

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Arm Holdings plc (ARM)

 Потенциал роста: **38 %**

 Целевая цена: **\$70,1**

 Рекомендуемая цена заявки: **\$53,9**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Великобритания | Технологии

Оценка перед IPO

IPO ARM: одно из самых ожидаемых размещений 2023 года



Выручка, 1Q 2024 (млн USD)	675
ЕБИТ, 1Q 2024 (млн USD)	111
Прибыль, 1Q 2024 (млн USD)	105
Чистый долг, 1Q2024 (млн USD)	0

P/E, 2023 (x)	—
P/S, 2023 (x)	—
EV/S, 2023(x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа ЕБИТ 1Q24 (%)	16

Капитализация IPO (млрд USD)	50 278
Акции после IPO (млн шт.)	1026,1
Акции к размещению (млн шт.)	95,5
Объем IPO (млрд USD)	4 679
Минимальная цена IPO (USD)	47
Максимальная цена IPO (USD)	51
Целевая цена (USD)	70,1
Дата IPO	14 сентября

 Динамика акций | биржа/тикер **NASDAQ/ARM**

Доходность (%)	3-мес.	6-мес.	12-мес.
Абсолютная	—	—	—
vs S&P 500	—	—	—

Ерлан Абдикаримов,
 директор департамента финансового анализа
 (+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

Алем Бектемиров,
 инвестиционный аналитик
 (+7) 727 311 10 64 (932) | bektemirov@ffin.kz

14 сентября состоится IPO компании Arm Holdings plc. Компания разработала и лицензировала высокопроизводительные, недорогие и энергоэффективные центральные процессоры, на которые полагаются многие мировые полупроводниковые магнаты и OEM-производители при разработке своей продукции. Андеррайтерами размещения стали Barclays, Goldman Sachs & Co, J.P. Morgan, Mizuho, BofA Securities, Citigroup, Deutsche Bank Securities, Jefferies.

Лидер рынка микросхем – около 70 % населения использует продукты на базе Arm. По состоянию на 31 декабря 2022 года процессоры компании позволили реализовать передовые вычисления более чем в 99 % смартфонов в мире. Свыше 260 компаний сообщили, что они поставили чипы на базе Arm в финансовом году, закончившемся 31 марта 2023 года. Среди них – крупнейшие технологические компании мира (Amazon Web Services и Alphabet Inc.), основные поставщики полупроводниковых чипов (Advanced Micro Devices, Intel Corporation, MediaTek Inc., NVIDIA Corporation, Qualcomm Technologies Inc. и Samsung Electronics Co), представители автомобильной промышленности, их ведущие поставщики и другие. По оценкам компании, за финансовый год, который закончился 31 марта 2023 года, было отгружено более 30 млрд чипов на базе Arm.

Высокий спрос на акции компании. По данным Bloomberg, Arm рассматривает возможность повышения ценового диапазона своего размещения после встречи с инвесторами. При этом SoftBank Group разместит на рынке не более 10 % акций компании, что также создает дополнительный спрос. Кроме того, присутствует интерес на покупку акций на общую сумму до \$735 млн со стороны Advanced Micro Devices, Apple Inc., Cadence Design Systems, Google International LLC, Intel Corporation, дочерних компаний MediaTek Inc., NVIDIA Corporation, Samsung Electronics Co, Synopsys и TSMC Partners.

Большой целевой рынок и маржинальность бизнеса. Компания оценивала свой адресный рынок в \$202,5 млрд в 2022 году с ростом до \$246,6 млрд к 2025 году. По ее оценке, совокупная стоимость чипов, содержащих технологию Arm, составила примерно \$98,9 млрд по итогам 2022 года. Это представляет собой примерно 48,9 % доли рынка, по сравнению с 42,3 % доли рынка по состоянию на 31 декабря 2020 года. При этом компания имеет высокую ЕБИТ-маржу в 25 % в 2023 финансовом году и 16 % – в 1 квартале 2024 финансового года.

Оценка и рекомендуемая цена заявки. Оценка по DCF исходя из умеренно сбалансированных предположений проецирует стоимость в \$72,46 млрд, или целевую цену в \$70,1. Для расчета цены заявки мы подобрали дисконт таким образом, чтобы оставить 30 %-ный апсайд к **целевой цене - таким образом, комфортная стоимость заявки составляет \$53,9.**

Arm Holdings plc: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2022 ФГ	2023 ФГ	1Q24	Балансовый отчет, млн USD	2022 ФГ	2023 ФГ	1Q24
Выручка	2 703	2 679	675	Наличность	1 004	1 554	1 248
Себестоимость	131	106	31	Инвестиции	631	661	801
Валовая прибыль	2 572	2 573	644	Дебиторская задолженность	1 124	999	897
R&D	995	1 133	337	Контрактные активы	166	154	158
SG&A	897	762	196	Прочие активы	167	169	133
Обесценение долгосрочных активов	21	0	0	Текущие активы	3 092	3 537	3 237
Выбытие, реструктуризация и прочее	26	7	0	ОС	188	185	197
ЕБИТ	633	671	111	Активы в аренду	229	206	206
Доход от вложений в капитал	141	-45	-7	Вложения в акционерный капитал	736	723	727
Процентный доход	2	42	24	Гудвилл	1 636	1 620	1 626
Прочий доход/убыток	10	3	-1	НМА	205	138	169
Доналоговая прибыль	786	671	127	Отложенный налог	135	139	147
Налог	110	147	22	Контрактные активы	100	116	143
Чистая прибыль	676	524	105	Прочие активы	189	202	248
				Активы	6 510	6 866	6 700
				Начисленные компенсации и льготы	642	589	134
				Налог	129	162	184
				Обязательства по контрактам	334	293	342
				Аренда	31	26	26
				Прочие обязательства	259	293	260
				Текущие обязательства	1 395	1 363	946
				Компенсация на основе акций	158	152	241
				Налог	279	262	257
				Обязательства по контракту	792	807	783
				Аренда	230	193	197
				Прочие обязательства	108	38	55
				Всего обязательств	2 962	2 815	2 479
				Конвертируемые акции	0	0	0
				Капитал	3 548	4 051	4 221
				Обязательства и собственный капитал	6 510	6 866	6 700
				Позлементный анализ ROIC	2022 ФГ	2023 ФГ	1Q24
				Маржа NOPLAT, %	-	-	-
				ICFO, x	-	-	-
				АICFO, x	-	-	-
				ROIC, %	-	-	-
				Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
				WCFO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
				Ликвидность и структура капитала	2022 ФГ	2023 ФГ	1Q24
				ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	2,22	2,60	3,42
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	-	-	-
				Долг/собственные средства, x	-	-	-
				Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	-	-	-
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
				Мультипликаторы	2022 ФГ	2023 ФГ	1Q24
				P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/ЕБИТDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-

Arm Holdings plc: ключевые факты

О компании и ее основных предложениях. Arm занимается разработкой микросхем. Она была основана в 1990 году как совместное предприятие Acorn Computers, Apple Computer и VLSI Technology. Акции Arm были публичными на Лондонской фондовой бирже и Nasdaq с 1998 по 2016 годы, после чего компания была выкуплена SoftBank Group за \$32 млрд.

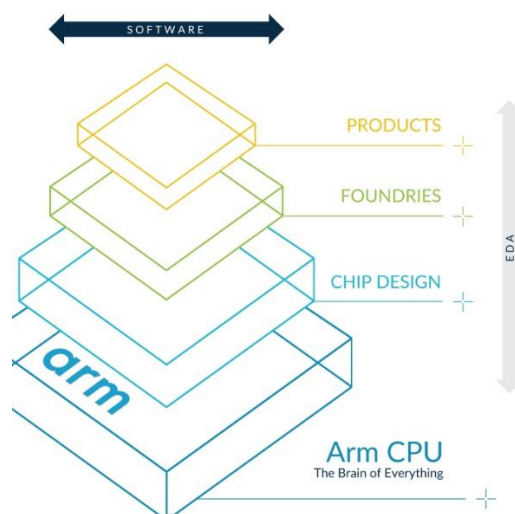
Arm разработала и лицензировала высокопроизводительные, недорогие и энергоэффективные центральные процессоры, на которые полагаются многие мировые полупроводниковые компании и OEM-производители при разработке своей продукции.

По состоянию на 31 декабря 2022 года процессоры компании позволили реализовать передовые вычисления более чем в 99 % смартфонов в мире.

Более 260 компаний сообщили, что они поставили чипы на базе Arm в финансовом году, закончившемся 31 марта 2023 года, среди них – крупнейшие технологические компании мира (Amazon Web Services и Alphabet Inc.), основные поставщики полупроводниковых чипов (Advanced Micro Devices, Intel Corporation, MediaTek Inc., NVIDIA Corporation, Qualcomm Technologies Inc. и Samsung Electronics Co), представители автомобильной промышленности, их ведущие поставщики и другие. По оценкам компании, около 70 % населения использует продукты на базе Arm. Например, за финансовый год, который закончился 31 марта 2023 года, было отгружено более 30 млрд чипов бренда.

Основные предложения компании – это процессоры, отвечающие разнообразным требованиям к производительности, мощности и стоимости, также графические процессоры, продукты для вычислительных платформ, системный IP (компоненты проектирования, позволяющие разработчикам создавать микросхемы) и инструменты разработки и ПО.

Иллюстрация 1. Продукты компании



Экосистема сторонних партнеров. Компания создала экосистему партнеров для поддержки своих клиентов. В ее число входят ведущие поставщики полупроводниковых технологий, среди них – литейные предприятия (GlobalFoundries Inc., Intel Foundry Services, Taiwan Semiconductor Manufacturing Company Limited и United Microelectronics Corporation), поставщики EDA (Cadence Design Systems, Synopsys и Siemens), встроенного ПО и операционных систем (Amazon AWS, Canonical Ltd., Google LLC, Microsoft, Red Hat, VMware и Wind River Systems, Inc.), игровых движков (Unity и Epic Games), программных инструментов (Green Hills Software LLC, IAR Systems AB и Lauterbach GmbH).

Высокий спрос на акции компании. По данным Bloomberg, Arm рассматривает возможность повышения ценового диапазона своего размещения после встречи с инвесторами.

При этом SoftBank Group разместит на рынке не более 10 % акций компании, что также создает дополнительный спрос.

Кроме того, присутствует интерес на покупку акций на общую сумму до \$735 млн со стороны Advanced Micro Devices, Apple Inc., Cadence Design Systems, Google International LLC, Intel Corporation, дочерних компаний MediaTek Inc., NVIDIA Corporation, Samsung Electronics Co, Synopsys и TSMC Partners.

Бизнес-модель компании. Arm использует бизнес-модель, которая лицензирует продукцию за определенную плату, что дает клиентам доступ к разработкам компании и позволяет создавать новые чипы.

После того, как микросхема разработана и изготовлена с использованием технологий бренда, компания получает роялти за единицу всех поставленных чипов.

Бизнес-модель фирмы позволяет самому широкому кругу клиентов получить доступ к продуктам Arm посредством соглашения, наиболее подходящего для их бизнес-потребностей.

Бизнес-модель лицензирования и роялти включает в себя Arm Total Access Agreements (лицензирование портфеля проектов в обмен на годовую плату), Arm Flexible Access Agreements (лицензирование портфеля продуктов за ежегодную плату, который не будет содержать новых технологий компании), Technology Licensing Agreements (лицензирование технологии в обмен на плату, данная лицензия может быть ограничена сроком или количеством использований), Architecture License Agreements (разработка собственных конструкций за фиксированную оплату лицензии на архитектуру) и Royalty Fees (выручка от роялти).

Потенциальный рынок. Компания оценивала свой адресный рынок в \$202,5 млрд в 2022 году с ростом до \$246,6 млрд к 2025 году.

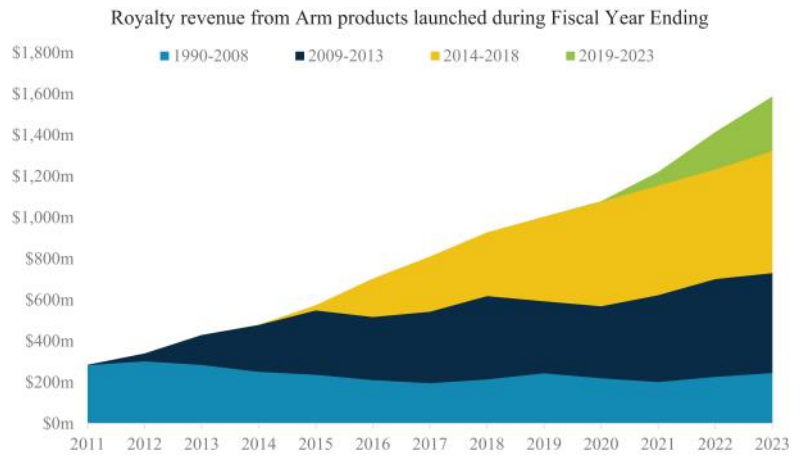
По ее оценке, совокупная стоимость чипов, содержащих технологию Arm, составила примерно 98,9 млрд в календарном году, закончившемся 31 декабря 2022 года. Это представляет собой примерно 48,9 % доли рынка, по сравнению с 42,3 % доли рынка по состоянию на 31 декабря 2020 года.

Компания ожидает, что стоимость и сложность конструкции чипов будут продолжать расти, в результате чего роялти Arm составят большую долю от общей стоимости каждого чипа.

Согласно данным компании, примерно 46 % доходов от роялти за

2023 финансовый год поступило от продуктов, выпущенных в период с 1990 по 2012 годы.

Иллюстрация 2. Продукты компании



Источник: данные компании

Оценка Arm Holdings plc: потенциал свыше 38 % при оценке в \$72,460 млрд

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные по адресному рынку и выручку для определения текущей доли рынка.

Прогноз доли рынка. С 2022 финансового года доля рынка снизилась с 1,5 до 1,3 % в 2023 финансовом году. Снижение выручки было обусловлено снижением доходов от продажи лицензий. Стоит отметить, что прибыль может снизиться на фоне уменьшения размера и сроков заключения новых лицензионных сделок. В 2024 и следующем финансовых годах компания ожидает рост выручки до 11 и 20 % соответственно. Таким образом, доля рынка компании вырастет с 1,3 до 1,5 % в 2025 году и до 10,7 % – к 2033 прогнозируемому году.

Драйверы роста выручки Arm – лидерские позиции на различных рынках. Компания уже занимает лидирующие позиции на рынке смартфонов, доля присутствия составила 99 % на рынке в 2022 году. Кроме того, активно развивается технология 5G, что может увеличить ценность рынка процессоров для мобильных приложений. Он оценивается более чем в 36 млрд к 2025 году.

Также драйвером роста выручки может стать развертывание чипов на рынке облачных вычислений, где Amazon AWS, Alibaba, Microsoft и Oracle активно используют продукты Arm в чипах собственной разработки. Рыночная доля компании выросла с 7,2 % в 2020 году до 10,1 % – в 2022 году. Рынок оценивается более чем в 28,4 млрд к 2025 году.

Доля чипов Arm на рынке интернет-продукции выросла с 58,4 % в 2020 году до 64,5 % – в 2022 году. Сам рынок оценивается более чем в 50,5 млрд к 2025 году.

В автомобильной промышленности доля рынка Arm выросла с 33 % в 2020 году до 40,8 % – в 2022 году. Сам рынок оценивается более чем в \$29,1 млрд.

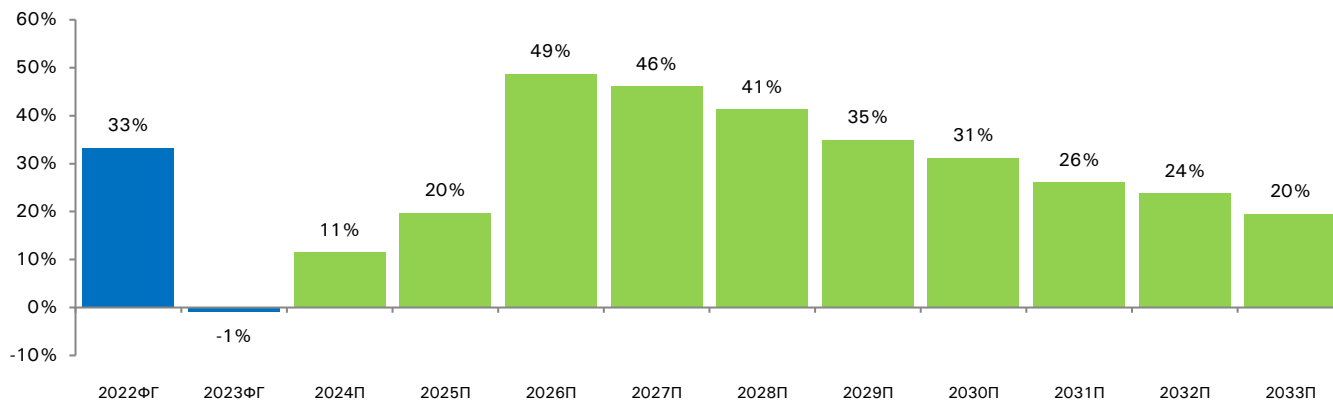
Таким образом, с учетом всех вводных данных и ожиданий компании, мы прогнозируем ускорение темпов роста выручки с -1 % в 2023 финансовом году до 11 и 49% – в 2024 и 2026 прогнозных годах соответственно.

Общая выручка компании вырастет с \$2,679 млрд в 2023 финансовом году до \$36,296 млрд – к 2033 прогнозируемому году.

Иллюстрация 3. Модель выручки Arm Holdings plc.

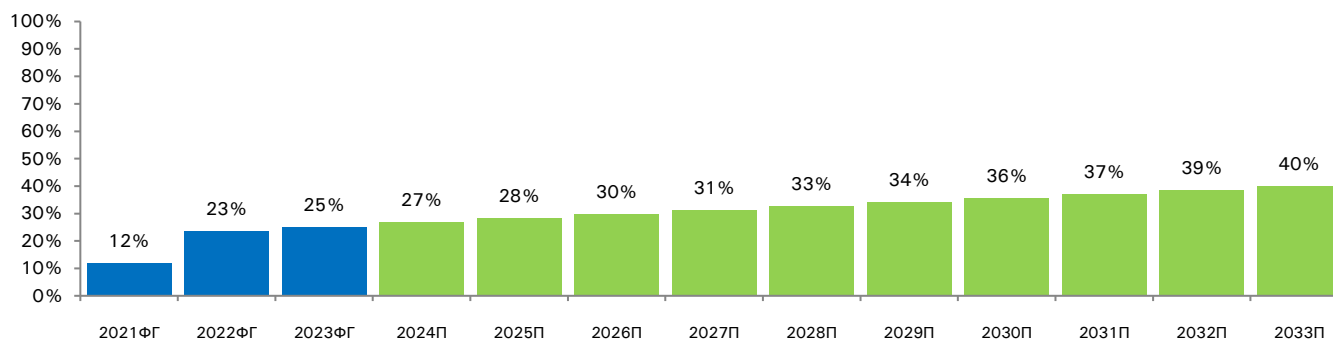
Модель выручки из целевого рынка	2022ФГ	2023ФГ	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	2033П
Адресный рынок компании, млрд USD	176	203	225	247	266	283	297	309	319	327	334	339
Темпы роста, %		13%	11%	10%	8%	6%	5%	4%	3%	3%	2%	2%
Доля рынка Arm Holdings plc, %	1,5%	1,3%	1,3%	1,5%	2,0%	2,8%	3,7%	4,8%	6,1%	7,5%	9,1%	10,7%
Темпы роста, %		-14%	1%	9%	38%	38%	35%	30%	27%	23%	21%	18%
Всего выручка, млн USD	2 703	2 679	2 987	3 576	5 319	7 774	10 985	14 824	19 446	24 524	30 368	36 296
Темпы роста, %		-1%	11%	20%	49%	46%	41%	35%	31%	26%	24%	20%

Источник: данные компании и прогноза Freedom Finance Global PLC

График 1. Прогноз темпов роста Arm Holdings plc


Источник: данные компании и прогноза Freedom Finance Global PLC

2. Рост показателей маржи до уровня в 40 %. В 2022 финансовом году показатели EBIT-маржи были равны 23 % и в следующем финансовом году выросли до 25 %. Мы сделали консервативный прогноз маржи с учетом бизнес-модели компании (низкая себестоимость) и приравнивали его к значению в 40 %. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 5,5 % до среднеотраслевых 4,5 %. Исходя из нашего прогноза, предполагаем, что в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$7,4 млрд.

График 2. Прогноз EBIT-маржи


Источник: данные компании прогноза Freedom Finance Global PLC

3. Предположения для зрелого периода. В этом периоде мы заложили 3 % роста. ROIC в зрелом периоде мы консервативно приравнивали к затратам на капитал в 10,5 %. В итоге средние реинвестиции для дальнейшего увеличения будут составлять 29 % от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$19,895 млрд) и зрелого (\$45,289 млрд) периодов, составит \$2,285 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$179 млн и наличность на счетах в \$2,049 млрд, собственный капитал Arm Holdings plc можно оценить в \$72,460 млрд.

Учитывая 1,026 млрд акций после IPO, целевая цена на ценную бумагу равна \$70,1. Потенциал к верхней границе IPO в \$51 составляет 38 %.

Все акции продает акционер компании. Arm не получит выручки от данного предложения.

Иллюстрация 4. Модель оценки Arm Holdings plc методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2021ФГ	2022ФГ	2023ФГ	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	2033П	зрелый
темпы роста выручки, %		33%	-1%	11%	20%	49%	46%	41%	35%	31%	26%	24%	20%	3,0%
(+) Выручка	2 027	2 703	2 679	2 987	3 576	5 319	7 774	10 985	14 824	19 446	24 524	30 368	36 296	37 385
(x) Операционная маржа	12%	23%	25%	27%	28%	30%	31%	33%	34%	36%	37%	39%	40%	37%
(=) EBIT	239	633	671	800	1 010	1 581	2 424	3 587	5 059	6 921	9 089	11 701	14 518	13 832
Налоговая ставка	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
(-) Налог на EBIT	24	63	67	80	101	158	242	359	506	692	909	1 170	1 452	1 383
(=) NOPLAT	570	604	720	909	1 423	2 182	3 228	4 553	6 229	8 180	10 531	13 067	12 449	12 449
(-) чистые реинвестиции	778	885	147	160	189	275	395	548	725	932	1 151	1 396	1 633	3 554
(=) FCFF	(315)	457	559	720	1 147	1 787	2 681	3 828	5 297	7 029	9 135	11 433	8 895	8 895
FCFF маржа, %	-11,7%	17,1%	18,7%	20,1%	21,6%	23,0%	24,4%	25,8%	27,2%	28,7%	30,1%	31,5%		
(x) фактор дисконтирования			0,89x	0,80x	0,72x	0,64x	0,58x	0,52x	0,47x	0,42x	0,38x	0,38x		
PV FCFF				500	576	822	1 148	1 548	1 989	2 480	2 969	3 492	4 371	
Терминальная стоимость														118 471
PV Терминальной стоимости														45 289
Имплицированные переменные модели		2023ФГ	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	2033П		
Выручка/капитал, x		1,11x	1,16x	1,29x	1,75x	2,26x	2,76x	3,15x	3,45x	3,61x	3,71x	4,31x		
Инвестированный капитал		2 418	2 578	2 767	3 042	3 437	3 985	4 709	5 641	6 792	8 188	8 425		
Чистое реинвестирование, %		24%	22%	21%	19%	18%	17%	16%	15%	14%	13%	13%		29%
Реинвестирование к выручке, %		5,5%	5,4%	5,3%	5,2%	5,1%	5,0%	4,9%	4,8%	4,7%	4,6%	4,5%		
ROIC, %		25%	28%	33%	47%	63%	81%	97%	110%	120%	129%	155%		10,5%
Маржа NOPLAT, %		23%	24%	25%	27%	28%	29%	31%	32%	33%	35%	36%		
Расчет WACC				2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	2033П	
Безрисковая ставка				5,20%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	
Бета послерыноговая				1,30	1,27	1,24	1,21	1,18	1,15	1,12	1,09	1,06	1,00	
Премия за риск инвестирования				5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	
Стоимость собственного капитала				12,1%	11,9%	11,8%	11,6%	11,5%	11,3%	11,1%	11,0%	10,8%	10,5%	
Ставка долга, до налогов				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Ставка долга, после налогов				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
СК/Стоимость компании				100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
Долг/Стоимость компании				0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
Средневзвешенная стоимость капитала				12,1%	11,9%	11,8%	11,6%	11,5%	11,3%	11,1%	11,0%	10,8%	10,5%	
Кумулятивная стоимость капитала				0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,4x	0,4x	
Оценка капитала, млн USD														
(=) Стоимость в прогнозируемом периоде														19 895
(+) Стоимость в терминальном периоде														45 289
(x) Коэффициент на дату оценки														1,08x
(=) EV														70 590
(-) Долг (вкл. операционную аренду)														179
(+) Наличность														2 049
(+) Поступления от IPO														0
(-) Стоимость выпущенных опционов														0
(=) Оценка собственного капитала														72 460
Рыночная капитализация														52 330
Целевая цена на акцию, USD														70,1
Максимум диапазона на IPO, USD														51
Потенциал роста, %														38%

Источник: данные компании и прогноза Freedom Finance Global PLC

Риски: экономические риски, клиенты и потеря доли рынка

Экономические риски. Инфляция или иная экономическая нестабильность могут сказаться на финансовом состоянии компании и ее росте выручки.

Привлечение новых клиентов. Если компания не сможет привлекать новых клиентов или удерживать текущих, это негативно скажется на ее дальнейшем росте.

Потеря доли рынка. На рынки смартфонов и бытовой техники приходилось более 50 % доходов компании от роялти, и в случае потери доли рынка это может негативно сказаться на росте выручки компании.

Лицензия <https://ffin.global/licence/>

Публичная компания Freedom Finance Global PLC оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан. При соблюдении требований, условий, ограничений и/или указаний действующего законодательства МФЦА компания уполномочена осуществлять следующие регулируемые виды деятельности согласно Лицензии No. AFSA-A-LA-2020-0019: сделки с инвестициями в качестве принципала и агента, управление инвестициями, предоставление консультаций по инвестициям и организацию сделок с ними. Размещенные в указанном разделе данные и материалы носят справочно-информационный характер, они адресованы клиентам Freedom Finance Global PLC, не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией или предложением вкладывать в акции различных компаний.

Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: их стоимость может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством компания не гарантирует и не обещает в дальнейшем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.
