

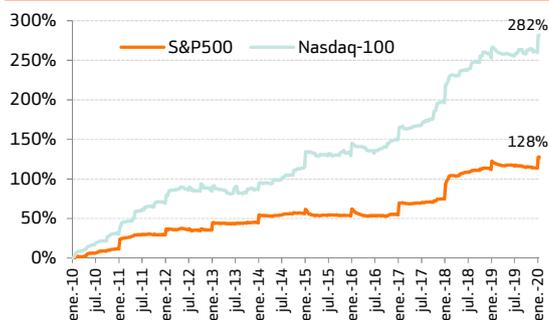
Sector Tecnología

El sector tecnológico, sigue teniendo atractivo pese a que los múltiplos están más ajustados.

Recomendación: Comprar

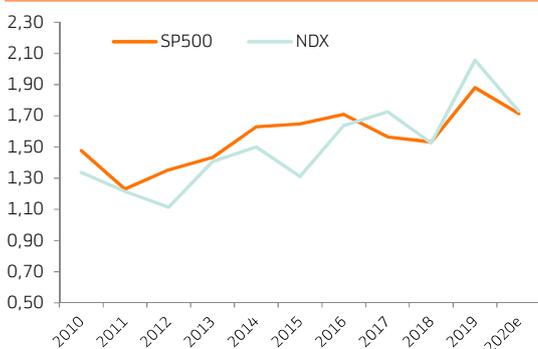
Analista: Juan Tuesta

Crecimiento BPAs Nasdaq-100 vs S&P-500



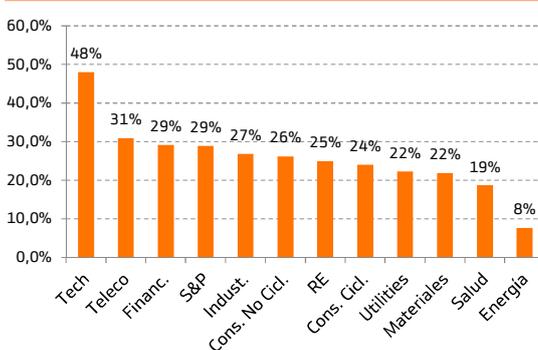
Fuente: Bloomberg

PEG (PER ajustado por crecimiento) Nasdaq vs S&P-500



Fuente: Factset

Evolución S&P-500 por sectores (acum. Año 2019)



Fuente: Bloomberg

Ponderación en NASDAQ-100

Nombre	Capitaliz. (M\$)	Peso (%)
APPLE INC	1.382.021	13,3%
MICROSOFT CORP	1.267.679	12,2%
ALPHABET INC-A	1.000.722	9,6%
AMAZON.COM INC	931.077	9,0%
FACEBOOK INC-A	632.432	6,1%
NETFLIX INC	148.401	1,4%
TOTAL FAANG+Microsoft		51,7%

Restantes 94 valores NASDAQ-100: 48,3%

Fuente: Bloomberg

El sector tecnológico sigue teniendo valor pese a las subidas acumuladas en el año 2019 (Nasdaq-100: +38% vs S&P-500 +29%). Los elevados múltiplos a los que cotiza el sector (Nasdaq-100 PER20e 23,5x y EV/EBITDA20e 14,6x vs S&P-500 18,8x y 12,8x respectivamente) se ven justificados por el crecimiento esperado de BPAs. Si miramos el PEG (PER ajustado por crecimiento) histórico del sector tecnológico, vemos que los múltiplos actuales del Nasdaq comparados con los históricos no son exigentes (PEG20e 1,73x vs 1,77x media 2017-2019) y se encuentra en línea con el del S&P-500 (1,71x). En 2020 la historia se repite y el consenso de mercado espera que el BPA del Nasdaq crezca +19% mientras el del S&P-500 lo haga +10%. Mientras se cumplan las estimaciones de crecimiento, los fundamentales del sector seguirán dando soporte a las cotizaciones. Valores favoritos: En EE.UU.: Microsoft, Apple, Google, Amazon, TSMC, Salesforce e Intuitive Surgical. En Europa: Amadeus, ASML y SAP.

Cuatro factores clave para seleccionar valores tecnológicos

A la hora de seleccionar las compañías para invertir en el sector tecnológico nos fijamos en los siguientes aspectos:

- 1) Múltiplos atractivos (y siempre ajustados por crecimiento).
- 2) Modelo de negocio de éxito probado y con capacidad de innovación o diversificación hacia nuevas áreas.
- 3) Situación de **ventaja competitiva** que le permita **crear barreras de entrada a nuevos entrantes**. Bien por su exclusividad y/o dificultad de replicar o porque las economías de escala por tamaño hagan que alcanzar la rentabilidad para un nuevo competidor sea complicado.
- 4) Estaríamos **fuera de compañías que se encuentren en pérdidas** (tanto en cifras actuales como en perspectivas a futuro). Por elevados que sean los crecimientos en clientes o incluso en ingresos, los modelos de negocio que aún no generan flujos positivos los consideramos demasiado arriesgados.

Por último, y aunque no lo consideramos un factor determinante, centraremos el foco inversor en las **compañías de mayor tamaño**. No sólo por su **mayor capacidad de hacer frente a la competencia y resistir mejor las crisis**, sino también por su **peso en los índices**. Las 5 FAANG+Microsoft representan más del 50% de la capitalización del Nasdaq-100, y por tanto cualquier fondo o gestor que replique el comportamiento de este índice debe tenerlas en cartera.

Creemos que el sector tecnológico aún presenta atractivo

El sector tecnológico ha sido el que mejor evolución ha presentado en 2019 de todos los del S&P-500 (+48%). Pese a la subida acumulada, si analizamos los múltiplos históricos del sector no vemos un nivel de sobrevaloración llamativo. El diferencial medio del PER entre el S&P-500 y el Nasdaq-100 es de 20% en los últimos 10 años, moviéndose en un rango de entre 10% y 30% y en la actualidad está situado en la parte alta del rango.

Ahora bien, si miramos el PEG (PER ajustado por crecimiento) histórico del sector tecnológico, vemos que los múltiplos actuales comparados con los históricos no son exigentes (PEG20e 1,73x vs 1,77x media 2017-2019) y se encuentra en línea con el del S&P-500 (1,71x). La razón está en que en la última década el BPA del Nasdaq-100 ha subido un 282% mientras el del S&P-500 lo ha hecho un 128%. De cara al año 2020 la historia se repite: el consenso de mercado espera que el BPA del Nasdaq aumente +19% mientras el del S&P-500 lo hará +10%.

Tras las fuertes subidas acumuladas en el año 2019 **no resulta descartable que podamos asistir a cierta toma de beneficios** en algún momento del ejercicio actual. En todo caso, creemos que será algo puntual y **que a medio plazo los fundamentales del sector seguirán dando soporte a las cotizaciones** (mientras se cumplan los crecimientos esperados).

Valores favoritos: En EE.UU.: Microsoft, Apple, Google, Amazon, TSMC, Salesforce e Intuitive Surgical. En Europa: Amadeus, ASML y SAP.

Nuestros valores seleccionados en EE.UU. son: **Microsoft, Apple, Google, Amazon, TSMC, Salesforce e Intuitive Surgical**. En Europa: **Amadeus, ASML y SAP**.

En esta selección es donde pensamos que mejor se cumple el criterio de modelos de éxito probado y con capacidad de innovación hacia nuevos productos o segmentos (como **Amazon** con Amazon Prime TV o **Microsoft** con los servicios en la nube). Los múltiplos ajustados por crecimiento presentan mayor atractivo en el caso de **Amazon** (PEG*: 1,5x) y **Google** (PEG: 1,6x). En el caso de **Apple** nos gusta su apuesta clara por los contenidos con el reciente lanzamiento de Apple TV+, para reducir la dependencia de los ingresos de determinados productos (a día de hoy el iPhone supone el 56% de las ventas). Estamos también positivos en **Facebook** (aunque algo más conservadores), por los mismos motivos que en las anteriores, si bien nos preocupa el posible impacto de los costes por litigios y multas que pueda tener la compañía. Por último, en **Netflix** estaríamos de momento fuera del valor, ya que nos preocupa la tendencia a la ralentización del crecimiento de su base de clientes que estamos viendo en los últimos trimestres y su modelo de negocio es menos difícil de replicar. La prueba está en la apuesta de nuevos entrantes en el sector de TV en *streaming* de pago (Apple y Disney, unidos al ya demostrado éxito de Amazon Prime TV) que nos hace cuestionarnos la capacidad de la compañía de mantener a futuro los niveles actuales de crecimiento.

En el sector de **semiconductores** recomendaríamos invertir a través de **ASML y TSMC**, que presentan fuertes perspectivas de crecimientos a futuro combinadas con un producto diferencial frente a sus competidores.

Somos positivos con las grandes compañías de *software* (**Salesforce, SAP**) dado que esperamos que el segmento de CRM siga manteniendo a futuro los sólidos crecimientos presentados hasta ahora y con márgenes al alza gracias al desarrollo de plataformas en la nube.

También incluimos en nuestra selección **Intuitive Surgical**, como una opción atractiva para invertir en el sector tecnológico, tomando en consideración otras temáticas en alza como la robótica o la salud.

Finalmente, estaríamos claramente fuera de **Uber y Lyft** por la estimación de fuertes pérdidas esperadas para los próximos años, pese al sólido crecimiento de clientes y el potencial a futuro de sus negocios.

(*) PEG=PER ajustado por crecimiento.

Ratios Comparables

Compañía	Market Cap	Revalorización (%)		Deuda Neta	EV/ EBITDA20	PER20	Rent. Div.20	TAMI 19-21		EV/ EBITDAG	PEG
		2019	2020 YTD					EBITDA	B° Neto		
ALPHABET INC-A	1.000.722	28,18%	8,27%	-123.639	12,8x	23,5x	0,0%	16,0%	13,9%	0,8x	1,7x
APPLE INC	1.382.021	86,16%	7,35%	-86.743	14,8x	22,2x	1,1%	7,7%	6,7%	1,9x	3,3x
AMAZON.COM INC	931.077	23,03%	1,63%	31.028	19,7x	44,5x	0,0%	21,9%	30,1%	0,9x	1,5x
FACEBOOK INC-A	632.432	56,57%	8,05%	-53.808	13,0x	21,3x	0,0%	16,0%	10,0%	0,8x	2,1x
NETFLIX INC	148.401	20,89%	4,65%	9.835	35,6x	54,3x	0,0%	38,2%	48,3%	0,9x	1,1x
MICROSOFT CORP	1.267.679	55,26%	5,37%	-69.231	17,1x	27,4x	1,3%	13,2%	12,7%	1,3x	2,2x
EBAY INC	29.222	28,64%	-0,53%	-2.408	7,2x	12,6x	1,6%	6,2%	3,4%	1,2x	3,7x
NVIDIA CORP	152.345	76,25%	5,79%	-7.892	31,3x	34,2x	0,3%	20,4%	24,4%	1,5x	1,4x
TWITTER INC	26.544	11,52%	6,68%	-1.998	17,8x	35,2x	0,0%	15,1%	10,5%	1,2x	3,4x
CISCO SYSTEMS	208.083	10,69%	2,27%	-6.418	10,5x	14,5x	3,1%	3,0%	3,3%	3,5x	4,4x
ADV MICRO DEVICE	55.425	148,43%	8,53%	-640	34,8x	42,0x	0,0%	32,9%	56,8%	1,1x	0,7x
INTEL CORP	259.521	27,53%	-0,32%	12.926	8,0x	12,8x	2,2%	4,8%	-1,0%	1,7x	n/a
MICRON TECH	64.075	69,49%	7,25%	-1.831	4,9x	10,2x	0,0%	42,7%	81,6%	0,1x	0,1x
TEXAS INSTRUMEN	121.670	35,76%	1,46%	482	18,6x	24,9x	2,7%	5,4%	4,7%	3,4x	5,3x
ASML HOLDING NV	115.694	92,26%	3,07%	-138	25,3x	32,0x	1,0%	30,1%	29,6%	0,8x	1,1x
TSMC	258.969	46,78%	0,60%	-16.047	8,8x	17,2x	3,6%	8,2%	7,9%	1,1x	2,2x
BROADCOM INC	122.142	24,28%	-2,84%	32.702	10,9x	10,7x	4,5%	5,9%	8,4%	1,8x	1,3x
QUALCOMM INC	104.810	55,03%	4,03%	4.749	11,8x	15,4x	2,9%	25,8%	24,0%	0,5x	0,6x
STMICROELECTRON	22.834	91,99%	4,55%	-775	9,2x	18,7x	0,9%	17,7%	24,1%	0,5x	0,8x
SALESFORCE.COM	162.046	18,74%	12,33%	-4.065	27,6x	55,5x	0,0%	16,6%	23,9%	1,7x	2,3x
SAP SE	154.079	38,41%	4,24%	9.235	16,7x	24,2x	1,4%	7,6%	10,5%	2,2x	2,3x
SYNOPSYS INC	22.534	65,24%	7,54%	-989	17,7x	24,5x	n/a	n/a	14,1%	-19,4x	1,7x
SEAGATE TECHNOL	16.165	54,19%	3,41%	2.520	9,2x	12,1x	4,2%	0,1%	n/a	n/a	n/a
WESTERN DIGITAL	20.423	71,68%	8,19%	6.252	6,2x	10,4x	2,9%	24,1%	n/a	0,3x	0,1x
INTUITIVE SURGIC	69.146	23,43%	1,21%	-1.770	34,7x	42,4x	0,0%	13,2%	12,0%	2,6x	3,5x
UBER TECHNOLOGI	59.158	-33,91%	16,61%	-6.517	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
LYFT INC-A	13.941	-40,25%	8,86%	-1.833	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Fuente: Bloomberg y Análisis Bankinter.

Valores seleccionados

Microsoft

- Liderazgo en el negocio de *software* para empresas y particulares.
- Fuerte crecimiento del negocio de almacenamiento en la nube (Azure +64%). Segundo operador de este mercado con una cuota del 19% (sólo por detrás de Amazon).
- Crecimientos de márgenes en la mayoría de sus divisiones (especialmente en Azure, que eleva sus márgenes al 66%).
- Las guías presentadas por la compañía implican que los próximos trimestres se va a mantener el buen ritmo visto hasta ahora.
- Crecimientos esperados de EBITDA y BNA de 13% y 12% respectivamente (TAMI 19-21).
- Fuerte posición de caja (69.000M\$). Potencial para realizar adquisiciones. En 2016 compró Linked-in por 26.000M\$.

Apple

- Apple se encuentra en el proceso de dar un giro a su negocio en el que busca potenciar los ingresos de servicios frente a los ingresos de productos. A día de hoy los servicios apenas representan un 16% de los ingresos del grupo y el iPhone supone aún el 56% de las ventas.
- La compañía lanzó en noviembre "Apple TV+", su nueva plataforma de contenidos originales para competir con Netflix.
- Fuerte posición de caja (86.700M\$) que le permite hacer frente a nuevas inversiones sin necesidad de recurrir al endeudamiento.
- Única de las FAANG que paga dividendos (1,1% de Rentabilidad por Dividendo).

Alphabet (Google)

- Liderazgo absoluto en motores de búsqueda con una cuota de mercado superior al 90%.
- Líder mundial del mercado de publicidad *on-line* con una cuota de mercado del 44% (sólo seguido por Facebook, con un 22%).
- La compañía se dividió recientemente en dos segmentos: Google (publicidad, contenido digital, aplicaciones y servicios en la nube) y "Other Bets" que aglutina los nuevos negocios y apuestas de la compañía para diversificar sus fuentes de ingresos. A día de hoy, un 84% de los ingresos de Alphabet provienen de la publicidad.
- Tercer operador del mercado de servicios en la nube (Google Cloud) por detrás de Amazon y Microsoft. Con una cuota de mercado del 9%.
- Crecimientos esperados de EBITDA y BNA de 16% y 14% respectivamente (TAMI 19-21).
- Posición de caja neta más elevada del mercado americano con 123.000M\$. Potente capacidad para afrontar operaciones de M&A. Recientemente ha anunciado la compra de Fitbit por 2.100M\$.

Amazon

- Líder en el segmento de ventas *on-line* minoristas con una cuota de mercado superior al 45% en EE.UU. El 70% de los ingresos de la compañía se generan en EE.UU.
- Liderazgo en el negocio de almacenamiento en la nube (Amazon Web Services) con una cuota de mercado mundial del 39%.
- Distribución de ingresos: Amazon North America (61%), Amazon International (28%) y Amazon Web Services (11%).
- Distribución de EBITDA: Amazon North America (50%) y Amazon Web Services (50%) y Amazon International (0%) (tiene costes iguales a sus ingresos).
- Crecimientos esperados de EBITDA y BNA de 22% y 30% respectivamente (TAMI 19-21).

Salesforce

- Salesforce es la mayor plataforma de gestión de relaciones con clientes (CRM) del mundo (cuota de mercado de 19,5% solo seguida por SAP con un 8,3%) con una base de clientes de más de 150.000 compañías.
- El negocio de CRM a nivel mundial está creciendo a ritmos del 15% anual.
- El 75% del gasto en el sector CRM se dedica a Software.
- Crecimientos esperados de EBITDA y BNA de 17% y 24% respectivamente (19-21).

Valores seleccionados

Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC)

- Mayor fabricante de procesadores del mundo con una cuota de mercado superior al 50%.
- Fabrica los procesadores que llevan las nuevas generaciones del iPhone. Además, es el fabricante principal de componentes para algunas de las grandes compañías del sector como Huawei, Advanced Micro Devices o Qualcomm.
- Los resultados del 4T19 fueron muy positivos, batiendo las expectativas del mercado (Ingresos +16,1% a/a y BNA +10,6% a/a). Lo más destacado fueron las guías facilitadas para el 1T20 donde la compañía espera crecimientos de ingresos de +45% y márgenes entre 48,5% y 50,5%. TSMC basa sus estimaciones en un crecimiento del mercado mundial de semiconductores de +17% en 2020 (vs +8% en 2019) debido al aumento de la demanda de tecnología 5G para *smartphones*.
- La rentabilidad por dividendo es de las más atractivas del sector con un 3,6% estimado en 2020.

Intuitive Surgical

- Intuitive Surgical es el fabricante del sistema quirúrgico "Da Vinci", la plataforma líder en cirugía robótica no invasiva.
- Lanzado en 1999, las diferentes versiones actualizadas de "Da Vinci" han permitido a la compañía seguir manteniendo el liderazgo en este segmento durante los últimos 20 años.
- El crecimiento anual estimado de los procedimientos médicos en los que se utiliza cirugía robótica es del 17%.
- El potencial crecimiento del mercado es muy elevado dado que actualmente sólo un 2% de las operaciones quirúrgicas a nivel mundial se desarrollan con cirugía robótica.
- Crecimientos esperados tanto en EBITDA como en BNA del 12%-13% (19-21).

Amadeus

- Líder en el mercado de distribución de reservas aéreas: cuota de mercado superior al 43% en Europa Occidental.
- En el 3T19 los Ingresos de Distribución crecieron +5,8% y los Ingresos de Soluciones Tecnológicas lo hicieron un +31,4% (apoyado por el cambio de perímetro tras la incorporación de TravelClick).
- La compañía presenta un modelo de negocio que ya ha demostrado ampliamente su éxito en el segmento de tráfico aéreo y que ahora se encuentra extrapolando hacia el de hoteles (y que gracias a la adquisición de TravelClick se podrá ver desarrollado antes de lo esperado).
- Perfil atractivo de crecimiento a medio plazo (EBITDA TAMI 18-23: 10%).

ASML

- ASML presenta buenas perspectivas de cara al periodo 2019-2021 con crecimientos esperados cercanos al 30% en EBITDA y BNA. Gracias a estas sólidas expectativas, el múltiplo ajustado por crecimiento no es elevado (PEG=1,1x)
- La compañía presenta unos márgenes elevados que esperamos se sigan manteniendo gracias a sus productos diferenciales: máquinas EUV (Extreme Ultraviolet Lithography) de ensamblaje de circuitos integrados.
- ASML apoya sus expectativas de crecimiento en el potencial de la demanda de la industria a largo plazo debido a las necesidades de innovación en el sector.
- ASML aumentó su dividendo anual en un 50% en 2018 y se espera lo incremente un 35% en el periodo 2019-2021.

SAP

- Positiva evolución del negocio gracias al desarrollo del del área de *cloud platform* (+45% a/a) que ya representa un 26% del total de ingresos.
- El objetivo de SAP es lograr que el negocio en la nube logre triplicar su tamaño en el periodo 2018-2023 y que se alcancen márgenes del 75% (vs 64% actual). En caso de lograrlo la nube representaría un 43% de los ingresos del grupo.
- La compañía ha firmado en octubre un acuerdo a 3 años con Microsoft Azure para acelerar y facilitar el traslado de sus clientes a plataformas en la nube.
- Crecimientos esperados de EBITDA y BNA de 7,6% y 10,5% respectivamente (TAMI 19-21).

Fondos de Inversión

Consideramos que la inversión a través de fondos es una opción especialmente interesante en un sector tan heterogéneo e internacionalizado como es el tecnológico y donde el universo de valores a monitorizar es muy amplio.

A continuación presentamos las diferentes opciones de fondos tecnológicos incluidos en nuestro "Top Selección":

- En primer lugar, **BANKINTER EE.UU. NASDAQ 100**, **JPM EUROPE DYNAM TECHS-D-AE** y **FIDELITY FNDS-GL TECH FD-A** que invierten de forma generalizada en el sector y presentan revalorizaciones acumuladas a 3 años de entre 61% y 83%.
- Además, añadimos a nuestra lista dos fondos con un perfil más específico como son el **ALLIANZ GL ARTIF INTE-AT USD** centrado en el segmento de Inteligencia Artificial con un peso en tecnología cercano al 70% y el **ROBECO-ROB GL CON TR EQ-DUSD** centrado en grandes tendencias globales de consumo pero también con una elevada exposición a tecnología (entre un 30% y un 40% de la cartera).

Fondos Tecnología "Top Selección"

NOMBRE	Rent. 17 %	Rent. 18 %	Rent. 19 %	Rent. 20 YTD %	Rent. Acum. 3A%	Vol. 3A%	Sharpe 3A	Patrim M€	ISIN
BANKINTER EE.UU. NASDAQ 100	25,0%	-3,3%	34,0%	5,0%	64,5%		2,67	64	ES0114105036
FIDELITY FNDS-GL TECH FD-A	19,5%	0,5%	46,5%	6,8%	82,7%	15,43	2,96	4.925	LU1213836080
ALLIANZ GL ARTIF INTE-AT USD	n/a	-5,4%	28,9%	6,8%	n/a	21,33	1,53	1.964	LU1548497426
ROBECO-ROB GL CON TR EQ-DUSD	38,2%	-4,4%	34,2%	4,8%	79,0%	12,72	2,77	3.490	LU0554840073
JPM EUROPE DYNAM TECHS-D-AE	26,0%	-12,9%	43,1%	4,2%	61,3%	15,61	2,79	642	LU0117884675

INFORMACIÓN IMPORTANTE,-

Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

Las metodologías de valoración más frecuentemente aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value, PER teórico.

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

NOTAS DE COMPAÑÍAS :

Todas nuestras notas de compañías se encuentran disponibles en: [Link a informes de compañías,](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada – Director

Rafael Alonso – Bancos

Luis Piñas – Consumo

Pedro Echeguren – Farma & Salud

Juan Tuesta – Construcción & Tecnología

Ana de Castro – Seguros

Aránzazu Bueno – Eléctricas

Aránzazu Cortina – Industriales

Pilar Aranda – Petróleo

Esther Gutiérrez de la Torre – Autos

Juan Moreno – Inmobiliarias

Elena Fernández – Trapiella – Consumo

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el equipo: Macroeconomía, Estrategia de Inversión, Bonos, Divisas, Fondos de Inversión, ETFs, Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable.