

Intel – большой потенциал роста благодаря дата-центрам

Последнее время акции Intel испытывали давление — инвесторы считают, что компания проигрывает конкуренцию AMD и ARM. Акции Intel потеряли за год в цене 8%, тогда как индекс S&P 500 вырос на 33%. Мы считаем опасения преувеличенными и убеждены, что Intel сможет выиграть конкурентную борьбу и сохранить долю на перспективном рынке серверных процессоров. Дополнительным среднесрочным катализатором роста котировок может стать развитие автомобильного сегмента, а краткосрочным — публикация отчетности за 2К21 (22 июля). Наша целевая цена с горизонтом 12 месяцев составляет \$74 за акцию, что предполагает потенциал роста 32% и рекомендацию «Покупать».

Рыночная стоимость компании не отражает перспективы роста выручки. По итогам 2020 г. процессоры для серверов заняли в выручке Intel 34%, и их доля стремительно растет. После временного спада 3К20–2К21 темпы роста выручки в сегменте процессоров для дата-центров и облачных вычислений вернутся к двузначным числам уже в 3К21 (мы ожидаем CAGR 10% на период до 2024 г. и рост рынка до \$90 млрд). Дополнительный потенциал сегмента связан с распространением мобильных устройств. Intel больше других выигрывает в результате роста на этом рынке, поскольку остается технологическим лидером и инвестирует значительно больше средств в НИОКР, чем конкуренты. При этом текущие мультипликаторы Intel выглядят так, как будто рост выручки и прибыли в дальнейшем не ожидается вообще.

Скрытый потенциал в развитии автомобильного сегмента. Участие сегмента Mobileye в ряде программ разработки передовых систем помощи водителю и серия конструкторских побед, подкрепленные технологическими и финансовыми ресурсами, помогут Intel стать ведущим поставщиком процессоров для беспилотных автомобилей. Стоит отметить, что в 2020 г. подразделение Mobileye отгрузило 19,3 млн чипов EyeQ по сравнению с 2,7 млн в 2014 г., что соответствует среднегодовому темпу роста в 39%. Хотя сегмент занимает в выручке Intel всего 1%, мы предполагаем его экспоненциальный рост с развитием беспилотных автомобилей, и эти перспективы пока не оценены инвесторами в полной мере.

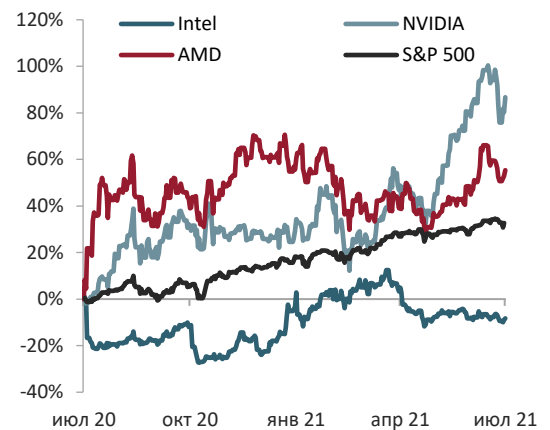
Акции оказались несправедливо перепроданными. Компания столкнулась с производственными задержками, передала часть микросхем на аутсорсинг Taiwan Semiconductors, а компьютеры Mac производства Apple были переведены на процессоры от ARM. Мы полагаем, что риски, которые инвесторы видят в акциях Intel, преувеличены – AMD и NVIDIA уже давно пользуются аутсорсингом в выпуске процессоров и самостоятельно создают только архитектуру. Уход Apple приведет к потере около 5% выручки, но не создаст нового конкурента Intel, поскольку производитель MacBook намеревается использовать собственные процессоры только в рамках операционной системы iOS.

Мы видим 32%-ный потенциал роста стоимости акций Intel. Судя по текущим мультипликаторам, инвесторы чрезмерно пессимистично оценивают перспективы компании и ожидают снижения ее финансовых показателей. Коэффициент P/E Intel на данный момент равен 11,2, тогда как у AMD этот мультипликатор достигает 41,3, но разница в ожидаемых нами темпах роста этих двух компаний не такая существенная. С 2022 г. и на ближайшие пять лет мы предполагаем рост выручки Intel в среднем на 3%, а прибыли — на 5% ежегодно. По нашим расчетам по модели DCF, справедливая стоимость акций Intel составляет \$74 за штуку, что предполагает потенциал роста в 32% от текущих уровней и рекомендацию «Покупать».

Intel	INTC US
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Целевая цена	\$74
Текущая цена	\$56
Потенциал роста, %	32%

Источник: ИБ Синара

Динамика котировок Intel в сравнении с индексом S&P 500 и конкурентами



Источник: Bloomberg

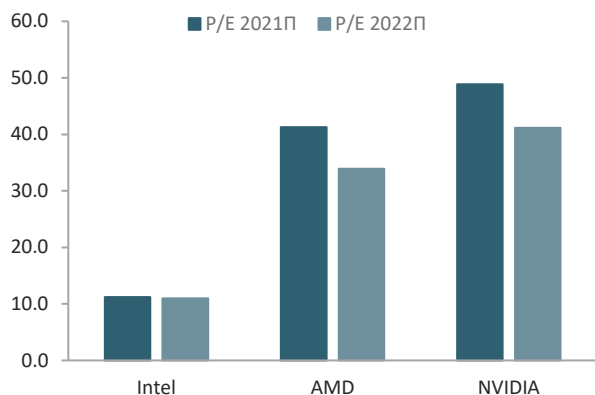
Основные финансовые показатели и оценка

	2019	2020	2021п	2022п
EV/EBITDA	8,2	5,6	7,1	6,6
P/E	11,8	8,5	11,2	11,0
Выручка, \$ млн	71 965	77 867	75 437	77 827
EBITDA, \$ млн	32 956	35 774	32 974	35 593
Капзатраты, \$ млн	-16 213	-14 259	-19 013	-21 500
FCF, \$ млн	16 932	21 125	14 026	16 234
Чистый долг, \$ млн	15 878	12 506	2 098	-2 904
Чистый долг/EBITDA, x	0,5	0,3	0,1	-0,1
Изм. выручки, % г/г	2%	8%	-3%	3%
Рентабельность по EBITDA, %	46%	46%	44%	46%
Доходность FCF, %	7%	11%	6%	7%
Див. доходность, %	2,2%	2,9%	2,5%	2,5%

Источники: данные компании, ИБ Синара

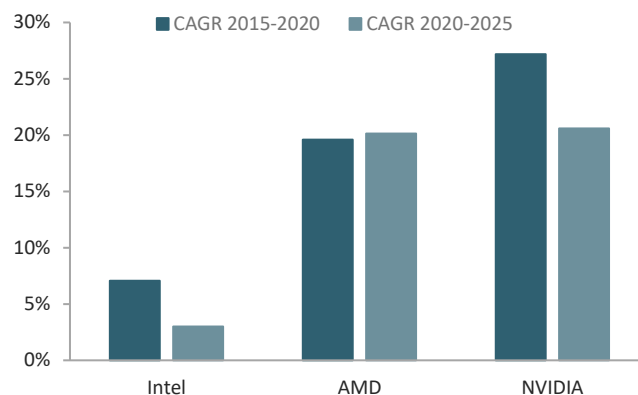
Сергей Вахрамеев
 Старший аналитик
VahrameevSS@sinarafinance.ru

Intel существенно недооценивается по мультипликатору P/E к основным конкурентам...



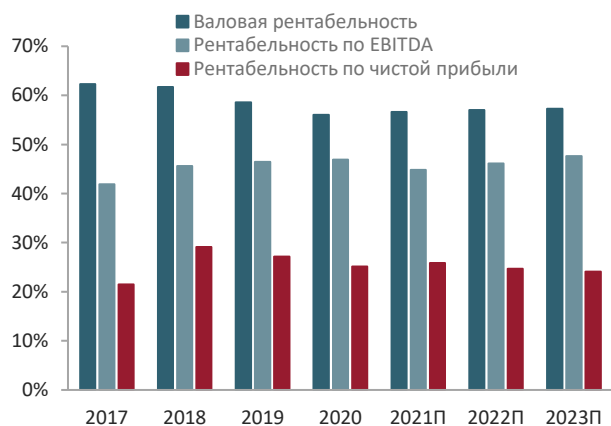
Источники: Bloomberg, ИБ Синара

...поскольку рынок считает, что по темпам роста выручки Intel продолжит отставать от конкурентов



Источники: Bloomberg, ИБ Синара

Основные показатели рентабельности Intel достаточно стабильные



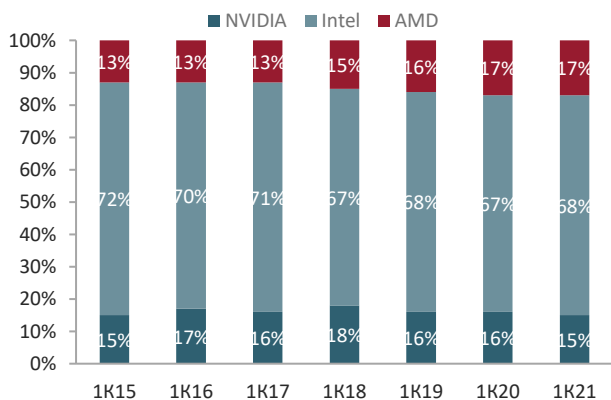
Источники: данные компании, ИБ Синара

Доля дата-центров в общей выручке Intel заметно растет



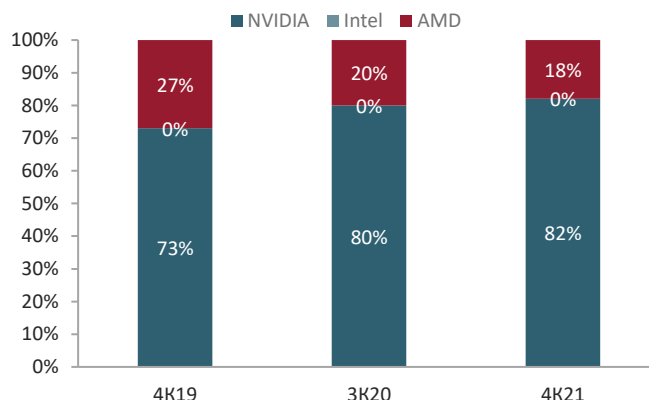
Источник: данные компании

Доля Intel на рынке встроенных видеокарт снижается



Источник: Jon Peddie Research (JPR)

В графических процессорах господствуют NVIDIA и AMD



Источник: Jon Peddie Research (JPR)

Бизнес

Intel — мировой лидер в области комплексного проектирования и производства микропроцессоров для ПК и серверов. На два крупнейших сегмента компании — «процессоры для ПК» и «дата-центры» — приходится 85% от ее совокупной выручки. На сегмент «флеш-память» приходится 7%, но компания продала подразделение, из-за чего общая выручка снизится по итогам 2021 г.

В последнее время стала очевидной переориентация с производства процессоров для ПК на процессоры для серверов и дата-центров. Многие участники рынка считают, основываясь на трендах последнего времени, что Intel будет терять долю рынка. Мы же рассчитываем, что новая стратегия Intel и стремление компании ускорить выпуск 7-нм процессоров в 2021 г. (с помощью литографии EUV) даст в ближайшее время плоды и компания сможет успешно конкурировать с AMD, трансформируясь из фирмы, ориентированной на ПК, в нацеленного на дата-центры производителя оборудования.

В ближайшее десятилетие экосистема Intel x86 сохранится: практически все программное обеспечение пишется под эту архитектуру (доля рынка компании в настоящий момент достигает 85%), поэтому разработчикам и пользователям очень сложно перейти на другую систему.

Расходы Intel на НИОКР гораздо выше, чем у основных конкурентов AMD и NVIDIA. За предыдущие пять лет компания в среднем тратила около \$13,2 млрд ежегодно, тогда как AMD — \$1,4 млрд, а NVIDIA — \$2,5 млрд.

Ставка на новые рынки позволит Intel существенно увеличить выручку. В настоящий момент консенсус-прогнозом в оценку компании закладываются всего два сегмента — процессоры для ПК и серверов. По нашим расчетам, такие направления, как искусственный интеллект, автомобилестроение, 5G, Mobileye (чипы компьютерного зрения, используемых в автомобилях), Nervana и VPU Movidius (нейронные процессоры), занимают по итогам 2020 г. около 8% в общей структуре выручки Intel. При этом мы ожидаем, что в период с 2022 по 2030 гг. вклад этих направлений позволит увеличивать общую выручку на 3% ежегодно, а прибыль — на 5%.

Рынок и основные тренды в отрасли

Быстрорастущий и высокоприбыльный рынок серверов для центров обработки данных и облачных платформ представляет собой самый прибыльный сегмент, на котором почти безраздельно властвует Intel с долей порядка 90%. По нашим оценкам, рынок процессоров для дата-центров и облачных вычислений будет расти высокими темпами (10% CAGR до 2024 года) и Intel извлечет максимальную выгоду из этого роста.

Снижение доли Intel в сегменте процессоров для ПК (он приносит компании около половины выручки, но не относится к высокоприбыльным) уже заложено, по нашему мнению, в оценку акций.

Оценка стоимости

На наш взгляд, инвесторы чрезмерно негативно оценивают перспективы компании. За последние два года акции NVIDIA выросли в цене в 4,5 раза, AMD — в 2,7 раза, индекс S&P 500 — на 46%, тогда как акции Intel подорожали всего на 9,5%.

Высокие оценочные коэффициенты NVIDIA можно объяснить стремительным ростом компании, связанным с повсеместным использованием ее графических карт — от «майнинга криптовалюты» до нейронных сетей. Но AMD и Intel очень схожи по структуре выручки, и в долгосрочной перспективе их темпы роста должны быть сопоставимыми. AMD увеличивает долю на рынке процессоров для ПК, но сильно отстает от Intel по доле в сегменте дата-центров и уровню расходов на НИОКР. Как видно из таблицы со сравнительной оценкой, по мультипликаторам акции Intel существенно недооцениваются к аналогам.

Исходя из нашей модели оценки по методу ДДП, справедливая стоимость одной акции Intel составляет \$74. Мы рекомендуем к покупке акции Intel при расчетном потенциале роста 32% от текущих ценовых уровней.

Intel занимает доминирующее положение на рынке серверов для центров обработки данных

Экосистема Intel x86 сохранится в ближайшие 10 лет

Ставка на активное развитие в новых сегментах существенно увеличит выручку

Сравнительная оценка Intel и основных конкурентов

Компания	EV/EBITDA		P/E	
	2021П	2022П	2021П	2022П
Intel	7,1	6,6	11,2	11,0
AMD	31,1	25,5	41,3	33,9
NVIDIA	41,9	38,1	48,9	41,2

Источники: Bloomberg, ИБ Синара

Intel: финансовые показатели

Отчет о прибылях и убытках, \$ млн	2019	2020	2021П	2022П
Выручка	71 965	77 867	75 437	77 827
Валовая прибыль скорректированная	43 264	44 823	42 562	43 789
Общие, коммерческие и административные расходы (вкл. НИОКР)	19 712	19 736	20 253	20 800
ЕВИТДА	32 956	35 774	32 974	35 593
Износ и амортизация	10 826	12 239	12 470	14 446
Операционная прибыль скорректированная	23 752	25 292	22 309	22 989
Прибыль до налогообложения	24 808	26 818	23 312	23 749
Налоги на прибыль	3 023	4 388	3 077	3 087
Скорректированная чистая прибыль	21 785	22 430	20 235	20 661

Балансовый отчет, \$ млн	2019	2020	2021П	2022П
Всего оборотные активы	31 239	47 249	55 320	58 464
Денежные средства и краткосрочные вложения	13 123	23 895	33 786	38 788
Основные средства (нетто)	55 386	56 584	59 687	62 024
Итого активы	136 524	153 091	160 827	163 151
Всего текущие обязательства	22 310	24 754	24 209	23 802
Краткосрочная задолженность и краткосрочная часть долгосрочной задолженности	3 693	2 504	2 647	2 647
Долгосрочная задолженность	25 308	33 897	33 237	33 237
Собственный капитал	77 504	81 038	90 954	95 684
Итого обязательства и собственный капитал	136 524	153 091	160 827	163 151
Чистый долг	15 878	12 506	2 098	-2 904

Отчет о движении денежных средств, \$ млн	2019	2020	2021П	2022П
ЕВИТ	23 752	25 292	22 309	22 989
Амортизация	10 826	12 239	12 470	14 446
Чистый денежный поток от текущих операций	33 145	35 384	33 039	37 734
Капитальные затраты	-16 213	-14 259	-19 013	-21 500
Чистый денежный поток от инвестиционных операций	-14 405	-20 796	-17 172	-21 500
Дивиденды выплаченные	-5 576	-5 568	-5 644	-5 644
Изменение долга	11 603	1 283	499	339
Чистый денежный поток от финансовых операций	-17 565	-12 917	-14 713	-15 895
Свободный денежный поток	16 932	21 125	14 026	16 234

Источники: данные компании, ИБ Синара

Оценка стоимости по методу DCF, \$ млн (если не указано иное)

	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	Терминальная стоимость
СДП	14 026	16 234	16 753	17 313	17 920	318 479
Коэффициент дисконтирования	1,04	1,12	1,20	1,30	1,40	1,40
Дисконтированный FCF	13 513	14 517	13 904	13 338	12 813	227 720
Справедливая стоимость компании (EV)	289 048					
Чистый долг	11 700			Безрисковая ставка		2,7%
Корректировки на доли владения	0			COE		8,7%
Целевая рыночная капитализация	277 348			WACC		7,7%
Целевая цена, \$/акцию	74			Темп роста в постпрогнозный период		2,0%

Источник: ИБ Синара

Аналитический департамент

Sinara_Research@sinara-finance.ru

Директор департамента

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Макроэкономика

Сергей Коныгин
KonyginSS@sinara-finance.ru

Рынок облигаций

Александр Афонин
AfoninAK@sinara-finance.ru

Рынок акций США

Сергей Вахрамеев
VahrameevSS@sinara-finance.ru

Нефть и газ

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Металлургия

Дмитрий Смолин
SmolinDV@sinara-finance.ru

Технологии, ретейл, телекоммуникации

Анастасия Обухова
ObukhovaAN@sinara-finance.ru

Кирилл Бахтин
BakhtinKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Девелопмент, удобрения, транспорт, электроэнергетика

Анастасия Егазарян
EGazaryanAA@sinara-finance.ru

Стратегия

Кирилл Таченников
TachennikovKV@sinara-finance.ru

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Группа выпуска

Василий Мордовцев
MordovtsevVO@sinara-finance.ru

Станислав Захаров
ZakharovSV@sinara-finance.ru

Финансовый сектор

Ольга Найдёнова
NaidenovaOA@sinara-finance.ru

Инна Драч
DrachIG@sinara-finance.ru

Тоби Вудалл

Лондон

Луис Саенс
Isaenz@sinara-finance.com

Кипр

Ренос Филиппоу
rphilippou@sinara-finance.com

Москва

Александр Коноплев
KonoplevAS@sinara-finance.ru

Пенка Шопова
psshopova@sinara-finance.com

Карен Исаджанян
IsadzhanyanKZ@sinara-finance.ru

Маргарита Козинда
mkozinda@sinara-finance.com

Марат Сорокин (облигации)
SorokinMV@sinara-finance.ru

Настоящий материал подготовлен ПАО «СКБ-банк» исключительно в информационных целях.

Информация, содержащаяся в настоящем материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) получателя материала. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является задачей получателя настоящего материала. ПАО «СКБ-банк» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения либо невозможности совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, и не рекомендует использовать настоящий материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Суждения о ценных бумагах и производных финансовых инструментах, содержащиеся в настоящем материале, носят предположительный характер и не могут рассматриваться как или быть использованы в качестве предложения или побуждения сделать заявку на покупку или продажу, вложение в ценные бумаги или другие финансовые инструменты, выражены с учетом рыночной ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событий на дату выхода материала без обязательства их последующего обновления. Иностранные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем материале, могут быть не квалифицированы в качестве ценных бумаг в соответствии с законодательством РФ. ПАО «СКБ-банк» не несет ответственности за достоверность, точность и полноту содержащейся в настоящем материале информации, полученной из публичных источников.

Операции с финансовыми инструментами связаны с риском. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем. Настоящий материал не является офертой, предложением делать оферты. Не является рекламой ценных бумаг, иных товаров и/или услуг.

Данный материал подлежит распространению исключительно на территории РФ. Распространение, копирование и/или изменение материала и/или его части не допускается без получения предварительного письменного согласия ПАО «СКБ-банк». Распространение без согласия ПАО «СКБ-банк» в любой форме является нарушением условий получения материала и влечет ответственность, предусмотренную законодательством РФ.

Дополнительная информация предоставляется на основании адресного запроса.

До выхода настоящего материала содержание настоящего материала не раскрывалось эмитентам ценных бумаг, упомянутым в материале.

При оценке финансовых инструментов и эмитентов ценных бумаг в настоящем материале были использованы следующие методы и предпосылки для оценки: метод дисконтированных денежных потоков, сравнительно-сопоставительный анализ и/или дисконтированная дивидендная/купонная модель. В случае использования в настоящем материале рейтинговых оценок, такие оценки предполагают следующее возможное отклонение прогнозной цены ценной бумаги от цены, использованной при оценке, на горизонте 12 месяцев: "Купить" > 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента, 5% + расчетная стоимость собственного капитала эмитента > "Держать" > расчетная стоимость собственного капитала эмитента, "Продать" < расчетная стоимость собственного капитала эмитента.

Детальная информация касательно использованных в настоящем материале общедоступных методов и предпосылок предоставляется на основании адресного запроса на resprod@skbbank.ru.

В данном отчете Инвестиционный Банк Синара может упоминаться как ИБ Синара.

ПАО «СКБ-БАНК»

Генеральная лицензия ЦБ РФ №705 от 04.03.2016 г. на осуществление банковских операций.

Лицензия ЦБ РФ №705 от 04.03.2016 г. на осуществление операций с драгоценными металлами.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности №065-08840-100000 от 12.01.2006 г. Выдана ФСФР России. Без ограничения срока действия.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности №065-08844-010000 от 12.01.2006 г. Выдана ФСФР России. Без ограничения срока действия.