

Resumen BIE 2020: Samsung Electronics

NOTA DEL EDITOR: *Este es un resumen de la tesis de inversión que será presentada en Best Ideas en Español 2020.*

* * *

Samsung Electronics (005930:KS, 005935:KS)

Precio (23 Octubre 2020): Acción preferente ≈ ₩53.300, Acción ordinaria ≈ ₩60.200

Precio objetivo: ≈ ₩87,250

Horizonte de inversión: + 3 años

Samsung Electronics [KRX: 005930] es una empresa tecnológica coreana que necesita poca presentación. Todos los productos de Samsung Electronics (SEC) están presentes en nuestras vidas, desde electrodomésticos y aparatos de comunicación móvil, pasando por las pantallas de televisores y móviles, hasta otros menos obvios como dispositivos de memoria y procesadores para móviles. Lo más sorprendente de la historia de Samsung no solo es cómo ha conseguido una posición de liderazgo en segmentos tan dispares y en los que el cambio tecnológico es despiadado y requiere de una mentalidad de largo plazo, sino que lo ha logrado de manera orgánica y con pocas adquisiciones relevantes.

La tesis sobre SEC es sencilla, y está centrada en su negocio de producción de memoria DRAM, un negocio que ha sufrido una consolidación sin precedentes en la última década, con unas barreras de entrada casi infranqueables y en el que SEC lleva operando con una posición dominante desde hace más de dos décadas. Estos ingredientes elevan la probabilidad de que los retornos que se obtendrán a largo plazo en la industria sean atractivos. Por otra parte, el otro segmento de memoria de SEC, NAND, no se ha visto beneficiado de las anteriores dinámicas, el sector se ha desconcentrado recientemente, la competencia china está cerca y el “fin de la Ley de Moore” no ha sido tan evidente como en DRAM gracias a la invención del 3D NAND.

En comparación con otras empresas de semiconductores, el mercado lleva penalizando bastante tiempo a las empresas de memoria, dada la elevada intensidad de capital del negocio, su fuerte ciclicidad, y la poca visibilidad a corto plazo actualmente. Sin embargo, hay poco reconocimiento que, a largo plazo, los retornos del capital han sido fenomenales (cerca al 20%), y que probablemente los seguirán siendo durante la próxima década según la necesidad de memoria DRAM se vaya elevando gracias a la introducción del 5G, el nuevo ciclo de consolas, el movimiento a la nube y, más a largo plazo, el IoT y la conducción autónoma.

Por estas razones, creo una inversión en SEC presenta un atractivo potencial de retorno con un riesgo limitado, dadas las posiciones de liderazgo en las que opera la compañía, los enormes vientos de cola en todas sus líneas de negocio durante los próximos años, y su sólido balance.

En resumen

- Valoración atractiva respecto al mercado en general: SEC cotiza a múltiplos EV/NOA y EV/NOI de 1,7x y 12,5x, respectivamente.¹ Dado que el retorno sobre los activos operativos netos (RNOA) de SEC ha sido de aproximadamente el 20% en la pasada década, y que ha estado incrementando los beneficios operativos económicos al 8% anualmente, el descuento aplicado a las acciones es elevado.² Si asumimos tasas de descuento del 8%, crecimientos del 2% y

mismos retornos a futuro sobre los activos, el precio objetivo es \$87k. Incluso si suponemos que SEC no es capaz de alcanzar los retornos de la última década y asumimos un 17%, el precio objetivo caería a \$74k.

- Sólido balance (\$98,7tr. a cierre del 2Q'20, el 28% de su capitalización bursátil), que le permitirá seguir reinvertiendo de manera rentable no solo en su negocio de memoria, sino en su creciente (y rentable) negocio de fabricación de chips para terceros.
- Fuentes de opcionalidad adicionales no valoradas por el mercado, tanto por la potencial salida de Intel del negocio de fabricación de chips, como el bloqueo de Estados Unidos a Huawei, del cual SEC se puede beneficiar no solo a través de su división de productos móviles, sino a través de su negocio de fabricación de componentes para redes de telecomunicaciones (5G).

Alternativas a SEC: SK Hynix, Micron Technologies

Para aquellos que quieran invertir en el atractivo mercado de fabricación de memoria DRAM sin tener una sobreexposición a SEC, conviene mencionar que hay otras dos acciones que deberían beneficiarse de las dinámicas de la industria igual que SEC, y que además cotizan con descuentos parecidos. Las otras dos compañías son SK Hynix y Micron Technologies. Aunque SEC sigue teniendo una posición de liderazgo en tecnología frente a Hynix y Micron (más en NAND que DRAM) de aproximadamente entre seis y doce meses, sus competidores han conseguido mantener el ritmo de innovación de SEC, y los retornos sobre el capital de la última década de ambas empresas (aunque volátiles) han sido buenos también.

En términos financieros, desde el 2010 las tres compañías han producido RNOAs medios del 20% en el caso de SEC, 17% Hynix y 15% Micron. Las tres han crecido su base de activos a un ritmo elevado (SEC al 9,4%, Hynix al 18,6% y Micron al 15,6%) sin penalizar sus retornos incrementales. A pesar de este crecimiento rentable y de las dinámicas antes mencionadas, Hynix cotiza a 1,2x y Micron a 1,8x. Aplicando la misma tasa de descuento del 8% y crecimientos del 2%, los múltiplos EV/NOA objetivos serían del 2,6x para Hynix (cerca de \$200k por acción) y del 2,2x para Micron (\$74).

Riesgos a la baja

- Competición de empresas chinas en el segmento DRAM.
- Poca disciplina de capex entre los tres fabricantes de DRAM (especialmente SEC y, en menor medida, Micron).
- Entrada en nuevos mercados con rentabilidades sobre el capital poco atractivas, diversificando aún más los negocios de Samsung y perdiendo el foco en los principales negocios.
- Problemas imprevistos en cualquiera de las fábricas de Samsung.
- Gobierno corporativo.

Riesgos al alza

- SEC puede ganar cuota de mercado en móviles y en equipamiento de telecomunicaciones para el 5G gracias a las restricciones a Huawei.
- Intel deja gradualmente las actividades de fabricación, dedicándose a ser una compañía fabless, beneficiando al segmento foundry de SEC.
- Una nueva política de remuneración al accionista está a punto de ser anunciada próximamente, habiendo una gran probabilidad de que sea más generosa que la de los tres últimos años.
- Simplificación de la estructura corporativa.

¹ EV/NOA: Valor de empresa dividido por activos operativos netos. EV/NOI: Valor de empresa dividido por beneficio neto operativo. Los activos operativos netos son patrimonio neto (incluyendo minoritarios) más deuda financiera neta. El beneficio neto operativo es EBIT después de los impuestos estatutarios, menos otras partidas operativas que se registran en el estado de cambios en el patrimonio neto (tales como los ajustes por translación de balance). EV/NOA y EV/NOI, son, en efecto, las medidas desapalancadas de P/BV, y P/E, respectivamente. Dado el enorme volumen de caja neta en el balance, dichos múltiplos son los correctos a aplicar en el caso de SEC.

² Retorno sobre los activos operativos netos (RNOA): beneficio neto operativo dividido por activos operativos netos.