- На протяжении 1-1,5 лет технологический сектор выигрывал от восстановления расходов корпораций и роста расходов со стороны государства. В 2011 г. мы ожидаем сокращения положительного влияния на IT-компании фактора расходов корпораций и смещения структуры потребления в IT-секторе с корпоративных клиентов на потребителей-физических лиц.

- Исходя из прогнозов темпов роста экономик мира на 2011 г., мы предпочитаем компании, получающие часть выручки из развивающихся стран.

- Большим вопросом для сектора остается валютный фактор: IT-сектор - один из самых уязвимых с точки зрения валютных колебаний. Допуская два возможных варианта развития ситуации (укрепление доллара на фоне усиления долговых проблем в ЕС либо ослабление доллара на фоне дальнейшего смягчения денежной политики со стороны ФРС при относительно спокойной ситуации с долгами в ЕС), мы не исключаем, что один сценарий может быстро сменяться другим. В этой связи мы рекомендуем инвесторам ознакомиться с тремя блоками «валютных портфелей»: компаниями, которые генерируют большую часть выручки в США, Европе и других странах.

- Несмотря на то, что для многих компаний IT-сектора 2010 г. оказался успешным, во 2 полугодии рекордные продажи и высокие уровни маржи сопровождались рекордными запасами на складах компаний. Ни для кого не секрет, что эффект низкой базы вылился во впечатляющие двух-трехзначные темпы роста продаж и маржи (для некоторых компаний – на максимуме за 8-10 лет), однако тем сложнее в дальнейшем компаниям будет их удерживать.

- IT-сектор — один из наиболее привлекательных по рыночным мультипликаторам и уступает лишь сектору здравоохранения. Однако мы воздерживаемся от оптимистичных оценок, призывая не соблазняться дешевизной сектора, а сфокусироваться на выборочных сегментах и компаниях.

- 2011 г. продолжит тенденции 2010 г.: компании, способные выиграть от роста рынка смартфонов, компании подсектора запоминающих устройств, компании, задействованные в расширении 4G-связи и широкополосного доступа в интернет (ШПД). В корпоративном секторе актуальными останутся компании, вовлеченные в облачные вычисления и виртуализацию.

- Дополнительным преимуществом мы считаем вероятность для компаний быть приобретенными, что не последнюю очередь связано с рекордными объемами наличных средств на балансах IT-компаний.

Содержание

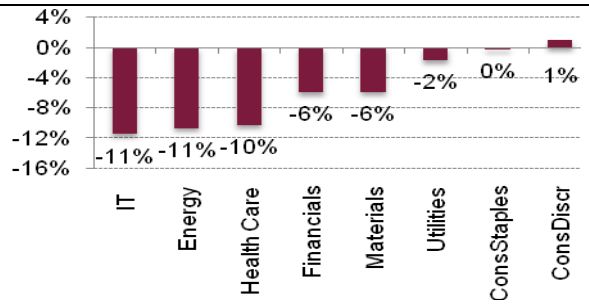
Обзор динамики сектора и подсекторов в 2010 г.....2
Сравнительная оценка сектора.....3
Макровзгляд: Смещение структуры потребления в 2011 г.....5
Инвестиционный портфель: наш подход к подбору компаний.....9
Рынок смартфонов.....10
Комплектующие.....11
Мобильный контент.....14
Коммуникационное оборудование.....20
«Горячие сектора».....24
Software.....24
Сервера/память.....27
Полупроводники.....28
Good, but Distressed.....32
Рекомендуемая структура портфеля. Риски.....34

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

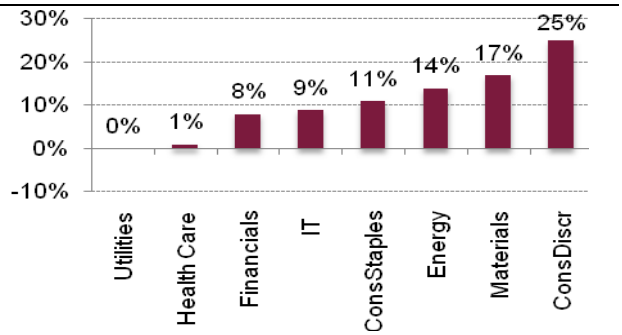
Обзор динамики сектора и подсекторов в 2010 г.

С начала 2010 г. технологический сектор вырос на 9%, уступив место энергетическому, сырьевому и потребительским секторам. Во время летней коррекции IT-сектор, оказавшись аутсайдером рынка, потерял 11%.

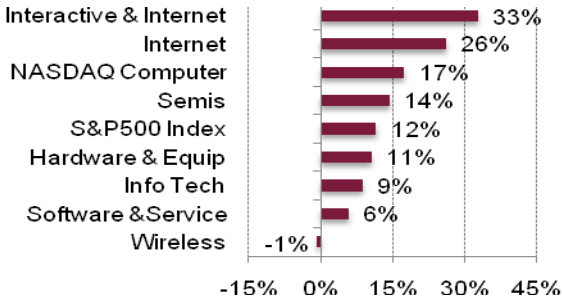
Изменение 01/01-31/08/2010, %



Изменение 01/01-17/12/2010, %

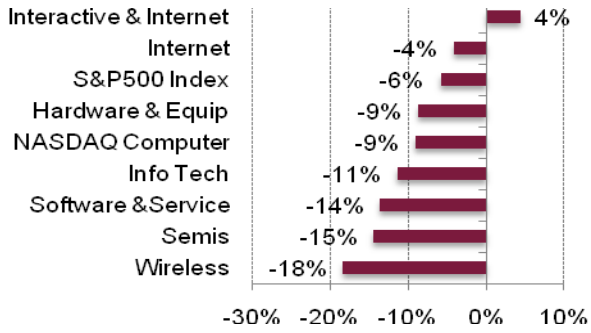


Источник: Bloomberg, последнее обновление 17 дек. 2010 г.



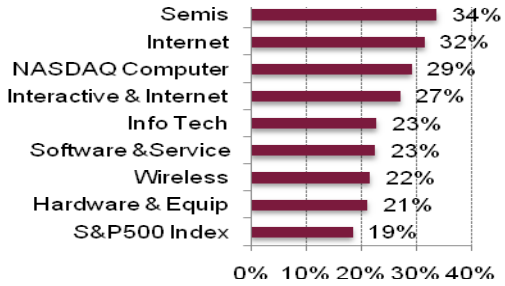
Источник: Bloomberg, последнее обновление 17 дек. 2010 г.

На протяжении 2010 г. интернет-компании были наиболее «успешным» подсектором в отрасли. Парадоксально, что компании подсектора Wireless (беспроводной связи) оказались аутсайдерами рынка.



Источник: Bloomberg, последнее обновление 17 дек. 2010 г.

Во время летней коррекции отношение участников рынка существенно не изменилось: интернет компании даже успели несколько прибавить, в то время как компании подсекторов беспроводной и проводной связи, а также программного обеспечения потеряли около 15%.



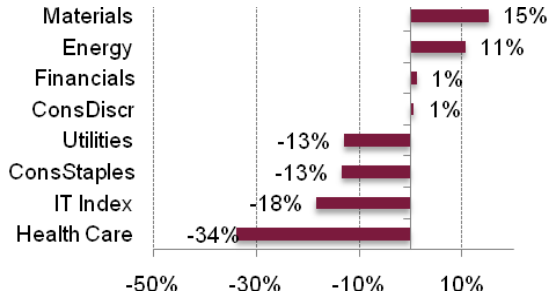
Источник: Bloomberg, последнее обновление 17 дек. 2010 г.

С начала сентября компаниям полупроводникового сектора удалось, тем не менее, прибавить 34% и оказаться лидерами отрасли. Интернет-компании, твердо занимающие свои позиции на протяжении всего года, удержали за собой второе место.

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

Сравнительная оценка сектора

Технологический сектор остается одним из самых привлекательных, уступая лишь сектору здравоохранения: индекс высокотехнологичных компаний, входящих в состав индекса S&P 500, **торгуется со значительным дисконтом к своим историческим значениям мультипликаторов.**



В среднем IT-сектор торгуется с дисконтом в 18% по основным показателям и является вторым наиболее дешевым после сектора здравоохранения.

Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

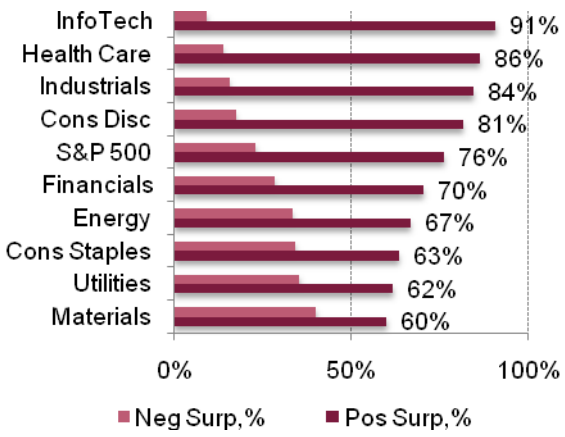
Таблица 1:
Дисконты секторов по основным рыночным мультипликаторам к их докризисным уровням (01/01/2004-01/01/2008):

Ratios	IT	Financials	Energy	Health Care	Consumer Discretionary	Materials	Cons Staples	Utilities
P/E Ratio	**-33%**	15%	27%	-32%	-11%	24%	-16%	-23%
P/S Ratio	**-7%**	NA	6%	-39%	18%	18%	-16%	-3%
EV Curr Year Est Sales	**-6%**	NA	2%	-29%	7%	9%	-10%	-11%
Est EV/EBITDA	**-28%**	-12%	8%	-35%	-11%	10%	-11%	-16%
Avr Discount	**-18%**	1%	11%	-34%	1%	15%	-13%	-13%

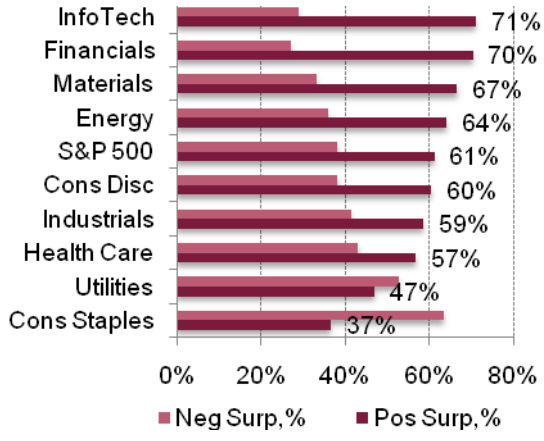
Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

…при этом сектор показал наибольшее увеличение доходов…

Доля компаний по секторам, EPS которых побил ожидания рынка (01/01-30/11/2010)



Доля компаний по секторам, доход которых побил ожидания рынка (01/01-30/11/2010)

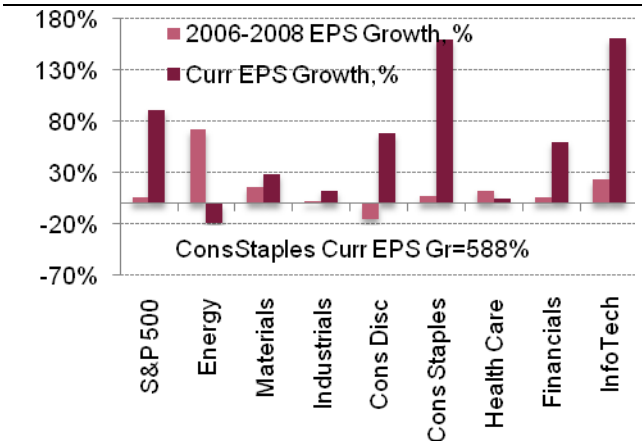


Источник: Bloomberg

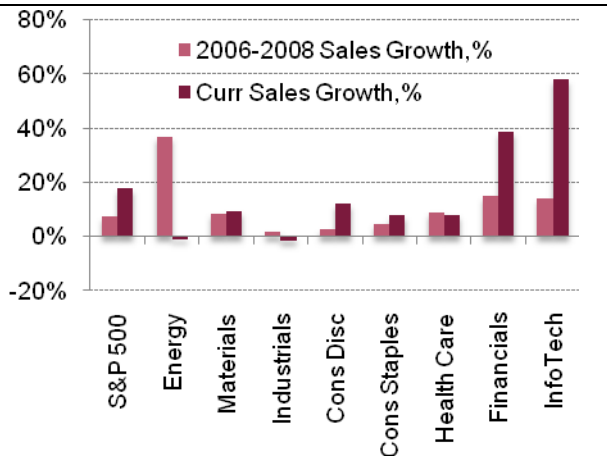
Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

За первые три квартала 2010 г. темп роста EPS в секторе составил 161%, уступив место потребительскому сектору. При этом продажи увеличились на 58%, обогнав все сектора.

Текущий темп роста EPS vs. докризисный

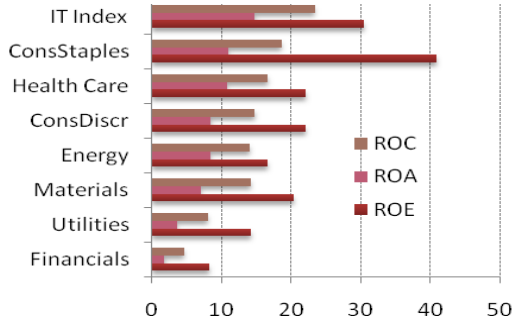


Текущий темп роста продаж vs. докризисный



Источник: Bloomberg

… и является самым рентабельным…



Источник: Bloomberg

Компании IT-сектора имеют самые высокие показатели ROE (30.5%), ROA (14.8%) и ROC (23.3%). Каждый из указанных коэффициентов также показал самое большое увеличение ROE (70%), ROA (44%) и ROC (34%) по сравнению со своими докризисными уровнями.

Хотя IT компании генерируют cash меньше, чем энергетический сектор и индустрия здравоохранения, именно им удалось увеличить текущий уровень наличных средств в расчете на акцию на 44% по сравнению с докризисным уровнем.

Таблица 2.
Текущие уровни рентабельности относительно докризисных уровней (01/01/2004-01/01/2008)

Profitability ratios	IT	Financials	Energy	Health Care	Cons Discr	Materials	Cons Staples	Utilities
ROE, %	**30.5**	8.3	16.6	22.1	22.1	20.4	40.8	14.1
Curr ROE vs. Precrisis ROE	***70%***	*-53%*	*-28%*	*10%*	*29%*	*19%*	*0%*	*-4%*
ROA, %	**14.8**	1.8	8.3	10.7	8.4	7.0	11.0	3.5
Curr ROA vs. Precrisis ROA	***44%***	*-9%*	*-24%*	*9%*	*13%*	*25%*	*-3%*	*32%*
ROC,%	**23.3**	4.55	14.0	16.6	14.8	14.2	18.6	8.0
Curr ROC vs. Precrisis ROC	***34%***	*-19%*	*-27%*	*5%*	*20%*	*25%*	*-3%*	*5%*
Curr Cash Flow per Share	***39.7***	*20.9*	*71.6*	*43.1*	*31.9*	*25.9*	*29.2*	*27.6*
Current Cash Flow vs. Precrisis CF	**44%**	-57%	6%	39%	4%	0%	33%	9%
Est Long-Term EPS	**14,14**	8,09	14,96	9,22	14,28	11,70	9,50	4,17

Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

Справедливости ради надо сказать, что IT – единственный сектор с отрицательным (в среднем) чистым долгом, за ним следует сектор здравоохранения с незначительным положительным долгом.

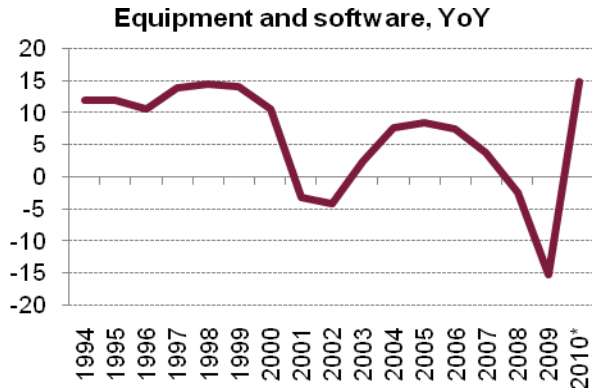
Макровзгляд: Смещение структуры потребления в 2011 г.

Мы ожидаем ряд изменений в структуре потребления в 2011 г. и рекомендуем инвесторам обратить внимание на компании, ориентированные на «неамериканского потребителя».

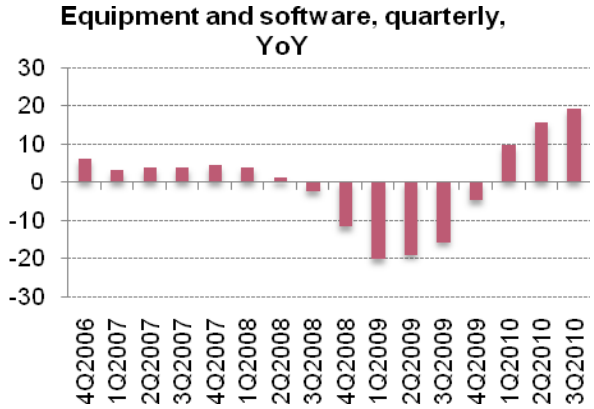
В 2009-2010 гг. цикл замещения, проходящий в корпоративном секторе, а также увеличившиеся расходы государства, которые частично компенсировали слабое потребление со стороны населения, способствовали восстановлению многих секторов (не только IT). В частности, по данным UBS, расходы государства составили 20% от общего объема расходов на IT-компании, расходы финансовых компаний составили 16%.

Детали отчета по ВВП США говорят о том, что потребление компьютерного оборудования и программного обеспечения за три квартала 2010 г. выросло на 14,8%, при этом только за 3Q10 расходы, связанные с IT, выросли на 19,1%.

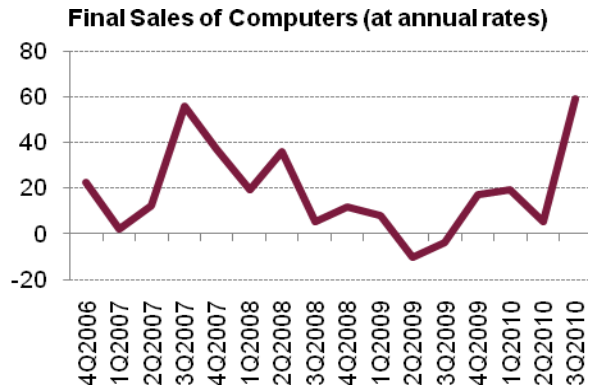
Расходы на компьютерное оборудование и программное обеспечение, %



Расходы на компьютерное оборудование и программное обеспечение, %



Продажи (только) компьютеров, %

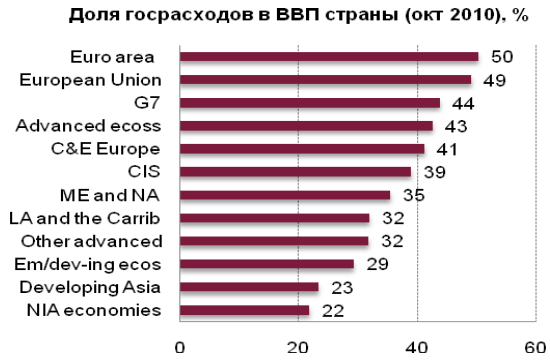


Источник: BEA, US GDP report for 3Q'10, second reading

… (1) в сторону меньших госрасходов

Мы ожидаем некоторого сокращения расходов корпораций, учитывая, что цикл замещения прошел свой пик и его дальнейшая динамика будет связана с выпуском отдельных продуктов и усовершенствованных компонентов (к примеру, платформы Intel Romley). Госрасходы по мере дальнейшего экономического восстановления также будут сокращаться: об этом свидетельствует и отчет Cisco за 3Q10, в котором представители компании выделили снижение госзаказов как фактор, негативно повлиявший на объем продаж. Согласно последним оценкамМВФ (за октябрь 2010 г.), госрасходы в развитых странах составляют 42,6% от ВВП против 29,3% в развивающихся странах.

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

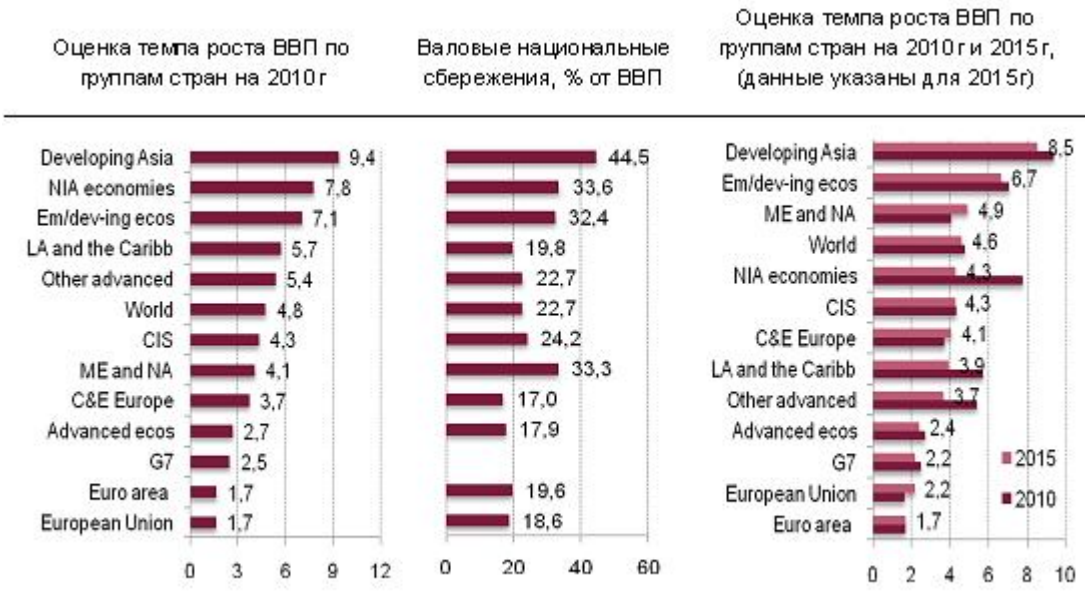


Источник: Bloomberg

Исторически госрасходы в Еврозоне и в странах Европейского союза занимали наивысшую долю в ВВП (45-50%), в то время как в странах развивающейся Азии и новых индустриальных азиатских странах этот показатель колебался от 20 до 25% от ВВП. Новые индустриальные азиатские страны, развивающаяся Азия и развивающиеся экономики наименее уязвимы с точки зрения сокращения госрасходов, поскольку в этих странах последние не превышают 30%, в то время как в европейских странах этот показатель колеблется от существенно более высокой отметки.

…(2) в сторону большего экономического роста

Мы ожидаем, что компании, ориентированные на потребителя из развивающихся стран, будут чувствовать себя стабильнее.



Источник: данные IMF (окт. 2010 г.)

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

В случае обострения опасений относительно долговых проблем в ЕС, наиболее защищенными от валютных колебаний выглядят следующие бумаги:

Компании, получающие большую часть (или весь) доход с рынка США	Тикер	Доля дохода
Seagate Techn ogie	STX US	100%
Intuit	INTU US	100%
Research in Motion	RIMM US	58%
Yahoo!	YHOO US	72%
VeriSign	VRSN US	61%
Xyratex	XRTX US	59%
Symantec	SYMC US	55%
Cisco	CSCO US	54%
Electronics Art	ERTS U	52%
Oracle	ORCL US	50%
NettApp	NTAP US	50%
Google	G OG US	49%
Broadcom	BRCM US	46%
Adobe	ADBE US	48%
Apple	AAPL US	35%
SanDisk	SNDK US	29%
Intel	INTC US	20%

… уязвимые к ослаблению евро:

Компании, получающие большую часть (или весь) доход с рынка Европы	Тикер	Доля дохода
Electronics Art	ERTS US	4 %
Activision	ATVI US	38%
Apple	AAPL US	27%
Cisco	CSCO US	20%
Western Digital	WDC US	20%
Broadcom	BRCM US	18%

Источник: Bloomberg

… (3) в сторону менее развитых регионов

Среди развивающихся стран Азии Китай занимает особое место. В то же время, по мнению ряда специалистов, в Китае происходит изменение в структуре потребителей в сторону менее развитых городов. По данным исследовательского агентства IDC, 49% из 48 млн. проданных компьютеров в 2009 г. «ушли» в города сельского типа. В 2011 г. аналитики ожидают роста этой доли до 52%, поскольку, по оценкам специалистов, компьютеры имеют 80% домовладельцев Китая, однако доля имеющих компьютеры в сельскохозяйственной местности —лишь 8-10%. По мере продвижения промышленности из крупных городов «вглубь» страны растут доходы жителей сельскохозяйственных районов, а так же растут и их требования к качеству. Главный менеджер потребительского бизнеса Levono, крупнейшего производителя компьютеров Китая, говорит: «Существует потолок цен, но покупатели имеют высокие требования к скорости, памяти и графическим картам». Dell и HP также ориентируются на жителей менее развитых городов Китая и также говорят о том, что эта часть потребителей более требовательна по сравнению с жителями Шанхая или Пекина.

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

Компании, получающие боль ую часть (или весь) доход с рынка Азии	Тикер	Доля дохода	В частности, с рынка Китая
China Digital TV	STV U		100%
Volterra Semiconductor	VLTR US	95%	42%
Spreadtrum Communications	SPRD US		94%
Qualcomm	QCOM US	90%	25%
Veeco Instruments	VECO U	81%	
PLX-Technology	PLXT US	72%	34%
Applied Materials	AMAT US	68%	19%
KLA-Tencor	KLAC US	68%	
Lattice Semiconductor	LSCC US	65%	43%
Integrated Silicon Solution	ISSI US	65%	34%
Teradyne	TER US	64%	
Texas instruments	TXN US	63%	
Micron Technology	MU US	62%	39%
Maxim Integrated Products	MXIM US	61%	37%
Intel	INTC US	58%	
InterDigital	IDCC US	54% (+25%Jap)	
Western Digital	WDC US	53%	
SanDisk	SNDK US	46%	
NVidia	NVDA US	42.4	33.5
Entegris	ENTG US	40%	
Broadcom	BRCM US	36%	
Atheros Communications	ATHR US	31%	17%
Xyratex	XRTX US	25%	

Компании, получающие большую часть (или весь) доход с рынка EMEA	Тикер	Доход с рынка США, %
SanDisk	SNDK US	22%
Oracle	ORCL US	32%
Adobe	ADBE US	30%
Cisco	CSCO US	11%

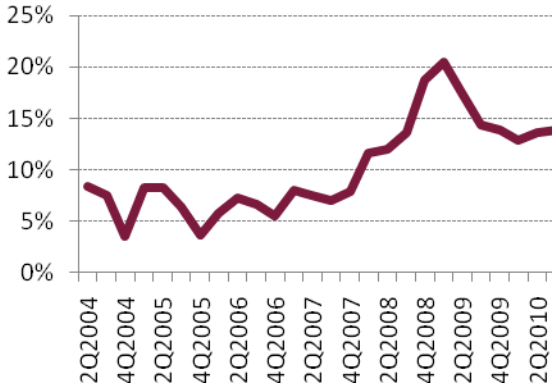
Источник: Bloomberg

…M&A кандидат – дополнительное преимущество

Мы ожидаем увеличения количества слияний и поглощений в 2011 г., что не в последнюю очередь связано с рекордными объемами наличных средств на балансах компаний относительно их рыночной капитализации:

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

За время кризиса в IT секторе наблюдался существенный рост наличных средств и их эквивалентов. Эти средства могут быть направлены на выплату дивидендов, buyback, R&D или приобретение компаний. В секторе выделилось несколько направлений, которых тема M&A касается небезосновательно. Мы ожидаем, что софт и интернет-индустрии станут привлекательными сегментами для поглотителей и покупателей.



Источник: Bloomberg

Инвестиционный портфель: наш подход к подбору компаний

I этап. Мы определяем наиболее перспективные, на наш взгляд, направления в секторе

Наш портфель IT-сектора мы формируем преимущественно из компаний средней и малой капитализации, из приоритетных, на наш взгляд, направлений:

- мобильные технологии: Mobile-related;
- сетевые технологии: беспроводной сети, 4G связь, ШПД;
- горячие сектора (актуальные тенденции): облачные вычисления, виртуализация, сетевая и интернет безопасность;
- дешевые компании или Good, but Distressed.

Потребление в развитых странах остается слабым, учитывая долговую нагрузку населения, поэтому на потребительском спросе могут выиграть лишь компании-игроки узких сегментов, превосходящие своих конкурентов и действительно задающие тенденции на рынке. На наш взгляд, таким сегментом в 2011 г. останется рынок смартфонов. Здесь мы выделяем несколько направлений:

- Производители смартфонов, комплектующих для мобильных дивайсов, оборудования для производства важных элементов смартфонов и планшетных компьютеров. Функциональность смартфона или другого дивайса за последние 2-3 года настолько увеличилась, что сегодня сложно удивить пользователя новой характеристикой или функцией. Именно поэтому мы обратили внимание на компании, позволяющие производителям смартфонов поддерживать высокие требования к эффективности, скорости и запоминающим мощностям дивайсов. В 2011 г. мы, с одной стороны, будем опираться на компании, увеличивающие эффективность работы дивайсов, с другой – на компании, чьи технологии и продукты сделают смартфоны более легкими, быстрыми и энергоемкими.

- Создатели/разработчики приложений и услуг, формирующие экосистемы. Конкуренция среди производителей мобильных телефонов/смартфонов давно вышла за пределы «железа» и сегодня сводится скорее к конкуренции экосистем, построенных вокруг смартфонов, поэтому отдельным направлением мы выделяем производителей приложений для мобильных телефонов/смартфонов/планшетных компьютеров.

- Услуги связи, ШПД:компании, предоставляющие услуги связи, новые стандарты (4G), широкополосного доступа в интернет посредствам мобильных дивайсов. Здесь актуально, на наш взгляд, все, что будет ускорять процесс обмена/передачи/загрузки данных и обеспечивать высокоскоростное соединение и повсеместный доступ к интернету, корпоративной почте. В идеале мы полагаем, что любой пользователь нигде и никогда не должен задумываться о том, может ли он подключиться к интернету или нет. Драйвером этого направления станет цикл замещения оборудования провайдерами и операторами связи, так как бурный рост рынка смартфонов выявил, что мощность, скорость и качество передачи услуг беспроводных сетей заметно отстают.

Поскольку цикл замещения в корпоративном секторе уже отыгран рынком и прошел активную фазу, мы остановимся лишь на узких корпоративных направлениях. Здесь, на наш взгляд, будет актуально все, что упростит и удешевит работу корпораций и их IT-департаментов при одновременном повышении эффек-

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

тивности.

Мы верим в то, что процессы виртуализации и переход к облачным технологиям находятся на начальном этапе (менее 15% корпораций), и отмечаем, что при виртуализации корпоративных серверов и корпоративных сетей повышается спрос на:

- запоминающие устройства;
- специализированное ПО (софт для облачных вычислений/продукты безопасности: антивирусное программное обеспечение, софт, блокирующий вторжения извне, антиспам).

II этап. Мы «сканируем» компании на соответствие установленных нами критериев отбора.

Мы опираемся на следующие критерии отбора компаний:

- значительная доля дохода от приоритетного направления или значительное увеличение доли дохода за счет этого направления как минимум за последний год;
- отрицательный чистый долг;
- рентабельность: ROE, ROA, ROC больше, чем у конкурентов и отрасли (если известно);минимальное требование - ROC/WACC>0;
- (Cash-Debt)/MC>10%;
- предпочтителен положительный Net Cash Flow и Cash Flow Yield;
- прибыльность, минимальное требование: Profit Margin >5%. Gross Margin, Operating Margin выше конкурентов/отрасли (если известно);
- P/S, P/E, PEG, EV/Sales/EV/EBITDA на приемлемом уровне, дешевле конкурентов/сегмента отрасти;
- рост продаж Yoy выше конкурентов.

Рынок смартфонов

Одним из приоритетных направлений 2011 г. останется рынок смартфонов и, соответственно, компании, способные выиграть от его роста. По прогнозам Barclays Capital, рост рынка мобильных телефонов составит лишь 9% yoy в 2011 г. по сравнению с ростом рынка смартфонов на 40% yoy. По данным Gartner в 3Q10 продажи мобильных телефонов составили 417 млн., увеличившись на 35% по сравнению с аналогичным периодом 2009 г. при этом продажи смартфонов составили лишь 19,3% от этого объема, показав за тот же период рост на 96%. Высокая конкуренция среди производителей смартфонов в 2011 г. усилится с появлением нового «поля битвы» - рынка планшетных компьютеров. С появлением iPad весной 2010 г. уже 70 производителей готовятся побороться за место на этом рынке в 2011 г. Хотя делать ставки пока слишком рано, игроки этого рынка будут не слишком отличаться от игроков рынка смартфонов, и рынок составят, вероятно, 5-7 производителей планшетных компьютеров.

Появление планшетных компьютеров:

Tablet	Предположительная дата выхода	Операционная система (OS)
HP Slate	4Q10	Win7
Lenovo LePad	4Q10	Android
Toshiba Folio	4Q10	Android
ASUS Eee Pad	1Q11	Android
BlackBerry PlayBook	1Q11	QNX OS
Cisco Cius	1Q1	Android
LG Optimus Pad	1Q11	Android
Motorola MOTOPAD	1Q11	Android
HTC	2Q11	Android

С появлением смартфонов и планшетных компьютеров увеличились требования к встроенной памяти. Исследования Morgan Stanley Research и iSupply подтверждают, что требования к объему памяти растут быстрее количества появляющихся моделей смартфонов и планшетников. Все сводится к росту контента, который

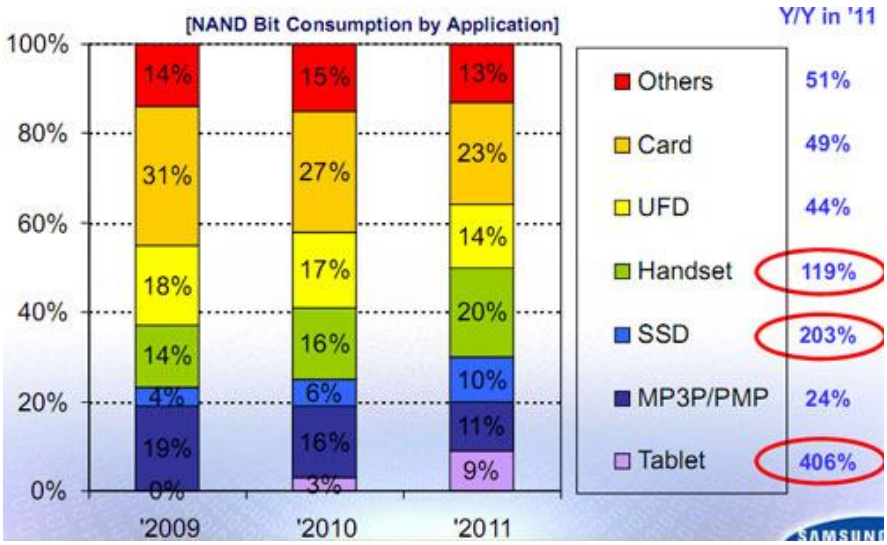
Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

требует пропорционального увеличения встроенной памяти в планшеные компьютеры и смартфоны.

Комплектующие

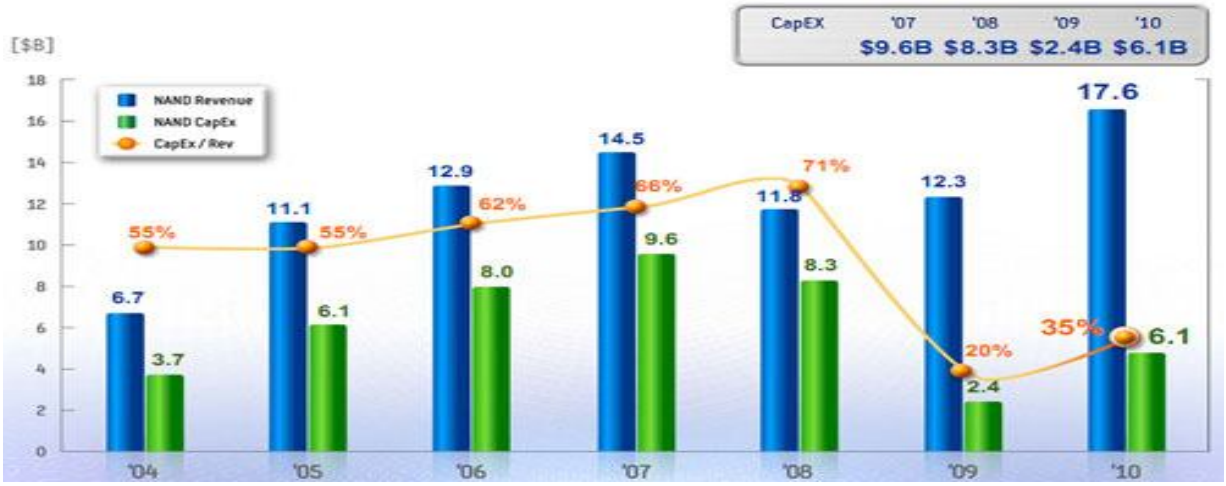
В направлении мобильных технологий на 2011 г. мы выделяем производителей NAND flash памяти для смартфонов и планшетных компьютеров.

Спрос на этот вид памяти будет двигаться за счет появления новых моделей смартфонов и планшетных компьютеров, которые по окончании кризиса приобрели «бешеную» популярность. К примеру, Samsung прогнозирует изменение структуры спроса на NAND память именно за счет роста рынка планшетных компьютеров и смартфонов (см. график).



Рынок мобильных дивайсов в 2010 г. набрал обороты и, похоже, 2011 г. обещает быть еще более горячим. В компьютерах и даже ноутбуках используются энергозависимые запоминающие устройства (HHD), их применение в мобильных дивайсах полностью заменили энергонезависимые (SSD), разновидностью которых является NAND или flash память.

Из-за сокращения спроса на этот дорогой вид памяти в период кризиса ряд производителей этого вида памяти в 2007 г. свернуло его производство, однако бурное развитие рынка смартфонов привело к тому, что спрос значительно превысил предложение: цена на флэш-память до сих пор в десятки раз превосходит цены на классические ЗПУ ($2 за 1Гб при SSD при $0,08 за 1Гб при жестких дисках).



Источник: Gartner

Ограниченное предложение при растущем спросе вкупе с еще высокими ценами на флэш-память сегодня дают производителям NAND памяти конкурентное преимущество по сравнению с производителями стандартных

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

видов памяти. И до тех пор, пока описанные выше тенденции не достигнут фазы зрелости, растущий спрос на NAND память будет компенсировать закономерное снижение цен.

На сегодняшний день насчитывается не так много участников рынка NAND памяти, и хотя среди этого «сообщества» встречаются крупнейшие игроки (Samsung, Toshiba), их бизнес настолько диверсифицирован, что продажи NAND памяти могут быть размыты более слабыми продажами других видов памяти или продуктов.

По оценкам UBS, каждые 10 млн. проданных планшетных компьютеров будут добавлять 3,2 пп. к росту спроса на NAND flash память в 2011 г.

Наши предпочтения: SNDK, MU

SanDisk (SNDK): производитель флэш-памяти для iPhone и iPad, а также для Top-5 производителей телефонов. Как лидер среди производителей флэш-памяти для смартфонов, SNDK выиграет от конкуренции на растущем рынке смартфонов.

Конкурентные преимущества:

- рост рынка смартфонов (по оценкам крупнейших инвестдомов, рост в 2011 г. составит 45%- 60%);
- как минимум половину дохода компания получает от производителей смартфонов;
- 20% NAND памяти будет потреблено исключительно создателями tablets (по оценкам Morgan Stanley);
- Pure Smartphone +Tablet memory play, где SNDK – лидер;
- Apple-related story;мы ожидаем сильных продаж продукции Apple и других дивайсов, что положительно скажется на продажах SanDisk;
- по оценкам UBS и Morgan Stanley, спрос на NAND память будет в 2011 г. в среднем превышать предложение на 8-13% за счет tablet рынка;
- помимо того, что у SNDK тесные отношения с производителями смартфонов, среди которых Apple, RIMM, NOK и др., карты SDC (service delivery card) используются 9 из 10 операторами для доставки последних приложений без перегрузки сети большим трафиком.

Micron Technologies (MU): ранее основным бизнесом компании являлось DRAM направление (энергозависимый тип памяти, который в отличие от SRAM, в несколько раз медленнее и дешевле). Показательно, что доля NAND в доходах MU за год выросла с 35% до 39%, а доля DRAM за год упала с 46% до 26%!

Конкурентные преимущества Micron Technologies (MU):

- Ограниченное предложение. Рынок производителей не перенасыщен производителями, узкоспециализирующимися на памяти для мобильных компаниями (SNDK – единственный, кто получает от этого направления более 90% дохода);
- Растущий рынок смартфонов. MU, как и другие производители NAND памяти, сможет выиграть от роста рынка смартфонов, так как, во-первых, спрос на память растет как минимум пропорционально появлению новых моделей телефонов, а конкуренция среди производителей мобильных телефонов подстегивает появление все новых и новых моделей. Во-вторых, растущие объемы контента и скачиваемой информации, multitasking, требуют все больших объемов памяти.
- MU до сих пор находится на 28% ниже апрельских максимумов, в то время как индекс SOX даже несколько подрос (на 1,5%). Причина — в опасениях по поводу снижения спроса на DRAM память. Однако, в текущую цену, вероятно, впитаны самые пессимистичные сценарии. По прогнозам Morgan Stanley, снижение цен на DRAM память достигнет дна в 4Q10, так как снижение отображает цикличность спроса со стороны производителей компьютеров, но еще не отображает нивелирующего фактора спроса со стороны серверов, задействованных в виртуализации и облачных вычислениях.
- Все большую долю в бизнесе MU занимает память NAND. Например, доля NAND в доходах MU за год выросла с 35% до 39%, а доля DRAM за год упала с 46% до 26%. Это доказывает, что опасения по поводу снижения цен на DRAM отразились на акциях MU больше заслуженного.
- MU является компаний с самой большим показателем FCF Yield не только в своем сегменте, но среди почти 500 компаний, входящих в состав индекса NASDAQ. Наблюдается существенное увеличение показателей

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

ROE, ROA по сравнению с пятилетними уровнями.

При этом мы обращаем внимание на то, что ближайшие два квартала бумага может находиться под давлением из-за снижения цен на DRAM, а эффект NAND памяти скажется во втором полугодии.

Основные участники рынка памяти NAND для смартфонов:

Storage-NAND	SanD sk	Micron Technology	Samsung Electronics	Hynix Semi	Elpida Memory	Toshiba Corp	NAND-related
Price, $/share	47,0	7,8	782,5	21,1	11,	,3	
Market Capit, $mn	11 045	7 791	119 473	12 148	2 214	22 100	
YtD, %	62,4	-25,9	11,4	3,5	-37,7	-13,7	
% NAND in Revenues	100%	Arround 39%	Mostly HHD (30% REV)	Not specified	Primary DRAM	less 8%	
Net Debt, $mn	-910	-553	-7567	3205	4189	10176	
Debt %Mrk Cap	15%	29%	4%	36%	231%	65%	
Cash%Mrk Cap	25%	36%	10%	15%	70%	11%	
FCF per share Growth rate,%	52,6	106,3	-55,7	NA	NA	NA	31,1
FCF Yield	6,49	40,91	7,3	0,44	-4,96	12,18	8,9
Sales growth, % Ann	6,43	76,60	23,06	15,80	41,05	-4,10	11,4
Sales growth, % QoQ	31,92	91,47	24,11	59,46	55,24	0,85	41,5
5 Yr sales growth	18,09	19,20	9,60	6,78	34,17	1,85	12,90
Next Yr Sales Gr Est	37,91	8,24	54,51	63,43	21,21	6,74	33,90
Gross Margin, %	36,02	32,00	23,80	15,75	19,05	22,87	
Oper Margin, %	14,56	18,62	7,07	-1,54	5,75	1,84	7,2
Profit Margin, %	11,64	21,81	10,75	-4,62	0,66	-0,31	19
ROE, %	21,23	12,59	20,31	41,81	10,71	9,81	5,6
5Yr Avg ROE, %	9,65	0,55	13,85	13,52	-7,64	-13,66	2,6
ROA, %	13,57	6,02	14,64	20,63	5,62	1,60	2,4
5Yr Avg ROA, %	6,01	0,68	10,55	5,65	-2,72	-1,85	2,7
ROC/WACC	1,10	0,94	0,53	0,09	1,58	1,34	1,1
EST P/E Curr Yr	10,78	6,03	9,03	4,52	5,45	22,14	
P/S	2,29	0,78	1,26	1,79	0,30	0,29	
P/B	2,13	0,97	1,71	2,61	0,69	2,42	
PEG	0,79	0,60	0,52	0,06	NA	1,28	
EV/Sales	2,05	0,96	0,80	1,40	1,06	0,47	
EV/EBITDA	5,79	2,69	4,77	3,19	2,97	5,89	

*Источник: Bloomberg*Географическое распределение прибыли:

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru



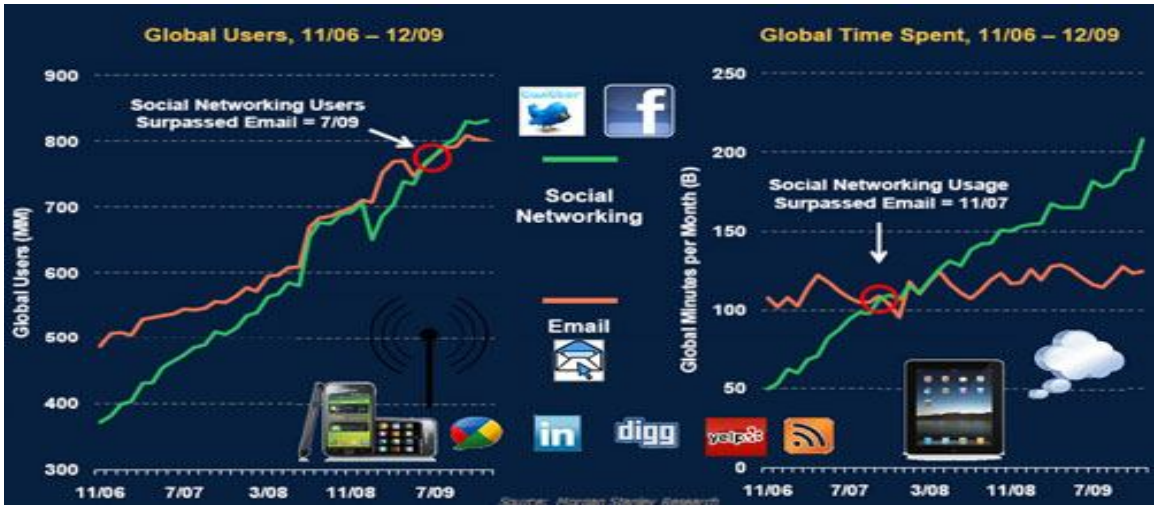
Источник: Bloomberg

Мобильный контент

Это направление, на наш взгляд, будет развиваться стремительнее самого рынка смартфонов, поскольку именно мобильный контент является основным полем сражения между операционными системами смартфонов.

По данным Facebook, именно появление смартфонов и планшетных компьютеров привело к росту популярности социальных сетей и услуг беспроводного доступа к интернету: количество пользователей Facebook только за год увеличилось с 250 тыс. до 500 тыс., ежедневно сервисом стали пользоваться 200 млн. человек по сравнению с 120 млн. в 2009 г., число размещенных фотографий за аналогичный период увеличилось с 1 млрд. до 3 млрд. При этом, количество посетителей, заходящих в социальные сети по средством мобильного телефона, выросло в пять раз по сравнению с 2009 г.

По данным Morgan Stanley Research, число пользователей социальных сетей превзошло пользователей электронной почты в июле 2009 г. (левый график), а количество времени, проведенное в социальных сетях, превзошло время, проведеное за электронной почтой, еще в ноябре 2007 г. (правый график).



Источник: Morgan Stanley Research

На рынке существуют более чем благоприятные условия для развития сегмента мобильных приложений: производители смартфонов (Apple, Research in Motion) и создатели операционных систем (Google, Microsoft) всячески стимулируют появление независимых разработчиков мобильного контента.

Исследования Wedbush Securities наглядно демонстрируют, что самое большое количество приложений доступно для iPhone посредством AppleStore. Несмотря на то, что платформа Android предлагает в три раза меньше приложений (100 тыс. против 300 тыс. на AppStore), именно на Android платформе 63% всех приложений бесплатны. Это позволяет Android платформе быстро завоевывать долю на рынке среди пользователей. Платеж для разработчиков приложений для Android почти самый дешевый - $25 по сравнению с основными

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

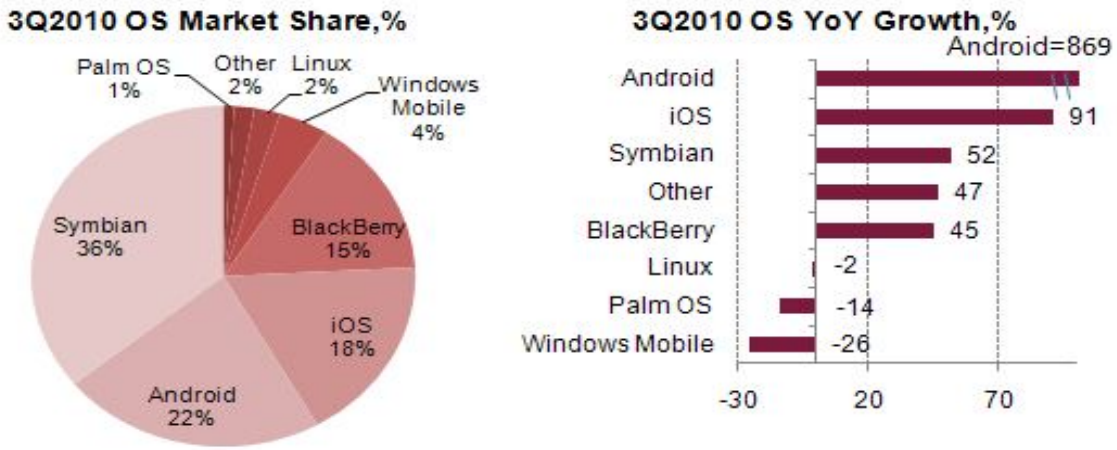
конкурентами: Apple - $99 и BlackBerry - $200. Это позволяет разработчикам беспрепятственно «стекаться» на платформу Android.

Figure 4: Wedbush Application Store Tracker

	iPhone	iPad	Google	BlackBerry	Windows	Nokia	GetJar
Number of Apps	300,000	34,000	100,000	14,486	1,395	28,000	73,866
% Free	29%	26%	63%	26%	22%	28%	N/A
Reach	100M	7.5M	~35M	~40M	30M	165M	>25M
Downloads to Date	>6.5B	~12M	>2.2B	N/A	N/A	>1B	1.05B
Distribution	Phone, iTunes	Phone, iTunes	Phone	Phone	Phone	Phone, Web	Phone, Web
Developer Share	70%	70%	70%	70%	70%	70%	Pay Per Download (starts at $0.01)
Developer Fee	$99	$99	$25	$200	$99	€1	Free
Minimum Non Free Price	$0.99	$0.99	$0.99	$0.99	$0.99	N/A	N/A
Average App Pricing	$4.03	$4.97	$3.23	$6.68	$5.72	$2.68	N/A
Billing System	Credit Card via iTunes	Credit Card via iTunes	Google Checkout, Carrier	PayPal Credit Card Carrier	Credit Card, Carrier	Credit Card, Carrier	Credit Card, Carrier
Restrictions	Apple, Carrier, Adult	Apple, Carrier, Adult	Carrier	Carrier	Voice Apps, Browser/Market place Conflicts, Carrier	Carrier	Supports most phones N/A

Source: Distimo, 148Apps.biz, BlackBerry World, AndroLib, GetJar, and Wedbush Securities

*Источник: Wedbush Securities*Как следствие, доля Android платформы в 3Q10 выросла до 22% с 3,5% в 3Q09 (IDC).



Источник: Wedbush Securities

И хотя большая часть производителей приложений для мобильных телефонов являются компаниями не публичными, именно этот сегмент, мы верим, «выделится» как самостоятельная индустрия со своими лидерами и тенденциями. Мы ожидаем дальнейшего увеличения массы разработчиков с последующей консолидацией.

Мы выделяем несколько приоритетных, на наш взгляд, направлений:

- Mobile Video; по мере появления более быстрых сетей связи и внедрения видео камер прямо в телефоны (как в iPhone и в некоторых компьютерах), online conference- или skype- режимы должны переместиться в смартфоны;
- приложения расширенной реальности;
- Transaction apps (mobile as a sale point);

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

- Entertainment, Games;
- Healthcare Apps (перспективное, но сложное для прогнозов направление);
- Other business apps; например, приложения для enterprise social networks ESN.

Наши предпочтения: ALIF, GFT FP, SMSI

Нашим фаворитом в этом направлении является **Artificial Life**, который помимо разработок игр для (преимущественно) iPhone и iPad, также создает приложения категорий расширенной реальности, здравоохранения и бизнес-направлений.

Конкурентные преимущества ALIF:

- почти самая высокая маржа в секторе (Gross Margin в 2Q10 составила 78%); увеличение GM за последний год пришлось в основном на заключенные сделки на продажу лицензии коммерческой платформы OPUS-M;
- диверсифицированный бизнес: помимо игр, компания разрабатывает бизнес-приложения и health care приложения для мобильных телефонов и Green IT направления (Green Cortex);
- компания без долга, с самой высокой маржой в своем сегменте среди публичных компаний, продажи игр продолжат расти как минимум благодаря ажиотажу вокруг iPhone и iPad, что обеспечит положительный рост продаж;
- публичных компаний для идеи «игры для iPad/iPhone» совсем немного;
- ориентируется на наиболее популярные платформы: iOS, Android, Windows Mobile;
- в годовом отчете говорится, что помимо бизнеса мобильных игр (разработки 3D/3G игр для iPhone/iPod Touch/iPad и других смартфонов), компания будет фокусироваться на развитии мобильных приложений для бизнеса (OPUS-M), приложениях для мониторинга состояния больных диабетом, а также на mobile green technology, где конкуренция слабее, чем на рынке игровых приложений, а маржа выше по сравнению с игровым бизнесом;
- при самой высокой среди конкурентов операционной марже и показателях ROE и ROA, у ALIF дешевые мультипликаторы: PE=4,7 и P/B=0,9.

Gameloft (GFT FP) является одним из лидеров продаж в AppStore. С платформы iOS Gameloft генерирует 22% дохода (3Q10). Для сравнения: в 1H09 г. эта доля составляла 13%. Всего от продаж игр для мобильных телефонов компания получает 92% дохода и 6% от продажи игр для консолей. Учитывая «успешность» игр на одной из самых популярных платформ (Apple) и большие мощности, мы видим хорошие возможности для компании за счет роста рынка смартфонов, в частности, non-Apple моделей телефонов. Дополнительным катализатором станет появление Apple TV, когда можно будет скачивать контент и, в нашем случае, играть в игры на телевизоре. Gameloft продает свои игры через 200 операторов в 80 странах, а также через магазины приложений и через порталы мобильного контента.

Конкурентные преимущества Gameloft (GFT FP):

- самый широкий ассортимент игр для iOS платформы среди публичных компаний;
- Gameloft активно инвестировал в разработчиков: в 2002 г. количество разработчиков было около 100 человек, к 2007 г. – 4000 человек, сейчас порядка 3500 – это самое большое количество разработчиков в индустрии. Для сравнения: у ближайших конкурентов Glu Mobile - менее 400, EA Mobile – 500-600 человек;
- благодаря систематическим вложениям в свои мощности в последние несколько лет, Gameloft может работать над улучшением качества или увеличением объема без дополнительных затрат. R&D в случае Gameloft составляют значительную часть дохода: 52% в 1H08 и 55% 1Q10. S&M расходы в среднем также превышают 20% дохода. Это объясняет такую разницу между Gross Margin (86,6% в 1H2010) и Operating Margin (7,33% 1H2010). Мы не единственные, кого это не пугает, к примеру, аналитик Berenberg Bank, который покрывает Gameloft, ожидает роста операционной маржи до 11% в 2011 г. и 16% в 2013 г.
- Gameloft предлагает около 300 Java/Brew игр; 65 для Apple; 40 – для Android; 90- для Nokia; 12- для Samsung; 125 – для BlackBerry.

9 декабря 2010 г. мы посетили конференцию, посвященную разработчикам мобильных приложений (Москва),

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

где выяснили, что сами разработчики считают Java-стандарт самым приближенным к Android. Возвращаясь к Gameloft, мы верим, что у компании хорошие шансы преуспеть на Android платформе.

- второй после Electronics Art с наивысшей долей игр, систематически попадающих в рейтинги самых оплачиваемых приложений в AppStore;

- доход от продажи игр для iPhone вырос в 1Q10 на 83%, во 2Q10 – на 131%! В 2009 г. продажи для платформы Apple выросли на 230%.

Основные производители контента для смартфонов:

NAME	ARTIFICIAL LIFE	ACTIVISION BLIZZARD	ELECTRONIC ARTS	NHN CORP	GAMELOF	GAMEVIL INC	NAMCO BANDAI	GLU MOBILE
Ticker	ALIF US	ATVI US	ERTS US	035420 KS	GFT FP	063080 KS	7832 JT	GLUU US
Price, $/share	1,03	12,15	15,91	182,0	6,54	24,4	10,5	1,99
Market Capitalization, $mn	65,7	14653,3	5279,5	8549,6	489,9	135,8	2653,9	88,7
YtD perforance,%	8,4	9,4	-10,4	9,4	41,1	-23,4	-0,3	73,0
Debt as%Mrk Cap	2%	0%	0%	1%	0%	1%	3%	5%
Cash as%Mrk Cap	1%	19%	31%	4%	5%	28%	37%	18%
Cash Flow, $ mn	7,6	113,0	-677,0	NA	4,6	10,25	-358,0	-18,2
FCF Yield	-4,7	7,8	-2,5	2,0	6,5	7,4	1,5	0,9
Sales growth, % Ann	22,3	41,4	-13,2	2,4	10,5	58,7	-11,2	-11,6
Sales growth, % QoQ	21,1	6,0	-19,9	10,2	NA	13,5	-5,5	-21,3
5 Yr sales growth	303,5	NA	1,1	42,1	28,0	NA	-4,4	NA
Gross Margin, %	67,2	53,2	42,5	62,3	NA	82,7	34,3	68,0
Oper Margin, %	40,5	7,4	-43,4	46,4	NA	51,4	2,3	-7,7
Profit Margin, %	47,9	6,8	-31,9	40,3	NA	47,8	-0,3	-10,4
ROE, %	18,8	NA	-12,3	42,3	NA	34,9	NA	-38,0
5Yr Avg ROE, %	NA	NA	-10,8	48,0	11,3	NA	NA	NA
ROA, %	18,0	2,8	-3,3	34,6	NA	31,9	-7,8	-26,7
5Yr Avg ROA, %	-95,4	NA	-7,2	30,7	7,4	NA	NA	NA
ROC/WACC	1,4	0,1	-0,3	3,0	0,8	1,9	-0,6	-1,3
EST P/E Curr Yr	4,5	16,1	24,4	20,1	34,8	NA	76,5	NA
P/S	1,8	2,9	1,5	6,8	NA	6,1	0,5	0,7
P/B	0,9	1,4	2,1	7,3	NA	3,8	0,9	3,4
PEG	NA	1,1	1,5	1,5	NA	NA	107,7	NA
EV/Sales	1,2	2,5	0,9	6,7	2,3	NA A	0,4	1,3
EV/EBITDA	NA	7,3	6,1	13,5	11,0	NA /A	4,2	NA

Источник: Bloomberg

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

Smith Micro Software (SMSI US) - компания, которая, на наш взгляд, имеет хорошие шансы выиграть от роста рынка смартфонов. Компания предоставляет программное обеспечение для устройств связи, а также различные решения для беспроводных и проводных сетей 3-4G стандартов и WiFi через мобильные телефоны. SMSI производит также бизнес приложения для iPhone и iPad, а в августе компания сообщила о том, что представляет полную поддержку телефонам на Andriod платформе.

И хотя мы отдаем себе отчет в том, что высокая концентрация дохода несет в себе и высокие риски, все же преимущество этой компании в том, что 41% дохода она получает от Verizon. 5 декабря 2010 г. последний начал предоставлять услуги 4G связи через LTE USB модемы в 38 мегаполисах, 60 аэропортах; покрываемая площадь охватывает 110 млн. человек. LTE сеть (или 4G) предлагает пользователям загружать 10 MB данных за 10 секунд или 20 фотографий за 60 секунд. Соответственно, каждый новый подписчик или обновленный дивайс требуют нового устройства, а значит, и нового ПО для подсоединения, поставщиком которого является SMSI.

Драйверы для SMSI.Деятельность компании находится на пересечении двух тенденций: роста рынка смартфонов и перехода операторов связи на 4G стандарт.

Конкурентные преимущества:

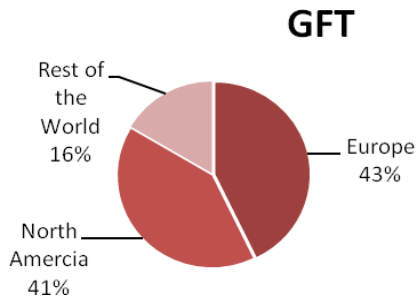
- более 90% дохода компания получает от направления wireless;
- компания выиграет от перехода на LTE (4G) связь: SMSI производит программное обеспечение, подсоединяющее дивайс к MiFi (специальный дивайс, который работает как беспроводной маршрутизатор). Verizon продает устройства MiFi, которые позволяют различным дивайсам подключиться к сети. SMSI уже является connector manager для Sprint, обеспечивая своими решениями по подсоединению к WIMAX (тоже связь 4G стандарта) Sprint. А в 1H2011 AT&T также запускает 4G связь. Sprint и AT&T обеспечивают по 10% дохода SMSI;
- продажа iPad через Verizon – крупного клиента SMSI, является драйвером на среднесрочную перспективу;
- SMSI в свою очередь является монополистом в connectivity software, так как единственный предоставляет программу QuickLink Mobile (программа для предприятий по соединению компьютеров и мобильных устройств) самым крупным четырем операторам мобильной связи в США. Сам по себе soft QuickLink Mobile позволяет операционной системе дивайса подключаться к мобильной сети оператора и соответственно распознает дивайс в мобильной сети.

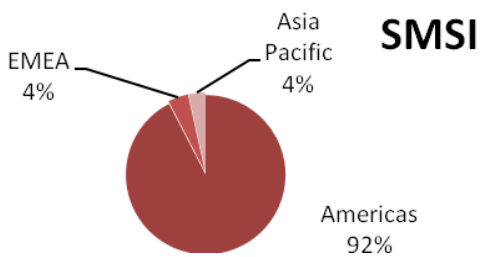
Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

Участники рынка ПО для операторов связи:

NAME	SMITH MICRO SOFTWARE	EMS TECHNOL	MOTRICITY	NEUTRAL TANDEM	NEXTWAVE WIRELESS	TELENAV
Ticker	SMSI US	ELMG UW	OT US	TNDM UQ	WA E US	TNAV US
Pr ce, $/ hare	15,85	18,79	20	15,02	0,72	7,27
Market Capitaliz, $mn	543,3	287,7	805,4	497,4	16,9	306,5
YtD performance, %	73,2	29,6	NA	-34,0	-76,8	NA
Net Debt, $mn	-45,9	-19,4	-30,9	-161,2	707,9	-112,9
Debt as%Mrk Cap	0%	10%	0%	0%	5008%	0%
Cash as%Mrk Cap	11%	17%	9%	41%	134%	43%
Cash Flow, $ mn	4,8	-20,1	-16,3	41,3	-290,2	41,4
FCF Yield	4,6	12,9	NA	5,1	-74,5	26,5
Sales growth, % Ann	9,0	7,4	10,2	39,7	-4,4	54,4
Sales growth, % QoQ	22,2	0,0	NA	3,9	NA	41,8
5 Yr sales growth	41,9	1,5	NA	NA	NA	NA
Gross Margin, %	88,9	36,4	NA	65,3	NA	82,7
Oper Margin, %	17,2	5,0	10,3	28,6	NA	40,6
Profit Margin, %	9,1	4,0	8,6	20,6	NA	24,2
ROE, %	7,1	3,8	NA	15,0	NA	NA
5Yr Avg ROE, %	6,8	3,8	NA	NA	NA	NA
ROA, %	3,8	-4,6	NA	13,9	-34,7	NA
5Yr Avg ROA, %	6,3	2,9	NA	NA	NA	NA
ROC/WACC	0,4	0,4	0,1	0,6	-9,3	-0,3
EST P/E Curr Yr	18,9	21,4	52,9	13,4	NA	10,3
P/S	2,7	0,8	NA	2,2	NA	NA
P/B	1,7	1,2	3,5	1,5	NA	1,4
PEG	1,2	NA	NA	0,8	NA	NA
EV/Sales	3,2	0,7	4,5	1,1	NA A	0,9
EV/EBITDA	9,5	6,3	16,4	3,0	NA A	3,1

Географическое распределение прибыли:





Источник: Bloomberg

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

Коммуникационное оборудование

Активное использование смартфонов и планшетных компьютеров вкупе со стремительным ростом приложений и контента вынуждает операторов связи и провайдеров интернет-услуг адаптировать и обновлять свое оборудование. Пользователи iPhone еще весной жаловались на перегруженность сети (до ноября 2010 г. AT&T был единственным оператором связи для пользователей iPhone). По мере роста количества подписчиков оператора AT&T ухудшалось качество предоставляемых услуг связи и доступа к интернету. Грубо говоря, мощностей операторов хватает на удовлетворение услуг связи для традиционных мобильных, а не смартфонов. В 2010 г. почти каждый производитель смартфонов предоставил новые версии смартфонов, а темпы роста рынка мобильного контента вынуждают операторов связи всеми возможными способами «расчищать» загруженность сетей. Появление 4G стандарта лишь подчеркивает необходимость операторов обновить или адаптировать имеющееся оборудование согласно возросшим требованиям скорости и трафика. Мы полагаем, что по мере развития 4G стандартов (AT&T в 1H11 г.) и по мере выхода новых моделей смартфонов, операторам связи понадобится заменить часть имеющегося или установить новое оборудование.

Наши предпочтения: ADTN, OPLK, HLIT, QCOM

Adran (ADTN) - компания реализует продукты и услуги, обеспечивающие решения доступа к сети для коммуникационных сетей. Продукты компании обеспечивают связь данных, видео, аудио форматов и интернета в пределах проводных и беспроводных связей. Компания предоставляет продукты главным образом операторским сетям, компаниям малого и среднего бизнеса, а также корпоративным сетям. У компании имеются решения по широкополосному доступу (ШПД) для сетей различного количества подписчиков, решения цифрового интерактивного телевидения, сетевые маршрутизаторы, решения для мобильных сетей, оптимизаторы беспроводных сетей (WiFi и 3G wireless) и WAN (Wide Area Networks).

Конкурентные преимущества:

- по оценкам Barclays Capital, ADTN поставляет 50% медных проводов для AT&T и Verizon в пределах США;
- 35% бизнеса ADTN составляют продукты на основе оптического волокна, а из-за устоявшихся отношений с крупнейшими операторами связи ADTN, на наш взгляд, выиграет от перехода телекоммуникационных систем от классических (витых пар) на оптическое волокно;
- в 2011 г. мы ожидаем усиление цикла улучшения и замены (upgrade) коммуникационного оборудования операторами связи по двум приоритетным направлениям: (1) мобильной беспроводной связи и (2) IP видео. Frontier, Telmex и AT&T подтвердили это, обсуждая основные направления расходов на следующий год.

Oplink Communications (OPLK) –производит компоненты для волоконно-оптических сетей (модули, субсистемы, передатчики, получатели, приемо-передатчики, запрос-ответчики). Эти компоненты используются операторами связи и провайдерами, но преимущества оптического волокна в высокой несущей частоте и широких возможностях мультиплексирования, пропускной способности волоконно-оптических линий, которая многократно превышает пропускную способность всех других систем связи и может измеряться терабитами в секунду, а также малое затухание света в оптическом волокне обуславливает возможность применения волоконно-оптической связи на значительных расстояниях без использования усилителей. Волоконно-оптическая связь свободна от электромагнитных помех и недоступна для несанкционированного использования — перехватить сигнал, передаваемый по оптическому кабелю, невозможно.

Использование этого материала для компонентов коммуникационного оборудование позволит, например, решить проблему загруженности сетей связи. Однако этот материал намного дороже стандартных, и переход на него определенно займет время. С другой стороны, при увеличении трафика интернета и мобильной связи этот переход неизбежен. Благодаря всем преимуществам используемого материала, OPLK может стать таргетом**,** например компании, производящей оборудование преимущественно на базе стандартных кабелей и желающей расширить продуктовую линейку.

Harmonic Inc (HLIT) – провайдер по доставке видеорешений транслирующим, кабельным, спутниковым, интернет-, мобильным и телекоммуникационным компаниям, обеспечивающим видео услуги. Для кабельных компаний HLIT предлагает решения обработки и доставки видео. Преимущественно здесь идет речь о телевидении нового поколения IP TV (цифровое интерактивное телевидение). HLIT осуществляет распределение, обработку и доставку видео файлов по запросу или трансляцию интерактивного телевидения по средствам смартфона или другого дивайса - серия его продуктов предназначена специально для транскодирования MPEG-2 и MPEG-4 AVC контента для таких приложений как Internet TV, 3G/4G Mobile TV, или услуг трансляции

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

мобильного телевидения. Это лишь часть продуктов HLIT. При этом HLIT использует в своем оборудовании оптическое волокно – вид кабеля, как мы уже говорили, обладающий, в отличие от стандартного, в несколько раз большей пропускной способностью и обеспечивает передачу данных на большие расстояния.

В связи с этим HLIT напрямую имеет отношение к происходящему переходу на IP TV, а также к расширению использования телевидения, скачивания видеоконтента через смартфоны и другие дивайсы, а также специальных приставок (Apple TV, Google TV). Вместе с ростом рынка смартфонов, планшетных компьютеров и других дивайсов, а также интенсификацией видеопотоков в условиях, созданных самими производителями смартфонов, спрос на решения, обеспечивающие трансляцию видео, данных будет более агрессивным, поэтому такая компания, как HLIT, может не только значительно выиграть от своей специализации, но и быть хорошим таргетом. На следующий год аналитики ожидают роста продаж HLIT на 17% (также, как и в прошедшем году), однако мы ожидаем, как минимум, пересмотра прогноза продаж в сторону повышения за счет последних событий в секторе смартфонов и «становления» рынка планшетных компьютеров.

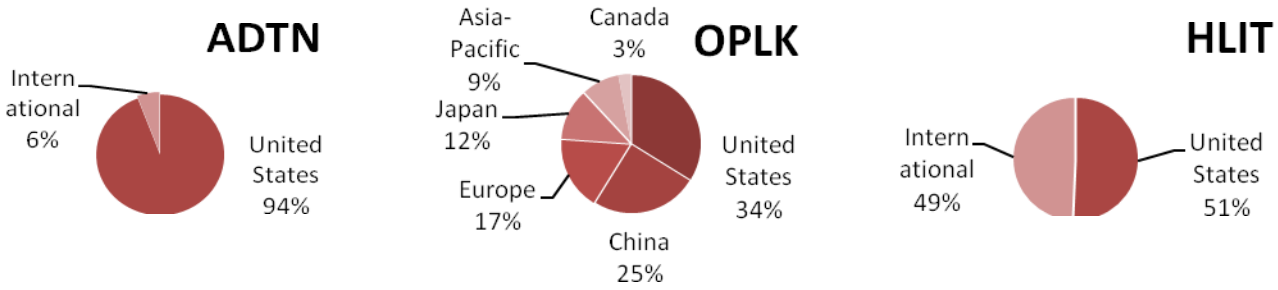
Основные участники рынка коммуникационного оборудования:

Name	ADTRAN INC	OPLINK COMM	HARMONIC INC	CIENA CORP	OPNEXT INC	ACME PACKET
Ticker	ADTN UW	OPLK UQ	HLIT UW	CIEN UW	OPXT UW	APKT UQ
Price, $/share	34,5	19,3	7,6	19,2	1,8	53,2
Market Capitalization, $mn	2 175	377	853	1 800	160	3 354
YtD performance, %	52,9	17,5	20,6	77,2	-6,3	380,1
Net Debt, $mn	-148,9	-150,3	-271,1	754,0	-87,5	-130,5
Cash Flow, $ mn	74	11	-24	-334	-79	17
FCF Yield	5,8	3,7	0,5	-21,8	-12,6	6,4
Sales growth, % Ann	-3,3	-3,4	-12,4	89,5	0,2	21,6
Sales growth, % QoQ	27,25	47,89	24,95	136,92	6,67	55,76
5 Yr sales growth	2,7	49,5	12,4	37,7	NA	NA
Gross Margin, %	59,27	32,09	42,04	40,23	19,07	80,71
Oper Margin, %	21,53	7,86	-3,77	-18,25	-21,34	14,16
Profit Margin, %	15,33	7,98	-7,55	-26,97	-24,60	12,09
ROE, %	21,12	9,40	4,38	28,90	-24,70	15,74
5Yr Avg ROE, %	18,51	2,61	-0,71	-80,71	-39,22	11,86
ROA, %	NA	8,60	NA	4,50	-16,00	13,27
5Yr Avg ROA, %	14,68	2,34	-0,53	-22,94	-27,69	9,87
ROC/WACC	1,75	0,51	0,13	-1,28	-2,68	0,97
EST P/E Curr Yr	20,49	11,57	24,58	117,13	NA	69,03
P/S	3,81	2,52	2,00	1,44	0,50	15,86
P/B	4,05	1,60	1,61	11,34	0,69	11,88
PEG	1,74	0,44	1,34	9,50	NA	3,09
EV/Sales	3,42	1,09	1,79	1,42	0,33	14,06
EV/EBITDA	12,50	4,96	11,26	16,84	NA	40,69

Источник: Bloomberg

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

Географическое распределение прибыли:



Источник: Bloomberg

Qualcomm (QCOM) - чипы (CDMA) QCOM используются в 70% Android смартфонов, а сам бизнес (продажа встроенных схем CDMA стандарта и систем обеспечения беспроводной передачи голоса и данных) обеспечивает компании более 60% дохода. Эксперты UBS ожидают также, что в 2011 г. Apple будет использовать чипы QCOM в iPhone 5, который с 2011 г. будет поддерживать CDMA стандарт. Как лидер в CDMA технологии, QCOM заменит Infineon в качестве производителя чипов для Apple-продуктов в стандарте CDMA. Кроме этого, говорят аналитики, в 1Q11 Verizon начнет продажу CDMA версии iPhone, используя модем QCOM; это может стать хорошим драйвером для QCOM.

Помимо ставки на завоевание Apple в качестве поставщика для новых версий iPhone, мы верим, что технологии QCOM будут наращивать долю на рынке среди производителей встроенных схем для беспроводной передачи данных. К примеру, сейчас чипы QCOM уже заменят чипы Texas Instruments (TI). На рисунке аналитики UBS свели в одну таблицу производителей чипов и моделей смартфонов:

Figure 3.1: Smartphone hardware specifications (1)

Maker	Apple		RIM		Motorola
Model	iPhone3GS	iPhone4	Tour 9630	Torch 9800	Droid X
Launched	09/06	10/06	09/07	10/08	10/07
OS	iPhone OS	iPhone OS	Blackberry OS	Blackberry OS	Android
Baseband Processor	Infineon	Infineon	Qualcomm	Marvel	Qualcomm
Application Processor	Samsung	Samsung (A4)			TI (OMAP)
Graphic Processor	–	–	–	–	–
Display	TFT	TFT	TFT	TFT	TFT
Touch Panel	C	C	–	C	C

Note: C= capacitive touch panel
Source: MUMSS, from company materials and Pac Rim Research data

Figure 3.2: Smartphone hardware specifications (2)

Maker	Nokia			Samsung	
Model	N900	N8	N9	Omnia i900	GALAXY S
Launched	09/11	10/07	11/02	08/07	10/06
OS	Maemo	Symbian 3	MeeGo	Win Mobile 6.1	Android
Baseband Processor	TI	TI	Qualcomm (Snapdragon)	Qualcomm	Qualcomm
Application Processor	TI (OMAP)	Broadcom		Marvel	Samsung (S5PC110)
Graphic Processor	–	–	–	–	–
Display	TFT	AMOLED	AMOLED	TFT	AMOLED
Touch Panel	R	C	C	R	C

Note: C= capacitive touch panel, R = resistive touch panel
Source: MUMSS, from company materials and Pac Rim Research data

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

Figure 3.3: Smartphone hardware specifications (3)

Maker	LG		Sony Ericsson	HTC	
Model	Optimus One	Optimus 7	Xperia X10	Nexus One	?
Launched	10/09	10/10	10/03	10/01	11/?
OS	Android 2.2	Win Phone 7	Android	Android	Android
Baseband Processor	TI	Qualcomm (Snapdragon)	Qualcomm (Snapdragon)	Qualcomm (Snapdragon)	Qualcomm (Snapdragon)
Application Processor	TI (OMAP)				
Graphic Processor	–	NVIDIA (Tegra2)	–	–	NVIDIA (Tegra2)
Display	TFT	AMOLED	TFT	AMOLED	?
Touch Panel	C	C	C	C	C

Note: C= capacitive touch panel
Source: MUMSS, from company materials and Pac Rim Research data

Источник: UBS Research

Основные производители чипов для смартфонов:

NAME	QUALCOMM	NVIDIA	MARVELL TECHNOLOGY	BROADCOM	TEXAS INSTRUMENTS	INFINEON TECHNOLOGY
Ticker	QCOM UW	NVDA US	MRVL US	BRCM US	TXN UN	IFX GY
Price, $/share	49,32	14,37	18,86	43,82	32,53	9,23
Market Capitalization, $mn	79785,6	8248,4	12268,4	22422,7	38195,3	10038,0
YtD performance, %	6,6	-23,1	-9,1	39,2	24,8	81,7
Net Debt, $mn	-9193,0	-1702,6	-1794,3	-1929,4	-2925,0	-1743,6
Debt as%Mrk Cap	1%	0%	0%	0%	0%	5%
Cash as%Mrk Cap	13%	24%	22%	11%	7%	23%
Cash Flow, $ mn	3247,0	-68,0	353,5	65,3	1470,0	863,3
FCF Yield	5,0	4,8	7,1	5,9	5,8	11,3
Sales growth, % Ann	5,5	-2,9	-4,8	-3,6	-16,6	50,9
Sales growth, % QoQ	9,7	-6,6	19,5	44,0	29,9	7750,0
5 Yr sales growth	15,7	10,2	18,6	22,5	3,5	1,7
Gross Margin, %	66,5	46,5	59,3	51,7	54,5	40,2
Oper Margin, %	28,4	12,3	27,0	18,6	32,9	16,3
Profit Margin, %	29,3	10,1	26,7	18,1	23,0	41,4
ROE, %	17,8	NA	19,2	22,5	30,5	14,9
5Yr Avg ROE, %	17,1	15,8	3,2	7,2	23,2	-19,2
ROA, %	11,2	5,8	16,1	15,6	24,0	14,1
5Yr Avg ROA, %	13,9	11,6	2,8	6,1	18,5	-7,2
ROC/WACC	0,8	0,4	1,6	2,0	2,2	0,3
EST P/E Curr Yr	18,0	27,1	11,4	16,6	13,0	15,8
P/S	6,7	1,9	3,5	2,9	2,5	1,3
P/B	3,4	2,4	2,4	3,6	3,2	2,1
PEG	1,1	1,9	0,7	0,9	1,2	1,6
EV/Sales	5,1	1,7	2,4	2,6	2,5	1,6
EV/EBITDA	12,4	9,0	7,7	12,8	6,8	6,2

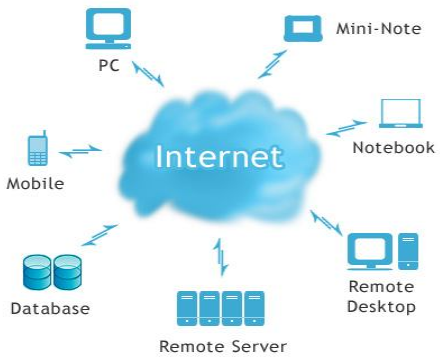
Источник: Bloomberg

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

«Горячие» сектора

Сектор программного обеспечения в нашей стратегии привязан к смещению технологий к облачным вычислениям и процессу виртуализации, который в 2010 г. только начал набирать обороты. В корпоративном секторе, соответственно, мы делаем ставку на то, что либо позволяет компаниям экономить, либо увеличивать эффективность операций, обработки данных и т.д. Ключевые игроки сегментов облачных вычислений (VMware, Salesfoce.com) на наш взгляд, дорогие, поэтому мы больше заинтересованы в небольших компаниях, которые являются либо поставщиками, либо прямыми бенефициарами этих тенденций.

Концепция облачных вычислений подразумевает использование программного обеспечения, места хранения данных или других услуг дистанционно по принципу outsourcing. Это направление получает популярность благодаря тому, что позволяет компаниям (от мелкого бизнеса до крупных предприятий) увеличить эффективность и при этом экономить либо на покупке ПО для каждого компьютера, либо на объеме памяти, а также на IT-обслуживании и IT-персонале. Облачные технологии подразумевают оплату за фактическое использованные функции и за реальное время использования дополнительных функций или мощностей. Вам, как предпринимателю, к примеру, нет необходимости приобретать, допустим, лицензионное программное обеспечение, которое требуется Вам раз в год, квартал или время от времени (когда Вы получаете крупный заказ и вынуждены нанять несколько человек, оборудовать их необходимыми программами, а потом еще нанять дополнительно IT-сотрудника, который настроит и установит необходимые программы).



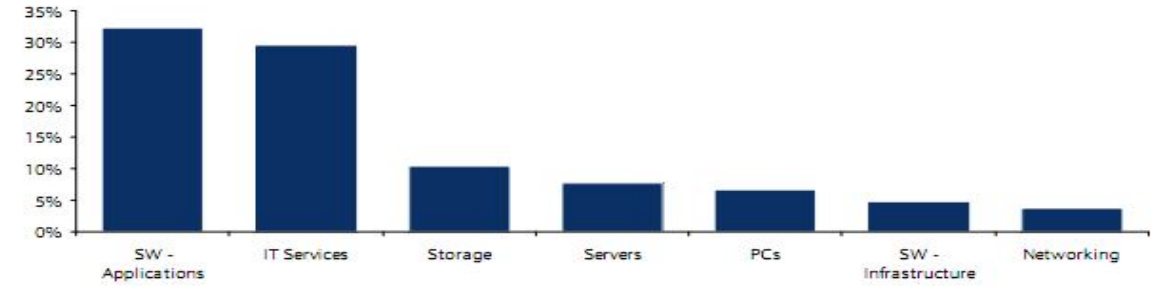
Software

Мы предлагаем инвесторам «поучаствовать» в сегменте облачных вычислений и виртуализации через сектор программного обеспечения. В нем, на наш взгляд, будут актуальны две тенденции: программное обеспечение как услуга (Software-as-a-Service – SaaS) и безопасность.

Облачные вычисления подразумевают интеграцию корпоративных сетей в открытые источники и хранилища данных, что повышает необходимость в защите сетей и данных. По данным Barclays, 31,7% опрошенных менеджеров включили расходы на программное обеспечение и приложения в свои IT-бюджеты на 2011 г. и около 29% - на IT-услуги.

Barclays Capital | Global Technology Outlook

Figure 53: 2011 IT Spending Priorities: Applications Software & Services Assume Leadership



Source: Barclays Capital

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

Источник: Barclays Capital

Наши предпочтения: CKSW, BCSI

ClickSoftware Technologies (CKSW) – компания, предоставляющая различные приложения по оптимизации бизнес-процессов, принятию решений, планированию, распределению ресурсов, прогнозированию для бизнеса предприятий, преимущественно из сферы услуг. Компания так же предоставляет real-time service. Компания может быть приобретена компанией с дальнейшим выводов услуг на Software-as-a-Service основу. Например, Deutsche Telecom уже 7 лет является клиентом CKSW; IBM, SAP являются прямыми покупателями.

Основные участники рынка ПО для корпораций:

NAME	CLICK SOFTWARE	BMC SOFTWARE	ORACLE	TIBCO SOFTWARE	ADOBE SYSTEMS	CA INC	AUTODESK
Ticker	CKSW US	BMC US	ORCL US	TIBX UW	ADBE US	CA US	ADSK US
Price, $/share	7,05	47,58	30,51	20,38	28,15	24,47	38,92
Market Capitalization, $mn	213,2	8453,7	153377,3	3402,9	14320,4	12519,3	8850,2
YtD performance, %	0,7	18,7	24,4	111,6	-23,5	8,9	53,2
Net Debt, $mn	-34,4	-1065,8	-3814,0	-250,3	-904,5	-1038,0	-1000,6
Debt as%Mrk Cap	0%	4%	11%	1%	11%	13%	0%
Cash as%Mrk Cap	22%	17%	15%	8%	18%	20%	13%
Cash Flow, $ mn	12,5	406,1	6135,0	62,3	386,5	771,0	58,0
FCF Yield	2,7	8,8	7,5	7,6	5,4	10,6	3,8
Sales growth, % Ann	17,0	2,1	15,3	-3,6	-17,7	1,9	-26,0
Sales growth, % QoQ	5,2	8,8	48,4	22,8	42,0	4,0	14,3
5 Yr sales growth	25,0	6,9	23,4	12,3	18,0	3,2	6,7
Gross Margin, %	62,2	78,0	72,5	72,9	90,0	86,6	89,8
Oper Margin, %	14,0	29,1	28,4	15,2	30,3	27,7	14,5
Profit Margin, %	13,3	26,2	18,0	9,4	23,2	20,0	11,2
ROE, %	25,4	29,0	24,3	10,7	10,8	15,6	13,9
5Yr Avg ROE, %	18,4	23,2	25,2	7,4	18,7	10,6	25,1
ROA, %	16,2	11,6	10,8	6,4	6,8	7,0	8,2
5Yr Avg ROA, %	9,8	7,3	12,7	5,4	14,6	3,9	14,6
ROC/WACC	2,3	2,8	1,5	0,7	0,9	1,5	0,1
EST P/E Curr Yr	16,1	15,9	15,2	28,0	15,0	12,6	29,9
P/S	2,9	3,7	3,7	3,3	4,3	2,4	4,4
P/B	3,9	4,9	3,4	3,0	3,0	2,0	5,3
PEG	0,8	1,2	1,0	2,0	1,1	1,4	2,0
EV/Sales	2,4	3,4	4,0	3,9	3,2	2,5	3,6
EV/EBITDA	9,0	7,8	8,6	14,0	7,9	6,5	14,0

Источник: Bloomberg

Blue Coat Systems (BCSI) является лидером среди производителей сетевых программ безопасности и WAN (Wide Area Connections). В сегменте оптимизации WAN компания занимает 25% рынка, согласно данным за 3Q10, уступив, однако, долю в пользу Cisco и Riverbed с начала года, когда доля BCSI составляла 32% (1Q10), а сам сегмент составляет 65% дохода компании.

Конкурентные преимущества BCSI:

- наличие единственной на рынке программы (ProxySG), которая объединяет в себе функции безопасности и оптимизации WAN;
- высокая маржа (Gross Margin =78-80%);

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

- Компания средней капитализации, без долга, с кэшем в 27% капитализации, имеет доли на приоритетных рынках, поэтому, на наш взгляд, является кандидатом для поглощения;

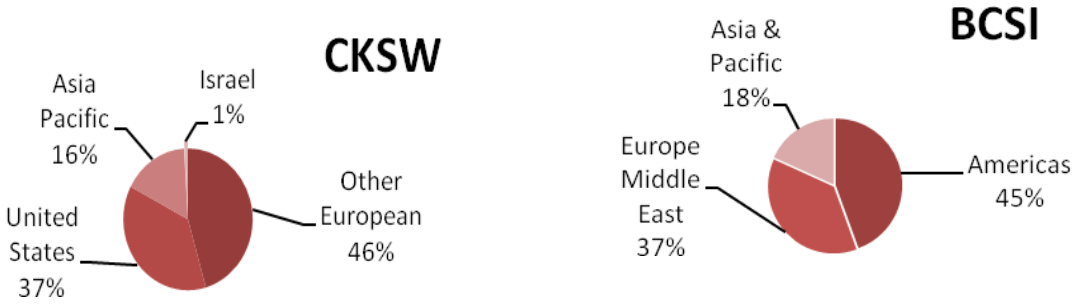
порядка 90% Fortunes 500 используют продукты безопасности web-шлюзов.Основные участники ПО безопасности для корпораций:

NAME	CHECK POINT	FORTINET	SOURCE FIRE	SYMANTEC	VASCO DATA	BLUE COAT	COMPUWARE
Ticker	CHKP US	FTNT US	FIRE US	SYMC US	VDSI US	BCSI UW	CPWR UW
Price, $/share	44,8	31,08	25,37	17,26	8,5	28,04	11,67
Market Capitalization,$mn	9351,1	2290,5	710,6	13398,2	319,9	1211,0	2556,1
YtD performance, %	32,2	76,9	-5,1	-3,5	35,4	-1,8	61,4
Net Debt, $mn	-884,0	-260,3	-102,1	-1173,0	-67,6	-159,1	-149,9
Debt as%Mrk Cap	0%	0%	0%	19%	0%	6%	0%
Cash as%Mrk Cap	10%	13%	19%	17%	27%	24%	3%
Cash Flow, $ mn	357,5	60,2	8,9	714,0	11,9	42,9	140,8
FCF Yield	7,8	12,4	2,5	10,6	4,5	5,5	11,1
Sales growth, % Ann	14,3	19,0	36,7	-2,7	-23,5	11,6	-18,2
Sales growth, % QoQ	16,9	29,0	31,9	0,4	18,9	0,5	3,6
5 Yr sales growth	14,5	NA	NA	7,3	21,6	31,4	-4,6
Gross Margin, %	87,7	74,8	79,4	83,4	70,5	78,5	70,0
Oper Margin, %	49,4	21,4	13,8	16,7	9,5	13,8	18,1
Profit Margin, %	41,9	16,5	11,7	9,2	8,3	9,9	11,5
ROE, %	18,0	NA	16,2	19,5	8,7	13,5	10,0
5Yr Avg ROE, %	16,7	NA	NA	-12,8	31,3	4,9	13,0
ROA, %	13,7	19,2	12,2	7,0	6,8	8,4	5,4
5Yr Avg ROA, %	13,5	NA	NA	-6,9	21,0	2,8	6,8
ROC/WACC	1,7	1,4	1,3	1,7	0,5	0,6	1,1
EST P/E Curr Yr	18,5	62,4	47,4	12,6	47,2	18,4	21,2
P/S	7,3	5,0	6,2	2,0	2,3	2,5	2,2
P/B	3,0	8,9	5,2	2,7	2,2	2,7	2,1
PEG	1,8	3,9	1,6	1,4	NA	1,6	1,9
EV/Sales	7,0	5,4	3,6	2,1	1,8	1,9	2,4
EV/EBITDA	12,0	25,9	17,5	6,1	14,7	8,0	8,1

Источник: Bloomberg

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

Географическое распределение прибыли:



Источник: Bloomberg

Сервера/память

Xyratex (XRTX) - предоставляет технологии и решения для непосредственных участников подсектора запоминающих устройств (сетевые запоминающие решения).

Основную часть бизнеса компании составляет Network Storage Solution – NSS, на него приходится от 70% до 85% дохода компании. В этом направлении главными заказчиками являются NTAP, DELL, и другие, для которых XRTX поставляет компоненты запоминающих устройств для массивов данных. Это направление обслуживает рынок сетевых запоминающих устройств в основном для серверов.

WDC и STX являются крупнейшими заказчиками одного из направлений бизнеса XRTX – Storage Infrastructure-SI. Во время своего последнего отчета 30 сентября XRTX разочаровал инвесторов, дав слабый прогноз, что привело к снижению акций. Однако мы считаем, что это понижение было связано со снижением прогнозов крупными клиентами WDC и STX, а также с тем, что прогноз XRTX подразумевает довольно пессимистичный сценарий. К тому же, во время конференции представители XRTX объявили о заключении соглашения с другим крупным участником рынка – Hitachi, который может в дальнейшем стать более весомым клиентом, и нивелировать сокращение заказов от WDC и STX, которым принадлежит порядка 70% глобального рынка.

Понижение прогнозов не связано с наличием проблем у Xyratex, это, скорее, отражение конъюнктуры и тенденций на рынке. По оценкам специалистов, снижение capex WDC и STX окажет влияние на снижение дохода SI направления XRTX на 12% в 2011 г. К тому же, учитывая, что маржа основного бизнеса NSS существенно ниже маржи SI направления, это может оказать негативное влияние на маржу компании в ближайшие пару кварталов. Все зависит от того, насколько XRTX сможет компенсировать это снижение прибыли и маржи от SI бизнеса за счет NSS, которому сулят значительный рост. В ноябре NTAP запустил новый продукт FAS3200. Так как NTAP является ключевым клиентом продуктов XRTX для своих запоминающих систем, XRTX вполне способен безболезненно пережить цикл спада в жестких дисках.

Конкурентные преимущества:

- XRTX не только дешевле своих конкурентов, но и входит в TOP-10 наиболее дешевых бумаг в составе индекса NASDAQ;
- самая дешевая по рыночным мультипликаторам компания, при этом у нее высокие уровни ROE и ROA и FCF Yield;
- дешевизна компании на фоне сильных позиций на рынке запоминающих устройств делает ее хорошим таргетом для EMC или NTAP.

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

Основные участники рынка запоминающих устройств:

NAME	XYRATEX LTD	COMPELLENT TECHNOLOGIES	ISILON SYSTEMS	COMMVAULT SYSTEMS INC
Ticker	XRTX US	CML US	ISLN US	CVLT US
Price, $/share	15,77	27,82	33,81	30,32
Market Capitalization, $mn	477,2	886,4	2245,1	1305,7
YtD performance, %	18,5	22,7	392,9	27,9
Net Debt, $mn	-51,9	-64,4	-79,2	-174,6
Debt as%Mrk Cap	0%	0%	0%	0%
Cash as%Mrk Cap	18%	7%	5%	14%
Cash Flow, $ mn	-16,4	4,8	-18,9	18,4
FCF Yield	7,2	1,5	0,1	6,0
Sales growth, % Ann	-17,3	37,8	8,3	15,6
Sales growth, % QoQ	74,7	30,6	76,5	12,9
5 Yr sales growth	26,4	NA	NA	NA
Gross Margin, %	17,6	55,9	63,5	87,3
Oper Margin, %	8,1	7,2	11,2	12,3
Profit Margin, %	8,7	7,9	7,4	7,2
ROE, %	40,2	2,9	12,7	14,3
5Yr Avg ROE, %	8,7	NA	NA	NA
ROA, %	22,4	2,1	5,3	7,7
5Yr Avg ROA, %	4,8	NA	-34,2	17,9
ROC/WACC	1,0	-0,9	-3,4	1,0
EST P/E Curr Yr	3,6	89,5	108,0	39,1
P/S	0,2	3,9	8,3	3,9
P/B	1,1	4,5	19,1	7,2
PEG	NA	4,5	4,3	1,8
EV/Sales	0,2	4,3	8,1	3,3
EV/EBITDA	3,6	46,3	60,8	17,5

Источник: Bloomberg

Полупроводники

В секторе полупроводников, на наш взгляд будут, актуальны компании, получающие доходы с рынков смартфонов, планшетов, устройств для чтения и LCD-телевизоров. В нашей выборке, к примеру, мы остановились на компаниях, обеспечивающих более быстрое и более эффективное присоединение к сетям или обеспечивающих экономию энергии при использовании дивайса. Увеличение функций смартфонов, появления multi-touch заметно ускорило расход мощности аккумуляторов. Так, полупроводниковые решения должны быть направлены на решение подобного рода задач – сохранение и экономию потребляемой энергии, равно как и на появление новых чипов, обеспечивающих эффективное и быстрое соединение к сети.

Наши предпочтения: TQNT, VECO, VLTR, ATHR

TriQuint Semiconductor (TQNT) – создает технологии для продуктов проводной и беспроводной связи. В своих технологиях TQNT использует полупроводники арсенид галлия GaAs (галлий + мышьяк) и нитрид галлия GaN (химическое соединение галлия с азотом), технологии поверхностных акустических волн и массовых акустических волн. Эти технологии используются производителями смартфонов, базовыми станциями, оборон-

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

ными предприятиями и аэрокосмическими станциями.

Преимущества арсенида галлия сводятся к более высокой подвижности электронов по сравнению с кремниевыми полупроводниками, которая позволяет приборам работать при большей мощности (250 ГГц). Приборы на основе GaAs генерируют меньше шума, однако подложки из этого материала сложнее применять из-за большей хрупкости и дороговизны (в несколько раз).

Нитрид галлия по сравнению с GaAs более жесткий. Из-за того, что транзисторы из нитрида галлия могут работать при высоких температурах и при гораздо более высоких напряжениях, чем транзисторы из арсенида галлия, они становятся идеальными усилителями мощности.

Продукция включает в себя фильтры радиоволн, усилители мощности, усилители сигналов радиоволн, микроволн, антенные переключатели, продукты, поддерживающие передачу данных и голосовых сигналов посредством проводных и беспроводных сетей. Порядка 60% выручки TQNT получает от производителей мобильных телефонов, около 27% - от сетевых провайдеров, и 11% - от оборонной индустрии. Преимущественно продукция используется производителями дивайсов, которые имеют WiFi чипы (компьютеры, смартфоны). К примеру, iPhone, iPad, Android G1 от Motorola, и теперь Kindle от MSFT. Для iPhone TriQuint, совместно с Avago, компания производит усилители. TQNT получает $2-$3 от каждого проданного iPhone 4.

На основе технологий TQNT работают чипы Mobile WLAN, Ethernet, GPS, Bluetooth. Продажа чипов на основе своих технологий является для TQNT основным бизнесом, в котором львиная доля дохода приходит не из США.

Последние модели CDMA стандартов, которые используют чипы QCOM - HTC Incredible, Evo 4G, Palm Pre, Droid, Droid 2, DroidX - все используют комбинированные усилители мощности от TriQuint и Avago, а последние модели BlackBerry, например Tour 9650, используют комбинацию TriQuint, Avago и Skyworks.

Volterra Semiconductor (VLTR) производит полупроводниковые продукты для управления аналоговыми и смешанными сигналами и одновременно контролирующие потребление энергии через встроенные регуляторы напряжения полупроводников и чипы, которые трансформируют, регулируют, доставляют, отслеживают потребление энергии цифровым полупроводником. Продукция используется там, где необходима регуляция напряжения: оборудование сетевых данных, сервера, ноутбуки и настольные компьютеры, цифровое телевидение, игровые приставки, корпоративное запоминающее оборудование, жесткие диски, принтеры, сервера, базовые станции и пр.

Конкурентные преимущества:

- укомплектованность (меньшее занимаемое место), так как регуляторы включают функции контроллеров, транзисторов и драйверов, и, соответственно, исключают необходимость установки каждого в отдельности;
- имеет «семейство» чипов для мобильных телефонов. По данным Jefferies&Co, Apple недоволен своими поставщиками Maxim, Texas Instruments и Intersil, в связи с чем пробует продукты VLTR;
- на рынке серверов VLTR занимает 20-30%, а сам сегмент составляет 65% дохода компании;
- продукты VLTR входят в состав 6 из 9 производителей компьютеров: HP, IBM (30% продаж), Cisco, Nvidia, Futitsu-Siemens, Sony, Lenovo. На 2011 г. компания ожидает, что доход от сегмента ноутбуков удвоится;
- во 2H11 Intel представит новую архитектуру процессора – Romley Platform. Все аналитики, освещающие VLTR, говорят о том, что эта платформа окажет значительное влияние на доход VLTR, но не раньше 4Q11. На серверном рынке VLTR принадлежит порядка 25% и сама компания планирует увеличить эту долю до 40% с переходом на Romley платформу, поэтому долгосрочная перспектива выглядит обнадеживающе, так как с обновлением платформы Intel начнется обновление в компьютерах и ноутбуков;

VEECO Instruments (VECO) предоставляет решения, которые используются в создании светодиодов высокой яркости; в оборудовании, создающем солнечные процессы; в оборудовании для запоминающих устройств; для дальнейшего использования в полупроводниковом секторе.

Светодиод – полупроводник, излучающий некогерентный свет при пропускании через него электрического тока, а Veeco, в свою очередь, создает оборудование, системы по выращиванию/напылению (в зависимости от вида материала) соответствующих полупроводниковых материалов и сопутствующие продукты.

Для сегментов, использующих светодиоды и солнечные процессы, VECO создает системы химического осаждения из газовой фазы с использованием металлорганических соединений (метод получения материалов, в

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

том числе полупроводников, путём термического разложения металлорганических соединений, содержащих необходимые химические элементы); системы покрытия стеклом; продукты для молекулярно-пучковой эпитаксии (МПЭ) - способ выращивания материалов (полупроводников) в условиях сверхвысокого вакуума. Veeco – единственная компания, которая создает обе системы. Для запоминающих устройств среди прочего VECO производит оборудование, применяющееся в создании головок из тончайших магнитных пленок. Также компания производит сканирующие атомно-силовые микроскопы и сканирующие зондовые микроскопы, которые исследуют поверхность в широком разрешении и могут исследовать состав поверхности.

Большую часть выручки компания получает из Китая. При этом снижение цены бумаги на 20% в период с 13 по 16 декабря было связано с понижением рекомендаций, и опасениями по поводу того, что правительство Китая в 1Q11 свернет госинвестиции в системы химического осаждения из газовой фазы с использованием металлорганических соединений. Однако, по мнению аналитиков Kaufman Brothers и Nobel Financial, Китаю невыгодно это делать: китайское правительство всячески пытается «остудить» экономику, но инвестиции в LED-технологии, по самым смелым оценкам, обойдутся Китаю в $500 млн., за это Китай получит выход на $120-ти миллиардный рынок. В Китае нет ни одной публичной LED компании и около 20 компаний, специализирующихся на солнечной энергии. И хотя LED технологии не производят электричества, они значительно сокращают спрос на нее, будучи при этом дешевле. Эти опасения были чрезмерно негативно отыграны рынком и, мы ожидаем восстановления бумаги в цене. К тому же AMAT, лидер в секторе полупроводников, в последнее время инвестирует в LED, что делает VECO таргетом для AMAT.

Atheros Communications Inc (ATHR) производит чипы, встроенные схемы и другие полупроводниковые компоненты, обеспечивающие подключение устройств к проводным и беспроводным сетям. Поставляет свою продукцию производителям электронных устройств, операторам и проч. Более 80% дохода получает из Азии. Отстающая динамика бумаги связана с ранней ориентированностью компании на продукты для компьютеров. В 2010 г. компания переориентировалась на рынок смартфонов и планшетных компьютеров. Ее продукты востребованы во встроенных схемах WLAN, Bluetooth, GPS, Ethernet и проч. Компания является поставщиком встроенных схем для производителей Android смартфонов. Встроенные чипы производятся по стандарту CMOS (рус. КМОП- технология построения электронных схем на основе комплиментарной логики на транзисторах металл-оксид-полупроводник). КМОП-схемы обладают более высоким быстродействием и меньшим энергопотреблением, однако при этом характеризуются более сложным технологическим процессом изготовления. Компания намекнула на создание собственного combo-чипа (Bluetooth+WiFi). На наш взгляд, в текущих ценах не учтен переход компании продукты для смартфонов и планшетов, а позиции среди производителей компьютеров дают компании выход на солидную базу клиентов.

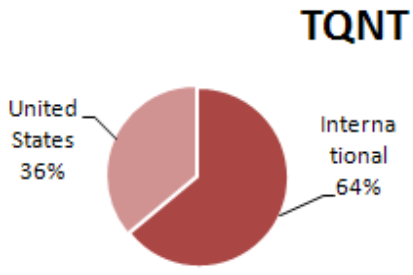
Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

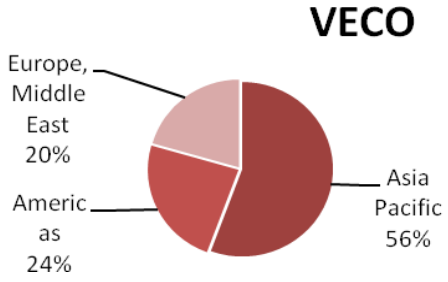
Участники сектора полупроводников, вовлеченные в перспективные технологии:

NAME	TRIQUINT SEMICON	VOLTERRA SEMICON	VEECO INSTR	ATHEROS COMMS	ATMI INC	SILICON LABORAT	NOVELLUS SYSTEMS
Ticker	TQNT UW	VLTR UW	VECO UW	ATHR UW	ATMI UW	SLAB UW	NVLS UW
Price, $/share	12,06	23,11	42,19	33,94	20,75	46,61	32,52
Market Capitalization, $mn	1918,3	621,0	1683,6	2429,5	651,2	2038,3	2932,9
YtD performance,%	101,0	20,9	27,7	-0,9	11,4	-3,6	39,3
Net Debt, $mn	-153,9	-73,8	-182,4	-402,2	-96,9	-410,2	-387,2
Debt as%Mrk Cap	0%	0%	6%	0%	0%	0%	4%
Cash as%Mrk Cap	10%	16%	26%	20%	22%	17%	20%
Cash Flow, $ mn	16,2	10,9	-15,6	46,4	-6,7	73,1	-85,2
FCF Yield	4,1	3,8	4,6	6,5	2,0	5,1	2,3
Sales growth, %Ann	14,1	0,8	-14,2	14,8	-24,9	6,1	-36,8
Sales growth, %QoQ	37,0	40,0	271,0	57,7	30,8	-4,6	107,6
5 Yr sales growth	27,5	30,7	50,6	41,7	7,7	5,2	12,3
Gross Margin, %	41,3	61,4	48,9	49,6	48,1	65,5	49,1
Oper Margin, %	16,4	23,8	33,1	12,3	11,3	16,1	24,4
Profit Margin, %	47,3	20,1	31,1	11,4	10,0	15,2	20,8
ROE, %	26,0	NA	47,1	14,1	7,1	17,3	19,0
5Yr Avg ROE, %	2,1	10,9	-7,3	8,1	6,6	13,4	2,8
ROA, %	21,1	26,2	27,1	10,3	6,9	14,1	13,4
5Yr Avg ROA, %	1,4	9,4	-3,9	6,4	5,7	11,1	2,2
ROC/WACC	0,4	3,1	1,7	1,0	0,4	1,6	1,9
EST P/E Curr Yr	13,8	16,3	9,1	14,0	21,2	20,7	11,1
P/S	1,8	3,4	1,6	2,0	1,3	3,2	2,1
P/B	2,0	4,2	2,6	2,1	1,1	2,6	1,9
PEG	0,8	0,8	0,5	0,8	1,7	1,0	0,8
EV/Sales	1,7	3,1	1,3	2,1	1,3	3,4	1,7
EV/EBITDA	7,0	11,8	4,7	11,5	6,4	16,1	6,0

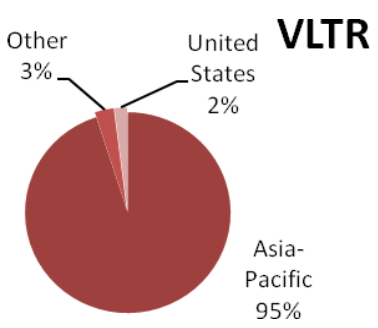
Источник: Bloomberg

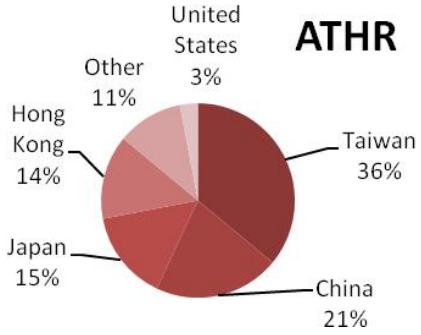
Географическое распределение прибыли:





Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru





Источник: Bloomberg

Good, But Distressed

Мы также обратили внимание на компании, которые не только дешевле конкурентов, но имеют довольно стабильные фундаментальные показатели, несмотря на пережитые в 2010 г. сложности. При этом мы обращаем Ваше внимание на то, что указанные бумаги не являются рекомендациями на весь 2011 г. Мы обращаем на них внимание из-за дешевизны, причины которой не кроются в фундаментальных показателях компаний.

Наши предпочтения: RIMM, AMAT, NVDA

Research in Motion (RIMM) – производитель BlackBerry. В 2010 г. компания пережила не только снижение уровня продаж, понижение рейтингов и рекомендаций, но и потерю доли на рынке производителей смартфонов. Ожесточенным полем битвы среди производителей стала, как мы уже говорили, операционная система, в которой RIMM потерял долю с 20,7% в 3Q09 до 14,7% в 3Q10. На наш взгляд, сейчас хорошее время для инвестиций в RIMM, поскольку бумага еще дешевая и в последнее время значительно активизировалась в намерениях побороться за долю на рынке смартфонов и мобильных устройств. В начале 2011 г. с этой бумагой связано сразу несколько надежд:

- операционная маржа RIMM - 25%, против 5% у Nokia и 29,5% у Apple;
- результаты последнего отчета и прогноз оказались лучше ожиданий;
- продажи Torch не разочаровали;
- начало продаж PlayBook до весны подтвердилось;
- в 1Q11 ожидается новая операционная система QNX, что усилит позиции BlackBerry в конкурентной борьбе RIMM с производителями смартфонов.

Applied Materials (AMAT) мы предлагаем как лидера полупроводникового сектора, поскольку он дешев, с отрицательным чистым долгом, увеличением продаж за последний год и квартал, которые в несколько раз превосходит средний рост продаж за последние 5 лет. У компании также наблюдается улучшение коэффициентов рентабельности (ROE, ROA, ROIC) относительно пятилетних средних. Дешевизна компании при здоровых фундаментальных показателях связана с негативным отношением инвестиционного сообщества ко всему полупроводниковому сектору в 2H10 и с опасениями относительно высоких уровней запасов среди компаний сектора. Сезонное снижение сектора в 2H10 на наш взгляд было чрезмерным, а уровень запасов за год сократился с 183 дней до 101 дня (по итогам 4Q10).

NVidia (NVDA) – одна из самых пострадавших бумаг 2010 г. У аналитиков, покрывающих эту компанию, до сих пор расходятся мнения: опасения пессимистов сводятся к тому, что основные конкуренты Advanced Micro Devices (AMD) и Intel (INTC) вытесняют чипы NVDA (преимущественно графические), заменяя традиционные дополнительными функциями. Мы же считаем, что для NVDA в 2011 г. открываются новые перспективы:

- рост рынка смартфонов и планшетных компьютеров дают NVDA возможность найти свою нишу в… играх. Как мы писали в обзоре выше, «на дрожжах растущий» контент (видео, игры, телевидение и пр.) требует все лучшего качества изображения;
- появление 3D-игр в смартфонах и дивайсах требует соответствующего чипа, и здесь NVDA есть что предложить;

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

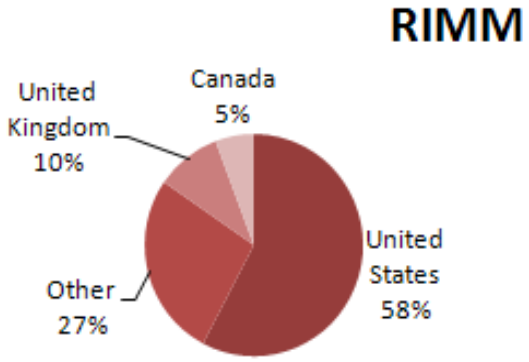
- чипы NVDA используются в нетбуках, в том числе в MacBook Air от Apple.

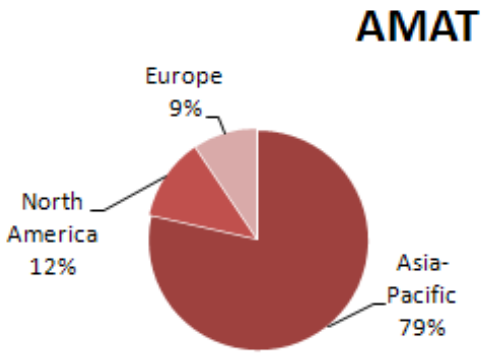
Good, but DistressedNAME	RESEARCH IN MOTION	APPLIED MATERIALS	NVIDIA CORP
Ticker	RIMM US	AMAT US	NVDA US
Price, $/share	60,45	13,3	14,593
Market Capitalization, $mn	31535,9	17658,2	8376,1
YtD performance, %	-10,5	-4,6	-21,9
Net Debt, $mn	-1911,5	-2379,1	-1702,6
Debt as%Mrk Cap	0%	1%	0%
Cash as%Mrk Cap	5%	15%	24%
Cash Flow, $ mn	2457,1	937,9	-68,0
FCF Yield	5,1	9,4	4,8
Sales growth, % Ann	35,1	90,5	-2,9
Sales growth, % QoQ	31,1	89,1	-6,6
5 Yr sales growth	59,7	18,1	10,2
Gross Margin, %	42,2	42,2	46,5
Oper Margin, %	23,4	24,1	12,3
Profit Margin, %	17,2	16,2	10,1
ROE, %	40,2	15,9	14,1
5Yr Avg ROE, %	32,5	12,9	15,8
ROA, %	29,5	9,1	5,8
5Yr Avg ROA, %	24,7	9,3	11,6
ROC/WACC	3,3	1,0	0,4
EST P/E Curr Yr	9,9	10,9	27,5
P/S	1,5	1,7	1,9
P/B	3,3	2,2	2,4
PEG	0,6	0,8	1,9
EV/Sales	1,3	1,5	1,8
EV/EBITDA	5,5	5,6	9,2

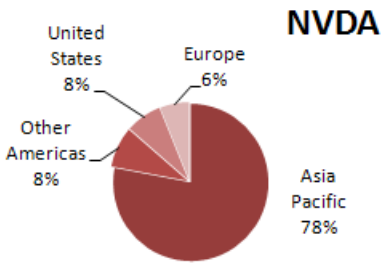
Источник: Bloomberg

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

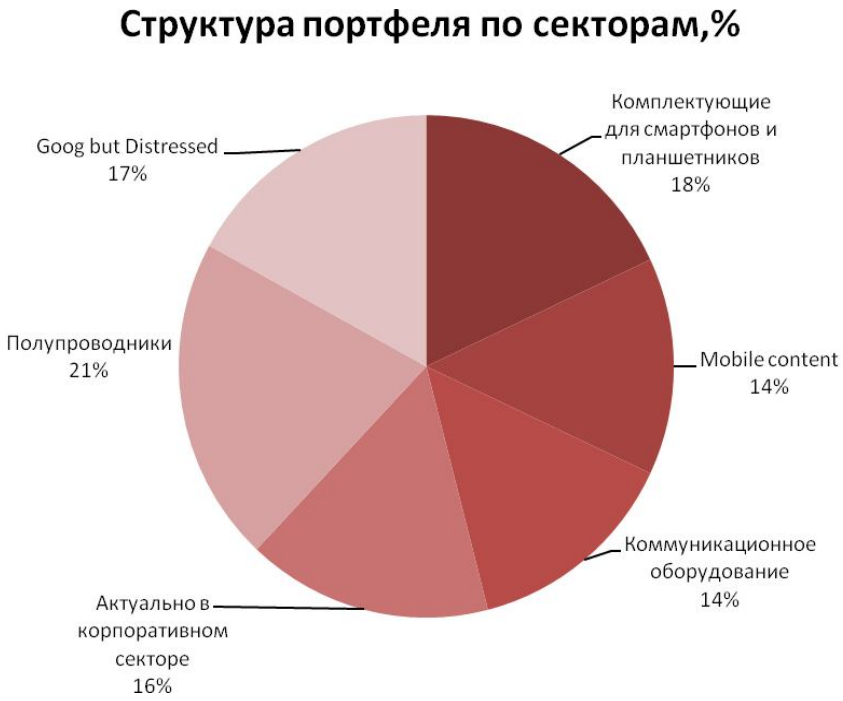
Географическое распределение прибыли:







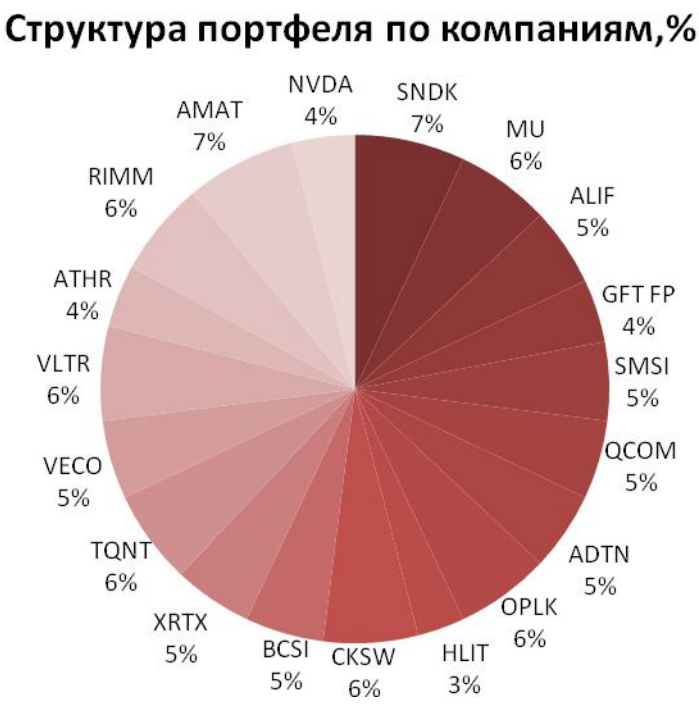
Рекомендуемая структура портфеля



Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

Тикер	Таргет, $ (кроме GFT FP, евро)	Потенциал от текущей цены (рассчитан по цене закрытия 20 дек.2010), %	Рекомендуемая доля в портфеле, %
SNDK	61	18	7
MU	13,8	70	6
ALIF	1,7	65	5
GFT FP	7	40	4
SMSI	22	39	5
QCOM	60	21	5
ADTN	45	27	5
OPLK	27	45	6
HLIT	11	26	3
CKSW	9	19	6
BCSI	37	24	5
XRTX	22	42	5
TQNT	15	31	6
VECO	60	44	5
VLTR	32	35	6
ATHR	40	15	4
RIMM	72	23	6
AMAT	15,9	17	7
NVDA	18	26	4

Источник: Bloomberg



Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

Риски: Наш портфель в значительной степени (44%) привязан к рынку смартфонов и планшетных компьютеров. И хотя сложно поспорить с тем, что именно рынок смартфонов, пожалуй, - самая массивная волна в секторе, которая стимулирует другие индустрии и подсектора, риск сводится к слишком оптимистичным оценкам роста рынка планшентых компьютеров в 2011 г.

Напоследок: наши планы на 2011 г.

Мы продолжим освещение интересующих нас направлений на квартальной основе и расширим количество освящаемых компаний внутри обозначенных тенденций.

Забегая несколько вперед, отметим, что мы особенно заинтересованы в рынке мобильного контента и ПО для облачных вычислений (SaaS). Также мы видим интересные инвестиционные идеи среди производителей комплектующих азиатского региона, в частности, Кореи.

Фокша Инга
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9222
foksha@arbatcapital.ru

Департамент по управлению ценными бумагами

Александр Орлов, CFA,
управляющий директор
(глобальные рынки, стратегии инвестирования, валюты)
(495) 780 01 11 (доб. 91-52)
Orlov@arbatcapital.ru

Аналитический департамент

Сергей Фундобный,
начальник аналитического департамента
(макроэкономика США, ЕС, Россия, Китай, фондовые рынки, валюты)
(495) 780 01 11 (доб. 90-23)
Fundobny@arbatcapital.ru

Алексей Павлов,
заместитель начальника аналитического департамента
(макроэкономика, фондовые рынки, потребительский сектор, девелопмент)
(495) 780 01 11 (доб. 92-07)
Pavlov@arbatcapital.ru

Михаил Завараев,
ведущий аналитик
(финансовый сектор в РФ и за рубежом)
(495) 780 01 11 (доб. 90-54)
Zavaraev@arbatcapital.ru

Виталий Громадин,
старший аналитик
(нефтегазовая отрасль в РФ и за рубежом)
(495) 780 01 11 (доб. 90-50)
Gromadin@arbatcapital.ru

Инга Фокша,
старший аналитик
(сектор высоких технологий за рубежом)
(495) 780 01 11 (доб. 92-22)
Foksha@arbatcapital.ru

Артем Бахтигозин,
аналитик
(металлургия, горнодобывающая, трубная промышленность в РФ)
(495) 780 01 11 (доб. 90-20)
Bahtigozin@arbatcapital.ru

Управление активами

Михаил Бондарь
Bondar@arbatcapital.ru

Валерий Сигачев
Sigachev@arbatcapital.ru

Александр Шалягин
Shalyagin@arbatcapital.ru

Юрий Тришин
Trishin@arbatcapital.ru

Юрий Балута
Baluta@arbatcapital.ru

Информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, были подготовлены Арбат Капиталом и предназначаются исключительно для сведения клиентов компании. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать информацию, содержащуюся в настоящей публикации, как можно более достоверной и полезной, Арбат Капитал не претендует на ее полноту. Содержащаяся в настоящем документе информация может быть изменена без предварительного уведомления. Арбат Капитал и любые из его представителей и сотрудников могут, в рамках закона, иметь позицию или какой либо иной интерес (включая покупку или продажу своим клиентам на принципиальной основе) в любой сделке, в любых инвестициях (включая производные инструменты) прямо или косвенно в предмете настоящей публикации. Ни Арбат Капитал, ни кто-либо из его представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания.

При использовании информации из данного материала ссылка на Арбат Капитал обязательна.