Equity Deep Dive · NASDAQ: LRCX

# Lam Research: el mejor negocio del ciclo, pero el precio ya paga un superciclo que ni nuestro bull alcanza

Ingresos de US$23,2 bn en FY26, margen operativo del 38 % y una guía de US$8,1 bn para el próximo trimestre, con la IA tirando de NAND, DRAM y foundry. La acción cotiza a 23,6 veces el BPA de FY28. Medimos cuánto ciclo hay ya en los US$277,46.

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

## PUNTOS CLAVE

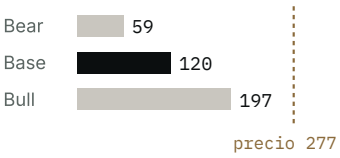
- El negocio está en su mejor momento: FY26 cerró con ingresos de US$23,2 bn (+26 %), margen operativo GAAP del 35,3 % y una guía para el próximo trimestre un 20 % por encima del último [S001][S002]. Lam es líder en grabado de alta relación de aspecto, el que necesitan la NAND 3D y la DRAM, y la IA tira de todos sus mercados [S004].
- El ciclo todavía acelera: Lam sube su WFE de 2026 a «el rango bajo de 150 bn», ASML dice que no podrá cubrir la demanda de 2027 y 2028 y TSMC prevé un gasto 2026–2028 muy superior al de los tres años previos [S004][S011][S012].
- Pero el precio ya lo sabe. A US$277,46 el mercado paga 23,6 veces el BPA de FY28 y nuestro DCF a lo largo del ciclo da US$59 / US$120 / US$197 (bear / base / bull). Ni el bull llega al precio: el mercado descuenta un superciclo mayor y más largo que el nuestro.

**Pregunta central. ¿Cuántos años de récord del WFE paga ya el precio de Lam?** A US$277,46 (cierre del 15-10-2026 [S008]) la empresa vale unos US$347 bn y paga 47,7 veces el BPA de FY26. Según el modelo DCF de SDN, para justificar ese precio con un coste de capital del 10,9 % las ventas tendrían que crecer un **18 % anual entre 2029 y 2036**, hasta US$151 bn, con un margen del 42 % y ningún año de caída. Si se cumple nuestro base, comprar hoy rinde un 6,3 % anual; con el bull, un 8,8 %. El negocio es excelente; la cuestión es el precio de un negocio cíclico con el bono a 10 años en el 5,1 %.

## DATOS CLAVE

| | |
|---|---|
| Ingresos 4T FY26 | US$6,72 bn |
| +30 % a/a · guía 1T FY27: US$8,1 bn ±0,4 | |
| Margen operativo | 38,4 % |
| Récord non-GAAP · guía 1T FY27: 39,5 % | |
| Precio LRCX | US$277,46 |
| −37 % vs máximo de 438,50 · 23,6x BPA FY28E | |
| DCF base | US$120 |
| −57 % vs precio · bull US$197 | |

## ESCENARIOS SDN




## COTIZACIÓN DE LRCX




Nº 011 · 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 LRCX | US$277,46 (15-10-2026) · rango 52 sem. US$135,50–438,50 | Un 37 % bajo el máximo de junio; +102 % en 12 meses |
| Capitalización / EV | US$347 bn / US$345 bn | Caja neta de solo US$1,8 bn: el precio es casi todo negocio |
| Ingresos FY26 (jun-26) | US$23,23 bn (+26 %) · 4T US$6,72 bn | Cuatro trimestres seguidos de récord [S004] |
| Margen operativo | 35,3 % GAAP en FY26 · 38,4 % non-GAAP en el 4T | Objetivo de la empresa: mediados de los 40 en «varios años» [S004] |
| FCF FY26 | US$4,89 bn (21 % de ventas) · tras SBC US$4,50 bn | Convierte el 67 % del beneficio neto: el circulante frena |
| China | 34 % de FY26 · 26 % en el 4T FY26 | Peso a la baja, pero sigue bajo licencias de exportación [S003] |
| Consenso (Yahoo) | FY27: ventas US$34,9 bn, BPA 9,48 · FY28: US$41,6 bn, BPA 11,77 | PER 29,3x y 23,6x; rango FY28 de ventas US$31–48 bn [S009] |
| Próximo catalizador | 21-10-2026: resultados del 1T FY27 | Guía US$8,1 bn y BPA 2,15; consenso US$8,13 bn y 2,18 [S001][S009] |

**Fuente:** Lam [S001][S002][S003][S004]; Yahoo Finance a cierre del 15-10-2026 [S008][S009]. FCF = flujo de operaciones − capex: cálculo SDN sobre [S002]. Capitalización = precio × acciones de la portada del 10-K [S003]. EV = capitalización − caja neta: cálculo SDN.

## 01 La tesis: el mejor negocio del ciclo de equipos, a un precio que ya paga más que nuestro bull

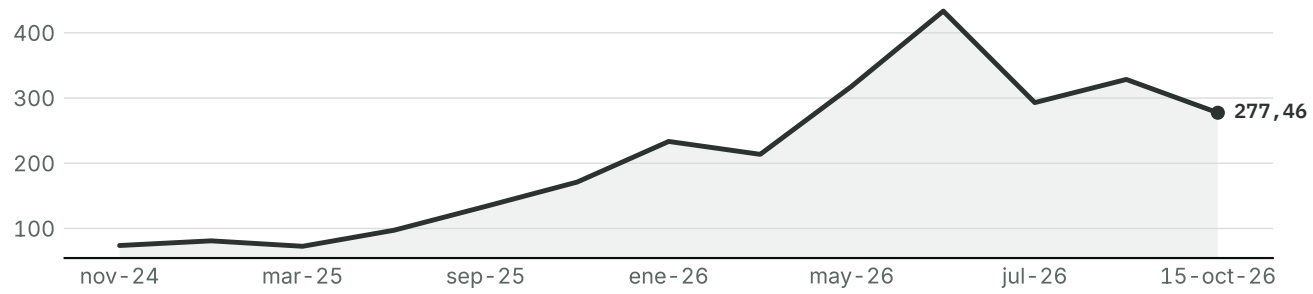
RESUMEN

**Lam Research fabrica las máquinas que graban y depositan capas sobre las obleas de silicio.** Fundada en 1980 y con sede en Fremont (California), tiene unos 22.400 empleados y un único segmento [S001][S003]. Compite sobre todo con Applied Materials en deposición y con Applied, Hitachi y Tokyo Electron en grabado [S003]. En el ejercicio cerrado el 28-06-2026 (FY26) ingresó **US$23,23 bn (+26 %)**, con un margen operativo GAAP del 35,3 % y un BPA non-GAAP de US$5,82 (+41 %) [S001][S002].

**El impulso se acelera.** El 4T FY26 batió récords de ingresos (US$6,72 bn, +30 % a/a), margen operativo (38,4 %) y BPA (US$1,82), y los ingresos de NAND más que se duplicaron en un trimestre [S001][S004]. La guía del 1T FY27 es de **US$8,1 bn ±0,4 bn**, un 20 % más que el 4T, con margen operativo del 39,5 % [S001]. Lam eleva su previsión de WFE (el gasto mundial en equipos de fabricación de obleas) de 2026 desde unos 140 bn hasta «el rango bajo de 150 bn» [S004].

**La tensión está en el precio.** A US$277,46 la acción paga 47,7 veces el BPA de FY26 y 23,6 veces el de FY28 que prevé el consenso (US$11,77) [S008][S009]. Applied, KLA y ASML cotizan a entre 23 y 26 veces su BPA adelantado, así que Lam no está cara frente al sector: lo que está caro es el sector entero, que paga un ciclo extraordinario [S008]. Para llegar al precio hace falta que las ventas crezcan un **18 % anual entre 2029 y 2036** sin ninguna caída de ciclo (cálculo SDN, apartado 08).

EXHIBIT 1 COTIZACIÓN DE LRCX (US$, CIERRE MENSUAL Y 15-10-2026)




**Fuente:** Yahoo Finance, cierres mensuales a 15-10-2026 [S010].

## 02 Dos negocios en uno: vender la máquina y cobrar por mantenerla

MODELO DE NEGOCIO

**Sistemas (64 % de las ventas de FY26).** Equipos nuevos de vanguardia en deposición, grabado (*etch*) y limpieza [S003]. Sumaron US$14,89 bn (+29,5 %), sobre todo por el gasto de foundry [S003]. **Customer Support Business Group (CSBG, 36 %).** Servicios, repuestos, actualizaciones (*upgrades*) y equipos de nodos no punteros de la línea Reliant: US$8,35 bn (+20,2 %) [S003]. En el 4T FY26 el CSBG facturó US$2,47 bn, un 43 % más que un año antes, con récord de upgrades [S001][S004].

**Por qué importa la base instalada.** Lam tiene más de 40.000 cámaras de grabado de conductores en el mundo [S001]. Cada una consume repuestos y mantenimiento y, cuando el cliente sube de capas, actualizaciones: ingresos ligados al uso de las fábricas, no a su construcción. **ANÁLISIS:** el CSBG ha bajado del 40 % al 36 % de las ventas porque los sistemas crecen más deprisa, y eso sube la ciclicidad del conjunto.

**Líder en grabado de alta relación de aspecto (HAR).** Grabar agujeros muy profundos y estrechos es la operación crítica de la NAND 3D (cientos de capas apiladas) y de los condensadores de la DRAM. Lam estima que su mercado accesible (SAM) por oblea de NAND se duplica entre 128 capas y 500 o más, y que la plataforma Akara de grabado duplica cada año su base instalada, algo que espera repetir en 2027 [S004]. Por nuestro cálculo, Lam factura en 2026 el 19,5 % del WFE (US$29,2 bn sobre unos US$150 bn).

## 03 Memoria y foundry pesan casi igual y China, que fue un tercio de las ventas, es la variable política

CLIENTES Y PAÍSES

EXHIBIT C MEZCLA POR MERCADO FINAL Y POR REGIÓN (% DE LAS VENTAS)

| CONCEPTO | FY25 | FY26 | 4T FY26 |
|---|---|---|---|
| Foundry | 45 | 54 | 44 |
| Memoria | 42 | 39 | 46 (NAND 23 · DRAM 23) |
| Lógica / IDM / otros | 13 | 7 | 10 |
| China | 34 | 34 | 26 |
| Taiwán | 19 | 22 | 27 |
| Corea | 22 | 19 | 20 |
| Resto (Japón, EE. UU., SE Asia, Europa) | 25 | 25 | 23 |

**Fuente:** Lam [S001][S003]. Mercados: FY = equipos y upgrades; 4T = sistemas. Regiones = ubicación de la fábrica del cliente. Los porcentajes de FY25/FY26 y del 4T no tienen la misma base.

**Memoria frente a foundry.** En el 4T FY26 la memoria fue el 46 % de los sistemas (NAND 23 %, DRAM 23 %) y el foundry el 44 %; en el 3T eran 39 % y 54 % [S001][S004]. La NAND se duplicó porque los clientes convierten fábricas a 256 capas o más para fabricar SSD empresariales para IA; la DRAM se quedó plana en su récord [S004]. En el año, el peso del foundry subió del 45 % al 54 % por el gasto en nodos maduros (sobre todo en China) y por la inversión en 2 y 3 nanómetros [S003][S004].

**China pesó el 42 % en FY24, el 34 % en FY25 y FY26 y el 26 % en el 4T** [S003][S001]. El recorte del trimestre lo explica el gasto en nodos maduros de los clientes chinos, mientras las multinacionales con fábricas en China crecían [S004]. La región «China» es, pues, una mezcla: clientes locales, más expuestos a la política, y filiales de grupos extranjeros (**ANÁLISIS:** Lam no las nombra). La dirección ve el WFE chino «plano o ligeramente al alza» [S004].

**Controles de exportación.** El 10-K avisa de que las ventas a China «han sido afectadas y probablemente se verán afectadas de forma material y adversa» por las licencias de EE. UU., la lista de entidades y la norma del producto directo extranjero ligada a Huawei [S003]. **Concentración:** cuatro clientes sumaron el 16, 15, 12 y 12 % de las ventas de FY26 (55 %); un año antes eran dos (17 y 15 %). El 10-K no los nombra; por tamaño de inversión los candidatos son TSMC, Samsung, SK hynix y Micron (**ANÁLISIS**, no confirmado) [S003].

## 04 Cuatro motores técnicos y un denominador: el gasto en equipos de cuatro clientes

DRIVERS

**Qué mueve a Lam, según Lam.** (1) NAND de más capas: el SAM por oblea se duplica de 128 a 500+ capas y los ingresos de NAND se duplicaron en un trimestre. (2) Transistores GAA: las aplicaciones de tratamiento de superficie se duplican frente a FinFET, Argos gana clientes de 2 nm o menos y Akara gana grabado de puerta. (3) HBM y empaquetado avanzado: líder en grabado TSV y electrodeposición, con crecimiento de empaquetado >70 % a/a y una primera herramienta de panel de 310×310 mm este año. (4) DRAM más fina: su máscara dura Vector, con ahorro >20 % para el cliente, pasa de foundry a DRAM [S001][S004]. **Alimentación trasera (backside power):** Lam no la cuantifica; SIN VERIFICAR y fuera de la valoración [S001][S003]. Tampoco da cifra en dólares de HBM ni de empaquetado.

**El denominador es el WFE.** Lam quiere que su SAM llegue a «los 30 altos» como porcentaje del WFE, y dice que se acerca más deprisa de lo previsto en su investor day de 2025 [S001][S004]. Pero el tamaño del WFE depende de lo que inviertan sus clientes. El WFE mundial fue de US$116,9 bn en 2025 y Lam espera «el rango bajo de 150 bn» en 2026; la misma fuente de 2025 proyecta US$143,9 bn (+23 %) para 2026 [S007][S004].

EXHIBIT E **EL GASTO DE LOS CLIENTES Y DE LOS PROVEEDORES QUE SOSTIENE EL WFE**

| AGENTE | DATO | LECTURA |
|---|---|---|
| TSMC | Capex 2026 de US$60–64 bn, reiterado el 15-10-2026; 2026–2028 «significativamente superior» a los tres años previos; casi 20 fábricas en desarrollo | La señal más clara de demanda de foundry [S012] |
| Micron | Capex neto de US$27,4 bn en FY26 (10,8 bn solo en el 4T); capex de FY27 SIN VERIFICAR | Memoria en plena expansión [S013] |
| ASML (proveedor) | Su oferta de 2027 y 2028 «no cubrirá totalmente la demanda»; China, 23 % de sus ventas de máquinas | Falta capacidad de litografía y de salas blancas [S011] |

**Fuente:** TSMC [S012]; Micron [S013]; ASML vía Stock Titan [S011]. Capex de Samsung y SK hynix: SIN VERIFICAR [S014].

VARIABLE CLAVE

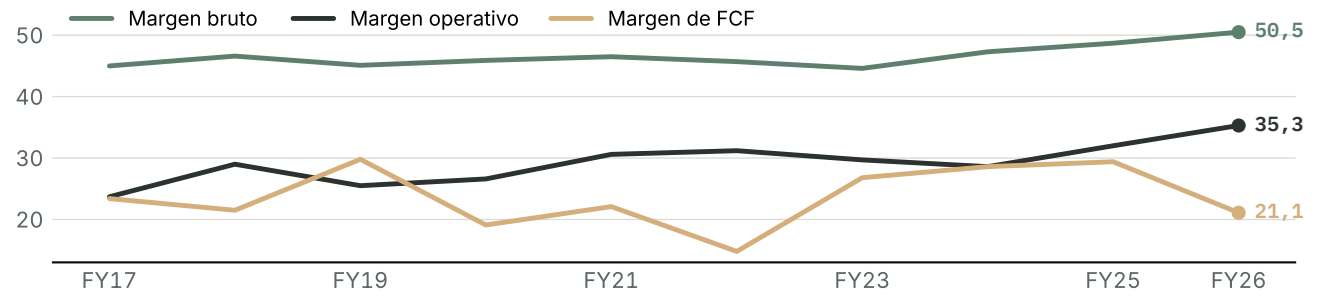
Lo que decide el valor de Lam no es la tecnología, sino el WFE de 2027 y 2028. Y la dirección admite que sorprender al alza en 2026 es más difícil porque los clientes adelantan pedidos [S004]. **ANÁLISIS:** adelantar pedidos eleva 2026 a costa de un hueco después; la clave de la llamada del 21-10 será si Lam describe 2027 como crecimiento sobre 2026 o como meseta.

## 05 Diez años de ciclo: ingresos ×2,9, dos caídas del 13 % y el 15 % y un margen operativo que sube del 24 % al 35 %

CICLO

**DATO:** entre FY17 y FY26 los ingresos pasaron de US$8,0 bn a US$23,2 bn, un 12,6 % anual; el margen bruto, del 45,0 % al 50,5 % y el operativo, del 23,7 % al 35,3 % [S005]. Hubo dos caídas: FY19 (−12,9 %) y FY24 (−14,5 %) [S005]. En ambas el margen operativo cedió poco, 3,5 y 1,1 puntos, y en el mínimo no bajó del 25,5 % (FY19) [S005]. **ANÁLISIS:** el ciclo de ventas es amplio, pero el de márgenes ha sido corto; la pregunta es si el 38 % de hoy aguanta un descenso del WFE del 15 %.

EXHIBIT 3 MÁRGENES DE LAM: BRUTO, OPERATIVO Y DE FCF (% DE VENTAS)




**Fuente:** SEC XBRL [S005]. Márgenes GAAP. FCF = flujo de operaciones − adquisición de activos productivos: cálculo SDN.

EXHIBIT F DIEZ AÑOS EN UNA TABLA (US$ BN SALVO INDICACIÓN)

| AÑO | INGRESOS | MARGEN BRUTO | MARGEN OP. | FCF | SBC | ACCIONES DIL. (M) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| FY17 | 8,01 | 45,0 % | 23,7 % | 1,87 | 0,15 | 1.838 |
| FY18 | 11,08 | 46,6 % | 29,0 % | 2,38 | 0,17 | 1.808 |
| FY19 | 9,65 | 45,1 % | 25,5 % | 2,87 | 0,19 | 1.599 |
| FY20 | 10,04 | 45,9 % | 26,6 % | 1,92 | 0,19 | 1.491 |
| FY21 | 14,63 | 46,5 % | 30,6 % | 3,24 | 0,22 | 1.453 |
| FY22 | 17,23 | 45,7 % | 31,2 % | 2,55 | 0,26 | 1.406 |
| FY23 | 17,43 | 44,6 % | 29,7 % | 4,68 | 0,29 | 1.358 |
| FY24 | 14,91 | 47,3 % | 28,6 % | 4,26 | 0,29 | 1.320 |
| FY25 | 18,44 | 48,7 % | 32,0 % | 5,41 | 0,34 | 1.290 |
| FY26 | 23,23 | 50,5 % | 35,3 % | 4,89 | 0,39 | 1.261 |

**Fuente:** SEC XBRL [S005]; acciones diluidas medias, ajustadas por el split 10 por 1 de oct-2024 (FY17–FY22 ×10): cálculo SDN. FY26 coincide con la nota de resultados [S002].

## 06 Calidad del crecimiento: el FCF no sigue al beneficio mientras el negocio crece, y el SBC cuesta un 1,7 % de las ventas

CALIDAD

**El circulante absorbe caja.** En FY26 el beneficio neto fue de US$7,27 bn pero el FCF, de US$4,89 bn (67 %): los cobros pendientes subieron de US$3,38 bn a US$5,34 bn y el plazo de cobro (DSO) pasó de 64 a 72 días en solo un trimestre, mientras el inventario llegó a US$4,28 bn [S002][S001]. El capex fue de US$0,97 bn (4,2 % de ventas) [S002]. En el 4T el FCF fue de US$1,27 bn (19 % de ventas) [S001].

**Márgenes: máximos en 20 años.** El margen bruto del 4T fue del 52,0 %, el más alto de dos décadas, por precios, escala y mezcla [S004]. Lam se marca como objetivo un margen bruto de mediados de los 50 y uno operativo de mediados de los 40 «en los próximos años» [S004]. Freno: la tasa fiscal pasará del 11 % a cerca del 15 % en el 1T FY27 [S004].

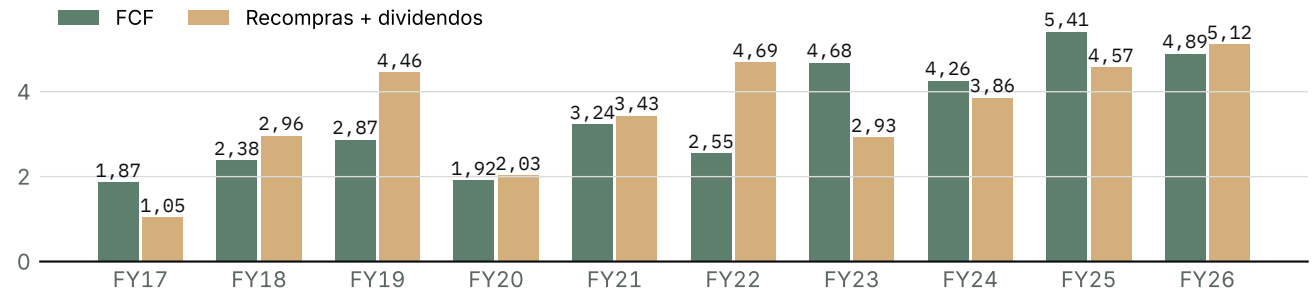
> NO CONTAR DOS VECES
>
> El **SBC** (compensación en acciones) fue de US$386 M en FY26, un 1,7 % de las ventas [S002]. El BPA non-GAAP de Lam **no** lo suma de vuelta: su conciliación solo excluye amortizaciones, ajustes de compensación diferida y reestructuración [S001]. Nuestro DCF parte del resultado operativo GAAP, así que lo trata como coste y no lo añade al FCF. Si lo sumásemos, el base subiría de US$120 a US$126 (+5 %). Y no se descuentan además las recompras que compensan esa dilución.

## 07 Caja devuelta: más de lo que genera y un 31 % menos de acciones, pero a 48 veces beneficio cada dólar compra menos

RETORNO

**DATO:** entre FY17 y FY26 Lam generó US$34,1 bn de FCF y devolvió US$27,3 bn en recompras y US$7,8 bn en dividendos, el 103 % del FCF [S005]. Las acciones diluidas pasaron de 1.838 M a 1.261 M (−31 %, un 4,1 % menos cada año) [S005]. En el último año el ritmo se frenó: de 1.290 M a 1.261 M (−2,2 %), y la guía del 1T FY27 es de 1.255 M, es decir, casi nada [S002][S001].

**EXHIBIT 4** FCF FRENTE A CAJA DEVUELTA AL ACCIONISTA (US$ BN)




**Fuente:** SEC XBRL [S005]. Recompras = pagos por recompra de acciones (incluye impuesto); FY26 coincide con [S002].

**Ahora compra menos.** En el 4T FY26 Lam recompró solo US$246 M (US$796 M en el 3T) y devolvió el 45 % del FCF del trimestre, el 81 % en lo que va de año; su plan es devolver «al menos el 85 % del FCF» con el tiempo y le quedan US$4,0 bn de autorización [S001][S004][S003]. A 48 veces beneficio, la recompra de FY26 rindió un 1,1 % de la capitalización y el dividendo (+27 % hasta US$0,33 al trimestre) un 0,5 % [S002][S006].

## 08 Lo que pide el precio: comprar hoy rinde un 6,3 % anual si se cumple el base, y para llegar a US$277 haría falta un 18 % anual de crecimiento sin ciclo

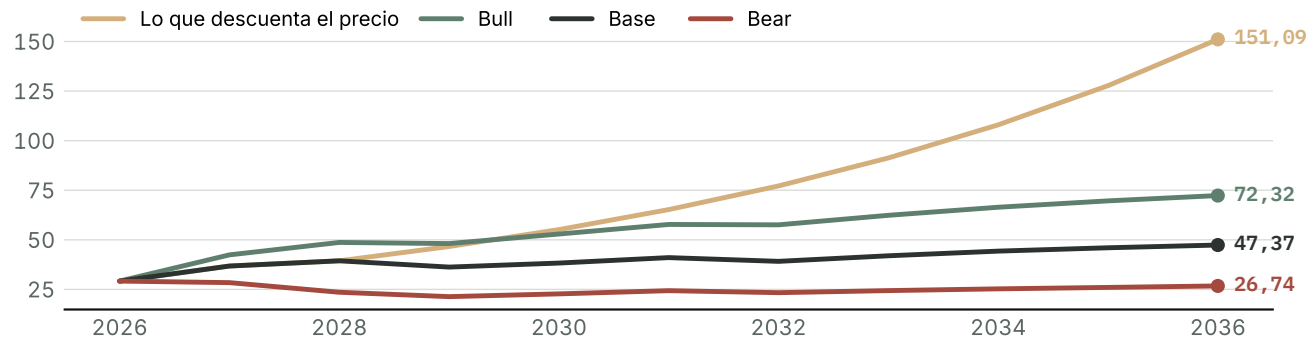
QUÉ PAGA EL MERCADO

**EXHIBIT G QUÉ HAY QUE CREER PARA QUE VALGA US$277,46 (DCF INVERSO)**

| PRUEBA | RESULTADO | LECTURA |
|---|---|---|
| TIR de comprar hoy (coste de capital 10,9 %; bono a 10 años 5,09 %) | Bear 3,7 % · Base 6,3 % · Bull 8,8 % | Ninguno paga el coste de capital: el mejor caso queda 2 puntos por debajo |
| Crecimiento anual constante de ventas 2029–2036, margen operativo del 42 %, sin ciclo bajista | 18,3 % anual | Ventas de US$55 bn en 2030 y US$151 bn en 2036 (base: US$38 y 47 bn) |
| WFE equivalente con la cuota de Lam del base | US$266 bn en 2030 · US$740 bn en 2036 | Frente a unos US$150 bn en 2026 y US$232 bn en 2036 del base |
| Mismo precio con un coste de capital menor | Bull al 9 %: US$266 · Base al 8 %: US$186 | El precio casi equivale a un bull descontado al 9 % |

**Fuente:** Modelo DCF de SDN con precio de Yahoo Finance a 15-10-2026 [S008] y bono a 10 años del 15-10-2026 [S010]. Coste de capital: bono 5,09 % + beta 1,3 × prima 4,5 %, con deuda del 1 %: 10,9 % (supuestos SDN; Yahoo da beta 1,85).

**EXHIBIT 5 INGRESOS DE LAM POR ESCENARIO FRENTE A LO QUE DESCUENTA EL PRECIO (US$ BN)**




**Fuente:** Modelo DCF de SDN. 2026 = 1S real + guía y consenso del 2S [S002][S001][S009]; 'lo que descuenta el precio' = base hasta 2028 y crecimiento constante desde 2029.

**LEYENDO AL MERCADO**

El mercado no es irracional: paga un bull descontado al 9 %. Descuenta que la IA convierte el WFE en estructuralmente mayor (de 117 bn en 2025 a más de 300 bn) y que Lam mantiene o aumenta su cuota. Si además los tipos bajan, el precio se sostiene. Lo que deja poco sitio es a un ciclo: en diez años Lam ha tenido dos caídas de ingresos (−13 % y −15 %), y el base incluye solo dos bajadas moderadas del WFE (−8 % en 2029 y −5 % en 2032).

## 09 Valoración: el DCF a lo largo del ciclo da US$59–197; incluso el bull queda un 29 % por debajo del precio

VALORACIÓN

**EXHIBIT H SUPUESTOS Y RESULTADO POR ESCENARIO (US$ BN SALVO INDICACIÓN)**

| CONCEPTO | BEAR | BASE | BULL |
|---|---|---|---|
| WFE: variación 2027 / 2028 | 0 % / −15 % | +20 % / +5 % | +33 % / +10 % |
| WFE 2028 (US$ bn) | 127,5 | 189,0 | 219,5 |
| Cuota de Lam sin China (% del WFE) 2028 | 15,0 % | 16,5 % | 18,0 % |
| Ingresos de China 2028 (US$ bn) y % del total | 4,4 (19 %) | 8,2 (21 %) | 9,2 (19 %) |
| Ingresos 2028 (US$ bn) | 23,6 | 39,4 | 48,7 |
| Margen operativo GAAP medio 2027–36 | 33,3 % | 40,1 % | 44,4 % |
| VA del FCF 2027–36 | 40,3 | 75,0 | 111,9 |
| VA del valor terminal (% del EV) | 28,8 (42 %) | 70,2 (48 %) | 129,9 (54 %) |
| Valor de empresa (EV) | 69,0 | 145,2 | 241,8 |
| + caja neta 1,8 + FCF 2S26 4,3 − dividendos pagados desde junio 0,7 | +5,4 | +5,4 | +5,4 |
| Valor del capital (US$ bn) / 1.256 M acciones | 74,4 | 150,6 | 247,2 |
| **Valor por acción (US$)** | **59** | **120** | **197** |
| Frente al precio de US$277,46 | −79 % | −57 % | −29 % |

**Fuente:** Modelo DCF de SDN. Ingresos = WFE × cuota sin China + China. FCF = EBIT GAAP × (1−16 %) + D&A 1,9 % − capex 3,8 % − 22 % de la variación de ingresos. Coste de capital 10,9 %, primer flujo (2027) a 0,71 años. Balance a 28-06-2026 [S002]; acciones [S001].

**EXHIBIT 6 VALOR POR ACCIÓN POR ESCENARIO FRENTE AL PRECIO Y A LAS REFERENCIAS (US$)**




**Fuente:** Modelo DCF de SDN; precio y objetivo medio de 31 analistas (rango 290–500) de Yahoo Finance a 15-10-2026 [S008]; BPA FY28 de consenso [S009]. No son precios objetivo.

**CONCLUSIÓN DE VALORACIÓN**

A un coste de capital del 10,9 %, el DCF a lo largo del ciclo da entre US$59 y US$197, con un base de US$120 y un valor ponderado 25/50/25 de US$124 (ilustrativo, no es un precio objetivo). El valor terminal pesa el 48 % del EV en el base: el resultado depende de qué es un año «normal» de Lam en 2036. Con un coste de capital del 8 % el base subiría a US$186, lejos aún de US$277.

### Múltiplos frente a Applied Materials, KLA, ASML y Tokyo Electron

**EXHIBIT J COMPARABLES A 15-10-2026 (CÁLCULO SDN)**

| EMPRESA | CAP. (US$ BN) | EV/VENTAS | EV/EBITDA | PER 12M | PER +1 AÑO | MARGEN OP. | VENTAS A/A |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Lam Research | 347 | 14,9x | 40,0x | 47,8x | 23,6x | 35,3 % | +30 % |
| Applied Materials | 341 | 11,0x | 35,1x | 36,8x | 23,3x | 29,6 % | +25 % |
| KLA | 228 | 16,9x | 37,8x | 47,2x | 25,9x | 41,7 % | +15 % |
| ASML (ADR)* | 635 | 14,1x | 34,2x | 42,0x | 26,4x | 38,6 % | +55 % |
| Tokyo Electron | – | – | – | – | 21,1x | – | – |

**Fuente:** Cálculo SDN con cierres del 15-10-2026 [S008]. PER +1 año = precio / BPA de consenso del ejercicio siguiente (Lam [S009]; el resto, a 19-10-2026 [S008]): Lam y KLA jun-28, Applied oct-27, ASML dic-27, Tokyo Electron mar-28; no está alineado en el calendario. EV = capitalización + deuda − caja e inversiones a corto del último balance; ventas, EBITDA, beneficio y margen: doce meses; ventas a/a: último trimestre. Cuentas: Lam [S003][S005], Applied [S015], KLA [S016], ASML [S017]. *ASML reporta en euros: precio convertido a 1,1208 dólares por euro del BCE [S018]; acciones = media del 3T y sin la deuda a corto, que su 6-K no desglosa. Tokyo Electron no presenta cuentas en la SEC: solo PER +1 año.

**Lam cotiza en línea con sus pares.** Con 23,6 veces el BPA adelantado frente a una mediana de 25,9 veces (Applied, KLA, ASML), el múltiplo no señala a Lam como caro dentro del sector. Aplicar esa mediana al BPA de consenso de FY28 (US$11,77) da US$305; al BPA de nuestro base para 2028 (US$10,94), US$283. Sobre el BPA normalizado del base, la acción paga 25,1 veces y rinde un 3,6 % de FCF. **LIMITACIÓN:** los múltiplos dicen que todo el sector cotiza al mismo precio, no que ese precio sea justo.

## 10 Escenarios: el WFE de 2027–2028 manda; la cuota de China pesa menos de lo que parece

ESCENARIOS

**EXHIBIT K MECÁNICA DE CADA ESCENARIO Y QUÉ LO INVALIDARÍA**

| ESCENARIO | MECÁNICA (WFE → CUOTA → CHINA → MARGEN) | VALOR | QUÉ LO INVALIDARÍA |
|---|---|---|---|
| Bear | WFE plano en 2027 y −15 % en 2028 (127,5 bn); Lam pierde cuota (15 % del WFE sin China); China cae a US$4,4 bn por nuevos controles (−40 % frente a 2026); margen del 34 % en 2028 y 30 % en 2029 | US$59 | Que el 1T y el 2T FY27 se cumplan y Lam hable de 2027 como crecimiento; que EE. UU. no endurezca los controles |
| Base | WFE +20 % en 2027 (180 bn) y +5 % en 2028; cuota del 16,5 %; China crece 8 % y 3 %, y cae con el ciclo en 2029; margen del 40,5 % → 41,5 % → 37,5 % en 2029 | US$120 | Dos trimestres con guía de ingresos por debajo del consenso, o un WFE 2027 que Lam describa como meseta |
| Bull | WFE +33 % en 2027 (200 bn) y +10 % en 2028 (220 bn); cuota del 18 % y el SAM llega al 38 %; China +15 %; margen del 44 % en 2028 | US$197 | Cualquier descenso del WFE en 2028 o un margen operativo estancado en torno al 40 % |

**Fuente:** Modelo DCF de SDN. 2026 = WFE de 150 bn y ingresos de 29,2 bn (1S real, guía del 3T y consenso del 4T) [S001][S002][S009]. Los escenarios no son precios objetivo.

EXHIBIT L **QUÉ VARIABLE MUEVE MÁS EL VALOR: BASE CON UNA SOLA VARIABLE CAMBIADA (US$ POR ACCIÓN)**

| VARIABLE QUE CAMBIA | CON LA SENDA BEAR | BASE | CON LA SENDA BULL |
|---|---|---|---|
| WFE (2027–2036) | 91 | 120 | 148 |
| Margen operativo | 99 | 120 | 134 |
| Cuota de Lam sin China | 111 | 120 | 132 |
| Ingresos de China | 109 | 120 | 124 |

**Fuente:** Modelo DCF de SDN. Mismo coste de capital (10,9 %) y g (3 %) del base. Sensibilidad del base al coste de capital (g 3 %): 8 % US$186, 9 % US$156, 10,9 % US$120, 12 % US$106, 13 % US$96.

**La cuota de China pesa menos de lo que parece en el valor.** Llevar los ingresos chinos del base a la senda del bear (−40 % hasta 2028) resta solo US$11 por acción (−9 %), frente a US$29 (−24 %) si el WFE sigue la senda bear. China es el 21 % de los ingresos y su margen no es el mejor (el margen bruto mejoró cuando su peso bajó [S002][S004]). **LIMITACIÓN:** no modelamos un efecto contagio de nuevos controles sobre las filiales extranjeras ni la sustitución por competidores locales.

> ASIMETRÍA
>
> Con el precio de hoy, ganar dinero a un coste de capital del 10,9 % exige superar el bull: la TIR de comprar es de 3,7 % en el bear, 6,3 % en el base y 8,8 % en el bull. La asimetría es a la baja frente a esa vara, aunque el negocio siga mejorando: Lam puede cumplir el bull y la acción rendir por debajo de su coste de capital.

## 11 Catalizadores: el 21 de octubre sabremos si 2027 es crecimiento o meseta

CATALIZADORES

EXHIBIT M **CALENDARIO**

| FECHA | EVENTO | QUÉ MIRAMOS |
|---|---|---|
| 21-10-2026 | Lam: resultados del 1T FY27 (llamada a las 14:00 PT) | Guía: ingresos US$8,1 bn ±0,4 y BPA 2,15 ±0,15; consenso 8,13 bn y 2,18. Guía del 2T (consenso 8,53 bn), peso de China y tono sobre 2027 [S001][S009][S006] |
| 12-11-2026 | Applied Materials: 4T FY26 (fecha estimada por Yahoo) | Cuota frente a Lam en deposición y grabado [S008] |
| Ene–feb 2027 | Planes de capex 2027 de TSMC, Samsung, SK hynix y Micron (fechas SIN VERIFICAR) | Es el WFE de 2027 que Lam no cuantifica [S004] |
| 10-06-2027 | ASML: Capital Markets Day | Actualiza su visión a largo plazo [S011] |

**Fuente:** Lam [S006]; Yahoo Finance [S008][S009]; ASML vía Stock Titan [S011].

## 12 Riesgos: un ciclo que nadie descuenta, China, cuatro clientes y un tipo del 5 % RIESGOS

**Ciclo y adelanto de pedidos.** La dirección admite que los clientes adelantan pedidos y que las entregas tienen plazos largos; el DSO subió a 72 días [S004][S001]. La senda de WFE del bear restaría unos US$29 por acción al base (cuadro L). **China y exportación.** Nuevos controles pueden recortar ventas y favorecer a competidores no estadounidenses [S003]. **Concentración.** Cuatro clientes suman el 55 % de las ventas: una pausa de uno de ellos mueve el trimestre [S003].

**Costes.** Los aranceles al acero y al aluminio restaron margen y la plantilla creció casi un 9 % en un trimestre [S003][S001]. **Valoración y tipos.** Pasar de un coste de capital del 9 % al 12 % mueve el base de US$156 a US$106 (sensibilidad de la conclusión). **Retorno al accionista.** Las recompras se han frenado al subir la acción; la reducción del número de acciones ya es casi nula [S001].

## 13 Qué vigilamos SEGUIMIENTO

- **Guía de ingresos del 2T FY27 (21-10).** Por encima de US$9 bn acerca el bull; por debajo del consenso (US$8,5 bn) acerca el base o el bear y pone en duda el 2027.
- **Lenguaje sobre el WFE de 2027.** Que Lam hable de «crecimiento» (WFE por encima de 150 bn) o de «meseta». Es la variable que más mueve el valor (cuadro L).
- **China en dólares.** Un 22 % de los ingresos es coherente con el base; ingresos chinos por debajo de US$1,5 bn al trimestre (hoy unos US$1,7 bn) serían señal bear.
- **Margen operativo.** Por debajo del 38 % con ingresos récord indicaría que el coste de la expansión supera el apalancamiento; por encima del 41 % acerca los objetivos de mediados de los 40.
- **Cobros y inventario.** DSO por encima de 75 días o inventario de más de US$4,6 bn sin ventas que lo expliquen anticiparían un frenazo.

## 14 Metodología y límites TRAZABILIDAD

**DATO:** resultados, mezcla de ventas, regiones, clientes, guía y balance salen de la presentación y la nota de resultados del 4T FY26 y del 10-K de FY26 [S001][S002][S003]; la serie de diez años, de la API XBRL de la SEC [S005]. Precio y consenso, de Yahoo Finance a cierre del 15-10-2026 [S008][S009][S010]; los múltiplos de los pares los calcula SDN con sus 10-Q, 10-K y 6-K [S015][S016][S017]. **CÁLCULO:** capitalización, EV, DCF, DCF inverso, TIR, sensibilidades, múltiplos y la cuota de Lam sobre el WFE son cálculos del modelo DCF de SDN. **DECISIONES:** el último resultado es el 4T FY26 porque el 1T FY27 se publica el 21-10-2026; el DCF es por año natural 2027–2036, con el 2S26 explícito (guía y consenso); el coste de capital es del 10,9 % con beta 1,3 (no la de 1,85 de Yahoo, inflada por la racha de la IA) y prima del 4,5 %; el SBC se trata como coste y las recompras como neutras; en 2026 la cuota de China del 2S es un supuesto del 22 %.

SIN VERIFICAR **(fuera de la valoración):** cifra de exposición a *backside power*, ingresos de empaquetado avanzado y HBM, capex de Samsung, SK hynix y de Micron en FY27, identidad de los cuatro clientes principales, la cuota de Lam sobre el WFE de The Information Network (no cuadra con ingresos/WFE). **LIMITACIONES:** el WFE viene de una fuente secundaria y de la guía de Lam; el bear no es el peor margen histórico (mínimo de FY19: 25,5 % frente al 30 % del bear en 2029); los comparables no están alineados en el calendario; los escenarios no son precios objetivo.

**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.