku,* 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5
- 5) Musílek, P. *Trhy cenných papírů,* 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5
- 6) Veselá, J. *Investování na kapitálových trzích,* 2. Vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2011. 780 s. ISBN 978-80-7357-647-9

Internetové zdroje

- 1) Damodaran [online] Country Default Spreads and Risk Premiums. [cit. 08-04-2016]. Dostupný z http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- 2) Damodaran [online] Implied Equity Risk Premiums - United States. [cit. 08-04-2016]. Dostupný z <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- 3) EC: European economic outlook [online] 2016. [cit. 01-05-2016]. Dostupný z http://ec.europa.eu/economy_finance/explained/economies_of_europe/european_economic_outlook/index_en.htm
- 4) ECB: Introductory statement to the press conference (with Q&A) [online] 2016. [cit. 02-05-2016]. Dostupný z <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160421.en.html>

- 5) ET Telecom: Chipmakers Qualcomm, MediaTek, Spreadtrum battle it out in Indian smartphone market [online] 2015. [cit. 20-03-2016]. Dostupný z <http://telecom.economictimes.indiatimes.com/news/devices/chipmakers-qualcomm-mediatek-spreadtrum-battle-it-out-in-indian-smartphone-market/48609228>
- 6) Forbes: Q&A with Qualcomm Chief Executive Paul Jacobs [online] 2016. [cit. 18-04-2016]. Dostupný z <http://www.forbes.com/sites/briancaulfield/2012/07/18/qa-qualcomm-chief-executive-paul-jacobs/#49254a3a5e13>
- 7) OECD: Global Economic Outlook and Interim Economic Outlook [online] 2016. [cit. 28-03-2016]. Dostupný z <http://www.oecd.org/eco/outlook/economicoutlook.htm>
- 8) Strategy Analytics: Baseband Revenue Declines 5 Percent in 2015 [online] 2016a. [cit. 02-05-2016]. Dostupný z <https://www.strategyanalytics.com/strategy-analytics/news/strategy-analytics-press-releases/strategy-analytics-press-release/2016/02/17/strategy-analytics-baseband-revenue-declines-5-percent-in-2015#.VzmTziHpyRM>
- 9) Strategy Analytics: Smartphone Apps Processor Revenue Declined 4 Percent in 2015 to Reach \$20.1 Billion [online] 2016b. [cit. 02-05-2016]. Dostupný z [https://www.strategyanalytics.com/strategy-analytics/news/strategy-analytics-press-releases/strategy-analytics-press-release/2016/02/17/strategy-analytics-smartphone-apps-processor-revenue-declined-4-percent-in-2015-to-reach-\\$20.1-billion#.VzmSoCHpyRM](https://www.strategyanalytics.com/strategy-analytics/news/strategy-analytics-press-releases/strategy-analytics-press-release/2016/02/17/strategy-analytics-smartphone-apps-processor-revenue-declined-4-percent-in-2015-to-reach-$20.1-billion#.VzmSoCHpyRM)
- 10) The Economist: Taking Europe's pulse - European economic guide [online] 2016. [cit. 24-02-2016]. Dostupný z <http://www.economist.com/blogs/graphicdetail/2016/02/taking-europe-s-pulse>
- 11) Qualcomm: Annual reports [online] 2016. [cit. 21-03-2016]. Dostupný z <http://investor.qualcomm.com/annuals-proxies.cfm>

12)Qualcomm: Dividend/Split History [online] 2016. [cit. 12-03-2016]. Dostupný z <http://investor.qualcomm.com/dividends.cfm>

13)Qualcomm Incorporated Common Stock Historical Stock Prices [online] 2016. [cit. 22-04-2016]. Dostupný z <http://www.nasdaq.com/symbol/qcom/historical>

Seznam obrázků a tabulek

Seznam obrázků

Obr. 1 Počet zaměstnanců Společnosti v tisících.....	26
Obr. 2 Sazba refinancování ECB	30
Obr. 3 Fed Funds Rate.....	30
Obr. 4 Míra inflace v EU	32
Obr. 5 Míra inflace v USA.....	32
Obr. 6 Trh baseband-procesorů	35
Obr. 7 Trh aplikačních procesorů	36
Obr. 8 Počet dodaných integrovaných obvodů.....	37
Obr. 9 Počet dodaných chytrých telefonů.....	37
Obr. 10 Vývoj stavu celkových aktiv	41
Obr. 11 Vývoj čistého zisku	50

Seznam tabulek

Tab. 1 Vliv makroekonomických a odvětvových faktorů na pohyb akciových kurzů (USA, 1961-69, v procentech).....	12
Tab. 2 Výnosová míra v období expanze (svět, 1989-2009)	18
Tab. 3 Výnosová míra v období recese (svět, 1989-2009).....	18
Tab. 4 Rozdělení tržeb (v milionech dolarů).....	27
Tab. 5 Prognóza vývoje HDP v EU	28
Tab. 6 Prognóza vývoje celosvětové ekonomiky a ekonomiky USA	29
Tab. 7 Struktura aktiv - vertikální vyjádření	40
Tab. 8 Struktura aktiv - horizontální vyjádření	42
Tab. 9 Struktura pasiv	42
Tab. 10 Struktura pasiv - vertikální vyjádření	43
Tab. 11 Struktura výsledovky	44
Tab. 12 Struktura výsledovky - horizontální vyjádření	45
Tab. 13 Vyplacené dividendy (v USD) a meziroční změny.....	46

ANOTAČNÍ ZÁZNAM

AUTOR	Viacheslav Ulasevich		
STUDIJNÍ OBOR	6208T138 Globální podnikání a finanční řízení podniku		
NÁZEV PRÁCE	Fundamentální analýza akciového titulu QUALCOMM Inc.		
VEDOUCÍ PRÁCE	doc. Ing. Romana Čížinská, Ph.D.		
KATEDRA	KFRP - Katedra finančního řízení podniku	ROK ODEVZDÁNÍ	2016
POČET STRAN	56		
POČET OBRÁZKŮ	11		
POČET TABULEK	13		
POČET PŘÍLOH	0		
STRUČNÝ POPIS	<p>Zaměřením této diplomové práce je fundamentální analýza akcii. Součástí práce je analýza akciového titulu společnosti Qualcomm Inc., který je obchodován na regulovaném trhu Nasdaq. Cílem diplomové práce je provedení analýzy na třech úrovních: globálním, odvětvovém, firemním a výpočet vnitřní hodnoty vybrané akcie. Po aplikaci teoretických přístupů byly identifikovány faktory, ovlivňující tržní cenu akcie společnosti a stanovena její vnitřní hodnota, která je ke dni provedení analýzy vyšší než tržní cena. Investičním doporučením, založeném na tomto závěru je nákup akcii Qualcomm Inc., protože v budoucnu je očekáván jejich růst.</p>		
KLÍČOVÁ SLOVA	Qualcomm Inc., Nasdaq, telekomunikace, fundamentální analýza, globální analýza, odvětvová analýza, firemní analýza, vnitřní hodnota.		
PRÁCE OBSAHUJE UTAJENÉ ČÁSTI: Ne			

ANNOTATION

AUTHOR	Viacheslav Ulasevich		
FIELD	6208T138 Corporate Finance Management in the Global Environment		
THESIS TITLE	Fundamental analysis of QUALCOMM Inc. stock		
SUPERVISOR	doc. Ing. Romana Čížinská, Ph.D.		
DEPARTMENT	KFRP - Department of Financial Management	YEAR	2016
NUMBER OF PAGES			
	56		
NUMBER OF PICTURES			
	11		
NUMBER OF TABLES			
	13		
NUMBER OF APPENDICES			
	0		
SUMMARY	<p>The main focus of this diploma thesis is on fundamental analysis. Thesis also includes analysis of Qualcomm Inc. stock, which is listed on Nasdaq stock Exchange. The main goal of the diploma thesis is to conduct analysis on three levels: global, industry and company level and to determine the intrinsic value of the chosen stock. By applying theoretical methods factors that have influence on the market price of the company stock were identified and intrinsic value was determined. It was higher in comparison with the market price to the date of analysis. Based on these findings it is recommended to buy Qualcomm Inc. stock, because the market price is expected to grow.</p>		
KEY WORDS	Qualcomm. Inc., Nasdaq, telecommunications, economic analysis, industry analysis, company analysis, intrinsic value, stock analysis		
THIS INCLUDES UNDISCLOSED PARTS: No			