

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Mavenir plc (MVNR)

Потенциал роста: **32%**

Целевая цена: **\$31,7**

Диапазон размещения: **\$20-\$24**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | ПО

оценка перед IPO

IPO MVNR: трансформация мобильных сетей



Выручка, 6M2021 (млн USD)	235
EBIT, 6M2021 (млн USD)	17
Прибыль, 6M2021 (млн USD)	-6
Чистый долг, 6M2021 (млн USD)	470

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	7

Капитализация IPO (млрд USD)	1,723
Акции после IPO (млн шт)	78,33
Акции к размещению (млн шт)	13,63
Объем IPO (млн USD)	300
Минимальная цена IPO (USD)	20
Максимальная цена IPO (USD)	24
Целевая цена (USD)	31,7
Дата IPO	28 октября

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

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

Абдикаримов Ерлан

Директор Департамента финансового анализа
(+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

Бектемиров Алем

Младший инвестиционный аналитик
(+7) 727 311 10 64 (932) | bekteмиров@ffin.kz

28 октября состоится IPO компании Mavenir plc. Компания является поставщиком ПО для цифровой трансформации мобильных сетей. Андеррайтерами размещения выступают Morgan Stanley, Goldman Sachs, JPMorgan и BofA Securities.

О компании. Mavenir предоставляет полный портфель программного обеспечения для мобильной связи, который работает в любой облачной инфраструктуре и подключает устройства и людей к интернету и приложениям. Клиентская база компании включает более 250 поставщиков услуг беспроводной связи, которые обслуживают около 4 млрд абонентов примерно в 120 странах. Сюда входят 17 из 20 крупнейших поставщиков услуг беспроводной связи, включая всех трех крупнейших операторов связи в США. По состоянию на 30 сентября 2020 года около 50% клиентов компании используют услуги Mavenir более 12 лет. Компания была основана в 2005 году, а генеральный директор работает в Mavenir с 2006 года. В 2013 году компания стала публичной, затем в 2015 году была приобретена компанией Mitel Networks Corporation и переименована в Mitel Mobile. В 2017 году Mavenir вновь стала частной компанией. В сентябре 2020 года Mavenir приобрела ip.access для расширения линейки продуктов OpenRAN. ip.access - британский провайдер малой сотовой связи, специализирующийся на решениях для сетей 2G, 3G, 4G и 5G.

Продукты Mavenir. Mobile Core – набор программных приложений для поставщиков беспроводных сетей для управления услугами мобильной сети (голосовые сообщения, видео, СМС, подключение к интернету). **Mobile Access & Edge** – набор программных приложений, таких как vRAN, (виртуализированная беспроводная сеть с радиодоступом) на основе OpenRAN (Open Radio Access Network - открытые сети радиодоступа. Технология основана на открытости архитектуры и интерфейсов для систем радиодоступа, что должно привести к снижению стоимости оборудования и ускоренному внедрению инноваций). На сегодняшний день Mavenir развернула свои продукты OpenRAN с различными клиентами, такими как Vodafone, Telefonica, Turkcell, для сетей 4G и 5G. Также компания объявила о соглашении с Dish Network. **Mobile Services** – набор программных приложений, созданный на основе Mobile Core и Mobile Access & Edge, который включает в себя монетизацию, аналитику на основе искусственного интеллекта, систему унифицированных коммуникаций.

Апсайд в 32% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$2,480 млрд при целевой цене в \$31,7 на 1 простую акцию с потенциалом роста 32%.

Mavenir plc: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	6M21	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020	6M21
Выручка	393	427	235	Наличность	46	78	47
Себестоимость	162	185	104	Наличность с ограничением	8	3	3
Валовая выручка	232	242	131	Дебиторская задолженность	134	125	128
R&D	91	89	43	Контрактные активы	9	13	18
SG&A	134	155	68	Запасы	19	14	17
Расходы на реструктуризацию	29	9	2	Отложенная себестоимость	12	21	29
EBIT	-22	-11	17	Прочая дебиторская задолженность	20	29	27
Процентный доход	-0	-0	-1	Прочие активы	2	1	1
Процентный расход	74	52	23	Текущие активы	250	284	269
Курсовая разница	1	15	-5	ОС	41	44	49
Доналоговая прибыль	-97	-78	0	Активы в аренду	0	39	34
Налог	-1	-3	-6	Гудвилл	581	581	581
Чистая прибыль	-97	-81	-6	НМА	453	395	367
				Затраты на ПО	11	45	74
				Отложенный налог	16	9	7
				Наличность с ограничением	9	13	13
Рост и маржа (%)	2019	2020	6M21	Дебиторская задолженность	0	15	15
Темпы роста выручки	-	9%	17%	Прочие активы	2	5	3
Темпы роста EBITDA	-	-	-	Активы	1 363	1 428	1 412
Темпы роста EBIT	-	-	-	Кредиторская задолженность	163	170	140
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Аренда	0	9	9
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Отложенный доход	109	128	139
Валовая маржа	-	-	-	Налог	10	9	8
EBITDA маржа	-	-	-	Долг	6	6	6
EBIT маржа	-6%	-2%	7%	Текущие обязательства	288	321	301
NOPLAT маржа	-	-	-	Отложенный доход	4	12	6
Маржа чистой прибыли	-25%	-19%	-2%	Налог	40	31	32
				Аренда	0	36	33
				Прочие обязательства	108	58	54
				Долг	521	518	517
				Всего обязательства	961	976	943
				Конвертируемые акции	0	0	0
				Капитал	402	451	470
				Обязательства и собственный капитал	1 363	1 428	1 412
Cash Flow, млн USD	2019	2020	6M21	Позлементный анализ ROIC	2019	2020	6M21
CFO	(29)	(24)	(9)	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
D&A	74	73	36	ICTO, x	-	-	-
				AICTO, x	-	-	-
				ROIC, %	-	-	-
				Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
				WCTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
CFI	(28)	(62)	(39)	Ликвидность и структура капитала	2019	2020	6M21
CapEx	(27)	(47)	(39)	EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	0,87	0,88	0,90
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	38%	36%	37%
				Долг/собственные средства, x	11,23	6,64	10,99
				Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	3%	5%	3%
				Активы/собственный капитал, x	3,39	3,16	3,01
CFF	51	116	22				
				Мультипликаторы	2019	2020	6M21
Денежный поток	(7)	30	(30)	P/B, x	-	-	-
Наличность на начало года	71	63	93	P/E, x	-	-	-
Наличность на конец года	63	93	63	P/S, x	-	-	-
				EV/EBITDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-
Справочные данные	2019	2020	6M21				
Акции в обращении, млн штук	-	-	-				
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная капитализация, USD	-	-	-				
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	27	47	39				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

Mavenir plc: ключевые факты

О компании Mavenir plc. Mavenir plc — компания, являющаяся поставщиком ПО для цифровой трансформации мобильных сетей.

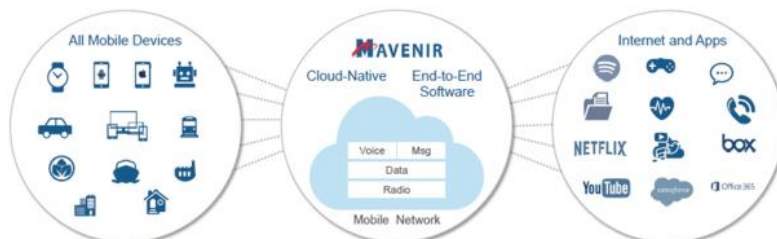
Mavenir предоставляет полный портфель программного обеспечения для мобильной связи, который работает в любой облачной инфраструктуре и подключает устройства и людей к интернету и приложениям.

Клиентская база компании включает более 250 поставщиков услуг беспроводной связи, которые обслуживают около 4 млрд абонентов примерно в 120 странах. Сюда входят 17 из 20 крупнейших поставщиков услуг беспроводной связи, включая всех трех крупнейших операторов связи в США. По состоянию на 30 сентября 2020 года около 50% клиентов компании используют услуги Mavenir более 12 лет.

Компания была основана в 2005 году, а генеральный директор работает в Mavenir с 2006 года. В 2013 году компания стала публичной, затем в 2015 году была приобретена компанией Mitel Networks Corporation и переименована в Mitel Mobile. В 2017 году Mavenir вновь стала частной компанией.

В сентябре 2020 года Mavenir приобрела ip.access для расширения линейки продуктов OpenRAN. ip.access - британский провайдер малой сотовой связи, специализирующийся на решениях для сетей 2G, 3G, 4G и 5G. Сумма сделки не разглашается.

Иллюстрация 1. Платформа Mavenir



Источник: на основе данных компании

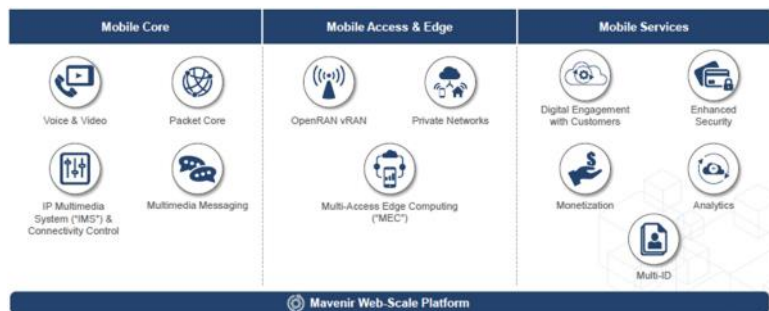
Продукты Mavenir. Программное обеспечение Mavenir построено на основе микросервисов с открытым исходным кодом и использует принципы работы облачных технологий.

Mobile Core – набор программных приложений для поставщиков беспроводных связи для управления услугами мобильной сети (голосовые сообщения, видео, СМС, подключение к интернету).

Mobile Access & Edge – набор программных приложений, таких как vRAN (виртуализированная беспроводная сеть с радиодоступом), на основе OpenRAN (Open Radio Access Network открытые сети радиодоступа. Технология основана на открытости архитектуры и интерфейсов для систем радиодоступа, что должно привести к снижению стоимости оборудования и ускоренному внедрению инноваций). На сегодняшний день Mavenir развернула свои продукты OpenRAN с различными клиентами, такими как Vodafone, Telefonica, Turkcell, для сетей 4G и 5G. Также компания объявила о соглашении с Dish Network.

Mobile Services – набор программных приложений, созданный на основе Mobile Core и Mobile Access & Edge, который включает в себя монетизацию, аналитику на основе искусственного интеллекта, систему унифицированных коммуникаций.

Иллюстрация 2. Продукты Mavenir



Источник: на основе данных компании

Бизнес-кейсы. Deutsche Telekom - ведущий поставщик телекоммуникационных услуг в Европе со 184 миллионами клиентов. С момента использования решений Mavenir компания получила ряд преимуществ, таких как трансформация сервисов голосовой связи и обмена сообщениями с помощью облачных решений. Также в будущем компания сможет более успешно провести развертывание 5G.

Rakuten Mobile – компания, планирующая запустить полную облачную мобильную сеть с низкой себестоимостью для предоставления различного пакета услуг. За счет перехода на облачную мобильную сеть Rakuten потребуется на 70-80% меньше инвестиций для построения сети 5G. С помощью решений Mavenir Rakuten создала новое приложение для смартфонов Rakuten Link, которое было запущено в апреле 2020 года.

Потенциальный рынок. Адресный рынок компания оценивает в 4 млрд в 2020 году с дальнейшим ростом до 12 млрд к 2024 году. Среднегодовые темпы роста составят 28%.

Основным драйвером роста рынка является технология 5G.

Mavenir plc: потенциал роста свыше 32% с учетом консервативного прогноза

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные компании по выручке от продуктов и выручке от услуг.

Выручка от продуктов. Темпы роста выручки от продуктов в 2020 ФГ составили 15% и 25% в 1ПГ 2021ФГ. Мы ожидаем ускорение темпов роста до 24% в 2021 ПГ. Основной драйвер роста в 2021ФГ – это увеличение трафика, вызванное пандемией коронавируса. В дальнейшем мы ожидаем замедление роста до 3% к 2030 прогнозируемому году. Выручка вырастет с \$331 млн до \$900 млн.

Выручка от услуг. Темпы роста выручки от услуг замедлились до 8% в 2020 ФГ и 1ПГ 2021 года. Причиной замедления было сокращение старых продуктов, которые были выведены из эксплуатации. Мы ожидаем, что к 2025 ПГ темпы роста выручки составят 0% с дальнейшим ростом до 2% к 2030 ПГ.

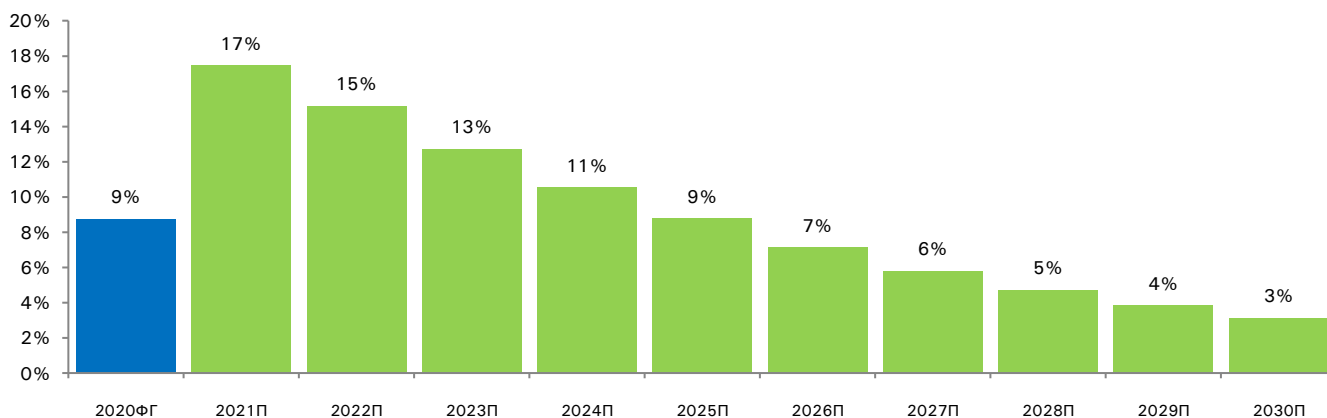
С учетом всех вводных данных мы заложили ускорение темпов роста с 9% в 2020 ФГ до 17% в 2021 прогнозируемому году с дальнейшим замедлением до 3% к 2029 году. Общая выручка компании вырастет с \$427 млн в 2020 ФГ до \$994 млн к 2030 прогнозируемому году.

Иллюстрация 3. Модель выручки Mavenir plc

Модель выручки из целевого рынка	2019ФГ	2020ФГ	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка от продуктов, млн USD	288	331	410	489	564	634	696	751	798	838	872	900
Темпы роста, %		15%	24%	19%	15%	12%	10%	8%	6%	5%	4%	3%
Выручка от услуг, млн USD	105	97	92	89	87	86	87	88	89	91	93	94
Темпы роста, %		-8%	-5%	-3%	-2%	-1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%
Всего выручка, млн USD	393	427	502	578	651	720	783	839	887	929	964	994
Темпы роста, %		9%	17%	15%	13%	11%	9%	7%	6%	5%	4%	3%

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

График 1. Прогноз темпов роста Mavenir plc

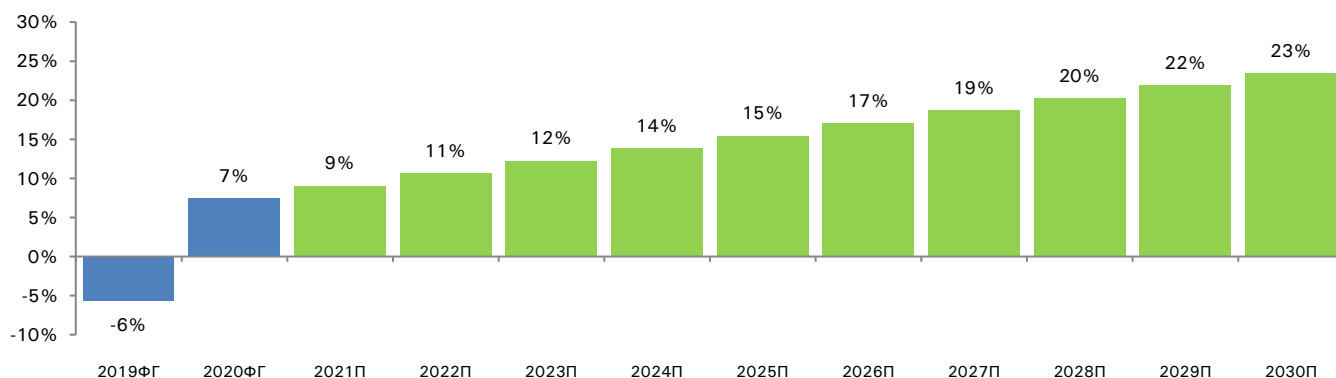


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 22%.

В 2020 ФГ показатели EBIT-маржи были равны -2%, после корректировок маржа составила 7%. В 1ПГ 2020 года маржа выросла до 7%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравнили к среднеотраслевым значениям в 22%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 4,2% до среднеотраслевых в 3,5%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$295 млн.

График 2. Прогноз EBIT-маржи



Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

3. Предположения для зрелого периода. В зрелом возрасте мы заложили 3% роста. ROIC в зрелом периоде мы консервативно приравнили к затратам на капитал в 5,8%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 52% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$539 млн) и зрелого (\$2,025 млрд) периода, составит \$2,687 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$554 млн, наличность на счетах в \$47 млн и поступления от IPO в \$300 млн, собственный капитал Mavenir plc можно оценить в \$2,480 млрд.

Учитывая 78,334 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$31,7. Потенциал к верхней границе IPO в \$24 составляет 32%.

Иллюстрация 4. Модель оценки Mavenir plc методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019ФГ	2020ФГ	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпа роста выручки, %		9%	17%	15%	13%	11%	9%	7%	6%	5%	4%	3%	3,0%
(+) Выручка	393	427	502	578	651	720	783	839	887	929	964	994	1 024
(х) Операционная маржа	-6%	7%	9%	11%	12%	14%	15%	17%	19%	20%	22%	23%	23%
(=) EBIT	-22	32	46	62	80	100	121	143	166	188	211	234	241
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	6	9	12	16	20	24	29	33	38	42	47	48
(=) NOPLAT	-22	26	36	49	64	80	97	115	133	151	169	187	192
(-) чистые реинвестиции	43	18	21	23	26	28	30	32	33	34	34	35	100
(=) FCFF	(65)	8	16	26	38	52	67	83	100	117	134	152	92
FCFF маржа, %			3,2%	4,5%	5,9%	7,2%	8,5%	9,9%	11,2%	12,6%	13,9%	15,3%	
(х) фактор дисконтирования			0,95x	0,90x	0,85x	0,80x	0,76x	0,72x	0,68x	0,64x	0,61x	0,61x	
PV FCFF			15	23	32	42	51	60	68	75	82	92	
Терминальная стоимость													3 337
PV Терминальной стоимости													2 025
Имплицированные переменные модели		2020ФГ	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Выручка/капитал, x		0,83x	0,94x	1,04x	1,12x	1,18x	1,22x	1,25x	1,26x	1,26x	1,25x	1,29x	
Инвестированный капитал		512	533	556	582	610	640	671	704	738	772	773	
Чистое реинвестирование, %		70%	57%	47%	40%	35%	31%	28%	25%	22%	20%	19%	52%
Реинвестирование к выручке, %		4,2%	4,1%	4,0%	4,0%	3,9%	3,8%	3,8%	3,7%	3,6%	3,6%	3,5%	
ROIC, %		5%	7%	9%	11%	13%	15%	17%	19%	20%	22%	24%	5,8%
Маржа NOPLAT, %		6%	7%	9%	10%	11%	12%	14%	15%	16%	18%	19%	
Расчет WACC		2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П		
Безрисковая ставка		0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	
Бета послерыноговая		0,97	0,98	0,98	0,98	0,98	0,99	0,99	0,99	0,99	0,99	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%	5,3%	
Стоимость собственного капитала		6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,1%	6,1%	6,1%	
Ставка долга, до налогов		5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	
Ставка долга, после налогов		4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	
СК/Стоимость компании		82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	
Долг/Стоимость компании		18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	18%	
Средневзвешенная стоимость капитала		5,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%	
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозном периоде		539											
(+) Стоимость в терминальном периоде		2 025											
(х) Коэффициент на дату оценки		1,05x											
(=) EV		2 687											
(-) Долг (вкл. операционную аренду)		554											
(+) Наличность		47											
(+) Поступления от IPO		300											
(-) Стоимость выпущенных опционов		0											
(=) Оценка собственного капитала		2 480											
Рыночная капитализация		1 880											
Целевая цена на акцию, USD		31,7											
Максимум диапазона на IPO, USD		24											
Потенциал роста, %		32%											

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

Риски: крупные клиенты, 5G и ключевые сотрудники

Зависимость от крупных клиентов. Компания зависит от крупных клиентов. Например, на долю крупнейшего клиента компании T-Mobile USA приходилось 30% всей выручки в 2020 ФГ и 36% в 2019 ФГ. В случае потери клиентов или различных разногласий с крупными клиентами часть дохода компании может значительно сократиться.

Внедрение 5G. Если при внедрении 5G-технологий возникнут задержки, это может повлиять на будущий рост компании.

Ключевые сотрудники. Если компания не сможет привлекать или удерживать ключевых сотрудников, это может повлиять на эффективное развитие компании, что может привести к снижению выручки и росту расходов.

Настоящий отчет подготовлен аналитиками компании АО «Фридом Финанс». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги. Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент подготовки настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации, и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, применимых в сфере деятельности оценки стоимости.
