

Indra (IDR)

Reinicio Cobertura

Sector: Electrónica y Software (Tecnología y Telecomunicaciones)

Accionistas:

SEPI: 18,7%

C.F. Alba (ALB): 10,5%

Analista: Paula Sampedro, CFA

Tel: 34 - 91 - 573 3027

Fax: 34 - 91 - 504 4046

Mesa de contratación

Enrique Zamácola / Javier de Pedro

Tel: 34 - 91 - 573 3027

Fax: 34 - 91 - 504 4046

COMPRAR

RIESGO: ALTO

Precio acción (15/01/18):	EUR 11,69
Precio objetivo (12 meses):	EUR 14,86
# de acciones (mill):	176,65
Capitalización bursátil (mill):	EUR 2.065,09
Máx/Mín 2018:	EUR (11,80/11,41)
Máx/Mín (12 meses):	EUR (13,87/10,18)
% Máx/Mín (12 meses):	-16/15

PER 12:	16,2
PER 13:	24,9
PER 14:	(14,4)
PER 15:	(2,2)
PER 16:	27,4
PER 17 E:	19,0
PER 18 E:	18,7
PER 19 E:	13,3
PER 20 E:	10,9

Principales Ratios

	EV/Ebitda	Ebitda (*)	Bº Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (%)
2012	10,4	268,38	132,66	178,74	0,81	1,09	0,34	42
2013	14,0	250,20	115,82	168,60	0,71	1,03	0,34	48
2014	91,3	21,76	(91,91)	(26,17)	(0,56)	(0,16)	0,00	0
2015	(3,8)	(555,98)	(641,19)	(556,37)	(3,91)	(3,39)	0,00	0
2016	10,6	229,38	69,93	138,22	0,43	0,84	0,00	0
2017E	10,1	256,67	105,08	157,05	0,62	0,92	0,00	0
2018E	10,0	260,73	110,18	145,23	0,62	0,82	0,16	25
2019E	7,6	319,74	155,78	235,62	0,88	1,33	0,22	25
2020E	6,1	362,80	189,48	274,57	1,07	1,55	0,27	25

(*) EUR millones

Factores Claves de la Inversión

- **Indra (IDR, la Compañía o el Grupo) es la principal empresa de servicios de Tecnologías de la Información (TI) en España. Además, tiene una importante presencia internacional en determinados nichos de mercado de los sectores de Defensa y Transporte**, donde el valor añadido del producto es determinante, generando, por tanto, mayores márgenes de explotación para la Compañía, y donde creemos reside la mayor parte del valor del Grupo.
- **El sector de TI está comenzando a registrar una incipiente recuperación**, tras años en los que la inversión se ha visto significativamente mermada, mientras que los sectores de Transporte y Defensa también presentan perspectivas favorables.
- **Desde 2015 IDR está llevando a cabo un importante programa de reestructuración** que se ha reflejado de forma favorable progresivamente en los resultados de 2016 y en los acumulados hasta septiembre de 2017.
- Además, **con la reciente adquisición de Tecnocon IDR ha reforzado su oferta de soluciones propias** y, en especial, en soluciones de Sistemas de Pago, lo que contribuirá a impulsar sus márgenes de explotación.
- **IDR ha anunciado un nuevo plan estratégico 2018–2020**, basado en: i) reenfoque hacia segmentos de mayor valor añadido; ii) mayor orientación comercial de todo el Grupo; y iii) mejora de la productividad, **y con el que espera alcanzar un incremento del beneficio neto de explotación (EBIT) superior al 10% tacc hasta 2020**.
- Además, **IDR ha decidido agrupar sus actividades de TI en una nueva filial**. Dado el limitado crecimiento esperado en las ventas de esta área, lo que dificulta su apalancamiento operativo, y las dificultades para competir en el sector frente a las grandes multinacionales, **no descartamos que IDR decida alcanzar algún tipo de alianza estratégica** con terceras partes en su negocio de TI.
- **En nuestras estimaciones contemplamos un crecimiento del EBIT hasta 2020 y frente a 2016 del 14,8% tacc** (+11,8% tacc en base comparable ajustada por la adquisición de Tecnocon), gracias a un moderado crecimiento de las ventas y a una mejora de los márgenes de explotación.
- No obstante, la Compañía se encuentra todavía llevando a cabo su reestructuración. Esto, y la incertidumbre política existente en la actualidad, que podría derivar en un retraso de los planes de inversión de las empresas, creemos que reduce la visibilidad de los resultados de IDR a corto plazo. Por tanto, **consideramos que el riesgo de la inversión es ALTO**.
- Hemos valorado IDR en **EUR 14,86** por acción, lo que a los precios actuales de la acción supone un atractivo potencial de revalorización del 27%. Creemos que el castigo sufrido por el valor tras la presentación de los resultados del 1S2017, que fueron algo decepcionantes (y tras los cuales pusimos el valor en revisión), y la celebración del Día del Inversor, es excesivo. A pesar de que los crecimientos en ventas no han sido los esperados, sí creemos que el Grupo está llevando a cabo un buen trabajo en la ejecución de su plan de reestructuración. Además, no dudamos en que IDR, dado su posicionamiento en el sector, sector que presenta unas interesantes oportunidades de crecimiento a futuro, seguirá siendo uno de los principales actores en el mismo a medio plazo. Es por ello que consideramos que el potencial de revalorización que presentan actualmente las acciones de la Compañía es una oportunidad para entrar en el valor. **Por tanto, reiniciamos nuestra cobertura de IDR con una Recomendación de COMPRAR**.

RECOMENDACIÓN: COMPRAR
RIESGO: ALTO

INDRA HA PRESENTADO UN NUEVO PLAN ESTRATÉGICO 2018–2020 TRAS HABER PRÁCTICAMENTE FINALIZADO SU PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN

El pasado 30 de noviembre IDR celebró su Día del Inversor, en el que presentó sus líneas estratégicas para el periodo 2018-2020, cuyas principales ideas fueron:

- **El entorno presenta buenas perspectivas de crecimiento** en todos los sectores en que opera IDR: incremento de las inversiones en Defensa, especialmente en Europa, por la nueva situación geopolítica, en Infraestructuras y en Transporte, y disrupción de las nuevas tecnologías en todos los sectores de la economía.
- En este contexto el Grupo invertirá en sus productos, haciendo evolucionar su cartera hacia los **segmentos de mayor valor añadido**, si bien manteniendo una oferta racionalizada mientras sigue trabajando en la estandarización de su cartera de productos para ganar eficiencia. Complementará su oferta de productos propios de forma selectiva para poder ofrecer a sus clientes soluciones *end-to-end*.
- También incrementará la **orientación comercial** del Grupo con el fin impulsar las ventas.
- **Continuará trabajando en mejorar la productividad** de sus operaciones con el fin de mejorar su competitividad y sus márgenes. Igualmente, la generación de caja seguirá en el centro de la estrategia de la Compañía.
- **La Compañía agrupará sus activos de TI** en una nueva filial, con el fin de dotarle de mayor flexibilidad, agilidad, enfoque y asunción de responsabilidades (*accountability*). No descartamos que IDR alcance acuerdos estratégicos con terceras partes en esta actividad.
- La compañía ha establecido las siguientes **guías financieras** (sobre una base comparable 2016 ajustada por la adquisición de TecnoCom):

Crecimiento de los ingresos 2016-2020: Dígito simple bajo – Defensa y Seguridad dígito simple medio-alto; ATM dígito simple medio; Transporte dígito simple medio-alto; TI dígito simple bajo.

Crecimiento del beneficio de explotación (EBIT): >10% anual acumulado (sobre una base 2016 ajustada por la adquisición de TecnoCom)

Generación de caja en el periodo: EUR 550-650 millones (antes de Capex y elementos extraordinarios).

Capex: EUR 150-200 millones

Empleo de la caja generada: Desapalancamiento de la estructura financiera, recuperación del dividendo (posiblemente en 2019 con cargo a 2018) y adquisiciones selectivas, buscando principalmente compañías con productos complementarios al Grupo.

- Señalar que los *pipelines* de Defensa y Seguridad se encuentran en máximos históricos, si bien esto no comenzará a reflejarse en las ventas hasta pasado 2020. Así, la Compañía cree que en el periodo de 2020-2022 el área de Defensa podría registrar crecimientos del 10% anual en ventas.

LOS RESULTADOS PRESENTADOS POR LA COMPAÑÍA EN 9M2017 NOS HAN DECEPCIONADO ALGO A NIVEL DE VENTAS, NO ASÍ EN CUANTO A MÁRGENES DE EXPLOTACIÓN

IDR obtuvo un beneficio neto atribuible de EUR 85 millones en los nueve primeros meses de 2017 (9M2017), sustancialmente superior a los EUR 48 millones de 9M2016, gracias tanto al crecimiento de los ingresos como a la mejora de los márgenes de explotación, fruto del proceso de reestructuración lanzado por la Compañía en 2015. Además, señalar que los resultados 9M2017 incluyen a partir del 18 de abril de 2017 la integración de su competidora Tecnomcom, sobre la que lanzó una Oferta Pública de Adquisición (OPA) a finales de 2016.

Así, los ingresos de IDR alcanzaron EUR 2.116 millones en 9M2017, lo que supone un incremento del 8,5% respecto a los registrados en 9M2016. Destacar que excluyendo la aportación de Tecnomcom (EUR 167 millones) las ventas del Grupo se habrían mantenido estables. Además, en el 3T2017 los ingresos de IDR, excluyendo la aportación de Tecnomcom, consiguieron registrar un crecimiento del 5% interanual, gracias a la aportación del negocio de Elecciones (de naturaleza volátil) y a un menor descenso de la cifra de negocio de Transporte y Tráfico, que creemos que podría haber tocado suelo, además de a la desaparición del efecto comparativo del contrato de BPO de Vodafone, perdido a mediados de 2016.

Cuadro n. 1

DESGLOSE DE LA CIFRA DE NEGOCIO DE INDRA 9M2017 vs 9M2016

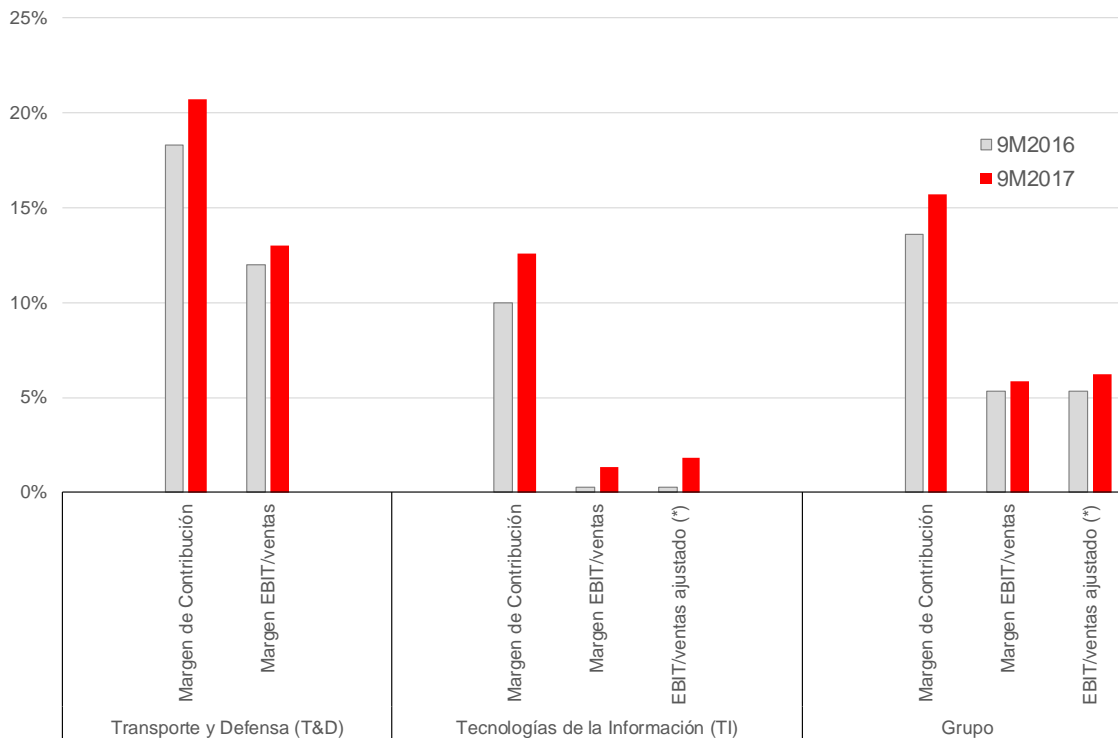
EUR millones	VENTAS	17/16 (%)
Transporte&Defensa (T&D)	811	(4,2)
. Defensa y Seguridad	408	1,7
. Transporte y Tráfico	403	(9,5)
Tecnologías de la Información (TI)	1.305	18,2
. Energía e Industria	341	16,4
. Servicios Financieros	437	24,1
. Telecom & Media	171	6,2
. AAPP & Sanidad	355	19,4
TI excluyendo Tecnomcom	1.138	3,1
TOTAL	2.116	8,5
Total excluyendo Tecnomcom	1.949	(0,1)

Fuente: Informe de resultados 9M2017 de la Compañía.

No obstante, la evolución de las ventas se queda corta respecto a nuestras estimaciones. En concreto, contemplábamos un ligero incremento de las ventas de Transporte y Defensa del 3%, en lugar del retroceso que éstas han registrado, que se ha debido a la mala evolución de la actividad de Transporte y Tráfico como consecuencia de la revisión estratégica que se ha realizado en el área, al descenso de la actividad en ciertos proyectos relevantes y a retrasos en la adjudicación de algunos contratos en países con economías dependientes del crudo. Señalar, no obstante, que las ventas de Transporte y Tráfico parece que han comenzado a tocar suelo en el 3T2017 con un retroceso del 3%.

Además, contemplábamos una mayor aportación de las ventas de TecnoCom para las que habíamos proyectado un crecimiento del 7,9% en el ejercicio 2017 en su conjunto, impulsadas por la revolución digital que se está produciendo en todas las áreas de la economía, mientras que, por el contrario, éstas en términos comparables han retrocedido un 3,1% en 9M2017. La evolución del área de TI excluyendo TecnoCom está en línea con nuestras estimaciones.

Mientras, los márgenes de explotación mejoraron sustancialmente, tanto en el negocio de TI como en el de Transporte y Defensa. Esto se ha debido a la mayor rentabilidad de los contratos llevados a cabo, reflejado en la mejora del margen de contribución, tal y como se muestra en el gráfico n. 1, mientras que la falta de crecimiento de las ventas (excluyendo la integración de TecnoCom) ha impedido el apalancamiento de los costes de estructura. Con esto, IDR alcanzó un beneficio neto de explotación (EBIT) de EUR 124 millones, un 18,7% superior al alcanzado en 9M2016, y un margen EBIT/ventas del 5,8% y del 6,2% si se excluyen los costes de integración de TecnoCom (5,3% en 9M2016)

Gráfico n. 1
EVOLUCIÓN DE LOS MÁRGENES DE EXPLOTACIÓN DE INDRA 9M2017 vs 9M2016


Fuente: Informe de resultados 9M2017 de la Compañía.
 (*) Excluyendo cargos integración TecnoCom.

De esta forma, el margen EBIT/ventas de IDR sí se sitúa en línea con nuestras previsiones para el ejercicio, a pesar de que la falta de crecimiento en ventas no le ha permitido beneficiarse del apalancamiento de la estructura del Grupo en la medida que nosotros contemplábamos, gracias a que IDR ha alcanzado unos márgenes de contribución mayores de lo que habíamos calculado, tanto en el negocio de TI como en el de Tráfico y Defensa.

Indra (IDR), Enero 2018

Por otro lado, IDR registró un resultado financiero neto de EUR 21,8 millones en 9M2017, sustancialmente inferior a los EUR 30,4 millones registrados en 9M2016 a pesar del incremento de la deuda neta media en el periodo (la adquisición de TecnoCom supuso una salida de caja de EUR 185 millones), gracias a un descenso del coste medio de financiación, así como al efecto positivo de ciertas coberturas por el tipo de cambio y otros resultados no financieros.

El gasto por impuestos alcanzó EUR 16 millones, lo que implica una tasa impositiva del 16%, frente al 36% en 9M2016, como consecuencia de un mejor aprovechamiento de las bases imponibles negativas en Brasil.

Con todo ello, el beneficio neto se incrementó un 76%, hasta EUR 85 millones en 9M2017, tal y como hemos señalado antes.

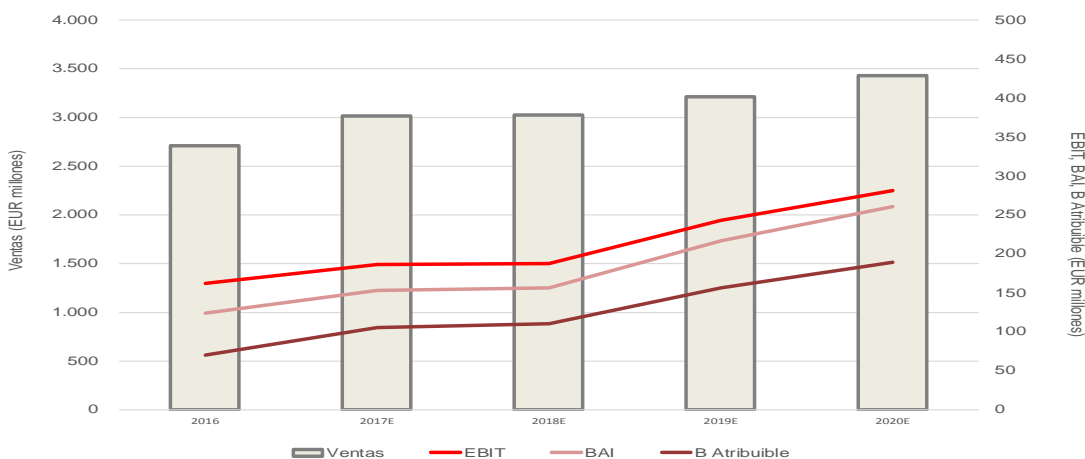
TRAS LA EVOLUCIÓN DE RESULTADOS REGISTRADA EN 9M2017 Y LA PRESENTACIÓN DEL NUEVO PLAN ESTRATÉGICO HEMOS REVISADO A LA BAJA NUESTRAS ESTIMACIONES PARA 2017 Y 2018

Tras la evolución registrada por los resultados del Grupo en 9M2017, y teniendo en cuenta el nuevo plan estratégico publicado por IDR, hemos recortado nuestras estimaciones (de resultados recurrentes) para los ejercicios 2017 y 2018, ya que en nuestras anteriores estimaciones (febrero 2017) habíamos sido demasiado optimistas con el crecimiento alcanzable por las áreas de negocio tanto de Transporte y Defensa como de TI, así como del apalancamiento operativo que dicho crecimiento permitiría. Además, publicamos por primera vez nuestras proyecciones de resultados para los ejercicios 2019 y 2020.

Así, proyectamos un moderado crecimiento de la cifra de negocio de la Compañía, si bien, gracias a cierta mejora de los márgenes de explotación y a un progresivo descenso de los costes financieros, ésta debería traducirse en un importante incremento del beneficio neto, tal y como se muestra en el gráfico n. 2.

Gráfico n. 2

PROYECCIÓN DE LAS PRINCIPALES MAGNITUDES DE LA CUENTA DE RESULTADOS –2016-2020E



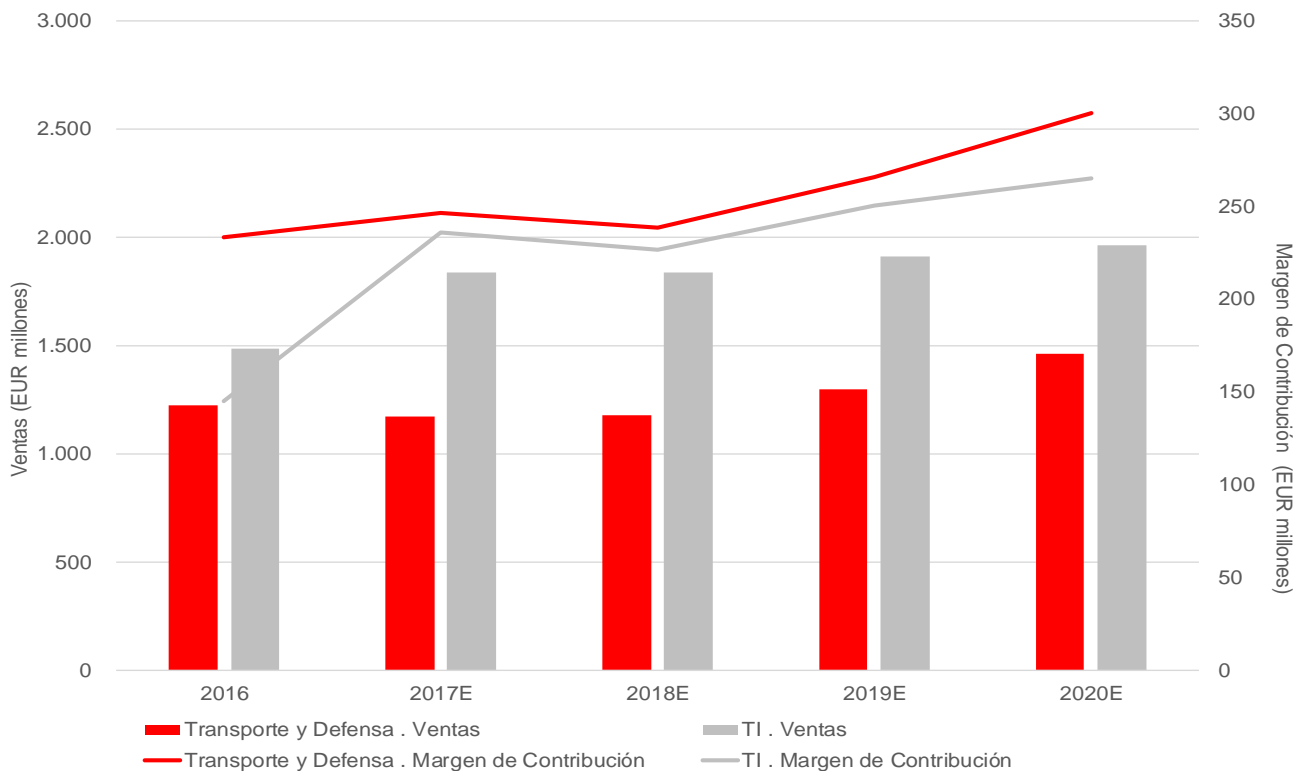
Fuente: Estados financieros de la Compañía 2016; estimaciones propias.

Contemplamos que las ventas de IDR alcancen en 2020 EUR 3.430 millones, lo que supone una tasa anual de crecimiento compuesto (tacc) del 6,1% (2,4% tacc en base comparable ajustada por la adquisición de

Indra (IDR), Enero 2018

Tecnocom) para el periodo 2017–2020. En concreto, proyectamos un crecimiento del 7,2% en el área de TI (+0,9% en base comparable) y del 4,6% en el área de Transporte y Defensa: 5,8% en Transporte y Tráfico, y 3,3% en Defensa y Seguridad. Respecto a nuestras estimaciones de febrero de 2017, hemos revisado a la baja un 2,1% las ventas proyectadas para 2017 y un 10,7% las estimadas para 2018.

Hemos proyectado una mejora del margen de contribución en el área de TI derivado del reenfoque del Grupo hacia los contratos de mayor valor añadido, mientras que en Transporte y Defensa hemos proyectado un descenso en 2018 por la caída de ingresos derivados del programa del Eurofighter y una posterior recuperación gracias a la reestructuración del área de Transporte. Así, hemos proyectado una mejora del margen de contribución del negocio de Transporte y Defensa desde el 19,1% en 2016 hasta alrededor del 21% en 2017 (20,7% en 9M2017), para volver a descender hasta el 20,3% en 2018 y recuperar hasta el 20,5% en 2020. Por su lado, hemos proyectado una mejora del margen de contribución del área de TI desde el 9,8% hasta el 13,5% en 2020 (9M2017: 12,6%).

Gráfico n. 3
CIFRA DE VENTAS Y MARGEN DE CONTRIBUCIÓN–2016-2020E


Fuente: Estados financieros de la Compañía 2016; estimaciones propias.

Indra (IDR), Enero 2018

En la misma línea proyectamos una evolución similar en el margen EBIT/ventas: manteniéndose en niveles del 13-14% en el periodo proyectado en el caso de Transporte y Defensa y registrando una mejora desde el 0,1% hasta el 3,8% en el caso de TI. Señalar que estas estimaciones incluyen los costes de integración de Tecnom, que afectarán a los resultados en 2017 y 2018. Con todo ello, esperamos que el EBIT del Grupo alcance en 2020 EUR 281 millones, lo que implica un margen sobre ventas del 8,2% (margen que en nuestras anteriores estimaciones calculábamos que la Compañía superaría ya en 2018) y un crecimiento tacc del 14,8% (+11,8% en base comparable ajustada por la adquisición de Tecnom).

Respecto a nuestras estimaciones de EBIT de febrero de 2017, señalar que hemos revisado al alza nuestras estimaciones para 2017, principalmente porque antes incluíamos EUR 45,8 millones de gastos de reestructuración y ahora sólo EUR 25,0 millones, mientras que hemos recortado las correspondientes a 2018, por las menores ventas proyectadas y por el menor apalancamiento operativo que esperamos logre el Grupo en el área de TI. En el cuadro a continuación resumimos nuestras estimaciones de resultados y las comparamos con las que teníamos antes.

Cuadro n. 2
ESTIMACIONES DE VENTAS Y EBIT 2016–2020E
Enero 2018

EUR millones	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Ventas	2.709	3.013	3.019	3.213	3.430
. Transporte y Defensa	1.224	1.176	1.178	1.302	1.466
. TI	1.485	1.837	1.841	1.912	1.964
EBIT	162	187	188	243	281
EBIT/ventas	6,0%	6,2%	6,2%	7,5%	8,2%

Febrero 2017

EUR millones	2016E	2017E	2018E
Ventas	2.706	3.086	3.381
. Transporte y Defensa	1.191	1.227	1.276
. TI	1.515	1.859	2.105
EBIT	154	178	281
EBIT/ventas	5,7%	5,8%	8,3%

Fuente: Estados financieros de la Compañía 2016; estimaciones propias.

Por otro lado, calculamos un progresivo descenso de los gastos financieros de IDR a medida que ésta va reduciendo su endeudamiento financiero neto. Así, esperamos que los gastos financieros netos del Grupo retrocedan desde EUR 39,3 millones en 2016 hasta EUR 20,5 millones en 2020. Nuestras anteriores estimaciones de gastos financieros netos apuntaban a alrededor de EUR 50 millones tanto en 2017 como en 2018, ya que calculábamos un mayor coste de la deuda.

Por último, hemos calculado una tasa impositiva del 30% en 2017 y que irá en descenso hasta el 25% en 2020 (24% en nuestras proyecciones anteriores).

Indra (IDR), Enero 2018

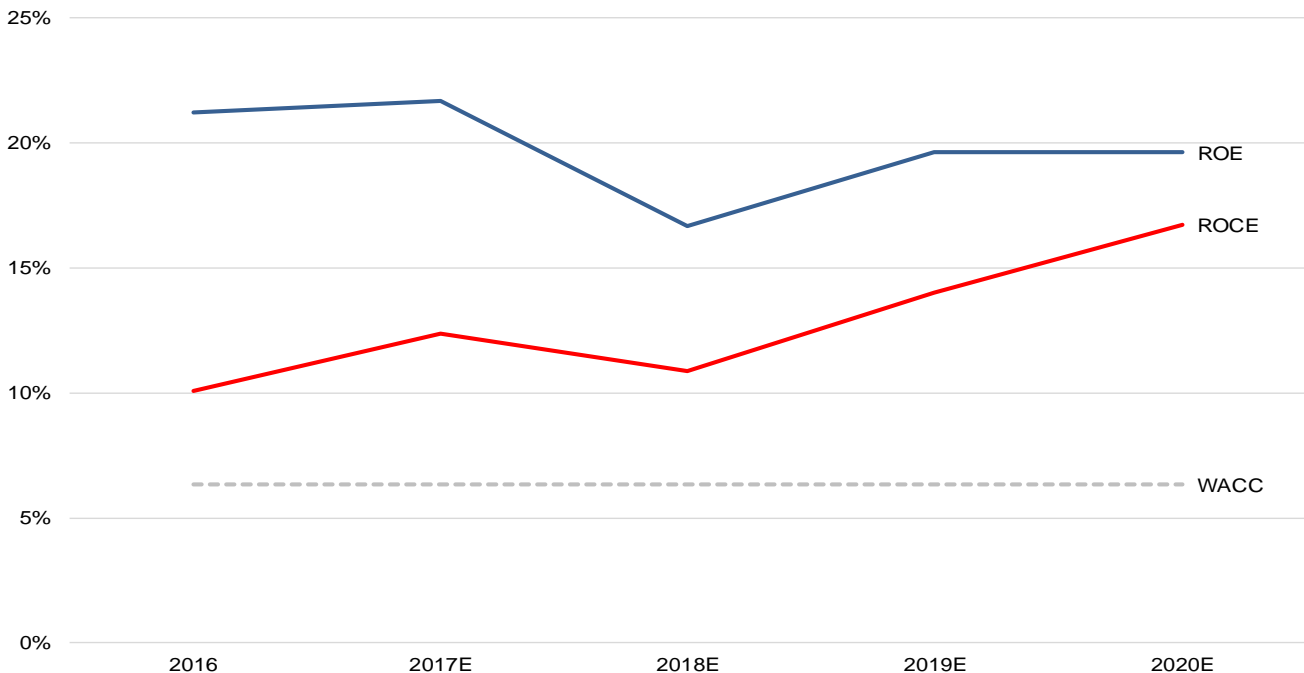
Con todo ello, esperamos que IDR alcance un beneficio neto de EUR 105,1 millones en 2017 (EUR 96,0 millones estimados previamente), EUR 110,2 millones en 2018 (EUR 175,1 millones estimados previamente), EUR 155,8 millones en 2019 y EUR 189,5 millones en 2020, frente a los EUR 69,9 millones alcanzados en 2016.

Con estas estimaciones calculamos que IDR será capaz de reducir su apalancamiento financiero neto desde 2,3 veces EBITDA al cierre de 2016 hasta niveles de 0,4 veces EBITDA en 2020, si no realiza ninguna nueva operación de adquisición nueva y contemplando el reinicio de la distribución de dividendos por parte del Grupo en 2019 con cargo a 2018 (hemos estimado un *pay-out* del 25%). Por tanto, IDR cuenta con una estructura financiera saneada que le permitirá llevar a cabo su plan estratégico e incluso adquirir alguna empresa si encuentra alguna oportunidad interesante.

Por otro lado, esta mejora de resultados se traducirá en un incremento de la rentabilidad sobre el capital empleado (ROCE). No obstante, este efecto será compensado por el progresivo desapalancamiento de la estructura financiera en el caso de la rentabilidad sobre los fondos propios (ROE). En cualquier caso, en todo momento el ROE se situará por encima del ROCE por lo que se puede concluir que la estructura de capital es eficiente desde el punto de vista de la rentabilidad alcanzable por el accionista. Igualmente, el ROCE superará el coste medio del capital empleado (WACC) lo que supone que la Compañía creará valor en términos de Economic Value Added (EVA).

Gráfico n. 4

EVOLUCIÓN PROYECTADA DE ROCE Y ROE VS WACC (2016-2020E)



Fuente: Estados financieros de Indra 2016; estimaciones propias.

HEMOS ESTABLECIDO UN PRECIO OBJETIVO PARA INDRA DE EUR 14,86 POR ACCIÓN, LO QUE A LOS PRECIOS ACTUALES SUPONE UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 27%

Hemos valorado IDR utilizando un descuento de flujos de caja del inversor ajustado a impuestos, con el que hemos obtenido un valor de EUR 2.896,69 millones, lo que supone un precio por acción de EUR 16,40 (EUR 16,42 estimación anterior). La tasa de actualización empleada (*wacc: weighted average cost of capital*) es del 6,29% y su cálculo se recoge en el anexo n. 3. Las principales hipótesis de resultados que hemos empleado son las que se han descrito en este informe en el apartado correspondiente.

Además, hemos realizado una valoración de IDR utilizando el multiplicador bursátil EV/EBIT (valor empresa/EBIT) 2018 estimado por el consenso de analistas elaborado por *FactSet* para las compañías cotizadas que consideramos más comparables al Grupo. Para ello, hemos diferenciado entre los negocios de TI y los negocios de Transporte & Defensa. Tal y como se muestra en el cuadro n. 3, hemos obtenido una valoración del Grupo de EUR 2.352,53 millones o EUR 13,32 por acción (EUR 9,99 valoración anterior). Destacar que, a nivel de Valor Empresa, más del 80% del valor que le otorgamos al Grupo procede del área de Transporte & Defensa.

Cuadro n. 3
VALORACIÓN POR MULTIPLICADORES BURSÁTILES- 15 enero 2018

EBIT TI ajustado (*)	48,80
EV/EBIT TI grupo referencia	11,19
EV negocio TI	545,83
EBIT Defensa&Transporte	153,76
EV/EBIT Defensa&Transporte grupo referencia	15,22
EV negocio Defensa&Transporte	2.340,39
EV Grupo	2.886,22
Deuda neta	(533,7)
Valor FFPP	2.352,53
Valor EUR/acción	13,32

Fuente: FactSet. Elaboración propia.

Grupo de referencia TI: Acando AB, Addnode Group, Affecto, Allgeier, Alten, Altran Technologies, Asseco Polando, Atos SE, Aubay, Cancom SE, Cap Gemini, Devoteam, Digia, Econocom Group, GFI Informatique, GFT Technologies, Global Dominion Access (DOM), Groupe Open, Neuronas, Novabase, Reply, Software AG, Sonda, Sopra Steria Group, Tieto, Wavestone.

Grupo de referencia Defensa y Transporte: BAE Systems, CAE Inc, Cobham, General Dynamics, Kongsberg Gruppen, L3 Technologies, Lockheed Martin, ManTech International Corp., QinetiQ Griup, Raytheon, Rockwell Collins, Thales, Ultra Electronics Holdings.

(*) EBIT ajustado descontando costes no recurrentes de la integración de Tecnomcom.

Si combinamos ambos métodos de valoración, por descuento de flujos de caja del inversor ajustado a impuestos y por multiplicadores relativos, obtenemos una valoración de la Compañía de EUR 2.624,61 millones y un precio objetivo 12 meses para la acción de IDR de EUR 14,86 por acción (valoración anterior: EUR 13,20), lo que a los precios actuales de la acción supone un potencial de revalorización del 27%.

CONSIDERAMOS QUE EL DESCENSO QUE HA SUFRIDO LA COTIZACIÓN DE INDRA EN LOS ÚLTIMOS MESES CONSTITUYE UNA OPORTUNIDAD PARA ENTRAR EN EL VALOR

IDR es la principal empresa de servicios de TI en España, actividad en la que divide su oferta en mercados verticales para adaptarse mejor a las necesidades de sus clientes para los que realiza el papel de socio tecnológico, diferenciando entre el segmento de Administraciones Públicas y Sanidad, Telecomunicaciones, Servicios Financieros y Energía. Hay que señalar que el peso de la demanda del sector público en el negocio de TI de IDR sigue siendo elevado. Además, tiene una importante presencia internacional en determinados nichos de mercado muy especializados de los sectores de Defensa y Transporte, de demanda principalmente derivada del sector público, donde el valor añadido del producto es determinante y que, por tanto, genera mayores márgenes de explotación para la Compañía. De hecho, a pesar de suponer un menor volumen en ventas, estas áreas nicho de mayor valor añadido son las que generan la mayor parte de los resultados a nivel de explotación y tienen un mayor peso en nuestra valoración del Grupo.

Tras años de fuerte crisis, el sector de TI está comenzando a registrar una incipiente recuperación, gracias al repunte del propio ciclo económico, así como de los avances tecnológicos que hacen que no invertir en tecnología no sea una opción que se pueden permitir las empresas. Las áreas de Transporte y Defensa también presentan favorables perspectivas a medio plazo por las inversiones procedentes del sector público que se esperan.

Por otro lado, desde 2015 IDR está llevando a cabo un importante programa de reestructuración que se ha visto reflejado progresivamente en los resultados de 2016 y en los resultados acumulados hasta septiembre de 2017. Además, con la reciente adquisición de la empresa de servicios y consultoría de TI española TecnoCom por importe de EUR 305 millones IDR ha reforzado su oferta de soluciones propias y, en especial, en soluciones de Sistemas de Pago. Creemos que las soluciones adquiridas contribuirán a mejorar la rentabilidad de su negocio, y están en línea con la estrategia del Grupo de reenfoque su actividad hacia segmentos de mayor valor añadido.

IDR continuará este reenfoque estratégico con un nuevo plan 2018–2020 anunciado el pasado mes de noviembre cuyos principales pilares son: i) reenfoque hacia segmentos de mayor valor añadido; ii) mayor orientación comercial de todo el Grupo; y iii) mejora de la productividad. Con este plan IDR espera alcanzar un incremento del beneficio neto de explotación (EBIT) superior al 10% tacc (en base 2016 ajustada por la adquisición de TecnoCom) hasta 2020. Además, IDR ha decidido agrupar sus actividades de TI en una nueva filial. Dado el limitado crecimiento esperado en las ventas de esta área, lo que dificulta su apalancamiento operativo, y las dificultades para competir en el sector frente a las grandes multinacionales, no descartamos que IDR decida alcanzar algún tipo de alianza estratégica con terceras partes en su negocio de TI.

En concreto, en nuestras estimaciones contemplamos un crecimiento de las ventas de IDR del 6,1% tacc (2,1% tacc en base comparable ajustada por la adquisición de TecnoCom) hasta 2020 y respecto al 2016 y del EBIT del Grupo del 14,8% tacc (+11,8% tacc en base comparable por la adquisición de TecnoCom).

Al mismo tiempo, calculamos que IDR será capaz de reducir su apalancamiento financiero neto desde 2,3 veces EBITDA al cierre de 2016 hasta niveles de 0,4 veces EBITDA en 2020, si no realiza ninguna nueva operación de adquisición nueva y contemplando el reinicio de la distribución de dividendos por parte del Grupo en 2019 con cargo a 2018 (hemos estimado un *pay-out* del 25%). Por tanto, IDR cuenta con una estructura financiera saneada que le permitirá llevar a cabo su plan estratégico e incluso adquirir alguna empresa si encuentra alguna oportunidad interesante.

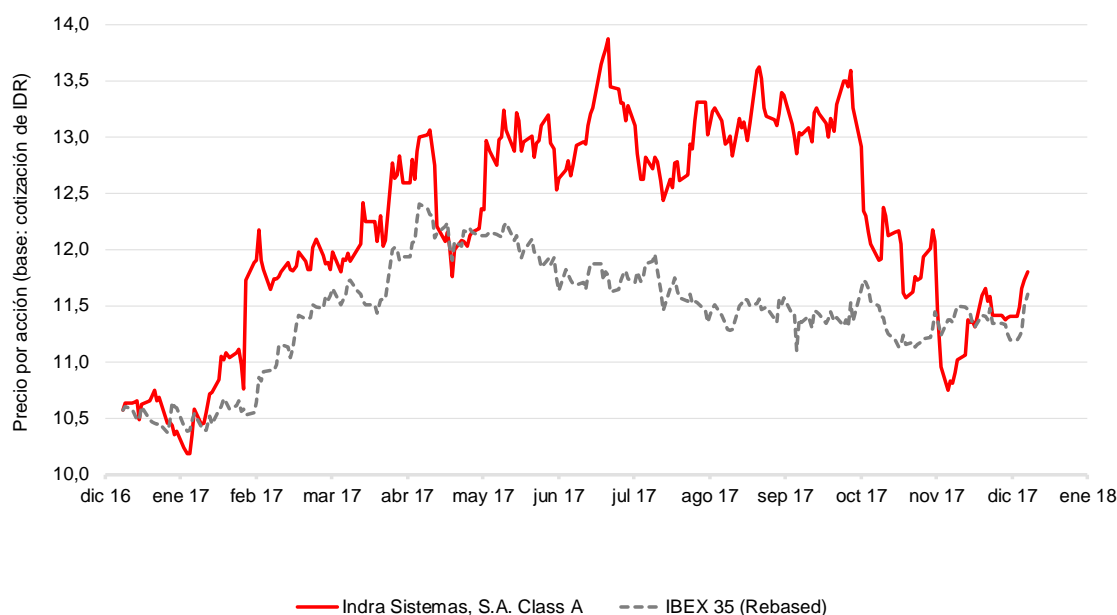
No obstante, la Compañía se encuentra todavía llevando a cabo su reestructuración, si bien creemos que los resultados obtenidos hasta ahora son muy prometedores. Esto, y la incertidumbre política existente en la

Indra (IDR), Enero 2018

actualidad, que podría derivar en un retraso de los planes de inversión de las empresas, creemos que reduce la visibilidad de los resultados de IDR a corto plazo. Por tanto, consideramos que el riesgo de la inversión es **ALTO**.

Gráfico n. 5

EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DE INDRA VS IBEX-35 – 12 MESES



Fuente: FactSet.

Hemos valorado IDR en **EUR 14,86** por acción, lo que a los precios actuales de la acción supone un atractivo potencial de revalorización del 27%. Creemos que el castigo sufrido por el valor tras la presentación de los resultados del 1S2017, que ya fueron algo decepcionantes (y tras los cuales pusimos el valor en revisión), y la celebración del Día del Inversor, es excesivo. A pesar de que los crecimientos en ventas no han sido los esperados, sí creemos que el Grupo está llevando a cabo un buen trabajo en la ejecución de su plan de reestructuración. Además, no dudamos en que IDR, dado su posicionamiento en el sector, sector que presenta unas interesantes oportunidades de crecimiento a futuro, seguirá siendo uno de los principales actores en el mismo a medio plazo. Es por ello, que consideramos que el potencial de revalorización que presentan actualmente las acciones de la Compañía es una oportunidad para entrar en el valor. **Por tanto, reiniciamos nuestra cobertura de IDR con una Recomendación de COMPRAR.**

Indra (IDR), Enero 2018
ANEXO n. 1
PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS (+)
(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2020)

	2020E	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO									
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	1,17	1,17	1,14	1,11	1,31	1,16	1,41	1,52	1,25
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,25	0,25	0,25	0,24	0,42	0,21	0,18	0,21	0,04
. Fondo de maniobra operativo (Euro. mill.)	194,62	172,67	143,20	132,97	106,76	298,37	671,30	885,81	873,19
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO									
. Patrimonio neto/pasivo total	0,29	0,25	0,21	0,17	0,11	0,10	0,27	0,30	0,30
. Patrimonio neto/pasivo lp	1,65	1,05	0,76	0,58	0,28	0,28	1,05	1,20	1,58
. Patrimonio neto/activo fijo	0,77	0,63	0,51	0,42	0,31	0,27	0,79	0,94	0,84
. Fondos accionista/activo fijo	0,77	0,63	0,51	0,42	0,31	0,27	0,79	0,94	0,84
. Recursos permanentes/activo fijo	1,24	1,22	1,18	1,14	1,41	1,23	1,55	1,73	1,37
. Recursos ajenos/activo total	0,71	0,75	0,79	0,83	0,89	0,90	0,73	0,70	0,70
. Deuda neta/fondos accionista	13%	40%	73%	94%	138%	227%	70%	55%	57%
. EBIT/gastos financieros netos	-13,70	-9,50	-5,88	-5,52	-4,11	10,01	0,83	-3,79	-4,07
. Gastos financieros netos/ventas n.	-0,6%	-0,8%	-1,1%	-1,1%	-1,5%	-2,2%	-1,7%	-1,8%	-1,8%
. CF explot./gts.financieros netos	-17,69	-12,53	-8,17	-7,59	-5,83	8,68	-0,42	-4,78	-5,03
. Endeudamiento neto (EUR millones)	138,4	360,0	533,7	586,0	522,8	699,7	662,7	622,5	633,3
RENDIMIENTO INVERSIÓN									
. ROA	5,2%	4,4%	3,2%	3,1%	2,2%	-15,9%	-1,3%	3,5%	3,6%
. ROE	19,6%	19,6%	16,7%	21,7%	21,7%	-84,3%	-4,7%	12,0%	12,9%
. ROCE	16,7%	14,0%	10,9%	12,4%	10,2%	-36,3%	-0,4%	9,7%	10,2%
. BA I/fondos accionista (A)	26,3%	26,7%	23,0%	30,5%	36,1%	-111,9%	-9,3%	13,1%	15,0%
. BA II/recursos permanentes (A1)	16,1%	14,1%	11,0%	10,9%	10,3%	-39,1%	-2,2%	10,2%	12,4%
. A/A1	1,63	1,89	2,08	2,80	3,51	2,86	4,32	1,28	1,21
RESULTADOS EXPLOTACIÓN									
. Margen bruto	72,0%	71,5%	70,9%	71,5%	74,9%	67,0%	67,8%	74,5%	75,1%
. Ebitda/ventas	10,6%	10,0%	8,6%	8,5%	8,5%	-19,5%	0,7%	8,6%	9,1%
. Margen explotación	8,2%	7,5%	6,2%	6,2%	6,0%	-22,5%	-1,4%	6,8%	7,4%
. BA I/ventas	7,6%	6,8%	5,2%	5,1%	4,6%	-24,8%	-3,3%	5,0%	5,6%
. B ^o Neto/ventas	5,5%	4,8%	3,6%	3,5%	2,6%	-22,5%	-3,1%	4,0%	4,5%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO									
. Ventas/tesorería	6,88	6,87	6,67	5,35	5,34	8,97	8,94	13,46	38,75
. Ventas/cuentas a cobrar	2,16	2,16	2,09	2,24	2,02	1,84	1,75	1,65	1,62
. Ventas/existencias	37,69	37,64	38,46	41,95	38,84	18,92	9,07	6,99	7,87
. Ventas/activo total	0,93	0,89	0,85	0,87	0,85	0,87	0,81	0,77	0,81
DATOS POR ACCIÓN									
. Beneficio neto por acción (Euro)	1,07	0,88	0,62	0,62	0,43	(3,91)	(0,56)	0,71	0,81
. Dividendo por acción (Euro)	0,27	0,22	0,16	0,00	0,00	0,00	0,00	0,34	0,34
. Cash-flow por acción (Euro)	1,55	1,33	0,82	0,92	0,84	(3,39)	(0,16)	1,03	1,09
. Valor contable por acción (Euro)	6,14	5,05	4,15	3,64	2,30	1,87	5,81	6,91	6,76
. Precio/valor contable (*)	1,90	2,31	2,81	3,21	5,08	4,63	1,39	2,54	1,94
RATIOS BURSÁTILES									
. Precio (Euro) (*)	11,69	11,69	11,69	11,69	11,69	8,67	8,07	17,58	13,11
. PER (veces)	10,9	13,3	18,7	19,0	27,4	(2,2)	(14,4)	24,9	16,2
. Precio/Cash-flow	7,5	8,8	14,2	12,7	13,9	(2,6)	(50,6)	17,1	12,0
. Rentabilidad por dividendo	2,3%	1,9%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%	2,6%
. Pay-out	25,0%	25,0%	25,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	48,2%	42,1%

(*) La cotización utilizada para los ejercicios 2016-2020 es la actual.

(+) A partir de abril de 2017 se consolida TecnoCom por integración global.

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

Indra (IDR), Enero 2018
ANEXO n. 2
CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado (+)
(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2020)

EUR millones	2020E	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
Total Ventas Netas	3.430,06	3.213,40	3.018,91	3.012,91	2.709,31	2.850,40	2.937,89	2.914,07	2.940,98
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	0,00	(13,00)	(100,08)	(188,11)	10,41	77,50
Coste de Ventas	(961,51)	(914,73)	(878,59)	(859,00)	(667,54)	(840,62)	(757,22)	(752,94)	(808,54)
MARGEN BRUTO	2.468,55	2.298,66	2.140,31	2.153,91	2.028,77	1.909,71	1.992,56	2.171,54	2.209,94
Gastos Explotación	(2.160,64)	(2.030,34)	(1.927,89)	(1.945,45)	(1.862,31)	(2.552,11)	(2.063,58)	(2.088,82)	(2.038,10)
Otros ingresos de explotación	54,88	51,41	48,30	48,21	62,91	86,42	92,78	167,48	96,53
CASH-FLOW DE EXPLOTACION (EBITDA)	362,80	319,74	260,73	256,67	229,38	(555,98)	21,76	250,20	268,38
Amortizaciones y depreciaciones	(81,84)	(77,17)	(73,17)	(70,17)	(67,84)	(85,48)	(64,23)	(51,91)	(51,17)
BENEFICIO EXPLOTACION	280,96	242,57	187,56	186,50	161,54	(641,46)	(42,47)	198,29	217,21
Rdos. financieros netos	(20,51)	(25,52)	(31,92)	(33,81)	(39,33)	(64,06)	(51,20)	(52,30)	(53,33)
Puesta en equivalencia	0,00	0,00	0,00	0,00	1,68	(0,38)	(3,35)	0,67	(0,59)
RDO ANTES DE IMPUESTOS (BAI)	260,45	217,05	155,64	152,69	123,88	(705,90)	(97,02)	146,66	163,29
Impuestos	(67,72)	(58,60)	(43,58)	(45,81)	(53,50)	64,05	6,62	(29,97)	(35,73)
B. ACTIVIDADES CONTINUADAS	192,73	158,45	112,06	106,88	70,38	(641,85)	(90,40)	116,69	127,57
Rdo. Actividades interrumpidas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
RESULTADO CONSOLIDADO	192,73	158,45	112,06	106,88	70,38	(641,85)	(90,40)	116,69	127,57
Minoritarios	(3,25)	(2,67)	(1,89)	(1,80)	(0,45)	0,66	(1,51)	(0,87)	5,09
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	189,48	155,78	110,18	105,08	69,93	(641,19)	(91,91)	115,82	132,66
<i>EBITDA</i>	<i>362,80</i>	<i>319,74</i>	<i>260,73</i>	<i>256,67</i>	<i>229,38</i>	<i>(555,98)</i>	<i>21,76</i>	<i>250,20</i>	<i>268,38</i>
<i>EBIT</i>	<i>280,96</i>	<i>242,57</i>	<i>187,56</i>	<i>186,50</i>	<i>161,54</i>	<i>(641,46)</i>	<i>(42,47)</i>	<i>198,29</i>	<i>217,21</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>274,57</i>	<i>235,62</i>	<i>145,23</i>	<i>157,05</i>	<i>138,22</i>	<i>(556,37)</i>	<i>(26,17)</i>	<i>168,60</i>	<i>178,74</i>

BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado (+)
(Evolución 2012/2016; Proyección 2017/2018)

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012
ACTIVOS NO CORRIENTES	1.448,47	1.480,05	1.223,57	1.146,69	1.206,05	1.202,56	1.324,66
ACTIVOS CORRIENTES	2.095,88	2.083,77	2.108,45	1.917,61	2.275,22	2.574,36	2.431,28
TOTAL ACTIVO	3.544,35	3.563,82	3.332,02	3.064,30	3.481,27	3.776,92	3.755,94

EUR millones	2017E	2017E	2016E	2015	2014	2013	2012
PATRIMONIO NETO	733,83	621,77	377,96	307,65	953,57	1.134,66	1.109,62
PASIVOS NO CORRIENTES	971,66	1.069,30	1.346,38	1.106,99	911,89	949,38	700,42
PASIVOS CORRIENTES	1.838,85	1.872,75	1.607,69	1.649,66	1.615,81	1.692,88	1.945,91
TOTAL PASIVO	3.544,35	3.563,82	3.332,02	3.064,30	3.481,27	3.776,92	3.755,94
Número acciones (millones) (*)	176,65	170,63	164,13	164,13	164,13	164,13	164,13

(+) A partir de abril 2017 consolidamos Tecnomcom por integración global.

(*) La cifra de 2017 se corresponde a la media ponderada del número de acciones tras la ampliación de capital para adquirir Tecnomcom

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

ANEXO n. 3
CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO

WACC (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva normalizada	coste después tasa imp.	contribución tasa actualización
Fondos Propios 31/12/17E	604,87	51%	7,64%	--	7,64%	3,88%
Deuda neta 31/12/17E (Euro mill.)	585,97	49%	6,43%	24,0%	4,89%	2,41%
Total	1.190,84	100%				6,29%

(*) Coste oportunidad: i) FFPP: Tir bono 10 años + prima riesgo; ii) Deuda neta: coste deuda + prima riesgo

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS

		Deuda neta	Valor compañía
DCF ajustado (Euro mill.)	416,89		
Valor residual	3.065,77		
Total	3.482,66	(585,97)	2.896,69
Valoración por acción - Euro			16,40

Tir bono 10 años:	1,52%
g (crecimiento perpétuo):	1,50%
Prima mercado:	6,80%
Beta:	0,90
Prima de riesgo	6,12%
PER Residual:	20,9

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2012/2016; Proyecciones 2017/2020)

EUR millones	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Beneficio explotación (EBIT)	217,21	198,29	(42,47)	(641,46)	161,54	186,50	187,56	242,57	280,96
Impuestos imputables al EBIT	(47,49)	(43,04)	3,24	58,74	(70,38)	(55,95)	(52,52)	(65,49)	(73,05)
EBIT ajustado (NOPLAT)	169,72	155,24	(39,23)	(582,73)	91,16	130,55	135,04	177,08	207,91
Amortización y otros cargos	51,17	51,91	64,23	85,48	67,84	70,17	73,17	77,17	81,84
Cash-flow explotación ajustado	220,89	207,16	25,00	(497,25)	159,00	200,72	208,21	254,25	289,75



Indra (IDR), Enero 2018

