

Qualcomm, Inc.

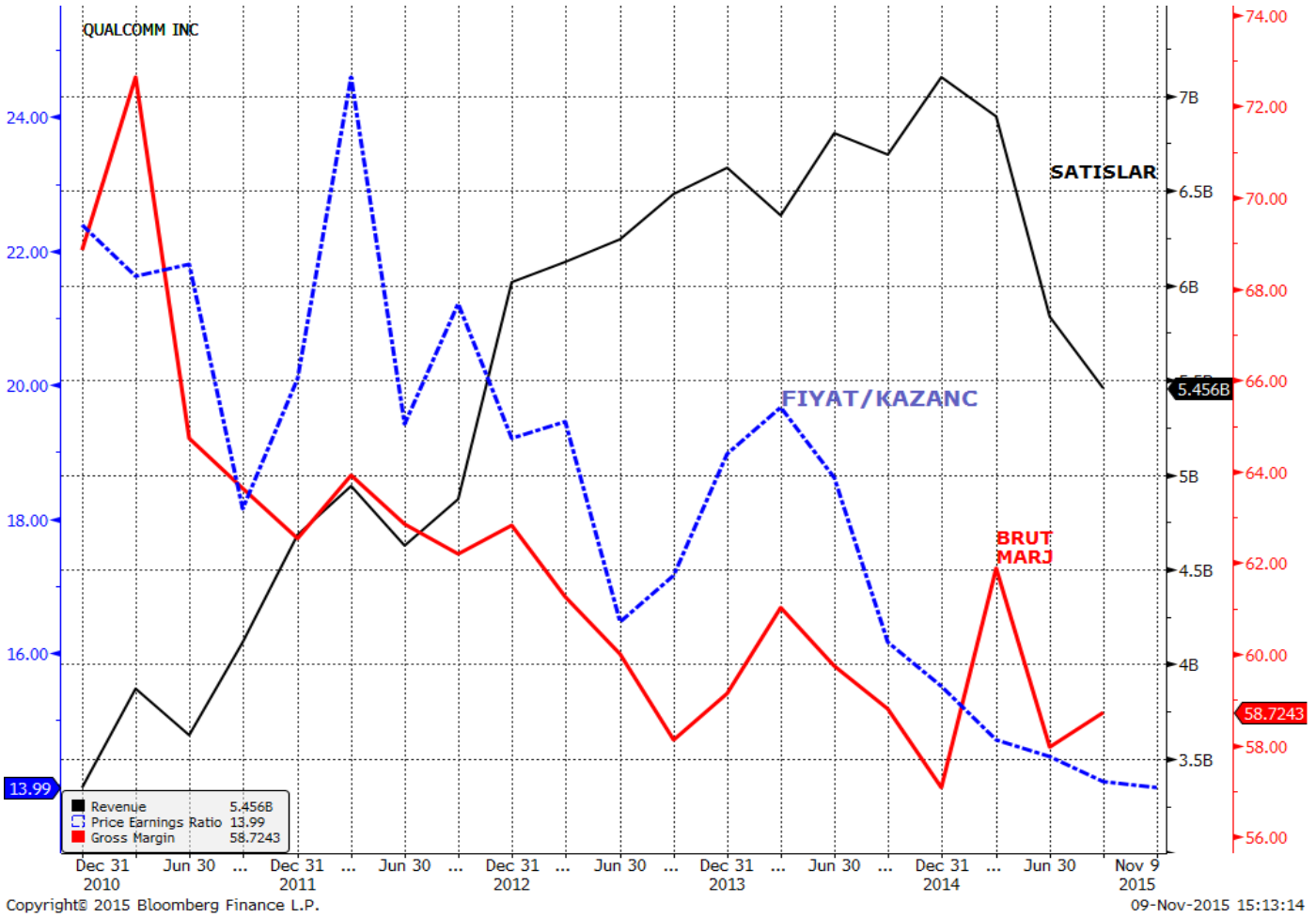
AL

❖ Kablosuz iletişim teknolojilerinin geliştirilmesi, dizaynı, üretimi ve pazarlanması üzerine faaliyet gösteren Qualcomm, konusunda dünyada lider şirketlerden bir tanesi. 3G teknolojisinde önemli lisans haklarını elinde bulunduran ve mobil cihazlar için çip dizayn ederek, üretimini ve pazarlamasını yapan şirket; kısaca mobil dünyanın Intel'i olarak da biliniyor. Operasyonlarını 3 segment altında yürüten Qualcomm'un QCT (Qualcomm CDMA Technologies) bölümü çip üretimi ve software geliştirilmesi üzerine çalışırken, QTL(Qualcomm Technology Licensing) şirketin lisans sahibi olduğu teknolojilerin lisans hakları üzerinden elde edilen gelirler ile ilgileniyor. QSI (Qualcomm Strategic Initiatives) bölümü ise giyilebilir teknoloji ürünleri, dijital medya, e-ticaret gibi alanlarda yeni ürünleri olan şirketlere ve teknolojilere yatırım yapmaya odaklanmış durumda. Her ne kadar şirketin bilinirliği tüketiciler arasında sınırlı olsa da, aslında günlük hayatımızda kullandığımız Apple, Samsung, Nokia markalı telefonların ve mobil cihazların içerisinde Qualcomm çiplerini yaygın olarak görmek mümkün. Çip üretiminin yanında Qualcomm'un en stabil ve yüksek karlı segmenti, gelişmiş 3G teknolojilerinde elinde bulundurduğu patentler sayesinde, bu teknolojilerin kullanıldığı her cihazın satışı üzerinden belli miktar lisans geliri toplaması. CDMA patent portföyünü 250'den fazla cihaz üreticisine lisanslayan şirket, teknolojisinin kullanıldığı satılan her akıllı telefonun fiyatı üzerinden %2-3 arası lisans geliri elde ediyor. Bu da daha mevsimsel olan çip üretim ve dizaynı segmentinin yanında, şirket için daha stabil, tahmin edilebilir ve yüksek marjlı bir gelir kaynağı yaratıyor.

❖ Son dönemde şirketin çiplerinin sıklıkla kullanıldığı akıllı telefon pazarının gelişmiş ülkelerde doygunluğa ulaşması ile dikkatlerin 3G penetrasyonunun zayıf olduğu gelişmekte olan ülkeler pazarlarına kaydığını görmüştük. Özellikle Çin'de hızla artan akıllı telefon satışları ile beraber ülke, Qualcomm'un önemli ciro kaynaklarından birisi haline geldi. Bu noktada gelişmekte olan piyasalardaki telefon satış fiyatlarının daha düşük olması dolayısıyla, Qualcomm'un da lisans hakkı gelirinin düşmesi ve bu ülkelerde lisans hakkı payını tahsil etmekte zorlanması, son dönemde yatırımcıları kaygılandırdı. Bir diğer önemli nokta da şirketin 3G'deki lisans hakları konusundaki dominant pozisyonunun, 4G teknolojilerinde bu kadar güçlü olmaması. Dolayısıyla da şirketin son dönemde yaşadığı hızlı ciro büyümesini (gelirler son beş sene içerisinde her sene ortalama %15 büyüdü) sürdürmesinin zor olabileceği görüşleri hisse senedi üzerinde etkili oldu ve hisse, sene başından Ekim sonuna kadarki dönemde S&P 500'ün %0,99'lük, Nasdaq 100'ün %6,71'lik yükselişine karşın, %20 gerileyerek endekslerin oldukça altında getiri sağladı. Ancak biz hissedeki bu düşüşün cazip bir alım fırsatı yarattığını düşünüyoruz.

Pozisyon Detayları	12 Kasım 2015
Qualcomm, Inc.	
Fiyat	53,00 USD
Hedef Fiyat	65,00 USD
Stop-loss Seviye	44,25 USD

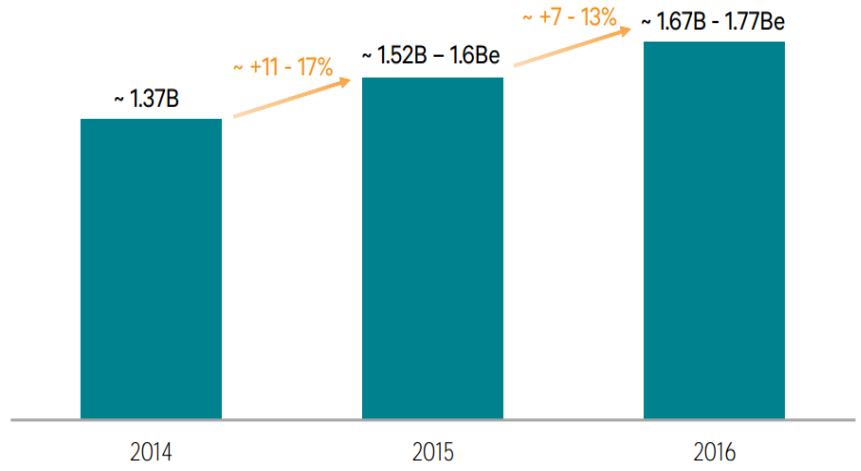
❖ Son dönemde yukarıda bahsettiğimiz kaygıların, şirketin geçen hafta açıkladığı dördüncü çeyrek bilanço sonuçları ile daha da tırmandığını gördük. Şirket son çeyrekte \$5,46 milyar ciro, \$0,91 hisse başına kar ve 2015 senesi toplamında \$25,3 milyar ciro ve \$4,66 hisse başı kar rakamı ile beklentilerden iyi rakamlar açıklamış olsa da, bir sonraki dönem kar beklentilerini aşağı çekti ve dördüncü çeyrek satışları bir önceki senenin aynı dönemine göre %22 geriledi. Aşağıdaki grafiklerde de, son beş sene içerisinde şirketin satış, kar marjı ve F/K rasyosu oranının nasıl değiştiği gösteriliyor. Son dönemde satışlardaki ve kar marjındaki düşüş, değerlemelere de yansdı ve şirketin elde ettiği kara göre yatırımcıların ödediği fiyat (F/K oranı) 20'li seviyelerden 14 seviyesine kadar geriledi. Şirketin değerlendirme oranlarındaki bu gerilemenin, Amerika'da hisse senedi endekslerdeki yükselişle değerlendirme çarpanlarının genişlediği bir dönemde gerçekleşmesi de, yatırımcıların Qualcomm hakkındaki pesimist görüşlerinin bir göstergesi.



❖ Bilanço sonrasında kaygıları arttıran bir nokta da, şirketin önümüzdeki dönem beklentilerinde ciro ve kar rakamlarında sene bazında düşüşün devam edebileceğine yönelik tahminleri oldu. İçinde bulunduğumuz çeyrek için şirketin kar projeksiyonu \$0,80 – \$0,90 ile beklentilerin(\$1,08) altında kaldı. Burada önemli bir pay da, Çin operasyonlarındaki sıkıntılardan kaynaklanıyor. Öncelikle Çin'de 2015 başında MCHI (China National Development and Reform Commission) tarafından antitröst yasalarını çiğnediği gerekçesiyle incelenen ve \$975 milyon ceza ödeyen, ayrıca lisanslama ücretini aşağıya çeken şirket, sonrasında ülkede anlaşmalara rağmen bazı şirketlerin lisans haklarını ödemediğini veya eksik ödediğini belirtti. Çin gelirlerinin şirkette son senelerde hızla artarak, şu anda cironun yaklaşık yarısını oluşturması da, bu bölgeden gelen haberlerin hisseye etkisini artırıyor.

❖ Şirketin cirosunu incelediğimizde, lisanslama geliri (QTL segmenti) çip gelirine (QCT segmenti) göre daha ufak bir payı oluştursa da, %80'lerin üzerine çıkan operasyonel marj nedeniyle net kara en çok etki eden segment. Dolayısıyla burada Çin kaygıları, düşme eğilimindeki akıllı telefon fiyatları ve 4G'ye geçiş ile beraber şirketin lisans gelirlerini büyütme potansiyelinin sınırlanacağı endişeleri ortaya çıkıyor. Son çeyrekte lisanslama segmentinde toplam cihaz satışı %2 artmasına rağmen, Qualcomm'un gelirinin %8 düşmesi de, global olarak düşen cihaz fiyatlarının bir etkisi. Çin'deki bazı üreticilerin gerçekleşenden daha az telefon satışı raporlaması ve gelir kaydetme konusunda bazı oyunlara başvurması ise, şirketin tahsilat sıkıntısı çekmesine ve gelirlerinin beklenti altında kalmasına yol açan başka bir etken. Ancak şirket bu konuda adımlar atarak, önümüzdeki dönemde yeni anlaşmalarla geç de olsa alacaklarının tahsilatını hızlandırmayı planlıyor. 3G ve 4G cihazların satış projeksiyonu

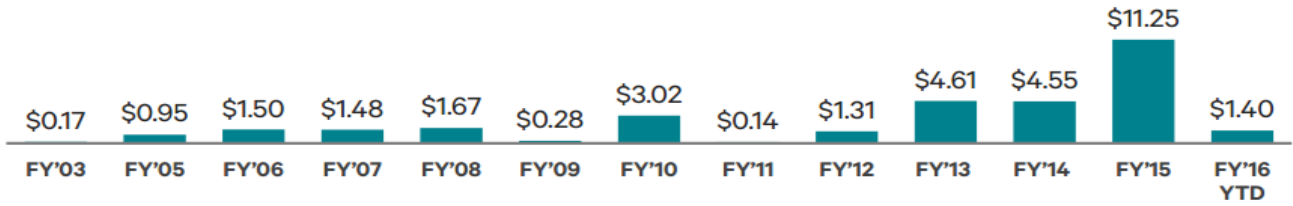
konusunda ise yandaki grafikte görüldüğü gibi Qualcomm önümüzdeki sene tek haneli büyüme öngörüyor. IDC'nin rakamlarına göre bu senenin üçüncü çeyreğinde akıllı telefon marketi %6,8 büyüyerek(355 milyon cihaz satışı) 2009 senesinin üçüncü çeyreğinden bu yana en yavaş büyümeyi kaydetti. Geçtiğimiz dört senede %34 büyüyen marketin



2014-2019 yılları arasında da büyüme beklentisi %8'ler seviyesinde. Bu yavaşlamayı kompanse etmek için şirketin agresif bir şekilde maliyet kısma yoluna gittiğini görüyoruz. Son çeyrek sonuçlarıyla açıklanan plana göre Qualcomm, maliyet kalemlerinde önümüzdeki sene \$600 milyonluk daha kesinti yapmayı ve marjlardaki baskıyı azaltmayı hedefliyor. Telefon fiyatlarındaki düşüşü kompanse edecek bir faktör de, gelişmekte olan ülkelerde hala akıllı telefon adaptasyonunun hızla büyüyor olması. Dolayısıyla marketin bu bölgelere doğru genişlemesi, daha ucuz fiyatlı satılan telefonlar nedeniyle birim başına daha az gelire yol açsa da, satış hacminin artması ve marketin genişlemesi açısından olumlu. Bu bölgelerde, özellikle Çin'de Apple, Samsung, HTC gibi pahalı telefon üreticilerinden çok, daha ucuza akıllı telefon üreten ve satan lokal üreticilere doğru bir kayış gözlemleniyor. Qualcomm'un bu şirketlerle yaptığı ve yapacağı anlaşmalarla tahsilat sıkıntısını çözmesi, şirketin gelecekteki ciro büyümesine oldukça olumlu katkıda bulunacaktır.

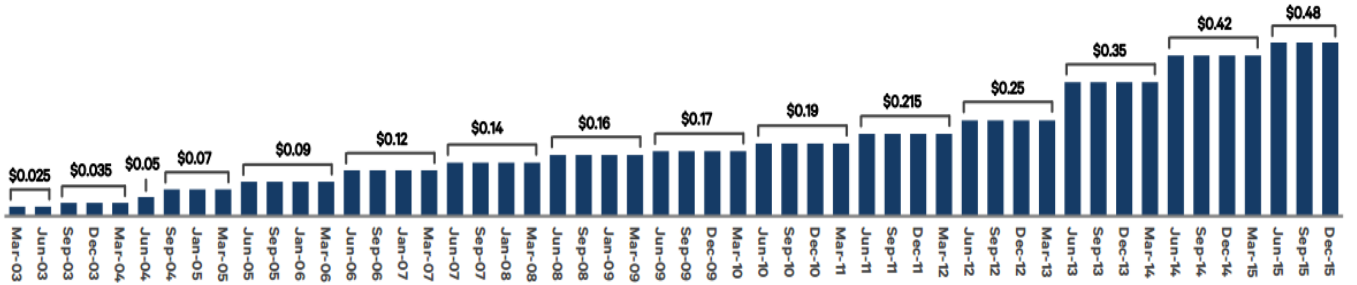
❖ Çip segmentine baktığımızda geçen sene burada önemli bir ciro kaybı yaşandı. Ancak olumlu tarafta son çeyrekte çip fiyatları %4'e yakın artış kaydetti ve operasyonel marjlar beklenti üzerinde geldi. Buradaki ciro kaybının temel nedeni, Samsung Galaxy S6 cihazında Samsung'un kendi çiplerini(Exynos 7420) kullanmaya başlaması ve Qualcomm'a olan bağımlılığını azaltmaya yönelmesi idi. Yine de Samsung'un Qualcomm çiplerini tamamen bırakmayacağı ve yeni Galaxy S7 ve S7 Edge telefonlarında, hem Exynos hem de Qualcomm Snapdragon 820 çiplerinin kullanılacağı konuşuluyor. Ancak giderek telefon üreticilerinin özellikle pahalı çiplerde kendi üretimlerine yönelmeleri, yatırımcılarda Qualcomm'un piyasa payı konusunda endişeleri ortaya çıkardı. Önümüzdeki dönemde elektronik cihaz üreticilerinin kendi çiplerinin, Qualcomm ürünlerinin ne kadar yerini doldurabileceğini ve Qualcomm'un ne kadar katma değer sağlayabilecek yeni ürünlerle gelebileceğini göreceğiz.

❖ Qualcomm'un yatırımcılar için bir cazip özelliği de, güçlü serbest nakit akışını hissedarlarına gerek temettü artışları yoluyla, gerekse de serbest piyasada yapılan hisse alımları yoluyla yansıtması. Aşağıdaki grafikte milyar dolar cinsinden şirketin 2003 senesinden bu yana yaptığı geri alımlar gösteriliyor. Hala da şirketin geri alım programı çerçevesinde yaklaşık \$5,5 milyarlık alım gerçekleştirme kapasitesi bulunuyor. Önümüzdeki dönemde şirket hisselerinin düşük seyretmeye devam etmesiyle hisse alımlarının tetiklenmesi, hissedeki düşüşü yavaşlatabilecek bir faktör. 2015 senesinde temettü ve geri alımlarla beraber \$14 milyara yakın bir miktarı yatırımcılarına geri ödeyen şirket, toplam nakit akışının yaklaşık üç katını hissedarlarına geri ödemiş durumda.



Kaynak: Qualcomm şirket prezentasyonları

Temettü tarafında; şirketin çeyrek bazda ödediği \$0,48 temettü, yaklaşık %3,59'luk bir senelik getiriye işaret ediyor ki, S&P 500 endeksi hisselerinin şu an getirisi % 2,08 olduğu ve Qualcomm'un hızla büyümeye devam eden dev bir teknoloji şirketi olduğu göz önüne alınırsa oldukça cazip. Sabit getiri odaklı yatırımcılar için şirketin temettü getirisinin sadece dönemlik olarak artmadığı ve aşağıdaki grafikte görüldüğü gibi seneler içerisinde stabil bir şekilde artıyor olması da oldukça önemli.



Kaynak: Qualcomm şirket prezentasyonları

❖ Hisse 13,84 F/K, 12,31 fwd F/K oranları ile sektör ortalamalarının (21,79 F/K ve 19,13 fwd F/K) oldukça altında işlem görüyor. Değerleme rasyolarındaki daralmanın ana nedeni büyüme profilindeki kötüleşme ve yukarıda bahsettiğimiz endişeler olsa da, biz hissede satışların aşırı seviyelere geldiğini düşünüyoruz. Son 10 senelik fwd F/K ortalaması 18,65 olan şirketin, değerlendirme rasyolarının tekrar bu ortalamaya kadar çıkmasa da, 15 seviyelerine gelmesi beklenebilir. Bu sene hisse başına \$4,66 kar eden şirketin 2016 sonunda %7,7 düşüşle 4,30 seviyelerine gerilemesini öngördüğümüz durumda ise şirketin hisselerinin \$65 seviyelerine doğru toparlanması beklenebilir. Bu da hissede %20 üzerinde bir prim potansiyeline işaret ediyor. Çin'deki tahsilat sıkıntısının çözülmesi ve yeni Snapdragon işlemcisine olan talebin güçlü seyretmesi durumunda hissede ki yükselişin daha da ivme kazandığını da görebiliriz.

Qualcomm (NYSE:QCOM) fwd F/K grafiği:



❖ Her ne kadar Qualcomm'un yeni teknolojiler konusunda patentlerinin eskisi kadar dominant olmaması, ürünlerini sattığı cihaz üreticilerinin kendi çiplerini de üretip kullanmaya başlaması, sektörde artan rekabet, düşen akıllı telefon fiyatları ve Çin'de tahsilat sıkıntıları önümüzdeki dönemde gelirlerinin düşmeye devam edebileceğine işaret etse de; bu olumsuzlukların ne kadarının şu an fiyatların içinde olduğunun iyi değerlendirilmesi gerekiyor. Qualcomm geçmişe göre daha engebeli bir yola girmiş olsa da, halen oldukça değerli bir patent portföyüne ve birikime sahip olan, sektöründe lider, rakiplerinden üstün ürünler sunabilen, güçlü nakit akışı, sabit getirisi ve global ayak izi olan dev bir teknoloji şirketi. Her ne kadar büyüme hızı yavaşlamış olsa da, biz hisse fiyatının oldukça ucuz olduğunu ve yukarıdaki endişelerin bir kısmının azalmasının dahi hisselerin daha mantıklı değerlendirilmesiyle işlem görmesine yardım edeceğini düşünüyor ve \$50 seviyelerinin uzun pozisyon almak için oldukça cazip seviyeler olduğunu düşünüyoruz.

Qualcomm (NYSE:QCOM) fiyat grafiği:



ÇEKİNCE:

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu rapor, hiçbir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için teklif, herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi veya aracılık teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hata ve eksikliklerden kaynaklı doğabilecek zararlardan Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Olgulara dayanmayan ve bildirim yapılmaksızın değişebilen nitelikteki görüşlerden dolayı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz. Bu rapor, yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken, bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya iştiraklerinin yöneticileri, yetkilileri veya çalışanları bu raporda bahsi geçen şirketlerde yönetici olarak görev yapabilirler. Muhtelif zamanlarda, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ve yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgilileri bulunabilir. Bu raporda ifade edilen görüşler Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü çalışanlarına ait olup, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. yönetiminin görüşlerini temsil etmemektedir. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından farklı bölümlerde istihdam edilen kişilerin veya Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. iştiraklerinin bu raporda yer alan tavsiyelerle veya görüşlerle hemfikir olmaması mümkündür. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile piyasanın işleyişinden kaynaklanan makul nedenlerden dolayı, Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan kişiler ile müşterileri arasında önlemeyen çıkar çatışması doğabilir. Söz konusu çıkar çatışması durumlarında Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş., internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder. Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya iştirakleri, Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yetkilendirildikleri yatırım hizmetleri ve faaliyetleri ile yan hizmetlerini, bu raporda bahsi geçen şirketlere, muhtelif zamanlarda, sunmayı teklif edebilir veya sunabilir. Bu rapor, sadece gönderildiği kişilerin kullanımı içindir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayımlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.
