



Taiwan Semiconductor Manufacturing Company

Analyse d'investissement | Moat Invest

Date de l'analyse : 21/01/2026

Disclaimer

Cette analyse est réalisée à partir des données financières agrégées par [la plateforme TIKR](#), et par les rapports financiers des entreprises. Elle peut contenir des erreurs.

Cette analyse reflète uniquement mon point de vue et mes actions personnelles. Elle ne constitue en aucun cas un conseil en investissement. Chaque situation financière est unique. Consultez un conseiller financier agréé avant toute décision d'investissement.



I. Synthèse de l'analyse

TSMC
Secteur : Semi-conducteur / Micro-électronique
Produits / Marques : Fonderie de semi-conducteur d'une gravure extrêmement fine (2nm) à destination des fabricants d'ordinateurs, smartphones, et serveur pour l'IA
MOAT Principal : Différenciation produite - à date, TSMC n'a pas de concurrent direct sur ses gravures les plus fines
Revenus et Marges : Un chiffre d'affaire en croissance annualisé de 14,97% sur la période 2016-2024, une marge brute moyenne de 52,26%, et marge nette moyenne supérieure à 30% sur la même période (et proche des 40% ces dernières années)
Actifs : Un niveau de cash en croissance constante depuis 2016, à un rythme annualisé de 18,19% mais des immobilisations corporelles nettes importantes, témoignant du caractère extrêmement capitalistique de ce secteur. La rentabilité des actifs (ROA) reste au-dessus des 15%
Gestion de la dette : Une gestion conservatrice de la dette associée à une retenue aux bénéfices importante : Bénéfices non distribués / Total des actifs autour des 60% depuis 2016.
Utilisation du capital : Des ratios de capitaux investis et employés assez faible sur la période 2016-2024, avec des moyennes respectives de 11,57% et 9,60%, mais une amélioration en 2023
Flux de trésorerie : les investissements massifs pèsent mécaniquement sur les ratios de flux de trésorerie. Sur la période 2016-2024, le rendement Free Cash Flow est de 3,17 %
Redistribution aux actionnaires : Un dividende régulier, et en croissance, et quelques rachats d'actions ces dernières années.
Valorisation : décote faible de -15,64% sur des hypothèses très optimistes
Insider trading : difficile à juger
Score et verdict
Score MOAT quantitatif : Total 53/60 soit 16,3/20
Score MOAT Valorisation : Total = 2/5 (non prise en compte du insider trading car difficile à juger)
Verdict : TSMC a un MOAT exceptionnel mais reste pour l'instant trop chère. Elle deviendra intéressante sous TWD 1 237,56 . Samsung requiert une étude complémentaire, et STMicroelectronics reste une bonne entreprise mais affiche un MOAT inférieur à TSMC



II. Taiwan Semiconductor Manufacturing Company

A. Histoire et évolution

Les origines : le pari du foundry pur (1987-2000)

En 1987, Morris Chang, ingénieur sino-américain formé au MIT et ancien cadre chez Texas Instruments, fonde TSMC avec le soutien du gouvernement taïwanais. À 56 ans, Chang révolutionne l'industrie en créant le premier **pur foundry** — une usine qui fabrique des puces pour le compte d'autres entreprises sans concevoir ni vendre ses propres produits. Ce modèle permet aux entreprises fabless comme Nvidia, Qualcomm ou AMD de se concentrer sur la conception sans investir des milliards dans la production.

TSMC construit patiemment sa réputation, entre en bourse en 1994 (Taiwan et NYSE), et investit massivement dans les technologies de gravure avancées, s'imposant comme le foundry le plus fiable au monde.

L'ère de la miniaturisation (2000-2015)

TSMC franchit successivement les barrières technologiques : 130 nm (2001), 90 nm, 65 nm, 40 nm, puis 28nm (2011). En 2011, le groupe lance la technologie FinFET à 16 nm, architecture 3D révolutionnaire qui distance Samsung et sécurise des contrats majeurs avec Apple (processeurs iPhone) et Qualcomm. La période se termine avec l'introduction du 7 nm en 2018, consolidant la domination face à Intel qui accumule les retards.

Domination absolue et géopolitique (2016-2025)

TSMC entre dans une ère de quasi-monopole sur les technologies de pointe : 5 nm (2020, Apple A14/M1), 3 nm (2022, Apple A17 Pro/M3), 2 nm annoncé pour 2025. L'entreprise fabrique 90%+ des puces avancées mondiales (≤ 7 nm), devenant actif stratégique géopolitique crucial pour les États-Unis, l'Europe et la Chine.

Sous pression américaine, TSMC investit 40 milliards USD en Arizona, ouvre des sites au Japon et en Allemagne. Morris Chang prend sa retraite en 2018 après 31 ans, remplacé par C.C. Wei (CEO) et Mark Liu (Chairman).



B. Activité principale

Fonderie pure : fabrication pour clients fabless

TSMC ne conçoit aucune puce. Elle les fabrique à partir de commandes de clients. Et c'est l'unique activité de l'entreprise. Son succès réside dans sa capacité à fabriquer plus vite, plus petit, et moins cher. Parmi les clients principaux, on compte **Apple** (~25% du CA) et **Nvidia** (~10-15%). D'autres acteurs comme AMD, Qualcomm, MediaTek se partagent le reste.

End users

-  **Data centers** : L'explosion de l'IA (ChatGPT, etc.) provoque une demande insatiable en GPU. TSMC fabrique les puces Nvidia H100/H200 sur **4 nm/3 nm**, générant revenus massifs. Le segment HPC (IA + datacenters) représente **45-50% du CA** (2024), dépassant les smartphones (35%).
-  **Smartphones et électronique grand public** : Processeurs mobiles (Apple, Qualcomm, MediaTek) constituent le cœur historique. La montée en gamme (5G, IA on-device) maintient la demande en nœuds avancés.
-  **Automobile** : diversification stratégique : Électrification et ADAS créent un nouveau marché. TSMC fabrique pour NXP, Infineon sur nœuds **16-40 nm** qualifiés automotive, offrant marges confortables et cycles longs.

C. Management - un changement en 2025

Morris Chang - Fondateur (1987-2018)

Né en 1931 en Chine, Morris Chang invente le modèle foundry pur à 56 ans contre l'avis des experts. Durant 31 ans, il bâtit TSMC avec discipline militaire : investissements R&D massifs (8-10% du CA), relations clients exceptionnelles, culture d'excellence. Retraité en 2018, il reste influent sur la géopolitique des semiconducteurs.

C.C. Wei - CEO depuis 2018

Le Dr C. C. Wei est président-directeur général de Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. Ltd. (TSMC). Avant cette nomination, le Dr Wei a été président-directeur général de TSMC de juin 2018 à juin 2024, et le conseil d'administration de TSMC a élu le Dr Wei au poste de président-directeur



général en juin 2024. Le Dr Wei a été président et codirecteur général de novembre 2013 à juin 2018, et co-directeur général de l'exploitation de mars 2012 à novembre 2013. De 2009 à novembre 2013. En 2012, il était vice-président principal du développement commercial de TSMC. Avant cela, le Dr Wei était vice-président principal des activités technologiques grand public.

Avant de rejoindre TSMC en 1998, le Dr Wei avait occupé le poste de vice-président principal de la technologie chez Chartered Semiconductor et de directeur principal du développement de la technologie logique et SRAM chez STMicroelectronics. Avant cela, il était membre du personnel technique de l'organisation R&D de Texas Instruments.

C. C. Wei est diplômé en génie électrique de l'Université nationale Chiao Tung et d'un doctorat de l'Université de Yale.

TSMC ne nomme que des employés de longue date à la direction, et très peu d'externes.

D. Organisation et actionnariat

TSMC ne possède pas d'actionnaires majoritaires qui contrôlèrent la société. Le seul institutionnel et le National Development Fund taïwanais. Il est actionnaire à hauteur de 6,38% du capital.

4.1.3 Major Shareholders

Common Shares

As of 12/18/2024 (Note)

Shareholders	Shareholding	Shareholding Percentage
ADR-Taiwan Semiconductor Manufacturing Company Ltd.	5,313,843,923	20.49%
National Development Fund, Executive Yuan	1,653,709,980	6.38%
Citibank (Taiwan) Ltd. in custody for Government of Singapore	682,006,536	2.63%
Citibank (Taiwan) Ltd. in custody for Norges Bank	461,734,025	1.78%
JPMorgan Chase Bank N.A., Taipei Branch in custody for Vanguard Total International Stock Index Fund, a series of Vanguard Star Funds	337,167,748	1.30%
JPMorgan Chase Bank N.A., Taipei Branch in custody for Vanguard Emerging Markets Stock Index Fund, a series of Vanguard International Equity Index Funds	311,573,605	1.20%
New Labor Pension Fund	302,276,555	1.17%
Yuantai/P-shares Taiwan Top 50 ETF	233,901,369	0.90%
iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	217,727,000	0.84%
JPMorgan Chase Bank N.A. Taipei Branch in Custody for EuroPacific Growth Fund	189,344,553	0.73%

Note: Record date for the second quarter of 2024 cash dividend distribution.

Source : rapport annuel 2024 - page 70

A noter **la présence d'actions ADR (American Depositary Receipt)**. Il s'agit d'un certificat négociable émis par une banque américaine représentant des actions d'une entreprise étrangère. Les ADR permettent aux investisseurs américains d'acheter et de vendre facilement des actions d'entreprises étrangères sur les marchés américains, sans avoir à gérer les transactions sur les marchés étrangers.



N'ayant pas directement accès au marché taiwanais (TWSE : 2330), je suis passé directement par des actions ADR, listé à NYSE (NYSE : TSM). Le ratio TSMC ADR (TSM) indique que 5 actions ordinaires (ORD) négociées à Taïwan équivalent à 1 American Depositary Receipt (ADR) à la bourse de New York, ce qui signifie qu'un TSM ADR représente cinq actions TSMC sous-jacentes.

Concurrence

SAMSUNG : le seul et unique rival

La comparaison est très pertinente car ils sont les deux seuls acteurs capables de produire des puces avec une finesse de gravure inférieure à 5nm.

TSMC est une pure fonderie (elle ne conçoit pas ses propres puces), tandis que Samsung est un IDM (Integrated Device Manufacturer) qui conçoit, fabrique et vend ses propres produits (smartphones, mémoires) tout en servant de fonderie pour des tiers. La comparaison n'est donc pas parfaite, mais c'est l'entreprise la plus proche technologiquement.

TSMC domine le marché de la fonderie avec plus de 50 % de parts de marché. Samsung tente de concurrencer TSMC sur les prix et l'innovation (adoption du GAA avant TSMC).

STMICROELECTRONICS : moins pertinent, mais le seul acteur français

Comparer STMicroelectronics aux deux géants asiatiques est moins pertinent sur le plan technologique pur, mais utile pour comprendre la souveraineté industrielle.

ST se concentre sur les technologies "matures" ou de niche (automobile, capteurs, puissance). Elle ne cherche pas la miniaturisation extrême (2 nm) mais la fiabilité et l'efficacité pour l'industrie.

Par ailleurs, ST est un leader de la technologie FD-SOI (Silicon on Insulator), idéale pour la basse consommation, domaine où TSMC et Samsung sont moins positionnés sur leurs lignes de pointe.

Enfin, contrairement aux géants asiatiques, ST cherche à collaborer avec d'autres fondeurs comme GlobalFoundries pour augmenter ses capacités de production en Europe.



III. Analyse MOAT qualitatif

1. COÛTS DE CHANGEMENT ÉLEVÉS

✓ MOAT très fort - Les coûts de changement chez TSMC sont exceptionnellement élevés, tant techniques que financiers :

Chaque client (Nvidia, Apple, AMD) investit 12-24 mois et des centaines de millions de dollars pour adapter ses designs aux Process Design Kits (PDK) spécifiques de TSMC. Ces PDK définissent comment concevoir une puce pour un nœud donné (7 nm, 5 nm, 3 nm). Changer de fonderie (allé chez Samsung ou Intel) signifie tout recommencer : re-validation complète du design, nouveaux tape-outs, nouveaux tests de qualification. Pour un processeur complexe (GPU Nvidia, SoC Apple), cela représente des coûts importants, et du retard.

2. EFFET DE RÉSEAU

● MOAT modéré - Contrairement aux réseaux sociaux classiques, l'effet de réseau chez TSMC est indirect mais puissant :

Plus TSMC a de clients sur un nœud donné (ex: 3 nm), plus l'écosystème de fournisseurs d'outils EDA (Electronic Design Automation : Synopsys, Cadence) optimise leurs logiciels pour ce processus. Cela réduit les coûts et délais de conception pour tous les clients présents sur ce nœud. Un nouveau client bénéficie immédiatement de cet écosystème mature.

C'est un effet B2B, moins puissant que Meta ou Visa, mais bien réel dans l'industrie.

3. DIFFÉRENCIATION PRODUIT / MARQUE

✓ MOAT exceptionnel - TSMC possède une différenciation technologique quasi-inégalée dans l'industrie manufacturière moderne :

L'entreprise maîtrise le 3 nm en volume depuis 2022 et lance le 2 nm en 2025. Samsung peine sur le 3 nm (problèmes de rendement GAA), Intel reste bloqué sur l'équivalent du 7 nm rebaptisé "Intel 4". Cette avance de 2-3 ans se traduit par des puces 30-50% plus performantes et économes à surface égale. Pour Nvidia ou Apple, cette différence est non négociable — ils ne peuvent accepter des GPU ou processeurs inférieurs à la concurrence.



Toutes cette production se fait à des rendement exceptionnels, avec une qualité inégalée. Ce qui lui confère un pricing power sans précédent.

4. BARRIÈRES RÉGLEMENTAIRES / BREVETS

✓ MOAT très fort - En termes de dépôts de brevets, TSMC a accumulé plus de 104 000 demandes de brevets dans le monde entier à la fin de 2024, dont plus de 9 100 demandes déposées en 2024. TSMC s'est classée n° 2 parmi les déposants de brevets américains dans le monde et n° 1 parmi les déposants de brevets à Taïwan.

En termes de brevets délivrés, [TSMC a accumulé plus de 69 000 brevets dans le monde entier à la fin de 2024, dont plus de 6 700 brevets mondiaux.](#) TSMC s'est classée n° 2 parmi les titulaires de brevets américains et n° 1 parmi les titulaires de brevets à Taïwan. En termes de qualité des brevets, le taux d'acceptation des demandes américaines de TSMC a atteint 100

5. AVANTAGE DE COÛT

✓ MOAT puissant - TSMC bénéficie d'un avantage de coût structurel significatif, bien que contre-intuitif :

TSMC produit 14-15 millions de wafers 300mm/an (2024). Cette échelle permet un amortissement R&D plus rapide, un pouvoir de négociation fournisseurs plus important et une utilisation optimale des fabs. Un rendement élevé permet aussi de rentabiliser les productions plus rapidement. TSMC a pendant longtemps baissé les prix sur les puces, puisque l'entreprise pouvait les produire pour moins cher. Désormais, l'entreprise peut fixer le prix qu'elle souhaite (et notamment à la hausse) sur les produits qu'elle seule peut produire. L'expansion géographique, notamment aux USA, aura aussi tendance à augmenter les prix (puisque les coûts fixes y sont plus élevés qu'à Taïwan).

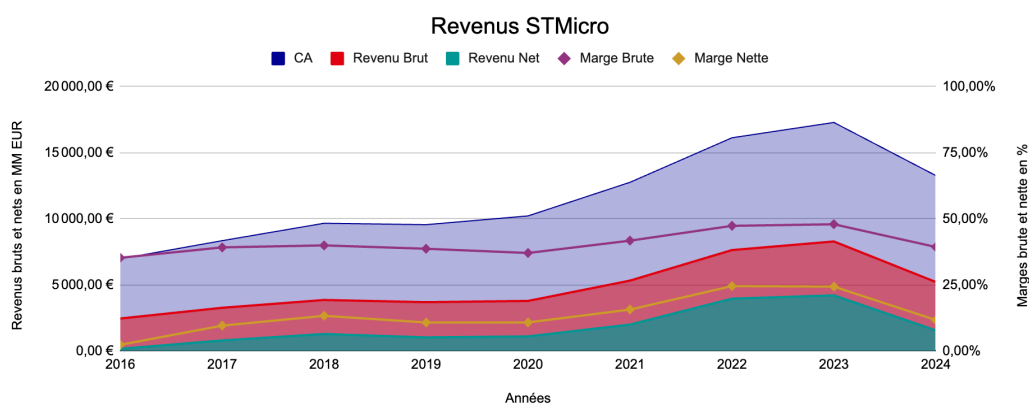
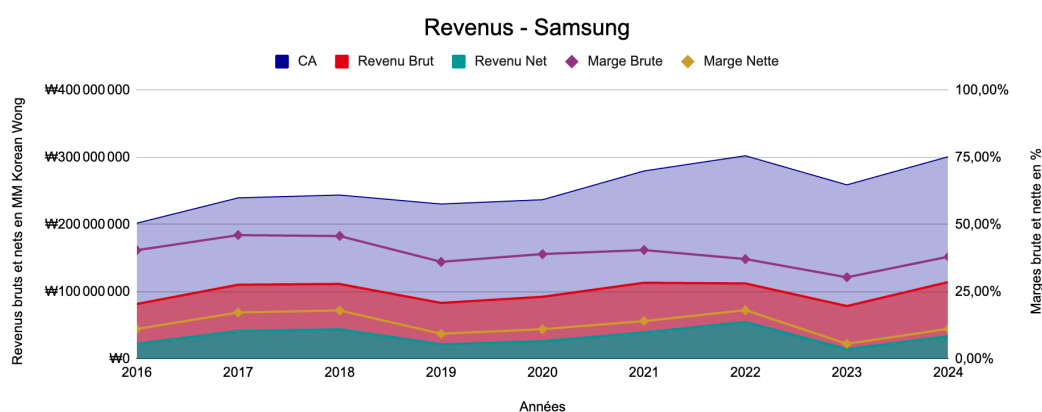
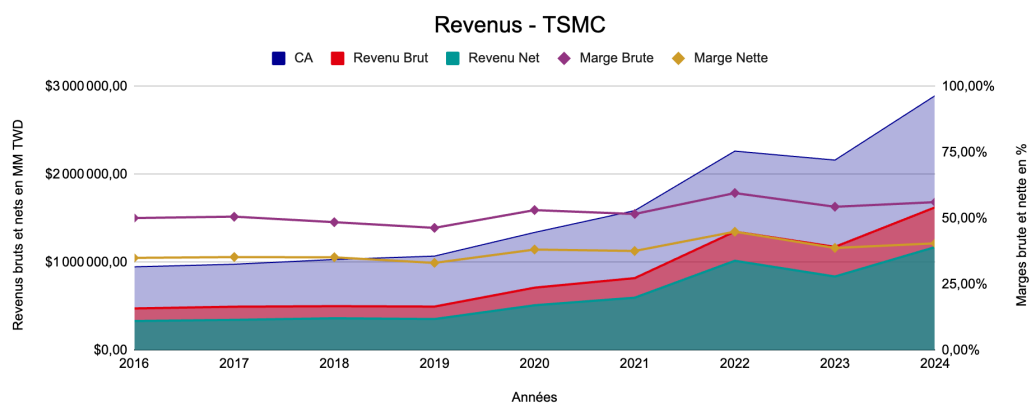
SCORE MOAT QUALITATIF FINAL

Critères	TSMC
Coûts de changement	✓ OUI (majeur)
Effet réseau	● Modéré
Différenciation produit	✓ OUI (exceptionnel)
Barrières réglementaires	✓ OUI (majeur)
Avantage coût	✓ OUI (majeur)



IV. Analyse MOAT quantitatif

Revenus et marges





Entre 2016 et 2019, TSMC affiche une croissance relativement stable. À partir de 2020, on constate une accélération marquée du chiffre d'affaires accompagnée d'une amélioration des marges, phénomène qui s'explique par trois facteurs principaux :

1/ L'enjeu géopolitique des semi-conducteurs : une prise de conscience mondiale de leur caractère stratégique et de la dépendance qu'ils créent

2/ Une avance technologique indiscutable : TSMC creuse l'écart avec ses concurrents qui ne parviennent plus à suivre le rythme

3/ L'essor de l'IA dès 2022 : l'engouement autour de ChatGPT et des technologies d'intelligence artificielle

	Augmentation du CA en % par an 2016-2019	Augmentation du CA en % par an 2016-2024	Marge brute (moyenne 2016-2024)
TSMC	4,12%	14,97%	52,26%
Samsung	4,51%	5,11%	39,24%
STMicro	11,08%	8,37%	40,73%

Samsung ne semble pas profiter de la dynamique liée à l'IA, du moins celle-ci ne se traduit pas dans l'évolution de son chiffre d'affaires. Il faut toutefois rappeler que le conglomérat coréen présente un profil plus diversifié.

Le cas de STMicroelectronics est particulièrement intéressant car il suit une trajectoire inverse à celle de TSMC. Son chiffre d'affaires connaît des variations bien plus importantes que durant la période pré-COVID.

Répartition géographique des revenus en 2024

Pour TSMC, l'Amérique du Nord demeure le marché le plus dynamique avec 70 % des revenus, suivie par la Chine (11 %), la région Asie-Pacifique hors Chine et Japon (10 %), le Japon (5 %), et l'ensemble Europe-Moyen-Orient-Afrique (4 %).

STMicroelectronics présente une répartition différente : l'Asie constitue son principal marché avec près de 60 % du chiffre d'affaires, devant l'Europe-Moyen-Orient-Afrique (environ 25 %) et les Amériques (15 %).

Le profil de Samsung est distinct puisqu'une partie significative de ses revenus est générée sur son marché domestique. La Chine et les États-Unis arrivent à égalité (respectivement 31 % et 29 %), suivis par l'Asie-Afrique (16 %) et l'Europe (14 %).



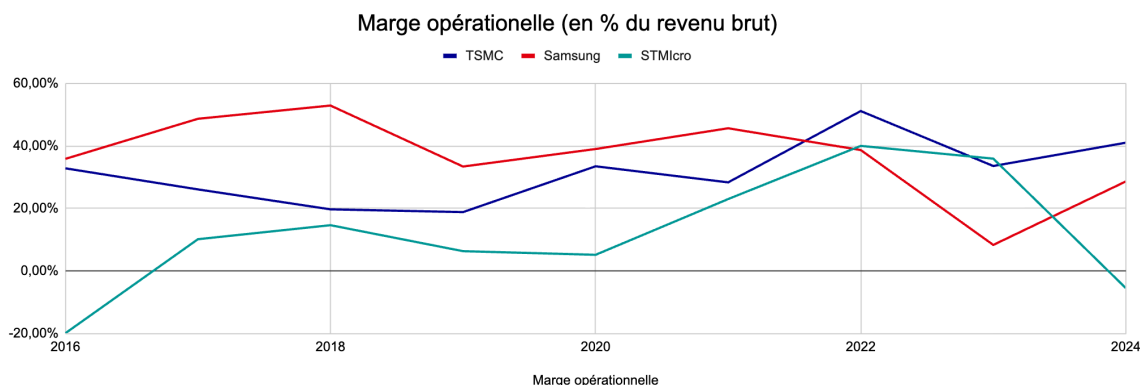
Analyse des dépenses opérationnelles

L'examen des dépenses opérationnelles montre que TSMC investit proportionnellement moins en R&D (en pourcentage du revenu brut) que ses concurrents sur la période 2016-2024. Par ailleurs, ses frais de vente et d'administration (SGA) sont également plus contenus, tandis que ses charges d'amortissement sont nettement supérieures.

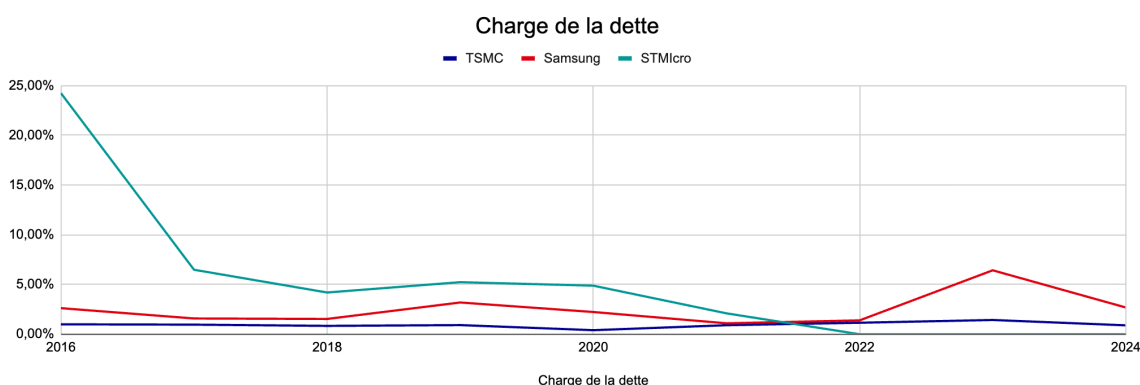
	SGA	R&D	Dépréciation - Amortissement
TSMC	5,44%	15,30%	47,59%
Samsung	38,61%	22,68%	1,93%
STMicro	28,00%	37,09%	22,69%

Plusieurs facteurs expliquent ces écarts.

1. Un modèle centré sur la fabrication pure : Contrairement à STMicroelectronics ou Samsung, TSMC ne conçoit pas de puces finales. Ce sont ses clients (Apple, Nvidia, etc.) qui assument l'essentiel des efforts de conception et de R&D. Par ailleurs, TSMC concentre ses investissements en R&D sur un domaine très spécialisé. Une fois qu'un nœud de gravure (par exemple le 3 nm) est maîtrisé, il génère des dizaines de milliards de dollars de revenus, ce qui fait mécaniquement diminuer le ratio R&D/chiffre d'affaires.
2. Une structure commerciale allégée : Les frais de vente et d'administration (SG&A) de TSMC sont structurellement faibles en raison d'un nombre de clients limité. Samsung et STMicroelectronics doivent gérer des milliers de clients, des réseaux de distribution mondiaux et des budgets marketing considérables pour leurs différentes marques. TSMC, en revanche, réalise l'essentiel de son chiffre d'affaires avec une poignée de clients majeurs.
3. Des investissements massifs créent une barrière à l'entrée : Les charges d'amortissement, bien que non décaissées, constituent en réalité le pilier de la domination de TSMC. Le groupe taïwanais investit entre 30 et 40 milliards de dollars par an en dépenses d'investissement (Capex) pour construire de nouvelles usines (fabs). Ces investissements colossaux se traduisent ensuite par d'importantes dotations aux amortissements dans le compte de résultat, créant ainsi une barrière à l'entrée monumentale (les machines de lithographie EUV d'ASML coûtent environ 200 millions de dollars pièce). L'avantage est double : bien que l'amortissement réduit le bénéfice comptable, il n'affecte pas les flux de trésorerie.



Concernant l'endettement, TSMC affiche une position plus saine et couvre facilement ses charges financières. Mais la charge de la dette pour Samsung n'est pas très élevée. Pour STMicro, cette dernière n'a pas de charge depuis 2021 car elle est bénéficiaire sur les intérêts.

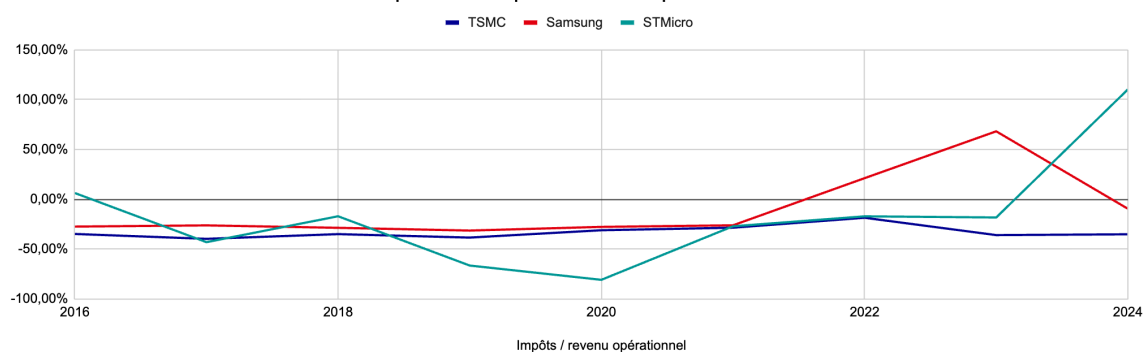


L'étude des dépenses fiscales montre des situations contrastées. Concernant TSMC, la structure fiscale ne présente pas de particularités notables. En revanche, les situations de Samsung et STMicroelectronics méritent d'être détaillées :

- Samsung a enregistré des pertes records en 2023, ce qui a permis à l'entreprise de générer un crédit d'impôt différé significatif. L'entreprise a également bénéficié de crédits d'impôt substantiels liés aux investissements dans le cadre du K-Chips Act. Enfin, en 2023, Samsung Electronics a obtenu un remboursement fiscal de plus de 22 millions de dollars de la part des autorités fiscales de Hô-Chi-Minh-Ville au Vietnam (changement de statut juridique de l'entreprise)
- La hausse soudaine observée en 2024 de STMicro s'explique par une chute importante du chiffre d'affaires, qui impacte sa méthode de calcul du revenu opérationnel, lequel devient alors négatif. STMicroelectronics a bien acquitté 313 millions EUR d'impôts en 2024.

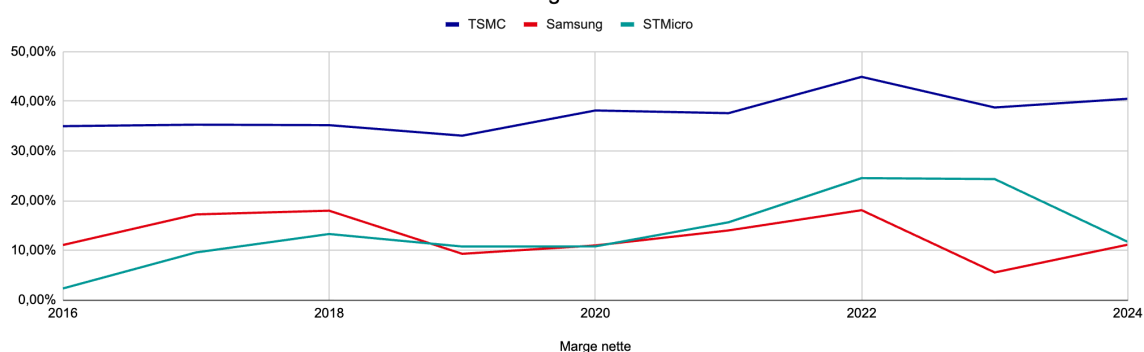


Dépenses d'impôts / revenu opérationnel



Enfin, TSMC se distingue clairement par la stabilité exceptionnelle de sa marge nette, constamment maintenue au-dessus de 30% (voir 40%) — une performance remarquable dans l'industrie semi-conducteur.

Marge nette



Score Revenus et Marges

TSMC

Croissance revenus : 5 / 5
Marge brute : 5 / 5
Marge nette : 5 / 5

Total = 15 / 15

Samsung

Croissance revenus : 3 / 5
Marge brute : 4 / 5
Marge nette : 3 / 5

Total = 10 / 15

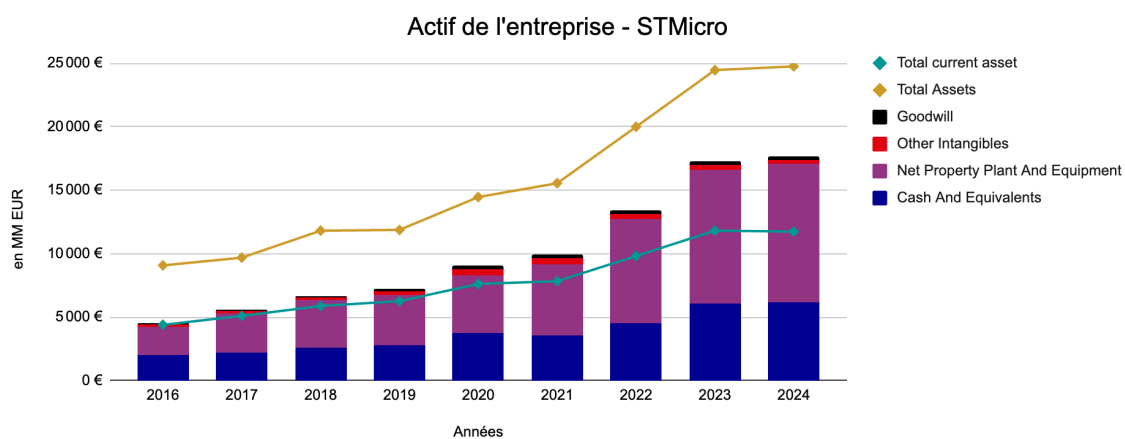
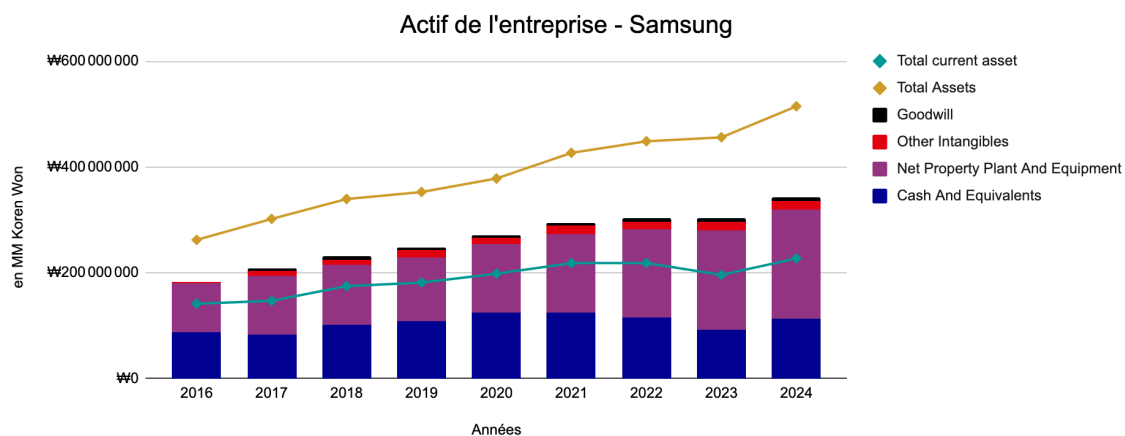
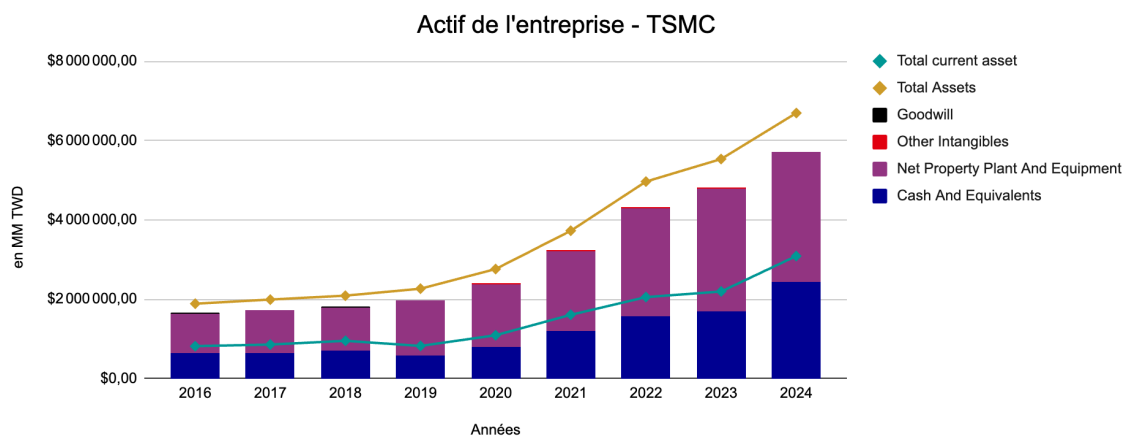
STMicro

Croissance revenus : 4 / 5
Marge brute : 4 / 5
Marge nette : 3 / 5

Total = 11 / 15



Actifs





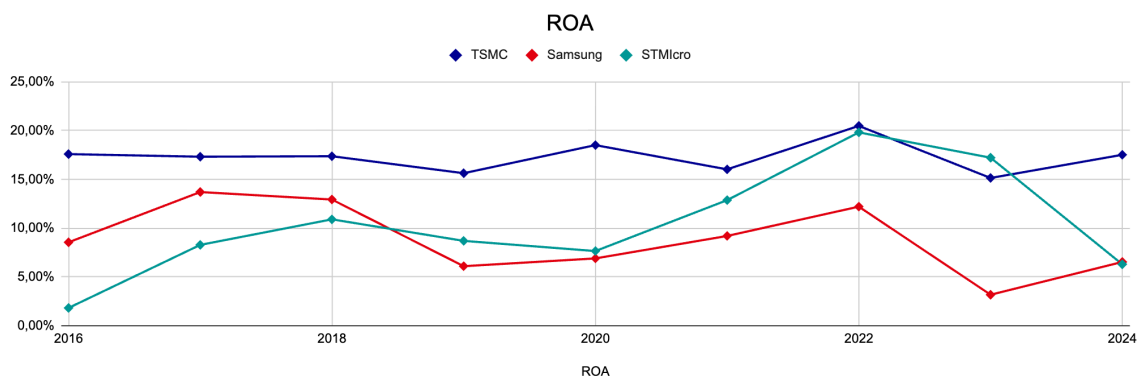
TSMC possède, en proportion de son actif total, plus de cash, et ce dernier est en croissance constante depuis 2016, à un rythme annualisé de 18,19% contre respectivement 3,11% et 15,42% pour Samsung et STMicro.

L'analyse des bilans met aussi en évidence les traits caractéristiques de l'industrie des semi-conducteurs : un goodwill et des actifs incorporels limités, mais des immobilisations corporelles nettes importantes, témoignant du caractère extrêmement capitalistique de ce secteur.

Entre 2016 et 2024, les actifs tangibles, et notamment les immobilisations corporelles nettes (Net Property and Equipment), ont connu une forte progression.

	Croissance annualisés actifs totaux	Croissance annualisée Net Property and Equip
TSMC	17,15%	16,02%
Samsung	8,79%	10,68%
STMicro	13,37%	21,49%

Pour TSMC, les immobilisations corporelles nettes ont augmenté de manière constante sur la période 2016-2024, avec toutefois une nette accélération à partir de 2020. STMicroelectronics a suivi une trajectoire similaire, mais connaît une stagnation depuis 2023-2024.



La rentabilité des actifs (ROA) de TSMC se maintient constamment au-dessus de 15 % sur la période 2016-2024, tandis que celle de Samsung et STMicroelectronics connaît des fluctuations significatives.



A la clôture des comptes en 2024, et au prix de l'action le 21/01/2026, la répartition de l'actif par action pour TSMC et ses concurrents est comme suit:

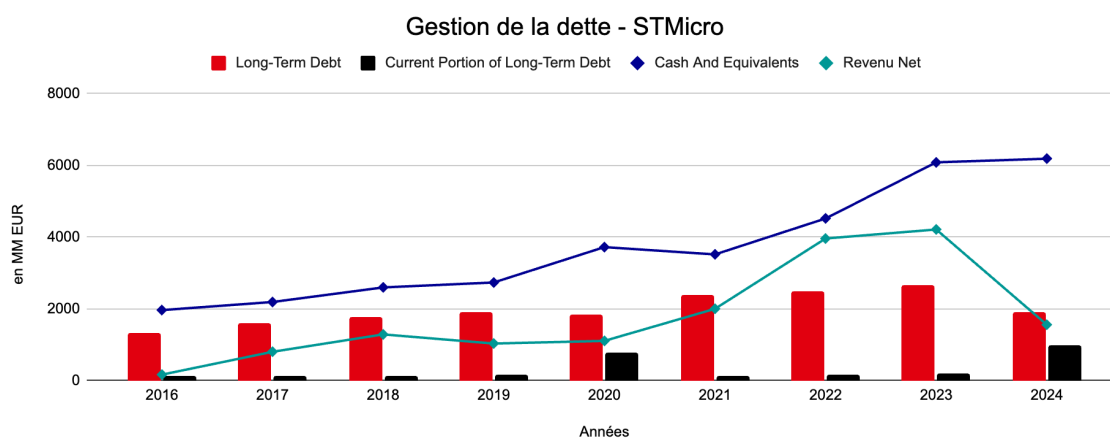
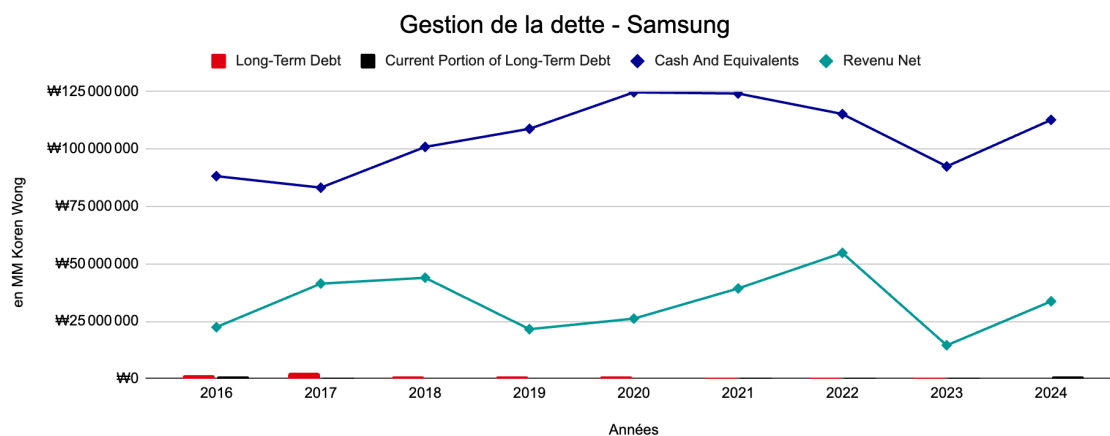
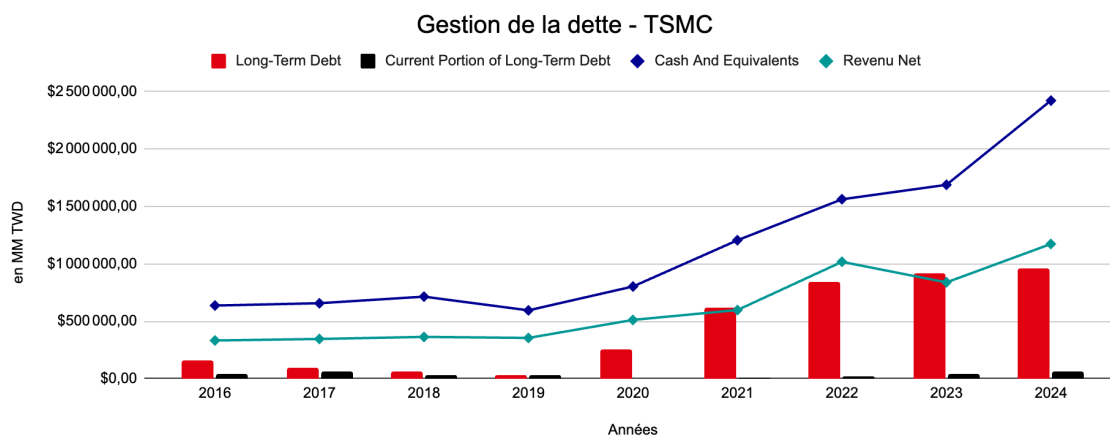
	Prix de l'action	Nombre d'actions	Cash / action en %	Actif / action en %	Actif Net / action en %
TSMC	1740 TWD	28 050 000 000	4,96%	11,75%	13,71%
Samsung	₩149 500	6 662 852 941	11,31%	51,65%	51,65%
STMicro	23,49 €	893 326 717	29,47%	108,80%	117,91%

TSMC affiche le prix le moins attractif, si on se place du point de vue du bilan.

Score Actif		
TSMC Position Cash : 5 / 5 Gestion actifs : 4 / 5 Retour sur actif : 5 / 5 Total = 14 / 15	Samsung Position Cash : 3 / 5 Gestion actifs : 4 / 5 Retour sur actif : 4 / 5 Total = 11 / 15	STMicro Position Cash : 4 / 5 Gestion actifs : 4 / 5 Retour sur actif : 3 / 5 Total = 11 / 15



Passif et Gestion de la dette



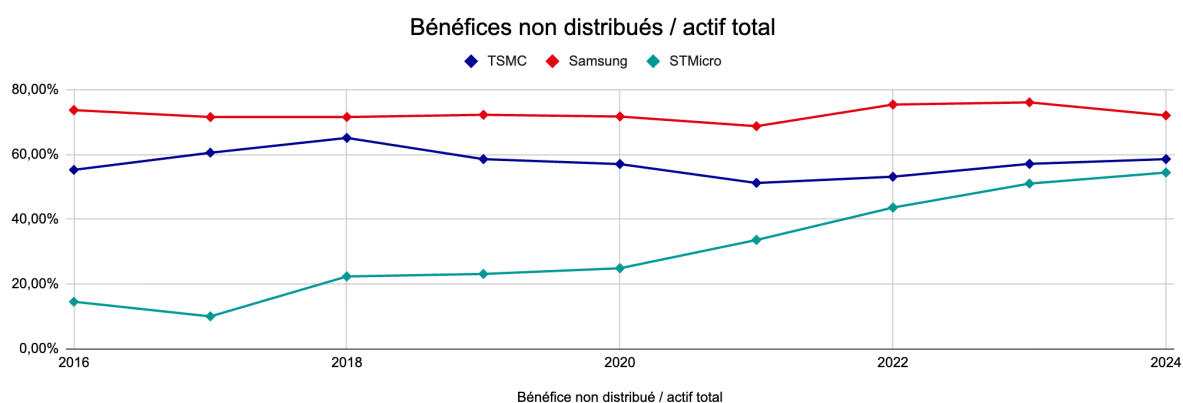
Les trois entreprises adoptent une approche relativement conservatrice en matière d'endettement. Samsung affiche un niveau de dette très faible. TSMC et STMicroelectronics présentent des niveaux



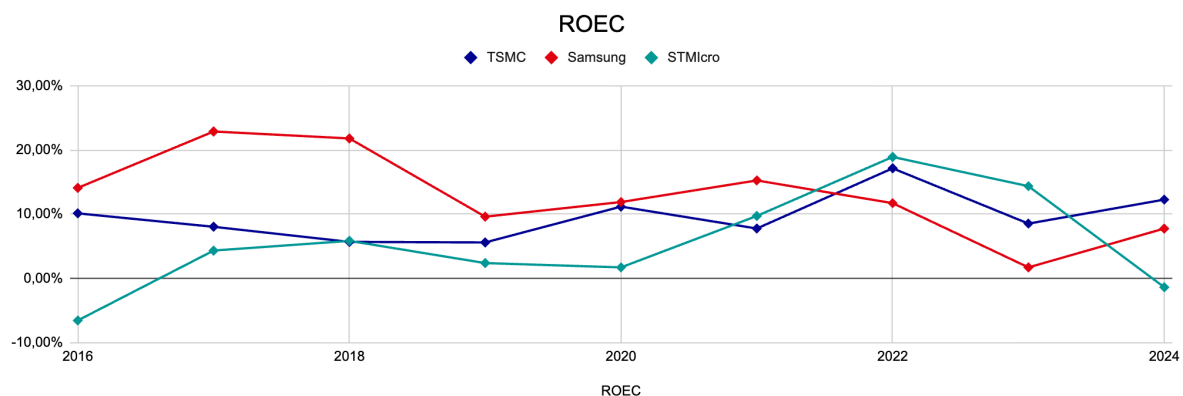
d'endettement plus élevés, mais qui restent systématiquement inférieurs à leur trésorerie disponible. Leur dette nette est donc négative.

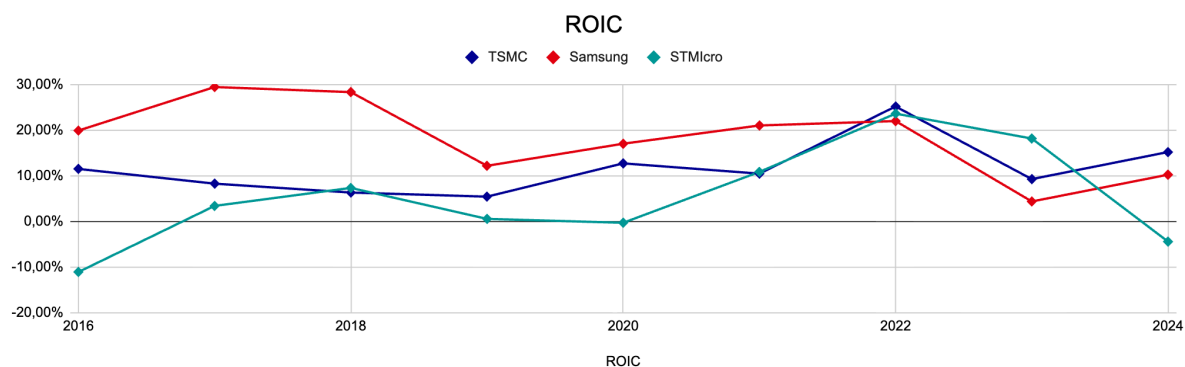
Nous avons jusqu'à présent peu évoqué les bénéfices non distribués (retained earnings). Ils constituent pourtant une réserve importante que l'entreprise peut mobiliser pour son développement.

Les trois entreprises de cette analyse présentant leurs bilans dans des devises différentes, nous utiliserons le ratio "Bénéfices non distribués / Total des actifs" (Retained Earnings to Total Assets). Ce ratio mesure l'accumulation historique des bénéfices rapportée à la taille de l'entreprise. Un ratio élevé signale une entreprise mature qui a financé sa croissance principalement par ses propres profits plutôt que par l'endettement ou l'émission d'actions nouvelles. Il s'agit d'un excellent indicateur de solidité financière, comparable d'un pays à l'autre.



Samsung affiche un ratio excellent, quasi systématiquement supérieur à 70 % depuis 2016. STMicroelectronics enregistre une amélioration progressive sur la même période, tandis que TSMC se maintient autour de 60 %. Cette stabilité du ratio chez TSMC est rassurante compte tenu des investissements massifs réalisés ces dernières années dans son outil industriel, nécessitant un recours accru à l'endettement. Si on compare maintenant les ratios d'utilisation des Capitaux Employés et Investis:





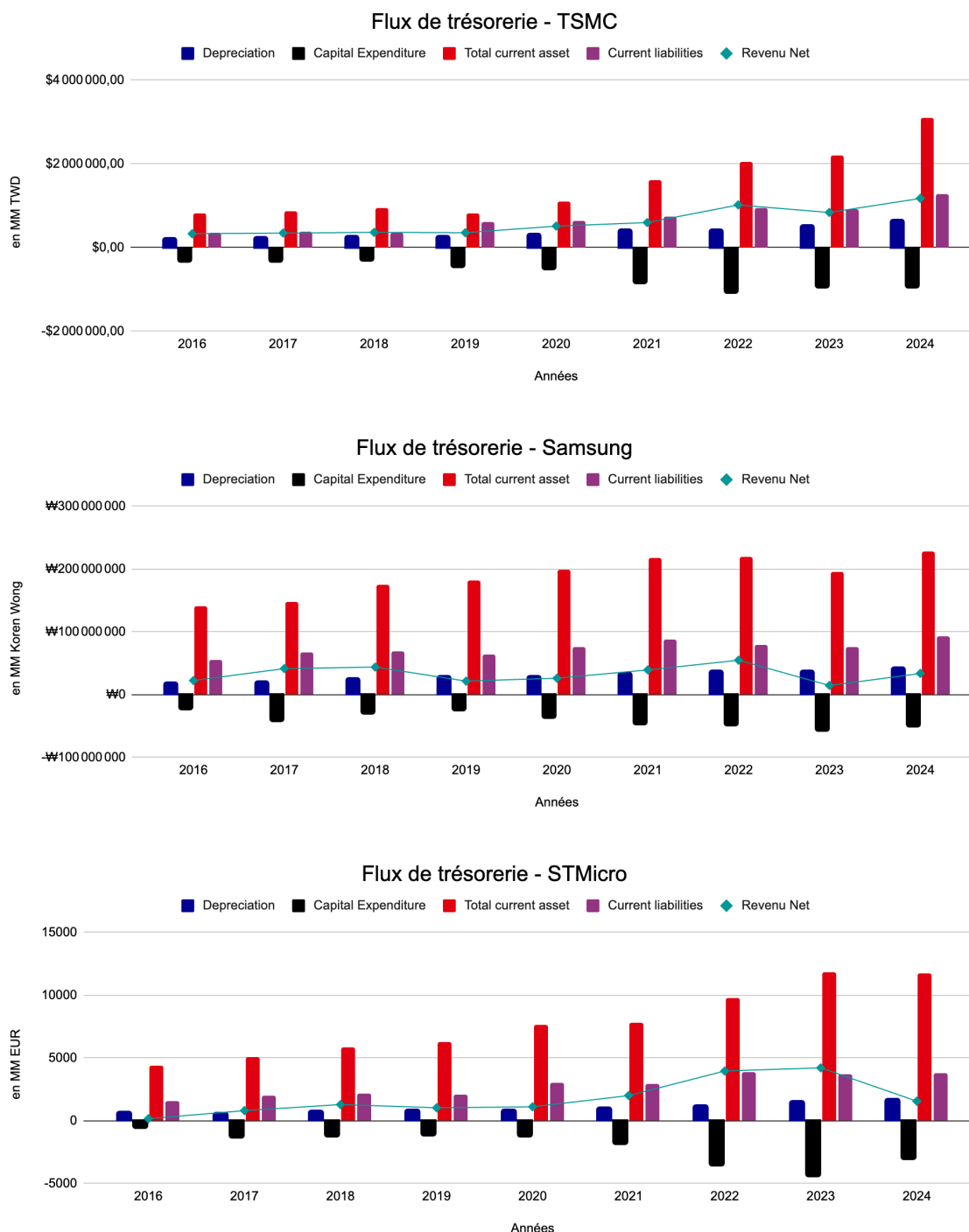
Les ratios d'utilisation du capital sont globalement comparables entre les trois entreprises, avec un avantage pour Samsung avant 2021.

TSMC et Samsung affichent une amélioration depuis 2023 (avantage léger pour TSMC), contrairement à STMicroelectronics qui décline depuis 2022.

Score Passifs		
TSMC	Samsung	STMicro
Dette à long terme : 3 / 5	Dette à long terme : 5 / 5	Dette à long terme : 4 / 5
Bénéfice non-distribué : 4 / 5	Bénéfice non-distribué : 5 / 5	Bénéfice non-distribué : 3 / 5
ROEC : 4 / 5	ROEC : 4 / 5	ROEC : 2 / 5
ROIC : 4 / 5	ROIC : 4 / 5	ROIC : 2 / 5
Total = 15 / 20	Total = 18 / 20	Total = 11 / 20



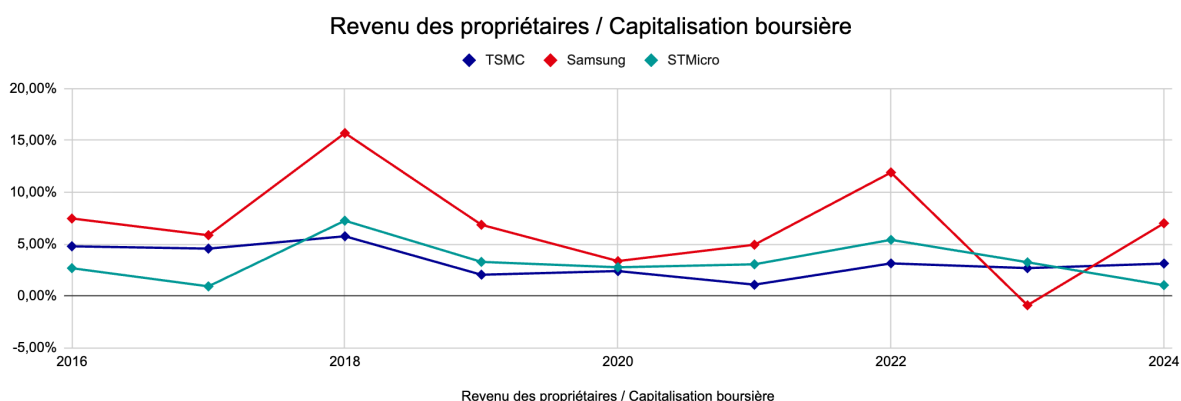
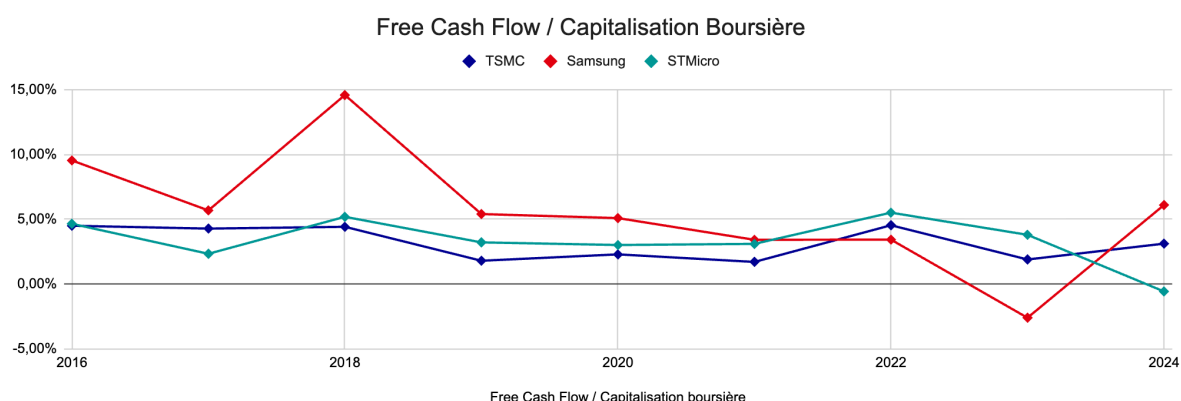
Flux de trésorerie



L'analyse détaillée des flux de trésorerie illustre parfaitement la course aux capacités de production qui caractérise ce secteur, avec un pic d'investissements en 2022-2023 pour les trois entreprises.



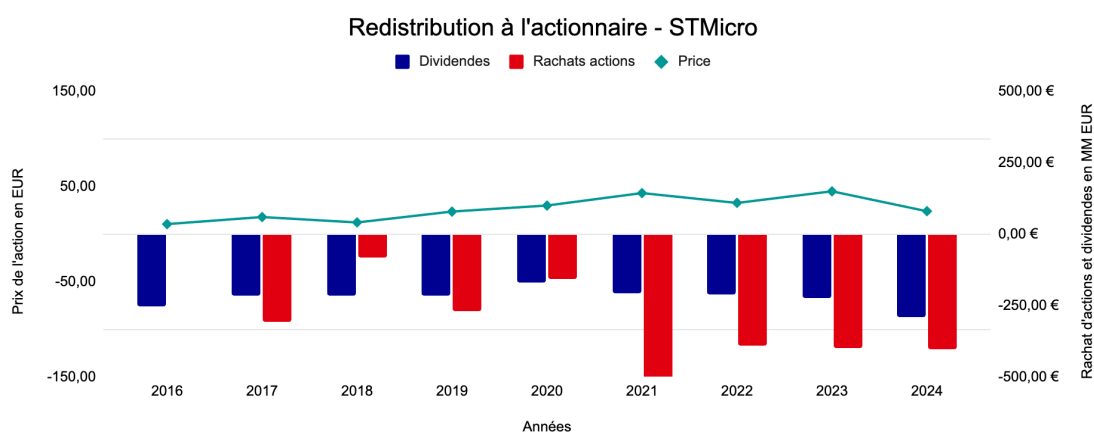
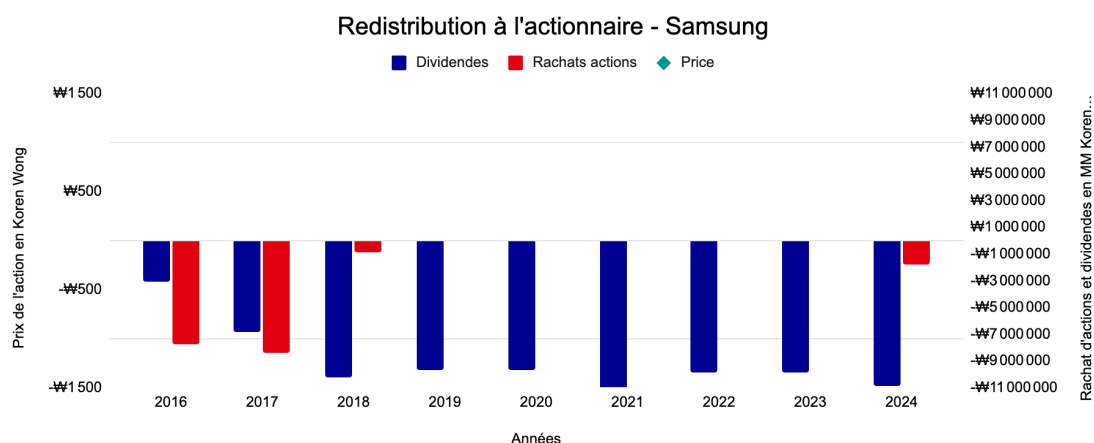
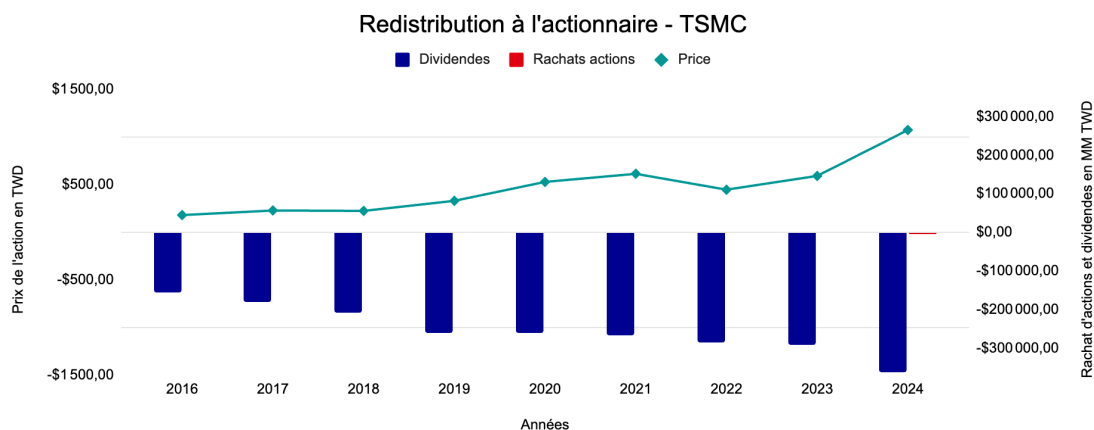
Ces investissements massifs pèsent mécaniquement sur les ratios de flux de trésorerie. Le free cash flow rapporté à la capitalisation boursière et le revenu des propriétaires (owner's earnings) par capitalisation restent globalement modestes. Pour TSMC, ces ratios demeurent relativement stables, voire en légère amélioration depuis 2021. Samsung affiche des variations plus marquées, mais conserve en moyenne des niveaux supérieurs sur la période 2016-2024, avec respectivement 5,93 % et 6,82 %. Sur la même période, TSMC enregistre des ratios de 3,17 % et 3,30 %, tandis que STMicroelectronics se situe à 3,36 % et 3,31 %.



Score Flux de trésorerie		
TSMC	Samsung	STMicro
Rendement : 3 / 5	Rendement : 4 / 5	Rendement : 3 / 5



Redistribution aux actionnaires



STMicroelectronics se distingue par un niveau élevé de rachats d'actions, particulièrement marqué à partir de 2021. Chez TSMC et Samsung, ces rachats demeurent irréguliers et moins systématiques.



On observe une progression constante du budget consacré au versement de dividendes chez TSMC. Il s'agit d'un signal clair quant à la place privilégiée accordée aux actionnaires dans la redistribution de la valeur créée.

Score redistribution à l'actionnaire		
TSMC	Samsung	STMicro
Dividendes et rachat actions : 4 / 5	Dividendes et rachat actions : 4 / 5	Dividendes et rachat actions : 4 / 5

Score MOAT quantitatif

TSMC	Samsung	STMicro
- Score Revenus et Marges : 15 / 15 - Score Actifs : 14 / 15 - Score Passif : 15 / 20 - Score Flux de trésorerie : 3 / 5 - Score redistribution à l'actionnaire : 4 / 5	- Score Revenus et Marges : 10 / 15 - Score Actifs : 11 / 15 - Score Passif : 18 / 20 - Score Flux de trésorerie : 4 / 5 - Score redistribution à l'actionnaire : 4 / 5	- Score Revenus et Marges : 11 / 15 - Score Actifs : 11 / 15 - Score Passif : 11 / 20 - Score Flux de trésorerie : 3 / 5 - Score redistribution à l'actionnaire : 4 / 5
Total 51/60 soit 17/20	Total 47/60 soit 15,7/20	Total 40/60 soit 13,3/20



V. Valorisation

Comparaison historique et sectorielle

Comparaison à date du 21/01/2026, avec comme cotation : TSMC - 1740 TWD; Samsung - ₩149 500; STMicro - 23,49 €.

		Actuel	AVG 2016-2024	Min 2016-2024	Max 2016-2024
Cash / action	TSMC	\$86,35	\$44,04	\$22,92	\$93,41
	Samsung	₩16 907	₩15 456	₩12 049	₩18 351
	STMicro	6,92 €	4,02 €	2,22 €	6,58 €
Asset Net / Action	TSMC	\$204,40	\$119,96	\$66,84	\$221,12
	Samsung	₩77 221	₩56 514	₩36 73	₩75 746
	STMicro	25,56 €	14,84 €	8,72 €	24,30 €
Net en % par action	TSMC	2,40%	5,45%	3,72%	8,74%
	Samsung	3,38%	9,07%	2,71%	16,69%
	STMicro	7,42%	6,78%	1,73%	12,68%
Owner's earning en % par action	TSMC	1,79%	3,30%	1,10%	5,77%
	Samsung	2,49%	6,77%	-0,85%	15,36%
	STMicro	1,09%	3,22%	0,92%	7,16%
Div en % par action	TSMC	0,74%	2,46%	1,30%	3,55%
	Samsung	1,09%	2,52%	1,22%	3,88%
	STMicro	1,37%	1,15%	0,51%	2,63%
P/E	TSMC	41,63	19,88	11,44	26,89
	Samsung	29,63	14,41	5,86	35,92
	STMicro	13,48	20,11	7,57	56,31

Les comparaisons historiques révèlent un constat frappant : TSMC dispose indéniablement d'un avantage concurrentiel durable (MOAT), mais sa valorisation actuelle est extrêmement élevée. Or, la



philosophie de ce site repose sur l'acquisition d'entreprises exceptionnelles – ce qui caractérise TSMC et, dans une certaine mesure, Samsung également – à des prix raisonnables, ce qui n'est manifestement pas le cas aujourd'hui.

STMicroelectronics et Samsung affichent leur niveau de trésorerie par action le plus élevé de la période 2016-2024, tandis que TSMC se situe à son plus bas niveau. La répartition de l'actif net suit une tendance similaire pour les trois entreprises.

Les ratios de valorisation de TSMC sont systématiquement les moins attractifs : le bénéfice net par action, le dividende par action et l'owner's earning par action se situent en dessous de leurs niveaux historiques, tandis que le ratio cours/bénéfice (P/E) atteint son niveau le plus élevé.

Ces mêmes ratios apparaissent plus favorables pour Samsung, et davantage encore pour STMicroelectronics, sans toutefois se situer à des niveaux historiquement bas. L'engouement pour le secteur des semi-conducteurs reste intact.

Méthodes de valorisation

Au 21/01/2026, les différentes méthodes de valorisation maison donne:

Méthode revenu opérationnel

	CAGR	Revenu opérationnel par action moyen 2016-2024	Revenu opérationnel par action Max 2016-2024	taux de discount	Degré	Résultat	Décote
TSMC	19,91%	2,48%	5,93%	OAT 10 ans = 3,45%	Très optimiste	\$1 969,28	-11,64%
Samsung	1,42%	10,50%	22,40%	OAT 10 ans = 3,45%	Réaliste	₩20 44863	1,13%
STMicro	-6,54%	2,47%	9,78%	OAT 10 ans = 3,45%	Pessimiste	2,22 €	957,70%



Méthode revenu net

	CAGR	Revenu net par action moyen 2016-2024	Revenu net par action Max 2016-2024	taux de discount	Degré	Résultat	Décote
TSMC	17,09%	5,45%	8,74%	OAT 10 ans = 3,45%	Très optimiste	\$2 312,0	-24,74%
Samsung	5,20%	9,07%	16,69%	OAT 10 ans = 3,45%	Réaliste	₩ 34 15	337,66%
STMicro	32,39%	6,78%	12,68%	OAT 10 ans = 3,45%	Très optimiste	152,84 €	-84,63%

Méthode Owner's Earning

	CAGR	Owner's earning par action moyen 2016-2024	Owner's earning par action Max 2016-2024	taux de discount	Degré	Résultat	Décote
TSMC	18,43%	3,30%	5,77%	OAT 10 ans x 2= 6,9 %	Très optimiste	\$1 712,75	1,59%
Samsung	3,94%	6,77%	15,36%	OAT 10 ans x 2= 6,9 %	Réaliste	₩ 17 703	744,48%
STMicro	27,01%	3,22%	7,16%	OAT 10 ans x 2= 6,9 %	Très optimiste	61,16 €	-61,59%



Méthode Free Cash Flow

	CAGR	Free Cash Flow par action moyen 2016-202	Free Cash Flow par action Max 2016-202	taux de discount	Degré	Résultat	Décote
TSMC	19,32%	3,17%	4,54%	OAT 10 ans x 2= 6,9 %	Très optimiste	\$2 256,35	-22,88%
Samsung	-0,93%	5,49%	14,25%	OAT 10 ans x 2= 6,9 %	Conservateur	₩ 9 573	1461,62%
STMicro	20,06%	3,27%	5,29%	OAT 10 ans x 2= 6,9 %	Très optimiste	47,88 €	-50,94%

	TSMC	Samsung	STMicro
Moyenne	\$2 062,60	₩ 20 471	66,02 €
Décote	-15,64%	630,31%	-64,42%

L'application des méthodes de valorisation révèle tout d'abord une difficulté majeure concernant Samsung. Les taux de croissance annuels composés (CAGR) affichent une volatilité importante qui, combinée à notre formule d'évaluation, produit des valorisations peu fiables.

Le cas de TSMC est particulièrement intéressant : toutes les valorisations reposent sur des hypothèses de CAGR très optimistes. La décote exigée devra donc être largement supérieure aux 15 % habituellement proposés. Une opportunité d'achat pourrait se présenter autour d'une décote de 40 %, à condition de vérifier la cohérence avec les ratios de valorisation historiques.

STMicroelectronics présente une situation hybride, avec des hypothèses tantôt très optimistes, à l'exception notable de la valorisation du résultat opérationnel. Néanmoins, l'entreprise ne dispose pas d'un avantage concurrentiel (MOAT) comparable à celui de TSMC.



Insider trading

L'analyse des transactions d'initiés (insider trading) s'avère complexe pour les entreprises non françaises, les bases de données publiques étant nettement moins complètes que la BDIF (Base des décisions et informations financières) française.

Une analyse approfondie de l'ensemble des mouvements d'actionnaires figurant dans les rapports annuels 2024 serait nécessaire, mais cette démarche est particulièrement chronophage.

Concernant STMicroelectronics, la base de données de l'AMF ne fait état d'aucune transaction. Insider Screener, dans sa version gratuite, signale de nombreuses ventes en 2025, mais il est difficile de déterminer si ces opérations résultent de programmes de rémunération en actions (stock compensation plans).

Dans ces conditions, l'analyse des transactions d'initiés se révèle peu pertinente pour cette étude comparative.

Score MOAT Valorisation		
TSMC	Samsung	STMicro
Historique et compétition : 2/5	Historique et compétition : 2/5	Historique et compétition : 3/5
Initiés "insider trading" : N/A	Initiés "insider trading" : N/A	Initiés "insider trading" : N/A
Total = 2/5	Total = 2/5	Total = 3/5



VI. Risque

● Risques externes (hors contrôle de TSMC)

1/ Risque géopolitique majeur : le conflit avec la Chine

L'invasion de Taïwan constitue le risque existentiel le plus critique. Un conflit militaire pourrait être extrêmement dommageable pour les usines à Taïwan. La possibilité d'un embargo technologique et des sanctions internationales paralysantes, ne peut pas être exclue. La pression politique croissante sur Taïwan pourrait également forcer TSMC à délocaliser massivement sa production, diluant ainsi son avantage de concentration industrielle.

2/ Rupture technologique

L'émergence d'une technologie de rupture pourrait rendre obsolète la lithographie EUV et les nœuds de gravure avancés. Par exemple, des architectures quantiques ou photoniques contourneraient les puces silicium traditionnelles

3/ Disruption de la chaîne d'approvisionnement critique

La dépendance envers ASML pour les machines de lithographie EUV représente un point de vulnérabilité unique. Des restrictions géopolitiques pourraient empêcher ASML de livrer à TSMC

4/ Réglementation et fragmentation du marché

Les politiques de rapatriement de production (CHIPS Act américain, European Chips Act, K-Chips Act coréen) poussent les gouvernements à subventionner massivement des capacités locales.

● Risques internes (liés aux choix stratégiques de TSMC)

1/ Concentration excessive de la clientèle

La dépendance vis-à-vis de quelques clients géants (Apple, Nvidia, AMD) expose TSMC à plusieurs risques :

- *L'intégration verticale : si Apple ou Nvidia décidaient de développer leurs propres capacités de fabrication*
- *La perte d'un client majeur au profit d'un concurrent (Samsung Foundry, Intel Foundry)*
- *Un ralentissement brutal dans un segment clé (IA, smartphones)*

2/ Coûts d'investissement devenus insoutenables

L'escalade du CapEx pourrait atteindre un point de rupture :



- Les investissements pour chaque nouvelle génération (3nm → 2nm → 1.4nm) deviennent exponentiellement plus coûteux
- Les machines EUV de nouvelle génération (High-NA EUV) coûtent 350-400M\$ pièce contre 200M\$ actuellement

Si les rendements économiques ne suivent plus, TSMC pourrait être pris dans une spirale d'investissements non rentables

3/ Pénurie de talents et fuite des cerveaux

Le vieillissement démographique de Taïwan et la concurrence internationale pour attirer les meilleurs ingénieurs en semi-conducteurs pourraient affaiblir le capital humain de TSMC, crucial pour maintenir son avance technologique.



VII. Conclusion

Note globale

Score finale		
TSMC	Samsung	STMicro
Score MOAT Quantitatif : 51/60 Score MOAT Valorisation : 2/5	Score MOAT Quantitatif : 47/60 Score MOAT Valorisation : 2/5	Score MOAT Quantitatif : 40/60 Score MOAT Valorisation : 2/5
Total 53/65 soit 16,3/20	Total 49/65 soit 15,1/20	Total 42/65 soit 12,9/20

Verdict

TSMC dispose d'un avantage concurrentiel (MOAT) clairement identifiable et supérieur à celui de ses concurrents. Comme évoqué lors du choix des entreprises comparées, Samsung présente une diversification plus importante, ce qui limite la pertinence de la comparaison. Néanmoins, il s'agit de l'entreprise technologiquement la plus avancée dans la gravure fine et dont le modèle opérationnel se rapproche le plus de celui de TSMC/ STMicroelectronics se positionne quant à elle sur des nœuds technologiques plus matures. À ce jour, TSMC n'a pas de concurrent direct comparable.

L'entreprise se trouve néanmoins au cœur d'un conflit géopolitique préoccupant. Elle est également le principal fournisseur d'équipements essentiels au secteur de l'IA, secteur que certains analystes considèrent désormais comme une bulle spéculative. La valorisation actuelle de TSMC semble d'ailleurs corroborer cette hypothèse. Sur le long terme, même en cas d'éclatement d'une bulle sur l'IA ou de déclenchement d'un conflit armé à Taïwan, TSMC a déjà amorcé une diversification géographique de sa production. Par ailleurs, reproduire la technologie de TSMC à un niveau équivalent nécessiterait des capitaux considérables et, surtout, un savoir-faire technique extrêmement difficile à acquérir.

Verdict final

- *TSMC : Opportunité d'achat attractive en dessous de TWD 1 237,56 (correspondant à une décote de 40 % par rapport à la moyenne des valorisations).*
- *Samsung : Une analyse approfondie de l'ensemble du conglomerat est nécessaire avant toute décision d'investissement.*
- *STMicroelectronics : MOAT moins robuste que celui de TSMC.*