

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

McAfee Corp (MCFE)

 Потенциал роста: **28%**

 Целевая цена: **\$28,2**

 Диапазон размещения: **\$19-\$22**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Программное обеспечение

оценка перед IPO

IPO MCFE: один из старейших антивирусов на рынке



Выручка, 6M2020 (млн USD)	1 401
EBIT, 6M2020 (млн USD)	200
Прибыль, 6M2020 (млн USD)	31
Чистый долг, 6M2020 (млн USD)	4 403

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	14

Капитализация IPO (млрд USD)	8,853
Акции после IPO (млн шт)	431,9
Акции к размещению (млн шт)	37
Объем IPO (млн USD)	758,5
Минимальная цена IPO (USD)	19
Максимальная цена IPO (USD)	22
Целевая цена (USD)	28,2
Дата IPO	21 октября

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

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) | bektemirov@ffin.kz

21 октября состоится IPO McAfee Corp. Компания является известным во всем мире поставщиком программного обеспечения для кибербезопасности. Андеррайтерами размещения выступают Morgan Stanley, Goldman Sachs, TPG Capital BD, BofA Securities и Citigroup.

О компании. Компания была основана в 1987 году Джоном Макафи, а в 1999 году стала публичной. В 2011 году компания была куплена Intel за \$7,7 млрд. После приобретения McAfee была переименована в Intel Security, но при интеграции Intel столкнулась с проблемами, так как приложения McAfee не создавались для помощи бизнесу Intel. Впоследствии Intel вернула название McAfee, а в 2017 году продала 51% акций компании TPG Capital. В рамках сделки компанию оценили в \$4,2 млрд. На сегодняшний день среди акционеров компании числятся TPG Funds, Intel Americas, Thoma Bravo Funds и Snowlake Investment Pte Ltd.

Продукты McAfee. Портфель продуктов McAfee предоставляет защиту как обычным потребителям, так и крупным предприятиям. Продукт для обычных потребителей представляет собой безопасность устройства, конфиденциальность, защиту личных данных. Продукт McAfee может быть применен на компьютере, смартфоне, планшете и на различных операционных системах (Windows, MacOS, iOS и Android). Также компания предлагает отдельные продукты защиты - Mobile Security, Safe Connect, Safe Family, WebAdvisor и защиту от кражи личных данных. McAfee предоставляет продукты для различных предприятий и для правительственных организаций.

Клиентская база. По состоянию на 27 июня 2020 продукты McAfee защищали более 600 млн устройств. Среди клиентов компании числятся 86% компаний из списка Fortune 100, 78% компаний из списка Fortune 500 и 61% компаний из списка Global 200. 25% из 250 крупнейших клиентов компании являются государственными компаниями. В 2019 году компания получила 46,6% общей выручки за пределами США.

Как зарабатывает компания. Компания продает свои продукты производителям компьютеров двумя способами – напрямую или через посредников. 3 крупнейших посредника компании – это Ingram Micro Inc, Arrow Electronics и Tech Data Corporation. В 2019 году на долю Ingram пришлось 15% выручки компании, на Arrow - 3% и Tech Data - 5%.

Апсайд в 28% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFE проецирует оценку собственного капитала в \$12,175 млрд при целевой цене в \$28,2 на 1 простую акцию с потенциалом роста 28%.

McAfee Corp: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	6M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	6M20
Выручка	2 409	2 635	1 401	Наличность	468	167	257
Себестоимость	840	843	410	Дебиторская задолженность	347	409	281
Валовая выручка	1 569	1 792	991	Отложенный расходы	165	187	209
S&M	815	770	348	Прочие активы	75	68	71
R&D	406	380	186	Текущие активы	1 055	831	818
G&A	253	272	138	ОС	178	171	162
D&A	232	222	110	Гудвилл	2 426	2 428	2 431
Расходы на реструктуризацию	36	22	9	НМА	2 539	2 071	1 854
ЕБИТ	-173	126	200	Отложенный налог	54	55	59
Процентный расход	307	295	150	Прочие активы	117	232	224
Курсовая разница	-30	-20	6	Активы	6 369	5 788	5 548
Доналоговая прибыль	-450	-149	44	Кредиторская задолженность	142	196	186
Налог	-62	-87	-13	Долг	36	43	43
Чистая прибыль	-512	-236	31	Накопленный товар	104	94	99
				Налог	13	15	13
				Зарплата	187	209	132
				Аренда	0	29	25
Рост и маржа (%)	2018	2019	6M20	Отложенный доход	1 455	1 574	1 599
Темпы роста выручки	16%	9%	9%	Текущие обязательства	1 937	2 160	2 097
Темпы роста EBITDA	-	-	-	Долг	4 072	4 669	4 660
Темпы роста EBIT	-	-	-	Отложенный налог	140	160	167
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Прочие обязательства	39	175	223
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Отложенный доход	652	718	666
Валовая маржа	65%	68%	71%	Всего обязательства	6 840	7 882	7 813
EBITDA маржа	-	-	-	Конвертируемые акции	0	0	0
ЕБИТ маржа	-7%	5%	14%	Капитал	-471	-2	-2
NOPLAT маржа	-	-	-		094	282	
Маржа чистой прибыли	-21%	-9%	2%	Обязательства и собственный капитал	6 369	5 788	5 548
Cash Flow, млн USD	2018	2019	6M20	Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	6M20
CFO	319	496	288	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
D&A	543	536	252	ICTO, x	-	-	-
				AICTO, x	-	-	-
CFI	(677)	(63)	(33)	ROIC, %	-	-	-
CapEx	(61)	(56)	(25)	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
CFE	459	(734)	(162)	WCSTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
Денежный поток	97	(301)	90				
Наличность на начало года	371	468	167	Ликвидность и структура капитала	2018	2019	6M20
Наличность на конец года	468	167	257	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	0,54	0,38	0,39
Справочные данные	2018	2019	6M20	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	Долг/активы, %	64%	81%	84%
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/собственные средства, x	8,70	27,96	18,13
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/IC, %	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	Собственные средства/активы, %	7%	3%	5%
EV, USD	-	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	61	56	25				
Рабочий капитал, USD	-	-	-	Мультипликаторы	2018	2019	6M20
Реинвестиции, USD	-	-	-	P/B, x	-	-	-
BV, USD	-	-	-	P/E, x	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	P/S, x	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-	EV/ЕБИТDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-

McAfee Corp: ключевые факты

О компании McAfee Corp. Компания является известным во всем мире поставщиком программного обеспечения для кибербезопасности.

Компания была основана в 1987 году Джоном Макафи, а в 1999 году стала публичной. В 2011 году компания была куплена Intel за \$7,7 млрд. После приобретения McAfee была переименована в Intel Security, но при интеграции Intel столкнулась с проблемами, так как приложения McAfee не создавались для помощи бизнесу Intel.

Впоследствии Intel вернула название McAfee, а в 2017 году продала 51% акций компании TPG Capital. В рамках сделки компанию оценили в \$4,2 млрд. На сегодняшний день среди акционеров компании числятся TPG Funds, Intel Americas, Thoma Bravo Funds и Snowlake Investment Pte Ltd.

Продукты McAfee. Портфель продуктов McAfee предоставляет защиту как обычным потребителям, так и крупным предприятиям.

Иллюстрация 1. Продукты McAfee



Источник: на основе данных компании

Продукт для обычных потребителей представляет собой безопасность устройства, конфиденциальность, защиту личных данных. Продукт McAfee может быть применен на компьютере, смартфоне, планшете и различных операционных системах (Windows, MacOS, iOS и Android). Также компания предлагает отдельные продукты защиты - Mobile Security, Safe Connect, Safe Family, WebAdvisor и защиту от кражи личных данных.

McAfee предоставляет продукты для различных предприятий и для правительственных организаций. Также компания предлагает пакет продуктов для Gamer Security.

Иллюстрация 2. Продукты для предприятий и правительственных организаций



Источник: на основе данных компании

Клиентская база. По состоянию на 27 июня 2020 продукты McAfee защищали более 600 млн устройств. Среди клиентов компании числятся 86% компаний из списка Fortune 100, 78% компаний из списка Fortune 500 и 61% компаний из списка Global 200. 25% из 250 крупнейших клиентов являются государственными компаниями. В 2019 году компания получила 46,6% общей выручки за пределами США.

Как зарабатывает компания. Компания продает свои продукты производителям компьютеров двумя способами – напрямую или через посредников.

3 крупнейших посредника компании – это Ingram Micro Inc, Arrow Electronics и Tech Data Corporation. В 2019 году на долю Ingram пришлось 15% выручки компании, на Arrow - 3% и Tech Data - 5%.

Потенциальный рынок. Компания оценивает свой адресный рынок в \$30,4 млрд в 2020 году с среднегодовыми темпами роста в 7,9%. К 2024 году потенциальный рынок может составить \$41,2 млрд.

По данным Frost & Sullivan, глобальный рынок потребительской безопасности в 2020 году составил \$13,1 млрд, а к 2024 году прогнозируется рост до \$18,7 млрд.

По данным IDC, в 2020 году рынок корпоративных систем безопасности составит \$17,3 млрд.

Оценка McAfee Corp: потенциал роста свыше 28% с учетом консервативного прогноза

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные компании по количеству обычных клиентов, крупных клиентов и доли выручки.

Выручка от обычных клиентов. В 2018 году количество клиентов составило 14,1 млн, а ARPU - \$34,2. В 2019 году количество клиентов составило 15,2 млн, а ARPU - \$34,7. В 1ПГ 2020 года количество клиентов достигло 16,6 млн, рост составил 13,7% г/г. Мы ожидаем, что в 2020 году количество клиентов составит до 17,18 млн (темпы роста - 13%) на фоне удаленной работы. **К 2029 году количество клиентов составит 26,57 млн, темпы роста снизятся с 13% в 2020 ПГ до 1,7% к 2029 году.** ARPU за период 2019-2029 гг. вырастет с \$34,7 до \$40,1. Всего выручка от обычных клиентов вырастет с \$527 млн в 2019 году до \$1,065 млрд к 2029 прогнозируемому году.

Выручка от крупных клиентов. В 2018 году количество крупных клиентов составило 1589, а ARPU - \$1,2 млн. В 2019 году количество крупных клиентов достигло 1564 клиентов, а ARPU - \$1,3 млн. В 1ПГ 2020 года количество крупных клиентов сократилось на 1,3% г/г, до 1542 клиентов. **В 2020 ПГ мы ожидаем, что количество крупных клиентов составит до 1536, а к 2029 прогнозируемому году - 1495.** ARPU за период 2019-2029 гг. вырастет с \$1,3 млн до \$2,2 млн. Всего выручка от крупных клиентов вырастет с \$2,108 млрд до \$3,295 млрд.

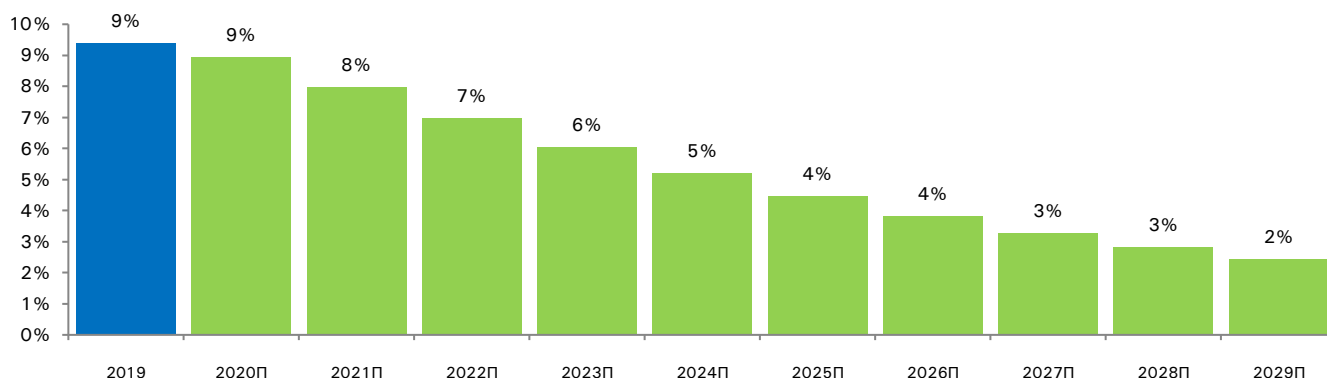
С учетом всех вводных данных мы заложили замедление темпов роста с 9% в 2019 году до 29% в 2029 прогнозируемому году. Общая выручка компании вырастет с \$2,635 млрд в 2019 году до \$4,361 млрд к 2029 прогнозируемому году.

Иллюстрация 3. Модель выручки McAfee Corp

Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Всего клиентов за вычетом крупных, млн	14	15	17	19	21	22	23	24	25	26	26	27
Темпы роста, %		8%	13%	10%	8%	7%	5%	4%	3%	3%	2%	2%
ARPU на 1 клиента, USD	34,2	34,7	35,2	35,7	36,2	36,7	37,3	37,8	38,4	39,0	39,5	40,1
Темпы роста, %		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Выручка от обычных клиентов, млн USD	482	527	604	677	744	805	860	910	955	995	1032	1065
Темпы роста, %		9%	15%	12%	10%	8%	7%	6%	5%	4%	4%	3%
Всего крупных клиентов	1589	1564	1536	1519	1509	1504	1500	1498	1497	1496	1495	1495
Темпы роста, %		-2%	-2%	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ARPU на 1 крупного клиента, млн USD	1,2	1,3	1,5	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2	2,2
Темпы роста, %		11%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	4%	3%	3%	2%
Выручка от крупных клиентов, млн USD	1927	2108	2266	2422	2570	2709	2836	2951	3054	3145	3225	3295
Темпы роста, %		9%	7%	7%	6%	5%	5%	4%	3%	3%	3%	2%
Всего выручка, млн USD	2 409	2 635	2 870	3 099	3 314	3 514	3 697	3 861	4 009	4 140	4 257	4 361
Темпы роста, %		9%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	4%	3%	3%	2%

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

График 1. Прогноз темпов роста McAfee Corp

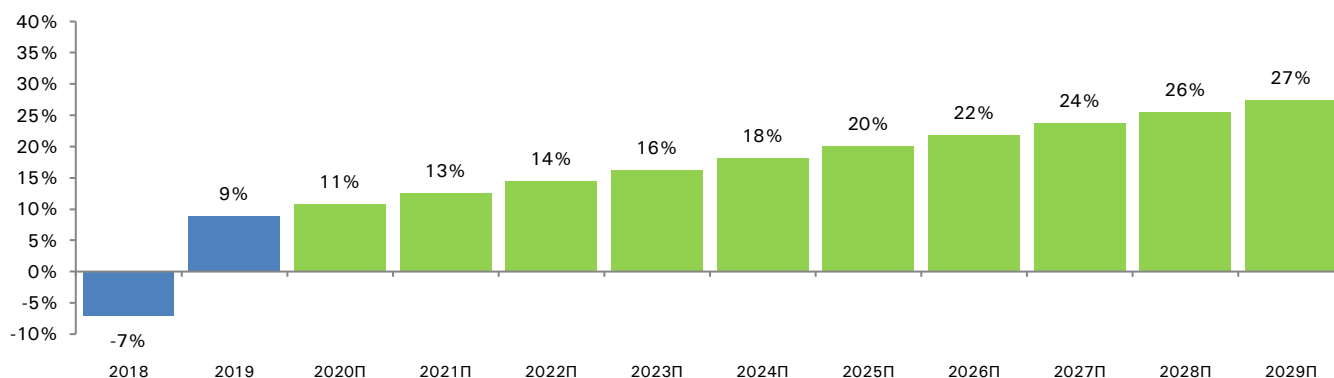


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 27%.

В 2019 году показатели EBIT-маржи были равны 5%, после корректировок маржа составила 9%. В 1ПГ 2020 года маржа выросла до 14%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравнили к среднеотраслевым значениям в 27%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 4,4% до среднеотраслевых в 3,5%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$1,430 млрд.

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 5,2%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 58% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$3,201 млрд) и зрелого (\$12,132 млрд) периода, составит \$16,038 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$4,755 млрд, наличность на счетах в \$257 млн и поступления от IPO в \$635 млн, собственный капитал McAfee Corp можно оценить в \$12,175 млрд.

Учитывая 431,9 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$28,2. Потенциал к верхней границе IPO в \$22 составляет 28%.

Сама компания на IPO продаст 30,98 млн акций, и акционеры продадут 6,017 млн акций.

Иллюстрация 4. Модель оценки McAfee Corp методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпы роста выручки, %		9%	9%	8%	7%	6%	5%	4%	4%	3%	3%	2%	3,0%
(+) Выручка	2 409	2 635	2 870	3 099	3 314	3 514	3 697	3 861	4 009	4 140	4 257	4 361	4 491
(x) Операционная маржа	-7%	9%	11%	13%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	26%	27%	27%
(=) EBIT	-173	235	309	390	479	573	671	772	876	981	1 088	1 195	1 231
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	47	62	78	96	115	134	154	175	196	218	239	246
(=) NOPLAT	-173	188	247	312	383	458	537	618	701	785	870	956	985
(-) чистые реинвестиции	24	115	122	130	136	141	145	148	151	152	153	153	569
(=) FCFF	(197)	73	124	183	247	317	392	470	550	633	718	803	415
FCFF маржа, %			4,3%	5,9%	7,5%	9,0%	10,6%	12,2%	13,7%	15,3%	16,9%	18,4%	
(x) фактор дисконтирования			0,95x	0,91x	0,86x	0,82x	0,78x	0,74x	0,71x	0,67x	0,64x	0,64x	
PV FCF			118	166	214	261	306	349	389	426	459	514	
Терминальная стоимость													18 977
PV Терминальной стоимости													12 132
Имплицированные переменные модели		2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Выручка/капитал, x		2,22x	2,19x	2,15x	2,10x	2,05x	1,98x	1,92x	1,85x	1,79x	1,73x	1,77x	
Инвестированный капитал		1 189	1 311	1 441	1 577	1 718	1 863	2 011	2 162	2 314	2 466	2 466	
Чистое реинвестирование, %		61%	50%	41%	35%	31%	27%	24%	21%	19%	18%	16%	58%
Реинвестирование к выручке, %		4,4%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%	3,9%	3,8%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	
ROIC, %		16%	19%	22%	24%	27%	29%	31%	32%	34%	35%	39%	5,2%
Маржа NOPLAT, %		7%	9%	10%	12%	13%	15%	16%	17%	19%	20%	22%	
Расчет WACC			2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Безрисковая ставка			0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	
Бета послерыноговая			0,95	0,96	0,96	0,97	0,97	0,98	0,98	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%	
Стоимость собственного капитала			5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	6,0%	6,0%	6,0%	
Ставка долга, до налогов			3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	
Ставка долга, после налогов			3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
СК/Стоимость компании			72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	
Долг/Стоимость компании			28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	
Средневзвешенная стоимость капитала			5,0%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	
Кумулятивная стоимость капитала			1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозном периоде			3 201										
(+) Стоимость в терминальном периоде			12 132										
(x) Коэффициент на дату оценки			1,05x										
(=) EV			16 038										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)			4 755										
(+) Наличность			257										
(+) Поступления от IPO			635										
(-) Стоимость выпущенных опционов			0										
(=) Оценка собственного капитала			12 175										
Рыночная капитализация			9 501										
Целевая цена на акцию, USD			28,2										
Максимум диапазона на IPO, USD			22										
Потенциал роста, %			28%										

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

Риски: удержание клиентов, конкуренция, посредники

Удержание клиентов. Если компания не сможет удерживать текущих клиентов и привлекать новых, то это может повлиять на будущий рост компании.

Конкуренция. Компания сталкивается с серьезной конкуренцией на рынке в лице традиционных производителей - NortonLifelock, Avast, Kaspersky, Trend Micro, ESET, Symantec, Palo Alto Networks, Sophos, Microsoft, Trend Micro и Sentinel One.

Посредники. Компания зависит от своих посредников в лице Ingram Micro Inc, Arrow Electronics и Tech Data Corporation. В 2019 году на долю Ingram пришлось 15% выручки компании, на Arrow - 3% и Tech Data - 5%. Разногласия или потеря посредника может сказаться на выручке компании.

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.
