Equity Deep Dive · NASDAQ: MRVL

Marvell: el negocio acelera, pero el precio ya paga el plan de 2031

Marvell vende ya un 79 % de sus ventas al centro de datos y ha subido su objetivo a US$70.000–90.000 M de ventas en FY31. A US$241,24 por acción, con el coste de las acciones a empleados incluido, el precio descuenta ese plan entero. Calculamos qué parte está pagada.

SDN Research · Equity Research · Datos a cierre del 15-10-2026

PUNTOS CLAVE

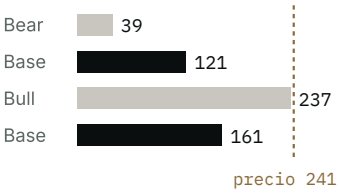
- El negocio acelera de verdad: ventas +37 % en el trimestre, centro de datos +46 % y una guía de US$3.150 M para el siguiente (+52 % interanual) [S002][S013].
- La rentabilidad real es menor que la de los titulares: el margen operativo no GAAP del 36,6 % baja al 16,8 % en GAAP porque excluye el 11,9 % de ventas en acciones a empleados y el 7,8 % en amortización de compras [S002].
- El precio ya paga el plan de 2031: con los márgenes de nuestro caso base necesita unas ventas FY31 de **~US$83.000 M**, el extremo alto del objetivo de la dirección (70.000–90.000 M) [S008]. Con un DCF que cuenta el SBC como coste, el caso bull (el plan) vale US$237, el precio de hoy, y el base US$121.

Pregunta central. ¿Cuánto del plan de 2031 de Marvell está ya en el precio? A US$241,24 (cierre del 15-10-2026 [S012]) la empresa vale unos US$212.000 M. Según el modelo DCF de SDN, con el SBC contado como coste, el precio exige unas **ventas de ~US$83.000 M en FY31**, el extremo alto del objetivo de la dirección (US$70.000–90.000 M [S008]). Dicho de otro modo: aunque el plan se cumpla entero (nuestro escenario bull vale US$237), el accionista de hoy solo recupera el coste de capital. Para que el precio tenga sentido no basta con cumplir el plan: hay que cumplirlo a tiempo y sin que el SBC y los warrants a clientes se coman el beneficio.

DATOS CLAVE

Ventas 2T FY27	US$2.739 M
+37 % interanual · récord	
Centro de datos	79 % de ventas
+46 % interanual; 74 % en FY26	
Margen operativo	16,8 % / 36,6 %
GAAP / no GAAP en 2T FY27	
DCF base	US$121
−50 % vs precio · bull US$237	

ESCENARIOS SDN



Nº 005 · DISTRIBUCIÓN PÚBLICA · ANÁLISIS INDEPENDIENTE

Documento informativo; no es una recomendación de inversión. Aviso legal al final.

EXHIBIT A SNAPSHOT: LO QUE SE VE Y CÓMO LO LEEMOS

VARIABLE	DATO OBSERVABLE	LECTURA
Precio MRVL	US$241,24 (15-10-2026) · rango 52 sem. US$70,69–329,88	Casi se ha triplicado en 12 meses (+178 %); un 27 % por debajo del máximo de junio
Capitalización / EV	US$211.500 M (876,9 M acc.) / EV US$217.900 M con la preferente de NVIDIA convertida	Es el 13 % de Broadcom (US$1.643.700 M) con una décima parte de sus ventas
Ventas	TTM US$9.450 M · FY27E ~US$12.040 M · FY28 consenso US$19.700 M	El consenso ya pide +63 % en FY28 tras +47 % en FY27
Caja / deuda	US$3.933 M / US$5.000 M nominales (+US$749 M contingentes de Celestial AI)	Deuda neta ~US$1.800 M con el pago contingente: ~0,9x el FCF de FY27E; no es el problema
Múltiplos	EV/ventas TTM 23,1x · P/E FY27E 57x · P/E FY28E 33x (BPA no GAAP)	Más caro que Broadcom (18,8x ventas y 17,8x el BPA del próximo ejercicio)

Fuente: Marvell [S001][S002][S003][S004]; Broadcom [S016]; Yahoo Finance a 15/16-10-2026 [S011][S012][S013]. Capitalización (precio × acciones de los 10-Q), EV y múltiplos: cálculo SDN.

01 El mercado ya paga el plan de 2031 entero, y un descuento por riesgo no cabe

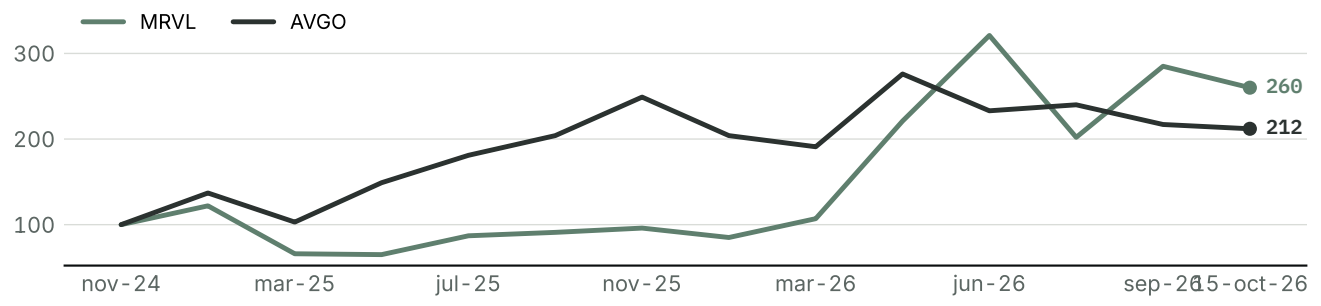
TESIS

Marvell diseña los chips que mueven y procesan datos dentro de un centro de datos de IA. Vende silicio a medida (ASIC) para hiperescalares, los DSP y módulos electro-ópticos que unen servidores a 800G y 1,6T, y chips de conmutación. Es la mayor alternativa a Broadcom en ASIC a medida, y el único cliente de silicio a medida que la empresa confirma ante la SEC es Google, con un acuerdo firmado el 29-07-2026 [S005]. El año fiscal acaba a finales de enero: FY27 es el que termina en enero de 2027.

Lo que ha cambiado en 2026 es la escala y la estructura. Marvell compró Celestial AI (fotónica, US$3.534 M) y XConn (conmutación PCIe/CXL, US$469 M) en febrero [S003], vendió a NVIDIA US$2.000 M de acciones preferentes convertibles a 91,84 US$ [S004], emitió US$1.000 M de bonos a 2036 [S003] y entregó a Google un warrant sobre hasta 58,97 M de acciones a 206,58 US$ [S005]. En octubre, su investor day subió el objetivo de FY28 a unos US$20.000 M y fijó US$70.000–90.000 M para FY31 [S008].

Nuestra pregunta no es si el negocio crece, sino cuánto del crecimiento está en la cotización. Hoy cotiza a 23x las ventas de los últimos doce meses y a 33x el BPA no GAAP que espera el consenso para FY28 [S013]. Para que el precio sea razonable hace falta no solo cumplir el plan, sino hacerlo sin que el coste de las acciones que se entregan a clientes y empleados se coma el beneficio.

EXHIBIT 1 MRVL FRENTE A BROADCOM: COTIZACIÓN REBASADA (NOV-24 = 100)



Fuente: Yahoo Finance, cierres mensuales y 15-10-2026 [S010]. Cálculo SDN: precio de cada mes / precio de nov-24 × 100.

02 Un trimestre récord y una guía que acelera: el negocio no es la duda

RESULTADOS Y GUÍA

Segundo trimestre de FY27 (cerrado el 1-08-2026, publicado el 27-08). Ventas de US$2.739 M (+37 % interanual, +13 % sobre el trimestre), US$39 M por encima del punto medio de la guía. BPA no GAAP de 0,94 US$ frente a 0,67 hace un año; en GAAP, 0,33 frente a 0,22 [S002]. La caja operativa fue de US$606 M, un 31 % más que hace un año [S002].

Guía del 3T (octubre). Ventas de US$3.150 M ±5 %, margen bruto no GAAP del 57,5 % al 58,5 %, gastos operativos no GAAP de ~US$655 M y BPA de 1,10 US$ ±0,05 en no GAAP (0,53 en GAAP) [S002]. Marvell no da cifra de ventas de FY27 ni de FY28, solo dice que las vuelve a subir y que el crecimiento seguirá acelerando [S002]. El consenso de 40 analistas suma US$12.070 M para FY27 y US$19.700 M para FY28 [S013].

EXHIBIT B TRES TRIMESTRES: MÁS VENTAS Y MÁS MARGEN GAAP, EL NO GAAP CASI NO SE MUEVE

CONCEPTO (US$ M SALVO %)	2T FY26	1T FY27	2T FY27	LECTURA
Ventas	~2.000	2.418	2.739	+37 % a/a
Centro de datos	1.490,5	1.832,7	2.171,5	+46 % a/a, +18 % t/t
Margen bruto GAAP	50,4 %	52,1 %	53,1 %	Mejora con la escala
Margen bruto no GAAP	59,4 %	58,9 %	58,9 %	Plano: la mezcla hacia ASIC lo frena
Margen operativo no GAAP	34,8 %	35,0 %	36,6 %	Apalancamiento del opex
BPA diluido no GAAP (US$)	0,67	0,80	0,94	Guía 3T: 1,10
Caja operativa	461,6	638,8	605,5	1S FY27: 1.244 (1S FY26: 795)

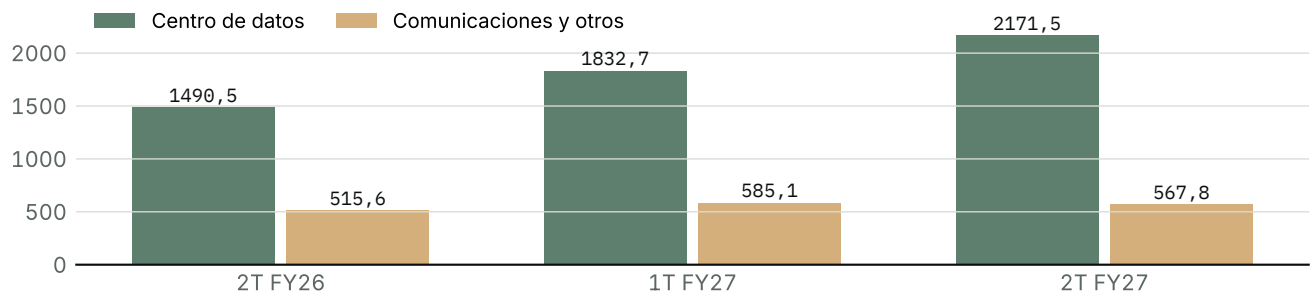
Fuente: Marvell, nota de resultados del 2T FY27 [S002]. Ventas del 2T FY26 ≈ 2T FY27 / 1,37 y caja del 1T FY27 = 1S − 2T: cálculo SDN.

03 Casi cuatro de cada cinco dólares ya vienen del centro de datos

MEZCLA DE NEGOCIO

La empresa solo informa de dos mercados finales: centro de datos y comunicaciones y otros. El primero pasó del 72 % de las ventas en FY25 (US$4.164 M) al 74 % en FY26 (US$6.100 M, +46 %) y al 79 % en el último trimestre [S001][S002]. Marvell no desglosa en su nota de resultados redes empresariales, operadores, consumo ni automoción, así que cualquier reparto interno de esos 21 % sería una estimación nuestra y no lo damos.

EXHIBIT 2 VENTAS POR MERCADO FINAL (US$ M)



Fuente: Marvell, nota de resultados del 2T FY27 [S002]. Comunicaciones y otros incluye redes empresariales, operadores, consumo e industrial; el 1T FY27 es 1S menos 2T.

EXHIBIT C QUÉ VENDE MARVELL Y QUÉ SABEMOS DE CADA LÍNEA

LÍNEA	QUÉ ES	DATO VERIFICABLE
Silicio a medida (XPU y XPU attach)	ASIC de IA y chips acompañantes diseñados para un hiperescalar	Google confirmado [S005]. AWS y Microsoft se asocian a Marvell en prensa, pero la empresa no los nombra: SIN VERIFICAR. Objetivo FY29 >US$12.000 M [S008]
Electro-óptica y DSP PAM4	Módulos y DSP para enlaces de 800G a 1,6T; AEC (cables de cobre activos)	Segunda generación de DSP AEC de 1,6T y retimer de 3,2T lanzados el 13-10-2026 [S009]
Conmutación e interconexión	Switches Ethernet, PCIe y CXL, y fotónica de Celestial AI	XConn US$469 M y Celestial AI US$3.534 M [S003]; óptica scale-up casi sin ingresos hoy [S008]
Empresas y operadores	Redes de campus, carrier y almacenamiento	21 % de las ventas; US$568 M en el 2T, +10 % a/a [S002]
Automoción	Ethernet automotriz: vendido a Infineon por US$2.500 M en efectivo, cerrado el 14-08-2025	Aportaba US$225–250 M de ventas al año en FY26 [S006]. Lo que queda de automoción e industrial no se desglosa: SIN VERIFICAR

Fuente: Marvell [S002][S003][S005][S006][S009]; Futurum [S008] (fuente secundaria).

DETALLE QUE IMPORTA

La venta de Ethernet de automoción fue un cambio de piel. Marvell cobró US$2.500 M y se deshizo de un negocio de US$225–250 M anuales, es decir, del 3 % de las ventas de FY26 [S006]. En FY26 la empresa recompró acciones por US$2.040 M, y su beneficio neto (US$2.670 M) supera con holgura el resultado operativo (US$1.323 M), lo que apunta a ganancias fuera de la operación, probablemente la de esta venta; su importe es SIN VERIFICAR [S007].

04 La concentración está escondida detrás de un distribuidor, y Broadcom juega en otra liga

CLIENTES Y COMPETENCIA

El 10-K de FY26 solo revela dos nombres genéricos: un distribuidor (Distribuidor A) que concentró el 37 % de las ventas (34 % en FY25, 24 % en FY24) y un cliente directo (Cliente A) con el 14 % [S001]. En el 2T FY27 las ventas se reparten a partes iguales entre clientes directos y distribuidores, y por destino de envío China supone el 42 %, Taiwán el 17 % y Singapur el 12 % [S003]. Ese dato es geografía de envío, no de cliente final.

En ASIC a medida el competidor es Broadcom, además de las casas de diseño taiwanesas (Alchip, Global Unichip) y MediaTek, que el propio 10-K lista como rivales junto a Nvidia, AMD, Credo y Astera Labs en conectividad [S001]. La diferencia de escala es la clave para valorar: Broadcom factura US$89.100 M al año con un margen operativo del 48 %, nueve veces las ventas de Marvell, y crece más deprisa (+85,5 % frente a +36,5 % en el último trimestre) [S003][S016].

EXHIBIT D **MARVELL FRENTE A BROADCOM, EL LISTÓN DEL SECTOR**

VARIABLE	MARVELL	BROADCOM	LECTURA
Ventas TTM	US$9.450 M	US$89.100 M	Broadcom pesa 9,4x
Crecimiento ventas (último trimestre)	+36,5 %	+85,5 %	Broadcom acelera más
Margen operativo (GAAP, 12 meses)	16,5 %	48,0 %	Marvell, 32 puntos por debajo
Capitalización	US$211.500 M	US$1.643.700 M	Marvell vale el 13 %
EV / ventas TTM	23,1x	18,8x	Marvell, más caro
P/E del próximo ejercicio (consenso)	33,0x	17,8x	Marvell, 1,9 veces más caro

Fuente: Cálculo SDN con los 10-Q de Marvell y Broadcom [S003][S016] y cierres del 15-10-2026 [S012]. P/E = precio / BPA de consenso del próximo ejercicio (Marvell, FY28 a enero de 2028 [S013]; Broadcom, a octubre de 2027 [S011]). EV de Marvell con acciones básicas + preferente convertida, deuda y caja [S002][S003][S004].

QUÉ PUEDE ROMPER LA TESIS

Que un hiperescalar lleve el diseño a Broadcom o lo haga dentro. Marvell no nombra a los clientes de sus ASIC en el 10-K, y la pérdida de uno solo de los programas grandes (el Cliente A pesa el 14 %) movería más las ventas que cualquier mejora de márgenes [S001].

05 Detrás hay un gasto de billones, pero Marvell captura una fracción de ese gasto

DEMANDA DE IA

La dirección sitúa el gasto en centros de datos en ~US$3 billones a 2030 (crecimiento anual compuesto del 35 %) y el mercado accesible para Marvell en unos US$400.000 M, cuatro veces la cifra anterior: ~US$235.000 M en silicio a medida, ~US$85.000 M en conmutación y almacenamiento y ~US$65.000 M en interconexión [S008]. Con US$30.000 M de silicio a medida en FY31 cogería un 13 % de ese mercado [S008]. Son cifras de la empresa, recogidas por una fuente secundaria.

Cuatro fuentes de demanda, con distinta certeza. (1) Aceleradores a medida (XPU): la parte mayor, con más de 35 sockets en los cuatro mayores hiperescalares de EE. UU. [S008]. (2) Chips acompañantes (XPU attach), como los controladores de red, almacenamiento y memoria cercana del acuerdo con Google [S005]. (3) Óptica y DSP para enlaces cada vez más rápidos, que crece con los aceleradores por clúster. (4) Óptica scale-up y fotónica de Celestial AI: casi sin ingresos hoy, cientos de millones previstos desde el año próximo [S008].

VARIABLE CLAVE

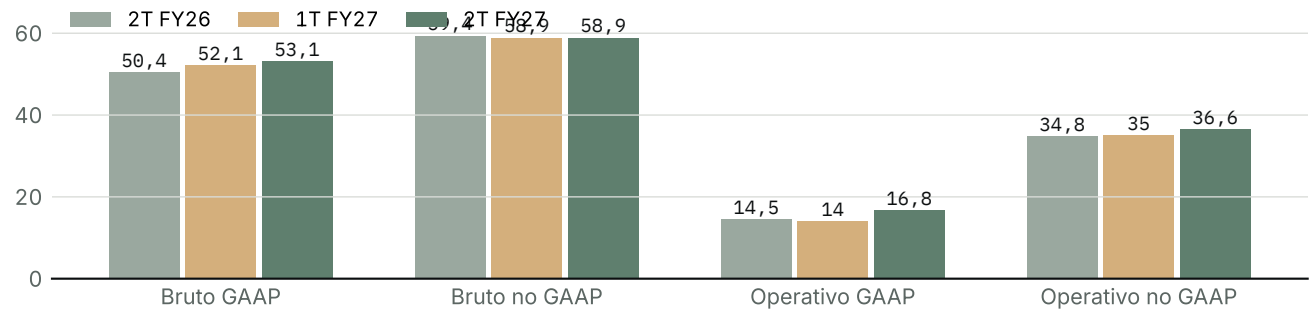
El ritmo del capex de los hiperescalares. A mitad de julio de 2026 los temores a una desaceleración del gasto tiraron a Marvell un 8 % en un día [S015]. El plan de 2031 necesita multiplicar por 10 las ventas de FY26; si el capex de IA se enfría, el silicio a medida es el primer lugar donde se nota.

06 Los márgenes GAAP son la mitad de los no GAAP: la diferencia son acciones y compras

MÁRGENES

Qué excluye el margen no GAAP. Marvell elimina del resultado operativo tres cosas. (1) La **amortización de intangibles adquiridos** (US$214,9 M en el 2T, el 7,8 % de las ventas): es un gasto contable sin salida de caja ahora, pero refleja compras que se pagaron en su día; el balance tiene US$13.874 M de fondo de comercio y US$2.347 M de intangibles [S002]. (2) La **remuneración en acciones (SBC)**, US$326,2 M, el 11,9 % de ventas: no sale de la caja, pero los accionistas la pagan con dilución o con recompras que compensan (en el 2T se retuvieron US$138 M por impuestos de acciones entregadas y se recompraron US$200 M) [S002]. (3) Reestructuración, ajustes de contraprestación contingente y otros, de poca cuantía [S002].

EXHIBIT 3 MÁRGENES (% DE VENTAS): GAAP FRENTE A NO GAAP



Fuente: Marvell, nota de resultados del 2T FY27 [S002]. Valores en porcentaje de las ventas.

EXHIBIT 4 PUENTE DEL RESULTADO OPERATIVO DEL 2T FY27 (US$ M)



Fuente: Marvell [S002]. Reestructuración (−3,0) y otros (+5,4) se agrupan: suma +2,4. Total = 1.003,2 M.

NO CONTAR DOS VECES

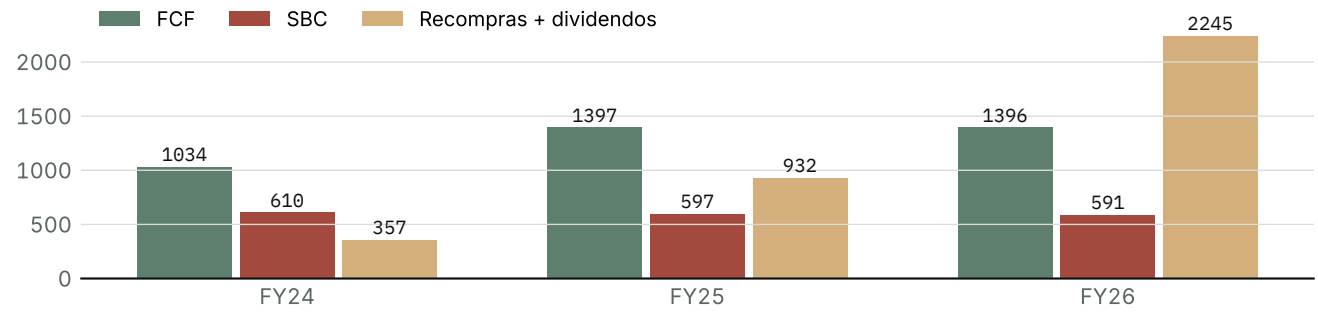
En nuestro DCF el SBC es un coste. Partimos del margen no GAAP (36,6 %) y le restamos el SBC (11,9 % de ventas): queda ~24,7 %. Por eso no sumamos además la dilución futura de las acciones que se entregarán a empleados: sería contarla dos veces. La amortización de intangibles se deja fuera (no es caja), pero sí contamos las acciones ya comprometidas: la preferente de NVIDIA y el warrant de Google.

07 El FCF crece, pero tras el SBC es la mitad y las recompras han superado la caja generada

CAJA, DEUDA Y RETORNOS

FCF = caja operativa − capex. En FY26 fue de US$1.396 M (17,0 % de las ventas), igual que en FY25 aunque las ventas subieron un 42 %. Tras restar el SBC (US$591 M) quedan US$806 M, el 9,8 % de las ventas [S007]. En el primer semestre de FY27 el FCF es de US$962 M (caja operativa 1.244 − capex 282) [S002]. En FY26 la empresa dedicó US$2.245 M a recompras (US$2.040 M) y dividendos (US$205 M), el 161 % del FCF, en el mismo año en que cobró los US$2.500 M de la unidad de automoción [S006][S007].

EXHIBIT 5 FCF, SBC Y RETORNO AL ACCIONISTA (US$ M)



Fuente: SEC XBRL, 10-K [S007]. FCF = caja operativa − capex: cálculo SDN. FY24, FY25 y FY26 terminan en feb-2024, feb-2025 y ene-2026.

EXHIBIT E BALANCE Y ESTRUCTURA DE CAPITAL A 1-08-2026

PARTIDA (US$ M)	DATO	LECTURA
Caja y equivalentes	3.932,8	Sube desde 2.638,8 en enero (preferente de NVIDIA, bonos)
Deuda nominal (bonos)	4.999,9	Cupones del 1,65 % al 5,95 %; 1.000 M al 5,30 % emitidos en abril
Vencimientos	FY29 1.249,9 · FY30 500 · FY31 500 · después 2.750	Sin vencimientos hasta FY29
Contraprestación contingente (Celestial AI)	749,5	Máx. ~233 M en efectivo y ~22,4 M de acciones, hasta FY29
Compromisos con fundiciones	8.518,9	Obligaciones de compra de obleas: palanca operativa a la baja

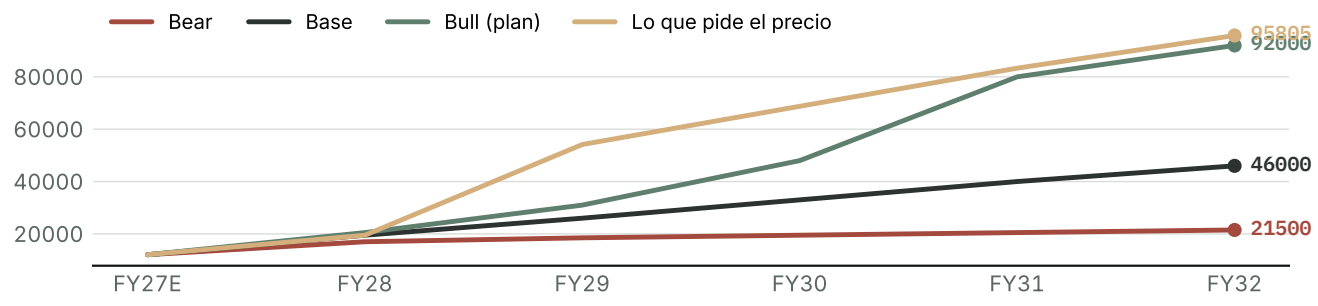
Fuente: Marvell, 2T FY27 [S002] y 10-Q [S003]. Cobertura de intereses: cálculo SDN (1.003,2 / 61,6 = 16x; 459,7 / 61,6 = 7x).

08 A US$241 el mercado paga unas ventas FY31 de US$83.000 M con márgenes del caso base

QUÉ PIDE EL PRECIO

DCF inverso. Manteniendo los márgenes de nuestro caso base (margen operativo tras SBC del 28 % al 32 %), un WACC del 12 % y un crecimiento terminal del 4 %, y fijando las ventas FY28 en US$19.500 M, el precio de US$241,24 exige multiplicar por 2,08 la senda base de FY29–FY32. Eso da ventas de **US$54.200 M en FY29, US$83.300 M en FY31 y US$95.800 M en FY32** [cálculo SDN]. El objetivo de la dirección para FY31 es de US$70.000–90.000 M [S008]: el precio cae justo en el tramo alto de ese rango.

EXHIBIT 6 VENTAS POR ESCENARIO FRENTE A LO QUE PIDE EL PRECIO (US$ M)



Fuente: Modelo DCF de SDN. FY27E: 1S real + guía 3T + consenso 4T [S002][S013]. La senda 'lo que pide el precio' es la senda base de FY29–FY32 escalada por 2,08 (FY30 = 33.000 × 2,08 = 68.750).

LEYENDO AL MERCADO

El precio no descuenta un riesgo de ejecución. Si el plan de 2031 se cumple a la perfección, el bull vale lo mismo que la cotización (US$237 frente a US$241). Cualquier retraso de un año ya deja el valor por debajo. El mercado compra el plan completo y a tiempo.

09 Con el SBC como coste, el DCF queda en US$121 y los múltiplos no dan margen

VALORACIÓN

Múltiplos frente a pares. Para contrastar el DCF miramos cómo cotizan Broadcom, AMD, NVIDIA, Credo y Astera Labs frente al beneficio que espera el consenso para su próximo ejercicio [S011][S013]. A 33 veces, Marvell es la tercera más cara de las seis, tras Astera Labs y AMD, y lo es con un crecimiento y un margen por debajo de Broadcom y NVIDIA [S003][S016][S018]. Si aplicáramos a su BPA de FY28 (US$7,30, consenso) el P/E de cada par, obtendríamos US$100 con el de NVIDIA, US$130 con Broadcom, US$134 con Credo, US$260 con AMD y US$344 con Astera Labs: solo AMD y Astera Labs justificarían el precio actual [cálculo SDN].

EXHIBIT F **MÚLTIPLOS DE COMPARABLES (CÁLCULO SDN, CIERRES DEL 15-10-2026)**

EMPRESA	PRECIO 15-10 (US$)	CAPITALIZACIÓN	EV/VENTAS TTM	P/E PRÓXIMO EJERCICIO	MARGEN OP. 12M
Marvell (MRVL)	241,24	US$211.500 M (básica)	23,1x	33,0x	16,5 %
Broadcom (AVGO)	344,33	US$1.643.700 M	18,8x	17,8x	48,0 %
AMD	562,23	US$917.800 M	22,0x	35,7x	15,7 %
NVIDIA (NVDA)	217,23	US$5.235.200 M	17,2x	13,6x	65,2 %
Credo (CRDO)	178,50	US$33.500 M	20,6x	18,4x	31,7 %
Astera Labs (ALAB)	301,98	US$52.400 M	42,5x	47,2x	22,8 %

Fuente: Cálculo SDN con cierres del 15-10-2026 [S012]. Capitalización = precio × acciones de la portada del último 10-Q; EV = capitalización + deuda − caja e inversiones a corto; ventas y margen: doce meses. P/E = precio / BPA de consenso del próximo ejercicio a 19-10-2026 [S011] (Marvell, a 16-10 [S013]). Cuentas: Marvell [S003], Broadcom [S016], AMD [S017], NVIDIA [S018], Credo [S019], Astera Labs [S020]. Marvell: EV con la preferente de NVIDIA convertida (US$217,9 bn).

DCF a 5 años con SBC como coste

Mecánica. FCF de cada año FY28–FY32 = ventas × margen operativo tras SBC × (1 − impuestos) − ventas × capex neto de amortización − 20 % × aumento de ventas. Más el FCF del 2S FY27 (~US$1.184 M, descontado 0,15 años). Descontamos al 12 % (coste de capital propio del 12,6 % con rendimiento a 10 años del 5,19 % [S014], beta de 1,64 —media de la de cinco años, 2,29 (cálculo SDN [S021]), y la del mercado— y prima del 4,5 %; la deuda pesa ~2 %). El valor terminal es una perpetuidad con crecimiento del 4 % sobre un FCF normalizado. De la empresa pasamos al accionista restando deuda (US$5.000 M), sumando caja (US$3.933 M) y restando el pago contingente de Celestial (US$749 M), y dividiendo entre 921 M de acciones diluidas, que ya incluyen la preferente de NVIDIA. El warrant de Google se suma aparte: se ejerce si el valor supera 206,58 US$ [S002][S003][S005].

EXHIBIT G ESCENARIOS: SUPUESTOS, MECÁNICA Y VALOR POR ACCIÓN

	BEAR	BASE	BULL (PLAN)
Ventas FY28 / FY31 / FY32 (US$ M)	17.000 / 20.500 / 21.500	19.500 / 40.000 / 46.000	20.500 / 80.000 / 92.000
Margen operativo tras SBC FY28 → FY32	24 % → 21 %	28 % → 32 %	30 % → 34 %
FCF FY28 / FY32 (US$ M)	2.353 / 3.380	3.024 / 10.760	3.350 / 22.808
Valor terminal (US$ M)	44.387	150.880	318.504
Peso del valor terminal en el EV	68 %	78 %	82 %
EV → equity (US$ M)	37.816 → 35.999	112.904 → 111.088	224.641 → 222.825
Ventas a Google hasta FY32 (acciones del warrant)	US$3.000 M (0 M)	US$30.000 M (0 M)	US$80.000 M (39,8 M)
Valor por acción (US$)	39	121	237
Frente al precio (US$241,24)	−84 %	−50 %	−2 %
Contraste: salida a 20x FCF en FY32 (US$/acción)	54	161	321

Fuente: Modelo DCF de SDN. Ventas de FY28 acotadas por la guía y el consenso [S002][S013]; bull = punto medio del plan de FY31 [S008]. Margen operativo no GAAP del 2T de 36,6 % menos SBC del 11,9 % = 24,7 % [S002]. Acciones y warrants [S004][S005]. Resultados no son precios objetivo.

EXHIBIT 7 VALOR POR ACCIÓN POR ESCENARIO FRENTE AL PRECIO (US$)



Fuente: Modelo DCF de SDN; precio de Yahoo Finance [S012]. El contraste usa un múltiplo de salida de 20x el FCF de FY32 en lugar de la perpetuidad.

EXHIBIT H SENSIBILIDAD DEL CASO BASE: VALOR POR ACCIÓN (US$)

WACC \ CREC. TERMINAL	3 %	4 %	5 %
10 %	145	165	193
12 %	110	121	135
14 %	88	94	102

Fuente: Modelo DCF de SDN. Bull a 10 %: US$328; bear a 14 %: US$31.

ASIMETRÍA

El pago es asimétrico a la baja en el escenario central. Pasar del base al bull exige duplicar las ventas FY31 y mantener el margen; el precio actual ya lo paga. A favor: el contraste con un múltiplo de salida de 20x FCF eleva el bull a US$321 (+33 %), así que un mercado que siga pagando múltiplos de IA en 2032 sostendría el precio. En contra, ese múltiplo de 20x es un 43 % superior a los 14x que implica nuestra perpetuidad.

CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN

Marvell es una buena empresa a un precio que descuenta que todo sale bien. DCF: US$39 / US$121 / US$237 frente a US$241,24. Ninguno de los tres escenarios deja un margen de seguridad. No son precios objetivo: son lo que valdría la empresa si se cumpliera cada guion con nuestro método.

10 Los próximos seis meses dirán si el plan va a tiempo

CATALIZADORES

EXHIBIT I CALENDARIO DE CATALIZADORES

FECHA	EVENTO	QUÉ MIRAR
Finales de oct-2026	Resultados de los hiperescalares (capex de IA)	Cualquier recorte de capex pega a la cotización [S015]
Finales de nov-2026 (fecha no confirmada)	Resultados 3T FY27	Ventas ~3.150 M, margen bruto no GAAP 57,5–58,5 %, BPA 1,10 [S002]
Cada trimestre desde el 3T FY27	Vesting del warrant de Google	Cada US$500 M de compras de Google libera 0,24 M de acciones [S005]
Mar-2027	Resultados 4T FY27, 10-K y guía FY28	Cifra de FY28 frente a los ~US$20.000 M [S008]
Hasta FY29	Hitos de ingresos de Celestial AI	Activan hasta ~US$233 M de caja y ~22,4 M de acciones [S003]

Fuente: Marvell [S002][S003][S005][S009]; Futurum [S008]; 24/7 Wall St. [S015].

11 Los riesgos son de concentración, de ciclo y de dilución

RIESGOS

EXHIBIT J MAPA DE RIESGOS

RIESGO	POR QUÉ IMPORTA	SEÑAL
Concentración de clientes	Distribuidor A 37 % y Cliente A 14 % [S001]	Cambios de porcentaje en el 10-K
Ciclo del capex de IA	Una caída del 8 % en un día en julio por temores de capex [S015]	Guías de los hiperescalares
Competencia en ASIC	Broadcom es 9x mayor y gana cuota con margen del 48 % [S016]	Anuncios de nuevos programas de ASIC en otros diseñadores
Dilución	Google: hasta 58,97 M acc. (6,4 % de 921 M); NVIDIA: 21,8 M; Celestial: ~22,4 M [S003][S004][S005]	Acciones diluidas por encima de 950 M
Compromisos de suministro	US$8.519 M de compras a fundiciones [S003]	Inventario (US$1.361 M) creciendo más que las ventas
Valoración / beta	Beta de 2,29 (cinco años, cálculo SDN [S021]) y rango de 52 semanas de 70,69 a 329,88 [S011]	Caídas de más del 25 % en pocas semanas ya han ocurrido

Fuente: Marvell [S001][S002][S003][S004][S005]; Yahoo Finance [S011]; 24/7 Wall St. [S015].

12 Cinco señales que mueven los escenarios

QUÉ VIGILAMOS

- **Ventas FY28.** Por encima de US$20.000 M sostienen el bull; por debajo de US$18.000 M (la guía previa de agosto [S008]) acercan el bear.
- **Margen bruto no GAAP.** Por debajo del 57 % indicaría que la mezcla de ASIC pesa más de lo previsto; la guía del 3T es 57,5–58,5 % [S002].
- **SBC sobre ventas.** Si baja de 11,9 % a menos del 8 % el apalancamiento operativo es real; si se queda en el 12 % el beneficio GAAP no despega [S002].
- **Acciones diluidas.** 921 M en el 3T; más de 950 M antes de FY28 señalaría que el warrant de Google se activa más deprisa que el negocio [S002][S005].
- **Ingresos de óptica scale-up.** Cientos de millones el año próximo, frente a casi cero hoy, son la prueba de que el TAM de 400.000 M no es solo un deck [S008].

13 Metodología y límites

TRAZABILIDAD

DATO / CÁLCULO / ANÁLISIS / ESCENARIO / LIMITACIÓN. Histórico FY24–FY26 de la API XBRL de la SEC para Marvell Technology, Inc. (CIK 1835632, el holding de Delaware desde 2021; la antigua sociedad de Bermudas tiene otro CIK) [S007]; trimestre y guía de la nota de resultados del 27-08-2026 [S002]; balance, deuda y adquisiciones del 10-Q [S003]; concentración de clientes del 10-K [S001]. Precio y consenso, de Yahoo Finance con fecha, como contraste [S011][S012][S013]; los múltiplos de los pares, cálculo SDN con sus 10-Q [S016]–[S020].

Decisiones de método. (1) DCF de cinco años FY28–FY32 más el 2S FY27, con SBC como coste y sin añadir dilución futura. (2) Acciones: 921 M diluidas (guía de la empresa), que incluyen la preferente de NVIDIA convertida; el warrant de Google se trata aparte, por el método de ejercicio cuando el valor supera el strike, descontando el cobro del strike cuatro años. (3) La contraprestación contingente de Celestial (US$749,5 M) se trata como deuda. (4) El WACC es del 12 % en los tres escenarios, que solo se diferencian en ventas y márgenes; mover el WACC cambia mucho el resultado (Exhibit H). (5) Impuestos del 13–15 % (el tipo no GAAP observado es del 11 %). (6) Capital circulante del 20 % del aumento de ventas, una estimación nuestra. (7) El escenario bull usa el punto medio del plan de FY31 de la dirección, citado por una fuente secundaria [S008].

LIMITACIÓN: SIN VERIFICAR **y fuera de la valoración.** Que AWS y Microsoft sean clientes de ASIC (Marvell no los nombra); las ventas actuales de automoción residual e industrial; el SBC del primer trimestre de FY27 y de todo el semestre; el importe de la ganancia por la venta de Ethernet de automoción; el motivo de la caída reciente de la cotización; la fecha exacta de los resultados del 3T; la autorización de recompras pendiente; las acciones restringidas sin consolidar; los objetivos del investor day en su fuente primaria (solo tenemos Futurum). En el DCF, el valor terminal pesa entre el 68 % y el 82 % del EV, y el modelo es muy sensible al crecimiento terminal y al WACC.

AVISO LEGAL

Este documento ha sido elaborado por SDN Research con fines informativos y educativos. No constituye asesoramiento de inversión, ni oferta o recomendación de compra o venta de ningún instrumento financiero. Los escenarios de valoración no son precios objetivo. Las opiniones reflejan el criterio del autor a la fecha de publicación y pueden cambiar sin previo aviso. Las cifras proceden de fuentes públicas consideradas fiables, pero no se garantiza su exactitud. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.