

Инвестиционная идея

TSMC. Ставка на лидера

Акции Taiwan Semiconductor Manufacturing – наиболее привлекательный инструмент для инвестиций в полупроводниковой индустрии

Тикер	TSM
Цена акций на момент анализа	\$114,63
Текущая цена акций	\$114,63
Целевая цена акций	\$136
Текущий потенциал роста	18,64%
Текущая дивидендная доходность	1,2%

TSMC (Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. Ltd., TSM) – крупнейший контрактный производитель широкой линейки полупроводниковой продукции, включая ЦП X-86, SoC на базе ARM-архитектуры, дискретные видеокарты, мобильные модемы, RF-front end и прочие решения. Производственные площадки компании находятся в Тайване, Китае, Сингапуре и США. В Северной Америке TSMC генерирует 61,8% выручки, в АТР – 32,9%, в Европе – 3,5%, в Африке и на Ближнем Востоке – 1,7%.

Причины для покупки

- **Высокий потенциал усиления спроса на полупроводниковые решения.** Продукция компании будет пользоваться все более высоким спросом со стороны производителей различных гаджетов, IoT-решений, а также облачных провайдеров и дата-центров. На этом фоне менеджмент TSMC анонсировал увеличение капитальных инвестиций до \$100 млрд, что, по нашим оценкам, позволит компании заработать дополнительные \$4 млрд выручки в 2024 году. CAGR выручки в перспективе до 2025 года мы прогнозируем на уровне 14%, CAGR продаж чипов на базе 3-нм, 5-нм может составить 40–45%. Производители полупроводников успешно наращивают мощности, однако дефицит этой

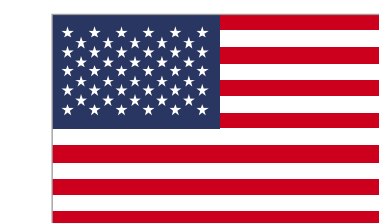
продукции, вероятно, сохранится до 2022 года. По данным Susquehanna, за июль период поставки чипов увеличился до 20,2 недели, на восемь дней по сравнению с июньским результатом.

- **Сохранение лидерских позиций в сегменте контрактного производства.** Согласно оценкам самой TSMC, по итогам 2020 года ей принадлежало 50% рынка против менее чем 20% у Samsung, ближайшего конкурента. TSMC первой освоила производство решений на базе 5-нм техпроцесса. На конец 2020-го доля решений на базе 5-нм достигла 20% в структуре выручки компании. В текущем году TSMC тестирует опытные образцы решений на базе 3-нм техпроцесса, серийное производство которых должно начаться во второй половине 2022-го. Samsung может начать производство аналогичных продуктов к концу следующего года, что оставляет TSMC возможность сохранить преимущество и получить наиболее крупных премиальных клиентов первой. Нельзя исключать, что Samsung может выйти на новый рынок и позже, поскольку она сделала ставку на развитие технологии производства транзисторов с кольцевым затвором (GAA), которая на текущий момент находится в стадии разработки. По расчетам BI, к 2024 году TSMC будет произво-

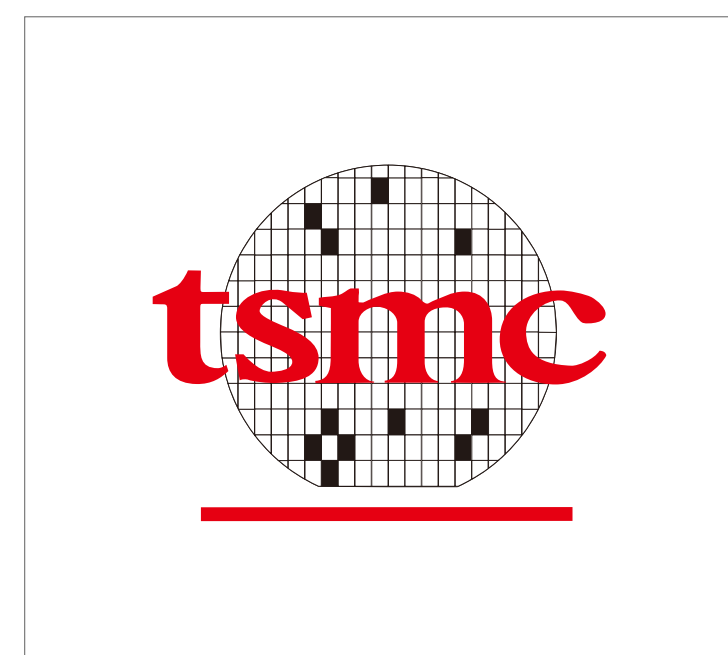
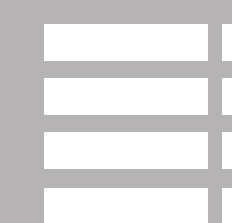
Вадим Меркулов,
директор аналитического департамента
ИК «Фридом Финанс»



Инвестиционный
обзор №230
19 августа 2021
www.ffin.ru



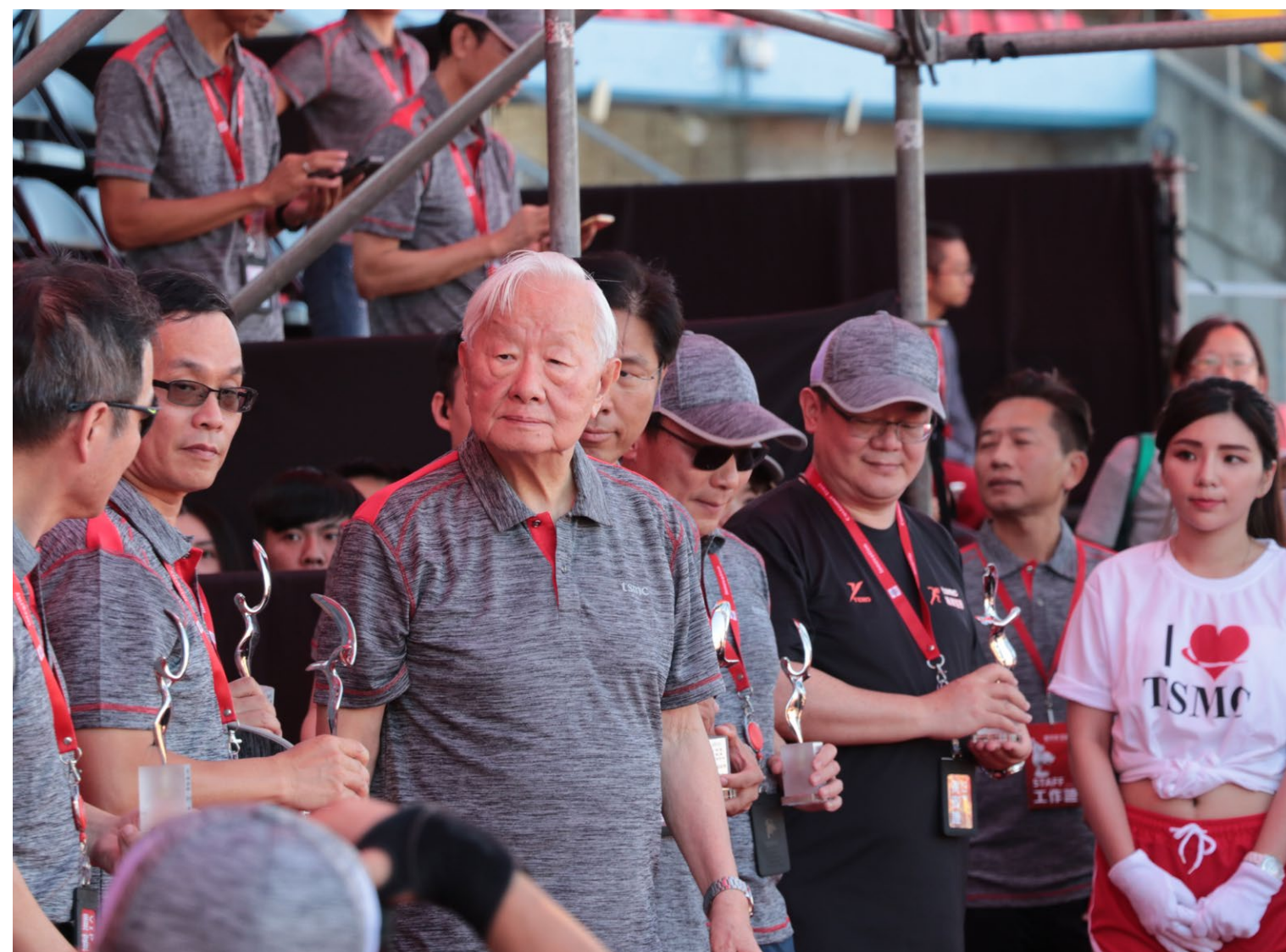
11



Акция против индексов	День	Неделя	Месяц	Квартал	Год
TSM	(0,8%)	(0,3%)	(1,6%)	(0,7%)	77,9%
S&P 500	0,3%	0,9%	2,7%	4,5%	35,1%
Russell 2000	(0,9%)	(1,9%)	(5,6%)	(3,0%)	48,2%
DJ Industrial Average	0,3%	1,6%	2,0%	2,8%	30,2%
NASDAQ Composite Index	(0,2%)	(0,1%)	3,3%	3,6%	37,8%



Инвестиционная идея



доть более 70% всех чипов на базе 3-нм в мире.

- **Географическая экспансия.** После запуска площадки в Аризоне менеджмент компании изучает возможность наладить производство в Японии и Германии. В планах также увеличение инвестиций в КНР. Если Штаты примут закон, стимулирующий производство чипов в стране, TSMC может расширить свое присутствие здесь до шести площадок. Согласно оценке VCG, субсидирование полупроводниковой индустрии приведет к тому, что разница в затратах на производство в Соединенных Штатах и на Тайване сократится до 6% за 10 лет.
- **Сильные финансовые результаты.** Выручка TSMC за второй квартал выросла на 28% г/г, до \$13,29 млрд, на 2,5% превысив первоначальный прогноз менеджмента

и на 0,9% превзойдя консенсус аналитиков. Non-GAAP EPS увеличилась на 17,5% г/г, на 0,3% недотянув до ожиданий рынка. Важным моментом стало повышение среднесрочного прогноза роста на 2020-2025 годы до верхней границы ранее обозначенного диапазона 10-15% и пересмотр целей на 2021 год. Мы рассчитываем, что давление на маржу TSMC будет временным.

Лидирующее положение в отрасли, агрессивная стратегия развития, устойчиво высокий спрос и перспектива сохранения дефицита полупроводников позволяет оценить TSMC как одну из наиболее привлекательных для среднесрочных инвестиций компаний сектора.

Целевая цена – \$136, рекомендация – «покупать».

Инвестиционный
обзор №230
19 августа 2021
www.ffin.ru



Финансовые показатели, \$ млн	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Выручка	34 203	34 613	45 483	54 808	64 141	72 938	81 036	89 000	95 230
Основные расходы	18 543	19 557	22 268	26 691	31 172	35 375	39 221	43 076	46 091
Валовая прибыль	15 660	15 056	23 215	28 116	32 968	37 563	41 815	45 924	49 139
SG&A	2 869	2 984	3 991	4 713	5 451	6 053	6 563	7 208	7 713
EBITDA	22 493	21 352	30 490	33 310	40 227	46 191	52 130	57 933	63 090
Амортизация	9 702	9 280	11 266	9 907	12 711	14 681	16 879	19 218	21 664
EBIT	12 792	12 072	19 224	23 403	27 517	31 510	35 251	38 716	41 426
Процентные выплаты (доходы)	101	105	71	202	202	202	202	202	202
EBT	13 081	12 519	19 738	23 202	27 315	31 308	35 050	38 514	41 224
Налоги	1 536	1 440	2 263	2 696	3 175	3 639	4 073	4 476	4 791
Чистая прибыль	11 543	11 077	17 466	20 496	24 132	27 661	30 967	34 029	36 424
Dilluted EPS	\$2,25	\$2,15	\$3,39	\$3,95	\$4,65	\$5,33	\$5,97	\$6,56	\$7,02
DPS	\$1,33	\$1,62	\$1,70	\$2,43	\$2,86	\$3,28	\$3,67	\$4,03	\$4,31

Анализ коэффициентов	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE	29%	29%	31%	31%	31%	30%	29%
ROA	20%	20%	21%	22%	22%	22%	21%
ROCE	29%	29%	31%	32%	32%	32%	30%
Выручка/Активы (x)	0,46x	0,51x	0,54x	0,56x	0,56x	0,55x	0,54x
Кэф. покрытия процентов (x)	271,94x	116,11x	136,52x	156,33x	174,89x	192,08x	205,52x

Маржинальность, в %	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Валовая маржа	46%	43%	51%	51%	51%	52%	52%	52%	52%
Маржа по EBITDA	66%	62%	67%	61%	63%	63%	64%	65%	66%
Маржа по чистой прибыли	34%	32%	38%	37%	38%	38%	38%	38%	38%

