

INDRA

Reinicio Cobertura

Sector: Electrónica y Software
(Tecnología y Telecomunicaciones)

Accionistas:

SEPI: 20,1%
C.F. Alba: 11,03%
Fidelity: 10,1%
Schroders: 3,4%
T. Rowe Price Associates: 3,2%

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 (06/02/17): EUR 10,44
Precio objetivo (12 meses): EUR 13,20
Nº de Acciones (mill): 164,13
Capitalización bursátil (mill): EUR 1.713,54
Máx/Mín 2017: EUR (10,75/10,18)
Máx/Mín (12 meses): EUR (12,35/7,68)
% Máx/Mín (12 meses): -15/36

PER 10: 11,8
PER 11: 10,5
PER 12: 16,2
PER 13: 24,9
PER 14: (19,8)
PER 15: (2,7)
PER 16 E: 23,8
PER 17 E: 19,0
PER 18 E: 10,6

Datos sobre contratación media diaria

últimos 12 meses

EUR (millones): 8,97
Títulos: 863.020
Frecuencia cotización: 100%

Evolución precio acción relativo a:

	2017	12 meses
Sector (2.704,48):	-1%	-5%
IGBM (946,52):	0%	13%
Ibex-35 (9.357,3):	0%	14%

Principales Ratios (+)

	EV / EBITDA	EBITDA	EBIT	B° neto	cash-flow	B° neto	CFlow	ROE	ROA	Dividendo	P-Out
		(*)	(*)	(*)	(*)	por acción	por acción	(%)	(%)	por acción	(%)
2010	8,5	294,0	251,9	188,5	230,0	1,15	1,40	--	--	0,68	59,2
2011	7,7	313,4	267,8	181,0	226,7	1,10	1,38	17,9	5,6	0,68	61,7
2012	10,4	268,4	217,2	132,7	178,7	0,81	1,09	12,9	3,6	0,34	42,1
2013	14,0	250,2	198,3	115,8	168,6	0,71	1,03	12,0	3,5	0,34	48,2
2014	114,0	21,8	(42,5)	(91,9)	(26,2)	(0,56)	(0,16)	(4,7)	(1,3)	0,00	0,0
2015	(4,3)	(556,0)	(641,5)	(641,2)	(556,4)	(3,91)	(3,39)	(84,3)	(15,9)	0,00	0,0
2016E	10,9	221,3	154,1	72,1	18,6	0,44	0,11	21,6	2,4	0,00	0,0
2017E	10,2	257,6	178,0	96,0	150,4	0,55	0,86	19,8	3,0	0,00	0,0
2018E	6,8	369,3	281,2	175,1	220,4	0,99	1,24	25,6	4,9	0,00	0,0

(*) EUR-millones

(+) A partir de mayo 2017 consolidamos Ténocom (TEC) por integración global

FACTORES CLAVE DE LA INVERSIÓN

- **Indra (IDR, la Compañía o el Grupo) es la principal empresa de servicios de Tecnologías de la Información (TI) en España**, actividad en la que el sector público todavía tiene un importante peso en su facturación. Además, **tiene una importante presencia internacional en determinados nichos de los sectores de Defensa y Transporte**, de demanda principalmente pública.
- **El sector de TI está comenzando a registrar una incipiente recuperación**, tras años en los que la inversión, tanto por parte de empresas como por parte del sector público, se ha visto significativamente mermada.
- **En 2015 IDR lanzó un importante programa de reestructuración**, que implica un cambio de cultura empresarial hacia un mayor enfoque en la rentabilidad, la eficiencia y la generación de caja del negocio, en detrimento del mero crecimiento en ventas, y que todavía está implementando.
- Además, **la Compañía acaba de lanzar una Oferta Pública de Adquisición (OPA) de acciones sobre la empresa de servicios y consultoría de TI española Tecnom (TEC)** que esperamos se cierre con éxito en el 2T2017. Valoramos muy positivamente esta operación, ya que ambas empresas son muy complementarias y se podrán generar importantes sinergias. La adquisición, por importe de EUR 305 millones (EUR 336 millones valor empresa), se pagará un 60% en efectivo y un 40% mediante la entrega de acciones de IDR.
- Creemos que la reestructuración del negocio de IDR, la incipiente recuperación de la demanda y la incorporación de Tecnom (TEC) al Grupo se traducirán en un importante crecimiento de los resultados de

IDR en los próximos años. Así, **esperamos que tras dos ejercicios en pérdidas IDR vuelva a registrar un resultado neto positivo en 2016, de EUR 72,1 millones, que aumentará hasta EUR 175,1 millones en 2018**. En estos cálculos hemos consolidado Tecnom (TEC) a partir de mayo 2017.

- **Al mismo tiempo, IDR será capaz de reducir su apalancamiento financiero neto hasta niveles de 1,7 veces EBITDA recurrente en 2018**, a pesar de la incorporación de Tecnom (TEC) en 2017, niveles que consideramos manejables y que permitirán a IDR operar con una mayor flexibilidad financiera.
- **Hemos valorado IDR en EUR 13,20 por acción, lo que a los precios actuales de la acción supone un atractivo potencial de revalorización próximo al 25%**. No obstante, hemos de señalar que la Compañía se encuentra todavía inmersa en un fuerte proceso de reestructuración al que esperamos que en breve se sume la incorporación de la adquisición de Tecnom (TEC). 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**. Aún así, no dudamos 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. **Reiniciamos nuestra cobertura de IDR con una Recomendación de COMPRAR.**

RECOMENDACIÓN: COMPRAR

RIESGO: ALTO

EL SECTOR DE TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN PRESENTA UNOS BUENOS FUNDAMENTALES DE CRECIMIENTO EN LOS PRÓXIMOS AÑOS...

Tras varios años en los que el sector de Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (TIC) ha sufrido el descenso de las inversiones tanto por parte de las empresas como del sector público, consecuencia de la grave crisis económica que atravesó Occidente, las perspectivas para los próximos años apuntan a una sólida mejoría, con importantes tasas de crecimiento en algunos segmentos de negocio. Estas perspectivas de crecimiento se apoyan en dos factores fundamentales: i) la recuperación del propio ciclo económico y ii) el desarrollo de una nueva revolución tecnológica. Respecto al primer factor, destacar que ya se ha comenzado a registrar en España un crecimiento de la actividad derivado de la necesidad de las empresas de renovar sus equipos/sistemas por la propia obsolescencia de los mismos tras años de inversión insuficiente. Asimismo, se está comenzando a vislumbrar una recuperación de las inversiones planificadas, aquellas destinadas a mejorar procesos y ganar eficiencia, por parte de las empresas –si bien es cierto que la incertidumbre política ha hecho que éstas se estén retrasando. Ligado a este tipo de inversiones entra en juego el segundo factor que señalábamos: el desarrollo de nuevas tecnologías que ha desembocado en una nueva revolución tecnológica, la transformación digital, que la consultora IDC ha denominado la Tercera Plataforma, basada en cuatro pilares: *Cloud*, *Movilidad*, *Big Data* y *Social Business*, y que hace que la tecnología haya pasado de ser una herramienta empresarial a ser un factor clave en el diseño de los nuevos modelos de negocio, y por tanto un factor estratégico para la empresa. Así, la digitalización de la empresa es no sólo una necesidad para ser eficiente y competitivo, sino una necesidad de adaptación a los cambios en los modelos de negocio causados por estas tecnologías, de la que puede depender la propia supervivencia de la empresa. Pensamos que esta revolución tecnológica impulsará la demanda del sector en los próximos años por encima de la recuperación

propia que podría esperarse como consecuencia del ciclo económico.

En este contexto las consultoras que analizan el sector proyectan un crecimiento sólido del sector TI a nivel mundial próximo al 2,5% anual acumulado (tacc) en términos constantes en el periodo 2015–2020, crecimiento que vendrá impulsado principalmente por los segmentos de *software* empresarial y servicios de Tecnologías de la Información (TI), con tasas de crecimiento anual de alrededor del 5%-7%, que compensarán el estancamiento de la facturación en otros segmentos, como los terminales o los centros de almacenamiento de datos.

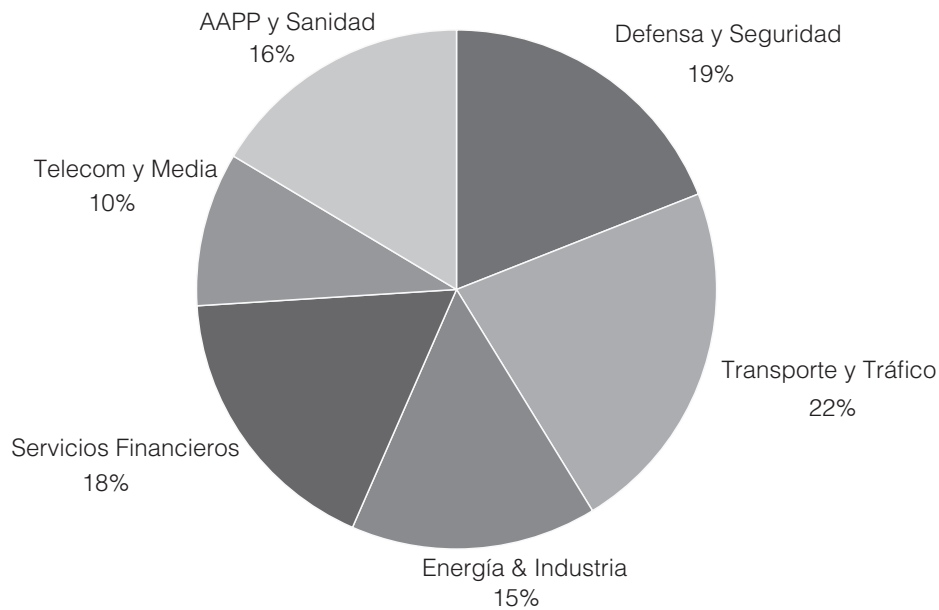
En España, y en línea con lo argumentado más arriba, señalar que según los últimos datos disponibles de la asociación sectorial española AMETIC, el sector registró en 2015 un sólido crecimiento del 7%, como consecuencia de: i) las necesidades de renovar el parque tecnológico de las empresas; ii) las iniciativas de movilidad y iii) la evolución de los servicios basados en la nube, y a pesar del estancamiento de la inversión por parte del sector público. En este sentido, creemos importante destacar que la AMETIC constata que la transformación digital y la innovación aparecen como prioridades dentro de la estrategia de las empresas, aunque siguen siendo las inversiones en reducción de costes y ganancia de eficiencia las que más están influyendo en el crecimiento del segmento de Servicios de TI.

... E INDRA ESTÁ POSICIONADA PARA BENEFICIARSE DE ESTE ENTORNO

IDR es una compañía global de consultoría y tecnología con soluciones líderes en algunos nichos de mercado y una de las empresas líderes en el mercado español de Tecnologías de la Información (TI). Tal y como se puede observar a continuación, el peso del sector público (Administraciones Públicas, Defensa y Seguridad y en gran parte Transporte y Tráfico) es todavía muy relevante en su cifra de negocio.

DISTRIBUCIÓN DE LA CIFRA DE NEGOCIO DE INDRA POR ÁREA DE ACTIVIDAD-2015

Gráfico n. 1



Fuente: Estados financieros de la Compañía. Elaboración propia.

Dentro de su actividad la Compañía cuenta con dos segmentos de negocio con características claramente diferenciadas:

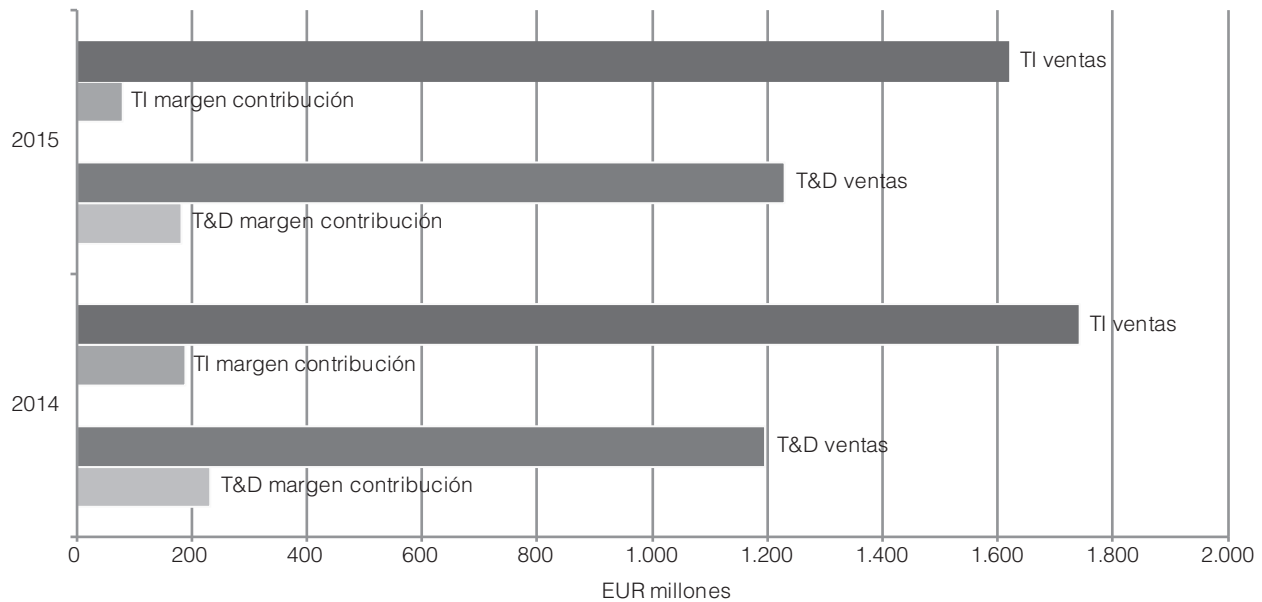
- Negocio de TI:** El negocio de TI supuso alrededor de un 60% de la facturación de IDR en 2015. La Compañía especializa su oferta por mercados verticales (Administraciones Públicas y Sanidad; Telecomunicaciones y Media; Servicios Financieros; y Energía e Industria), lo que le permite adaptarse mejor a las necesidades del cliente, para los que hace el papel de socio tecnológico. La Compañía cuenta con soluciones propias para las actividades clave (*core*) de sus clientes, de alto valor añadido y, además, ofrece servicios de implantación, mantenimiento y externalización de procesos basados tanto en dichas soluciones como en soluciones de terceros, con el fin de poder cubrir todas las necesidades de sus clientes. En este sentido, señalar que el conocimiento y experiencia que ha acumulado IDR de los negocios de sus clientes y las soluciones que ha desarrollado para los procesos críticos de éstos le protegen hasta cierto punto de la competencia. En esta línea, aunque IDR tiene una presencia internacional en este negocio, el componente local, la relación con el cliente, es importante. Igualmente, destacar que entre los

clientes de IDR se encuentran un gran número de las multinacionales españolas de primer nivel. Finalmente, señalar que las soluciones aportan mayor margen, mientras que los servicios ofrecen una mayor recurrencia de resultados.

- Transporte y Defensa:** Con dos áreas diferenciadas Transporte y Tráfico, por un lado, y Defensa y Seguridad, por el otro, esta área supuso alrededor de un 40% de la facturación de IDR en 2015. Estos negocios están basados en soluciones propias de alto valor añadido dirigidas a nichos de mercado, en algunos de los cuales IDR cuenta con una posición de liderazgo a nivel internacional. Estos sectores de actividad están muy globalizados y el éxito en ellos depende en gran parte de los productos desarrollados –aunque sí hay ciertos mercados geográficos que están cerrados a la competencia de compañías extranjeras por motivos de seguridad. El peso del sector público en estos segmentos es muy elevado y suele tratarse de contratos a más largo plazo que los de TI. Al tratarse de soluciones más especializadas este tipo de contrato suele tener mayores márgenes que los negocios de TI y, por tanto, a pesar de tener un menor peso en la facturación del Grupo su aportación al margen de contribución es mayor, tal y como se muestra en el gráfico n. 2.

VENTAS Y MARGEN DE CONTRIBUCIÓN POR TIPO DE NEGOCIO

Gráfico n. 2



Fuente: Estados financieros de la Compañía. Elaboración propia.

También creemos importante destacar la nueva división que ha creado la Compañía, Minsait, que agrupa sus soluciones de tecnología y consultoría en el negocio digital, y que pretende dar respuesta a los retos que la transformación digital plantea a las empresas. Las soluciones agrupadas bajo esta marca supusieron en 2015 EUR 313,3 millones en ventas, algo más del 10% de la facturación del Grupo. IDR espera que sean un motor de crecimiento para su negocio en los próximos años.

LA COMPAÑÍA SE ENCUENTRA EN PLENO PROCESO DE REESTRUCTURACIÓN, TRAS EL DETERIORO DE SU RENTABILIDAD EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Tras años en los que la rentabilidad del Grupo fue mermando (ver sección de resultados), en julio de 2015 IDR presentó un nuevo plan estratégico, con horizonte en 2018, cuyas principales líneas de actuación iban dirigidas a mejorar sus niveles de competitividad, crecimiento sostenible y rentabilidad.

Los pilares sobre los que se apoya el plan son: i) reducción de costes a corto plazo con el fin de incrementar la competitividad de IDR; ii) mejora de la cartera de productos y proyectos, estrategia comercial

y modelo de suministro con el fin de alcanzar un crecimiento sostenible y rentable; y iii) desarrollo de nuevos negocios, entre ellos la nueva división de negocio digital (Minsait), que impulsen el crecimiento. Todo ello unido a un cambio cultural hacia la rentabilidad y la generación de caja.

- i) **Plan de reducción de costes:** El objetivo es poder alcanzar un ahorro de EUR 180-200 millones, mediante cuatro actuaciones principales: reestructuración organizativa (EUR 120 millones); reducción de costes de producción y otros (EUR 30 millones); reducción de sobrecostes y pérdidas en proyectos (EUR 20-40 millones); optimización del modelo de entrega (EUR 10 millones).

Dentro de este proceso, en agosto de 2015 IDR alcanzó un acuerdo con la representación legal de los trabajadores para llevar a cabo un procedimiento de despido colectivo, contemplando la extinción de hasta un máximo de 1.750 puestos de trabajo, proceso llevado a cabo durante el 4T2015 y 2016.

- ii) **Revisión de la cartera de productos, estrategia comercial y modelo de prestación de servicios:** La revisión de la cartera de productos y proyectos se

basa en: priorizar los productos existentes, centrándose en los de alto valor añadido; alcanzar una mayor estandarización de la oferta para capturar economías de escala e incrementar conocimientos; establecer un proceso más selectivo a la hora de optar por proyectos, con unos mínimos de tamaño y rentabilidad; y reorganización de la cartera de negocios.

Por su lado, la revisión de la estrategia comercial contempla reforzar la capacidad comercial en productos de valor añadido; evaluar la conformidad de riesgos y precios; reforzar las capacidades de los equipos comerciales; incrementar los ingresos por cliente; complementar estrategias de mercado de geografías con negocios especializados para

maximizar la rentabilidad de la cartera; y apoyarse selectivamente en canales de terceros.

Respecto a la mejora del modelo de prestación de servicios, ésta incluye la estandarización de productos, nuevas herramientas y procesos de gestión de proyectos; la reducción de errores y sobrecostes; y fidelización del cliente mediante la mejora continua de su experiencia.

iii) Desarrollo de nuevos negocios.

Esta estrategia se traducirá en la siguiente evolución en términos financieros al final del periodo (2018), tomando como base los resultados del ejercicio 2014:

OBJETIVOS FINANCIEROS PLAN ESTRATÉGICO 2015–2018

Cuadro n. 1

	OBJETIVOS FINANCIEROS 2018	BASE 2014
VENTAS	Crecimiento del 2,5-4,5% tacc	EUR 2.938 millones
Margen EBIT recurrente	10-11%	6,9%
Cash flow libre	EUR 200 millones (6% ventas)	EUR 47 millones (1,6% ventas)
Deuda financiera neta/EBITDA	1x	2,5x

Fuente: Indra

INDRA ACABA DE LANZAR UNA OPA SOBRE TECNOCOM, QUE REFORZARÁ SU POSICIONAMIENTO EN EL SECTOR, ESPECIALMENTE EN SOLUCIONES DE MEDIOS DE PAGO

A pesar de que la Compañía se encuentra realizando un importante esfuerzo de reestructuración, no ha dejado pasar la oportunidad de seguir realizando operaciones corporativas que impulsen su crecimiento y rentabilidad. Así, acaba de lanzar una Oferta Pública de Adquisición (OPA) sobre las acciones de Tecnocom (TEC) a un precio de EUR 4,25 por acción, a pagar un 60% en efectivo (EUR 2,55) y un 40% en acciones de IDR, mediante la entrega de 0,1727 acciones de IDR, valoradas en EUR 9,8461, por cada acción de Tecnocom (TEC).

La oferta valora el 100% de Tecnocom (TEC) en EUR 305 millones o EUR 336 millones valor empresa (EV) excluyendo autocartera, lo que supone un múltiplo EV/EBIT 2017E de 14,3 veces sin tener en cuenta sinergias y de 5,2 veces si se tienen en cuenta los EUR 41 millones de sinergias que IDR espera generar con la operación. En concreto, IDR ha identificado un potencial

de generar sinergias por la parte de ingresos por importe de EUR 10,5 millones, mientras que ha calculado unas sinergias operativas (costes) por importe de EUR 30,5 millones. Actualmente el sector se encuentra cotizando a un multiplicador EV/EBIT 2017E mediano de 9,5 veces, por lo que consideramos que el precio al que se va a realizar la operación, teniendo en cuenta las sinergias generadas, es muy atractivo para IDR.

IDR ha acordado adquirir 39.540.186 acciones (52,702% del capital social) de Tecnocom (TEC) al precio señalado a determinados accionistas de referencia de la compañía, que se han comprometido a acudir a la OPA y espera cerrar la operación en el 2T2017.

Con esta operación IDR pretende reforzar su apalancamiento operativo en el negocio de Tecnologías de la Información (TI), especialmente en Servicios Financieros. Adicionalmente, la operación está totalmente alineada con la estrategia de IDR de reforzar su oferta de soluciones propias y en transformación digital y, en especial, en soluciones de Sistemas de Pago, tanto en España como en Latinoamérica. Por otro lado, ambas compañías presentan una base de grandes

clientes altamente complementaria. Además la operación permitirá a IDR aumentar su exposición al sector privado. Finalmente, con la fusión de ambas empresas, se crea el líder español en el sector de TI, con unos ingresos de EUR 3.147 millones (EUR 1.136 millones en el sector de TI en España) y un EBIT recurrente de EUR 165 millones, antes de tener en cuenta sinergias. Además, excluyendo el impacto de los costes de reestructuración, IDR calcula que la operación sumará al beneficio del Grupo desde el primer año.

La operación ya ha recibido el visto bueno de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC), estando pendiente, entre otros trámites, de su autorización por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y por la propia Junta General Extraordinaria de Accionistas de IDR, que se celebrará el próximo 20 de febrero. Dado el atractivo de la operación para IDR y el atractivo precio ofrecido por las acciones de Tecnocom (TEC), no dudamos de que la operación se cierre con éxito.

TECNOCOM, A SU VEZ, SE ENCUENTRA EN PLENO DESARROLLO DEL PLAN ESTRATÉGICO 2016–2018, TRAS HABER DADO POR FINALIZADA SU PROPIA REESTRUCTURACIÓN

En abril de 2016 Tecnocom (TEC) presentó su nuevo plan estratégico Plan Horizonte 2018, que le permitiría crecer por encima del resto del sector, gracias a las soluciones propias desarrolladas por la compañía y, en especial, a las soluciones “core”, como las que tiene en Medios de Pago, y a su papel de socio tecnológico de sus clientes.

En España el plan contemplaba seguir consolidando su posición y aumentar su cuota de mercado en aquellos segmentos en los que tiene soluciones propias, enfocándose al máximo en los negocios recurrentes y sin descartar adquisiciones selectivas de algún negocio que encajara en su estrategia. Por su lado, en Latinoamérica Tecnocom (TEC) esperaba seguir creciendo de forma orgánica en los países en los que ya está presente, centrándose en las soluciones de mayor valor añadido.

Al mismo tiempo, Tecnocom (TEC) esperaba poder seguir mejorando su rentabilidad, gracias a varios factores: i) tras haber integrado numerosas compañías en el pasado y tras la crisis económica que han atravesado las economías occidentales, Tecnocom (TEC) ha llevado a cabo un importante proceso de reestructuración que ya está empezando a dar sus frutos y que se traduciría en

un importante apalancamiento de su estructura operativa al aumentar su actividad en los próximos ejercicios; ii) la inversión que ha realizado Tecnocom (TEC) en posicionarse en Latinoamérica en los últimos años también debería comenzar a reflejarse de forma positiva en la cuenta de resultados a medida que la compañía gana nuevos clientes; y iii) la propia concentración de su actividad que ha ido realizando el grupo en los segmentos y soluciones de mayor valor añadido.

Con todo ello, Tecnocom (TEC) se había marcado los siguientes objetivos financieros en su Plan Horizonte 2018:

- Ingresos: crecimiento del 7,5%-10,0% tacc en el periodo 2015–2018.
- Margen EBITDA sobre ingresos: alcanzar un 7,5%-8,5% en 2018 (frente al 5,4% alcanzado en 2015)
- Endeudamiento: Deuda Financiera Neta/EBITDA inferior a 1,0x en 2018 (frente a 1,1x en 2015 en función de la definición contemplada en la financiación sindicada).
- ROCE (EBIT/fondos propios+deuda financiera neta): superior a 12% en 2018.

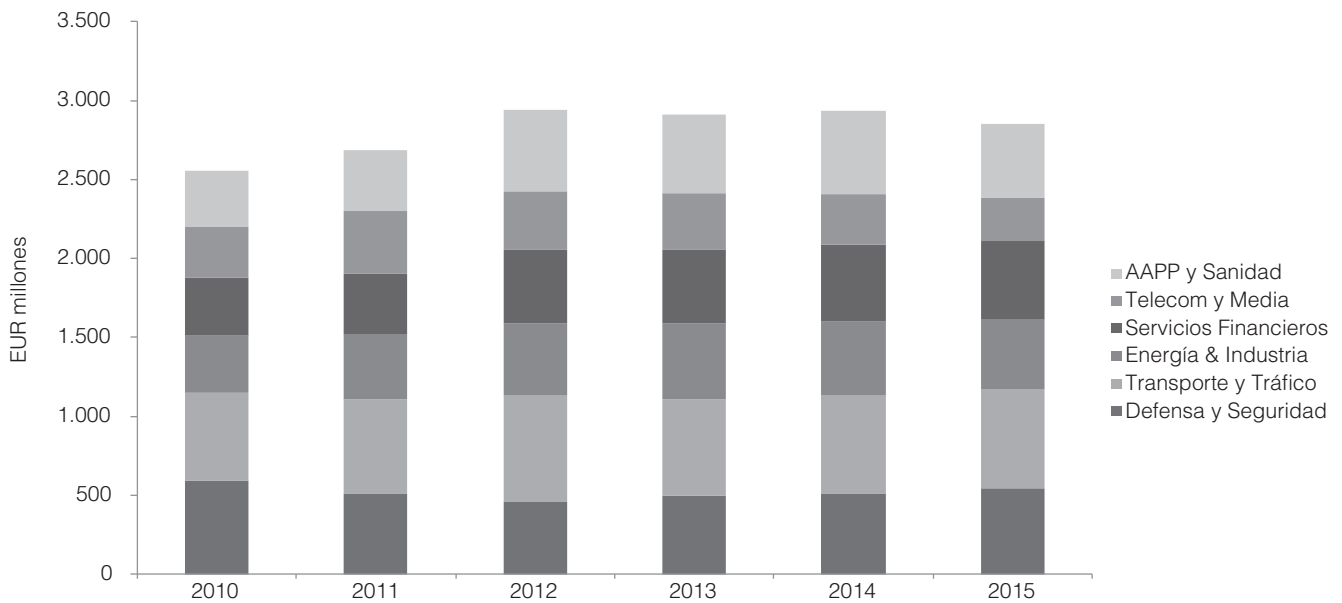
EL RECORTE DE LOS PRESUPUESTOS DE INVERSIÓN EN TECNOLOGÍA Y UNA POLÍTICA DE EXPANSIÓN DE LA COMPAÑÍA POCO EFICIENTE DETERIORARON LOS RESULTADOS DE INDRA

A pesar de que durante la crisis IDR registró un crecimiento más o menos sostenido de su actividad, consiguiendo contrarrestar el desplome de la facturación que procedía del sector público español, los márgenes de explotación y la generación de caja de la Compañía sufrieron un gran deterioro, reflejo de una expansión no siempre acertada en la que priorizó el crecimiento sobre la rentabilidad. Finalmente, en 2014 el Grupo tuvo que hacer importantes provisiones y en 2015 lanzó un nuevo plan estratégico que comprendía una fuerte reestructuración de la Compañía. Todo ello se tradujo en la contabilización de importantes pérdidas a nivel de resultado neto, de EUR 91,9 millones en 2014 y EUR 641,2 millones en 2015.

Así, si analizamos la evolución de las ventas de los últimos cinco ejercicios, éstas registraron una tasa anual de crecimiento compuesto (tacc) del 2,2%, gracias a que las ventas al sector privado consiguieron compensar el fuerte descenso de las ventas al sector público. Por línea de negocio, la evolución se recoge en el gráfico n. 3.

EVOLUCIÓN DE LAS VENTAS DE INDRA POR SEGMENTO DE NEGOCIO (2010-2015)

Gráfico n. 3



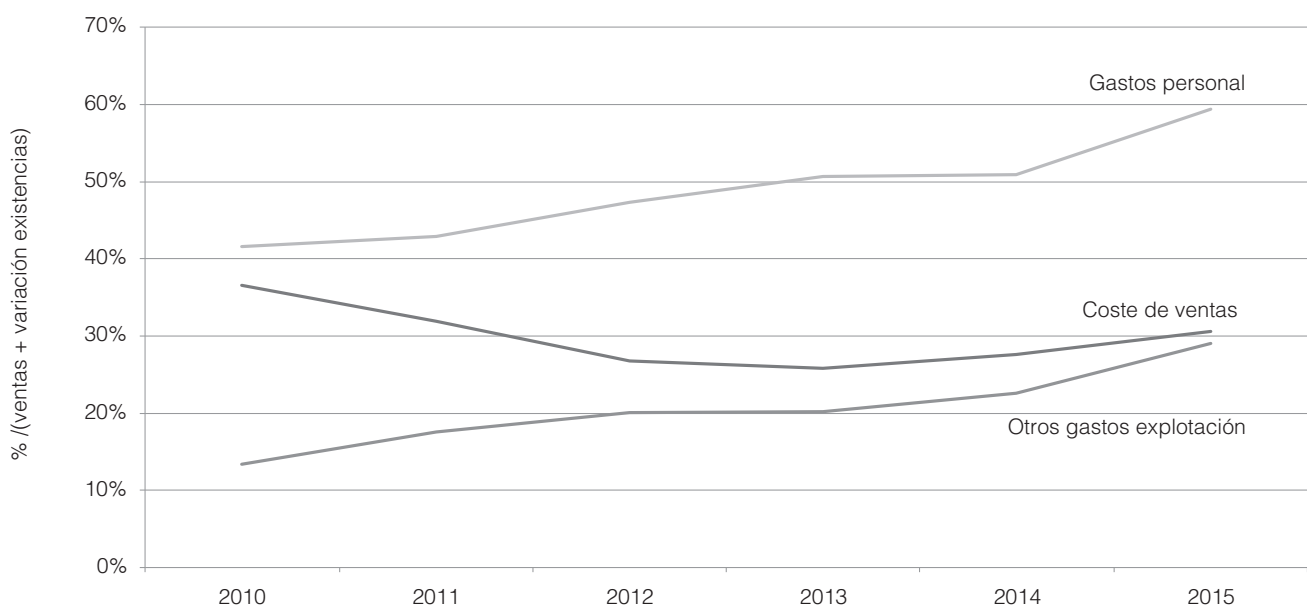
Fuente: Estados financieros de la Compañía. Elaboración propia.

Sin embargo, los costes de estructura aumentaron más deprisa que las ventas. Así, los costes de personal aumentaron un 8,6% tacc en el periodo señalado, hasta alcanzar EUR 1.632,3 millones en 2015, mientras que

los costes de explotación lo hicieron un 18,3% hasta EUR 799,0 millones. Además, IDR registró importantes pérdidas procedentes del inmovilizado, que en 2015 alcanzaron EUR 120,8 millones.

EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES COSTES DE EXPLOTACIÓN SOBRE INGRESOS (2010-2015)

Gráfico n. 4



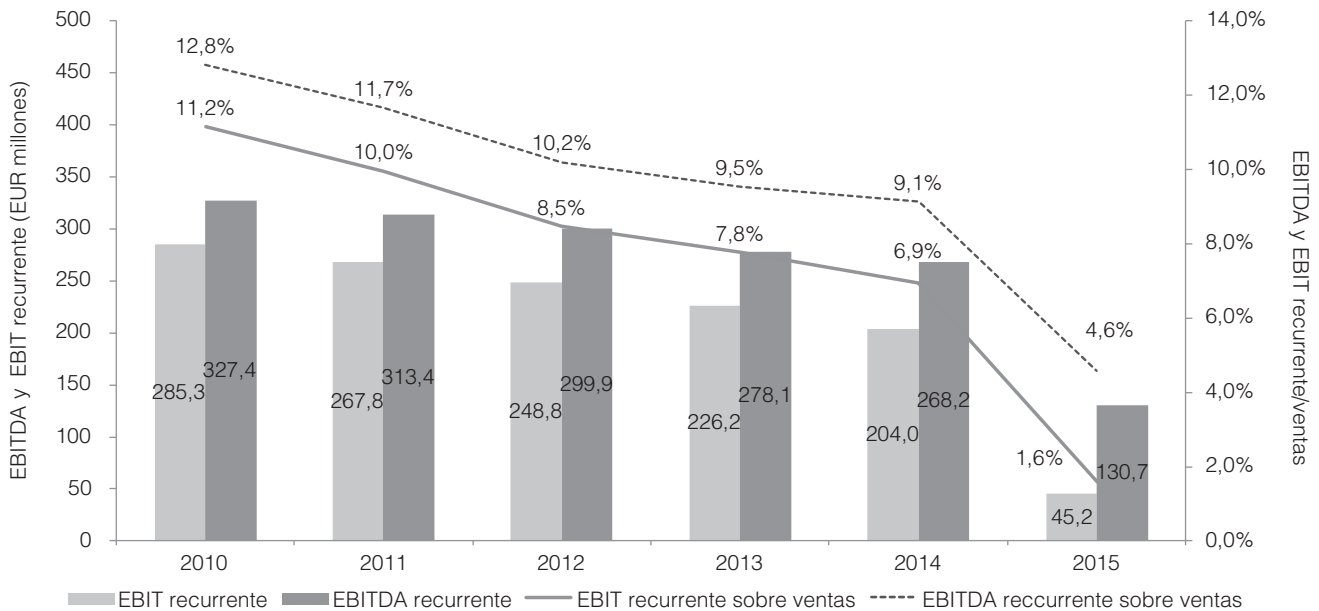
Fuente: Estados financieros de la Compañía. Elaboración propia

Esto produjo un grave deterioro de los márgenes de explotación, y en 2015 IDR registró un cash flow de explotación (EBITDA) negativo de EUR 556,0 millones y unas pérdidas de explotación (EBIT) de 641 millones. No obstante hay que señalar que tanto en 2014 como en 2015 el Grupo contabilizó importantes cargos no

recurrentes, por importe de EUR 246 millones y EUR 687 millones, respectivamente. Excluyendo estos costes, el Grupo consiguió alcanzar resultados positivos a nivel de EBITDA y EBIT, si bien, tal y como se muestra en el gráfico a continuación, el deterioro de la rentabilidad del negocio es evidente.

EVOLUCIÓN DE EBITDA Y EBIT RECURRENTE Y MARGEN SOBRE VENTAS (2010-2015)

Gráfico n. 5



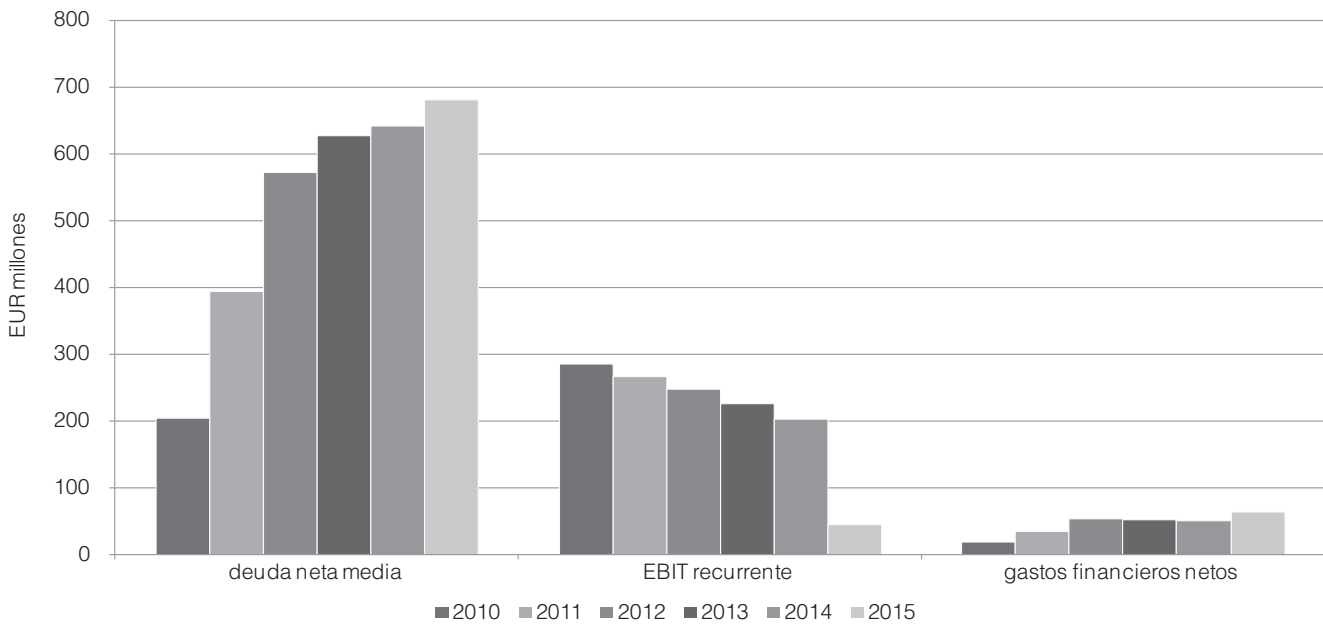
Fuente: Estados financieros de la Compañía. Elaboración propia

Por otro lado, el endeudamiento financiero neto fue aumentando progresivamente en el periodo, como consecuencia de una generación de caja insuficiente para cubrir las inversiones realizadas y el pago del dividendo. Así, la deuda neta pasó de EUR 135 millones al cierre de 2009, hasta EUR 699,7 millones al cierre de

2015, con el consiguiente deterioro de los ratios de solvencia de la Compañía. En la misma línea, los gastos financieros netos se incrementaron de una forma sostenida, desde EUR 19,0 millones (6,7% del EBIT recurrente) en 2010 hasta EUR 64,1 millones (140,7% del EBIT recurrente) en 2015.

EVOLUCIÓN DEL ENDEUDAMIENTO NETO MEDIO, GASTOS FINANCIEROS NETOS Y EBIT RECURRENTE DE INDRA (2010-2015)

Gráfico n. 6



Fuente: Estados financieros de la Compañía. Elaboración propia

Por último señalar que la tasa impositiva rondó el 20% en el periodo 2010-2013, mientras que en 2014 y 2015, con la generación de pérdidas por parte de la Compañía se contabilizaron abonos de EUR 6,6 millones (7% sobre el beneficio antes de impuestos o BAI) y EUR 64,1 millones (9% sobre el BAI). Con todo ello, el resultado neto de IDR pasó de un beneficio de EUR 188,5 millones en 2010 a unas pérdidas de EUR 641,2 millones en 2015.

EN 9M2016 LOS RESULTADOS DE INDRA HAN VUELTO AL TERRENO POSITIVO, SI BIEN TODAVÍA SE ENCUENTRAN LEJOS DE LOS OBJETIVOS ESTABLECIDOS POR EL GRUPO A MEDIO PLAZO

Tras contabilizar en 2015 notables cargos derivados del plan de reestructuración de la Compañía, en 2016 los resultados del Grupo han vuelto al terreno positivo, si bien se encuentran lejos de los objetivos marcados en el Plan Estratégico 2015-2018 de la Compañía.

Así, en los nueve primeros meses de 2016 (9M2016) IDR alcanzó un beneficio neto de EUR 48,1 millones frente a las pérdidas de EUR 560,8 millones registradas en el mismo periodo del ejercicio precedente.

La cifra de negocio se situó en EUR 1.950,7 millones, lo que supone un descenso del 6% en tasa interanual

(-3% en moneda local), descenso registrado en todos los segmentos de mercado, a excepción del de Defensa y Seguridad, tal y como mostramos en el cuadro n.2 a continuación.

Así, dentro de Transporte y Defensa destaca la favorable evolución de la cifra de negocio de Defensa y Seguridad, continuando la fase de recuperación de este negocio en España que se está materializando en contratos plurianuales del Ministerio de Defensa, mientras que, por el contrario, la cifra de negocio de Transporte y Tráfico se ha visto lastrada, especialmente en el 3T2016, como consecuencia de la ralentización de ciertos proyectos en cartera, principalmente.

Por su lado, todos los segmentos de TI registraron fuertes descensos en sus cifras de negocio, debido al efecto negativo del tipo de cambio; el reposicionamiento que está realizando la Compañía en Brasil, así como los criterios más selectivos en la contratación en general; el retraso en ciertas licitaciones en España y el descenso de la actividad en las economías más vinculadas al precio del crudo; así como al efecto comparativo de base del negocio de Elecciones, y la cancelación del contrato de BPO con Vodafone en España.

Sin embargo, la reorientación del Grupo ya está dando sus frutos a nivel de márgenes de explotación, con una recuperación de los márgenes EBITDA y EBIT

EVOLUCIÓN DE VENTAS Y CONTRATACIÓN 9M2016 vs 9M2015

Cuadro n. 2

EUR millones	VENTAS	16/15 (%)	CONTRATACIÓN	16/15 (%)
Transporte&Defensa (T&D)	847	1	898	8
• Defensa y Seguridad	401	10		
• Transporte y Tráfico	446	(6)		
Tecnologías de la Información (TI)	1.104	(10)	1.183	0
• Energía e Industria	293	(9)		
• Servicios Financieros	352	(6)		
• elecom & Media	161	(15)		
• AAPP & Sanidad	298	(13)		
TOTAL	1.951	(6)	2.080	3

Fuente: Estados financieros de la Compañía. Elaboración propia.

recurrentes sobre ventas, desde el 3,1% en 9M2015 hasta el 7,7% en 9M2016 y desde el -0,1% hasta el 5,3%, respectivamente. Con esto, el EBITDA recurrente pasó de EUR 63 millones en 9M2015 a EUR 151 millones en 9M2016 y el EBIT recurrente de EUR -1 millón a EUR 104 millones. Señalar, asimismo, que en 9M2016 la Compañía no ha registrado cargos no recurrentes (EUR 557 millones en 9M2015).

Igualmente, los costes financieros netos retrocedieron desde EUR 48 millones en 9M2015 hasta EUR 30 millones en 9M2016, gracias al descenso tanto del endeudamiento medio como del coste de dicho endeudamiento.

El coste por impuestos alcanzó en 9M2016 EUR 27,3 millones, equivalente a una tasa del 36%, consecuencia de las limitaciones al aprovechamiento de bases imponibles negativas generadas en Brasil –en 9M2015, fruto de las pérdidas generadas, el Grupo contabilizó un abono de EUR 45,9 millones en el epígrafe de impuestos; tasa del 7,6%.

ESPERAMOS QUE EL NUEVO ENFOQUE DE LA COMPAÑÍA Y LA INCORPORACIÓN DE TECNOCOM AL GRUPO SE TRADUZCAN EN IMPORTANTES CRECIMIENTOS DE LOS RESULTADOS DE INDRA EN LOS PROXIMOS AÑOS

Para realizar nuestras estimaciones hemos contemplado que IDR adquiere el 100% de Tecnom (TEC), operación que no dudamos vaya a llevarse a cabo dado el atractivo del precio ofrecido y el acuerdo que ya ha alcanzado IDR con los accionistas de referencia de la compañía a adquirir, y que esperamos se cierre a

mediados del 2T2017. En caso de que IDR no alcance el 100% del capital deberíamos realizar pequeños ajustes a nuestras estimaciones de resultados a nivel de socios minoritarios, pero éstos no serían realmente significativos.

Igualmente, señalar que aunque esperamos un entorno favorable del sector a medio plazo, la incertidumbre política existente actualmente en el mundo occidental, así como el propio esfuerzo de reestructuración que está llevando a cabo la Compañía nos ha llevado a ser cautos al proyectar el crecimiento de su cifra de negocio.

Con todo ello, esperamos que el beneficio de IDR registre un fuerte crecimiento en los próximos años, situándose en EUR 72,1 millones en 2016; EUR 96,0 millones en 2017 y EUR 175,1 millones en 2018. Este crecimiento será fruto de un incremento sostenido de la facturación que permitirá un mayor apalancamiento de la estructura operativa de IDR, de los resultados del programa de reducción de costes y mejora de la eficiencia puestos en marcha por el propio Grupo, así como de la incorporación de Tecnom (TEC), que calculamos se hará efectiva a mediados del 2T2017, y de las sinergias que se crearán con dicha operación.

En lo que se refiere a la cifra de negocio, esperamos un crecimiento del 5,9% tacc en el periodo a nivel consolidado, hasta EUR 3.381 millones en 2018, de los que algo más de EUR 500 millones corresponderán al negocio de Tecnom (TEC). Además, esperamos que la incorporación de Tecnom (TEC) al Grupo permita generar ventas cruzadas, lo que hemos reflejado en una mejor evolución de las ventas en el Sector Financiero respecto al resto de sectores de TI, como se muestra en el siguiente cuadro:

EVOLUCIÓN ESTIMADA DE LA CIFRA DE NEGOCIO DE LA COMPAÑÍA (2015-2018E)

Cuadro n. 3

EUR millones	2015	2016E	2017E	2018E	Tasa (18/15)
Transporte&Defensa (T&D)	1.175	1.191	1.227	1.276	2,8%
• Defensa y Seguridad	542	594	618	636	5,5%
• Transporte y Tráfico	633	597	609	639	0,3%
Tecnologías de la Información (TI)	1.675	1.515	1.554	1.597	-1,6%
• Energía e Industria	437	398	408	420	-1,3%
• Servicios Financieros	497	468	487	504	0,4%
• Telecom & Media	273	232	235	239	-4,3%
• AAPP & Sanidad	468	417	425	434	-2,5%
• Aportación Tecnocon (Tec) (*)	0	0	305	508	--
TOTAL	2.850	2.706	3.086	3.381	5,9%

Fuente: Estados financieros de la Compañía. Estimaciones propias.

(*) Consolidamos Tecnocon (TEC) a partir de mayo 2017

Tal y como hemos señalado, esperamos que la reestructuración del Grupo se refleje en una rápida recuperación de sus márgenes de explotación, vía tanto una mejora de la rentabilidad de los proyectos llevados a cabo como del apalancamiento de la estructura del Grupo, siguiendo el Plan Estratégico de IDR que hemos detallado antes en este informe, aunque en nuestras proyecciones hemos sido más conservadores.

Igualmente, la integración de Tecnocon (TEC) impulsará los márgenes del Grupo, si bien a corto plazo penalizará la cuenta de resultados general ya que IDR deberá contabilizar nuevos gastos de reestructuración; en concreto hemos contabilizado EUR 45,8 millones en 2017 y EUR 15,3 millones en 2018 por este concepto.

Con todo esto calculamos una mejora del margen EBIT recurrente sobre ventas del Grupo desde el 1,6% en 2015 hasta el 8,8% en 2018, lo que se

traducirá en un incremento del EBIT recurrente desde EUR 45,2 millones en 2015 hasta EUR 296,48 millones en 2018. Dentro de esta evolución señalar que esperamos una mejoría del margen EBIT recurrente sobre ventas del actual negocio de IDR, esto es sin Tecnocon (TEC), hasta el 8,5% en 2018 (1,6% en 2015; 6,9% en 2014). Por su lado, Tecnocon (TEC) esperamos que registre un margen del 5,5% en 2017 y del 6,4% en 2018, hallándose esta compañía también en pleno proceso de recuperación de la rentabilidad –ver informe de Actualización de Tecnocon (TEC) de julio de 2016. Adicionalmente, calculamos que tras la integración, las sinergias generadas alcanzarán EUR 9,9 millones en 2017 y de EUR 20,6 millones al año siguiente.

Tras contabilizar los gastos de reestructuración esperamos que el EBIT alcance en 2018 EUR 281,2 millones, lo que supone un margen sobre ventas del 8,3%.

ESTIMACIÓN DE EBIT RECURRENTE DE INDRA (2015-2018E)

Cuadro n. 4

	2015	2016E	2017E	2018E
EBIT recurrente IDR (ex Tecnocom)-EUR millones	45	154	197	243
EBIT recurrente IDR (ex Tecnocom)-margen sobre ventas	1,6%	5,7%	7,1%	8,5%
EBIT recurrente Tecnocom (TEC)-EUR millones (*)			17	32
EBIT recurrente Tecnocom (TEC)-margen sobre ventas			5,5%	6,4%
Sinergias-EUR millones			10	21
Sinergias-margen sobre ventas			0,3%	0,6%
EBIT recurrente total Grupo-EUR millones	45	154	224	296
EBIT recurrente total Grupo-margen sobre ventas	1,6%	5,7%	7,3%	8,8%
Apuntes no recurrentes	(687)	0	(46)	(15)
EBIT reportado	(641)	154	178	281
EBIT reportado - margen sobre ventas		5,7%	5,8%	8,3%

Fuente: Estados financieros de la Compañía 2015. Estimaciones propias.
 (*) Consolidamos Tecnocom (TEC) a partir de mayo 2017.

Hemos calculado que los gastos financieros descenderán paulatinamente desde EUR 64,1 millones en 2015 hasta EUR 51,4 millones en 2018. Esperamos que la deuda neta se mantenga en 2016 en los niveles alcanzados en 2015. En 2017, la adquisición de Tecnocom (TEC), que se pagará parcialmente en efectivo (EUR 191 millones), provocará un repunte del endeudamiento neto hasta algo más de EUR 800 millones. Tras esto, en 2018 esperamos que el endeudamiento neto de IDR recupere la senda del descenso, hasta situarse alrededor de EUR 650 millones. Con esto, esperamos que el apalancamiento financiero de IDR retroceda desde 5,4 veces el EBITDA recurrente del ejercicio en 2015 hasta 1,7 veces en 2018, nivel que no nos parece excesivo pero que se situará por encima del objetivo de 1,0 vez EBITDA establecido en el Plan Estratégico del Grupo.

En este punto, hemos de señalar que, además de deuda bancaria, IDR cuenta en mercado con dos emisiones de bonos convertibles. La primera, emitida en 2013 y con un vencimiento a cinco años (17 de octubre de 2018), con tipo de interés del 1,75%; convertible hasta el 9 de octubre de 2018 a un precio de EUR 14,29 por acción a opción de los tenedores, y amortizable en efectivo al nominal (EUR 100.000) más intereses devengados si el valor de los bonos durante un periodo de tiempo determinado excede de EUR 130.000 o si el 90% del importe de la emisión ha sido cancelado. De esta emisión, que alcanzó inicialmente EUR 250 millones, la

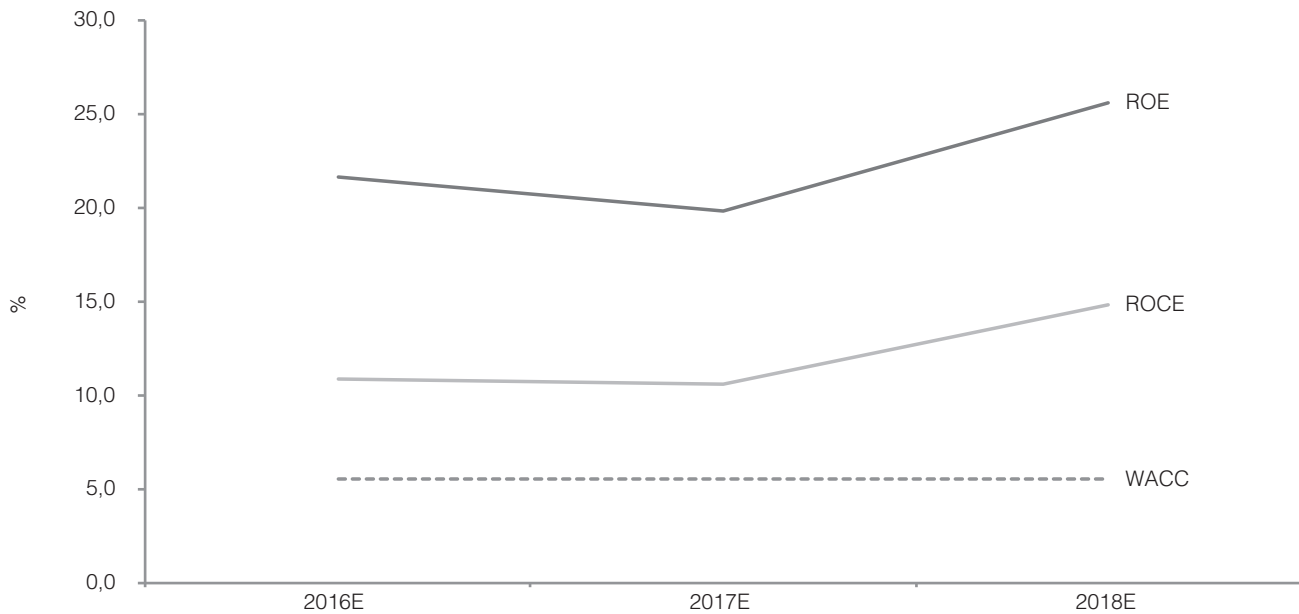
Compañía adquirió en septiembre de 2016 EUR 95 millones de nominal a un precio del 105% (unos EUR 100 millones). Al mismo tiempo realizó una nueva emisión de características similares, de EUR 250 millones a un tipo del 1,25% nominal anual y con precio de conversión de EUR 14,629 por acción. En nuestro modelo no hemos contemplado la conversión total o parcial de estos bonos en capital, ya que no podemos preverla y, en cualquier caso, los precios de conversión se hallan lejos de la cotización actual del valor y por encima de nuestro precio objetivo para el valor.

Finalmente, hemos calculado una tasa impositiva del 24% en todo el periodo proyectado. Con ello, el beneficio neto atribuible del Grupo se situará en EUR 72,1 millones en 2016, EUR 96,0 millones en 2017 y EUR 175,1 millones en 2018.

Esta mejora de la rentabilidad se traducirá en un progresivo incremento de la rentabilidad sobre el capital invertido medio (ROCE), que se situará en todo el horizonte proyectado por encima del coste medio ponderado del capital (WACC), por lo que se puede concluir que el Grupo creará valor en términos de *Economic Value Added* (EVA). Igualmente, el ROCE se situará en todo momento por encima de la rentabilidad media sobre los fondos propios (ROE), lo que implica que la estructura de capital es eficiente desde el punto de vista de la rentabilidad alcanzable por el accionista.

EVOLUCIÓN ESPERADA DE ROCE Y ROE vs WACC (2016E-2018E)

Gráfico n. 7



Fuente: Estimaciones propias.

HEMOS ESTABLECIDO UN PRECIO OBJETIVO PARA INDRA DE EUR 13,20 POR ACCIÓN LO QUE A LOS PRECIOS ACTUALES DE LA ACCIÓN SUPONE UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN PRÓXIMO AL 25%

Hemos valorado IDR utilizando un descuento de flujos de caja del inversor ajustado a impuestos, con el que hemos obtenido un valor de EUR 2.907,10 millones, lo que supone un precio por acción de EUR 16,42. Hemos de señalar que, dado que esperamos que IDR adquiera Tecnom (TEC) en los próximos meses, y así lo hemos incluido en nuestras estimaciones de resultados, hemos utilizado el número de acciones resultante tras la ampliación de capital que realizará IDR como parte de la operación para obtener el valor por acción. La tasa de actualización empleada (*wacc: weighted average cost of capital*) es del 5,44% (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) 2017 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. Además, dado que utilizamos la estructura de capital posterior a la adquisición de Tecnom (TEC) hemos ajustado el EBIT de TI utilizado para incluir a la empresa adquirida doce meses, en lugar de ocho. Tal y como se muestra en el cuadro n. 5, hemos obtenido una valoración del Grupo de EUR 1.769,1 millones o EUR 9,99 por acción.

VALORACIÓN POR MULTIPLICADORES BURSÁTILES- 06 febrero 2017
Cuadro n. 5

EBIT TI (*)	119,64
EV/EBIT TI grupo referencia	9,5x
EV negocio TI	1.132,53
EBIT Defensa&Transporte	113,24
EV/EBIT Defensa&Transporte grupo referencia	12,7x
EV negocio Defensa&Transporte	1.439,57
EV Grupo	2.572,11
Deuda neta	(803,05)
Valor FFPP	1.769,05
Valor EUR/acción	9,99

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, Groupe Open, Neuronas, Novabase, Ordina, 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 Group, Raytheon, Rockwell Collins, Thales, Ultra Electronics Holdings.

(*) EBIT ajustado incluyendo la aportación de TecnoCom (TEC) durante doce meses en lugar de ocho.

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 2.338,08 millones y un precio objetivo 12 meses para la acción de IDR de EUR 13,20 por acción, lo que a los precios actuales de la acción supone un potencial de revalorización próximo al 25%. Esta valoración implica un multiplicador EV/ EBIT 2018E de 10,6 veces, frente a la media de 13,4 veces a las que cotizó la Compañía en el periodo 2006–2013 (en 2014 y 2015 este ratio es negativo).

CONSIDERAMOS QUE LOS ACTUALES NIVELES DE COTIZACIÓN DE LA ACCIÓN SON 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, de alrededor del 27%, sigue siendo elevado. Además, tiene una importante presencia internacional en determinados nichos 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, por tanto, genera mayores márgenes de explotación para la Compañía.

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.

Además, en 2015 IDR lanzó un importante programa de reestructuración del Grupo, que implica un cambio de cultura empresarial hacia un mayor enfoque en la rentabilidad, la eficiencia y la generación de caja del negocio en detrimento del mero crecimiento en ventas, y que todavía está implementando, pero que ya comienza a verse reflejado en los resultados acumulados hasta septiembre de 2016.

Con la reestructuración todavía en marcha, la Compañía acaba de lanzar una Oferta Pública de Adquisición (OPA) sobre la empresa de servicios y consultoría de TI española TecnoCom (TEC) que esperamos se cierre con éxito en el 2T2017. La adquisición, por importe de EUR 305 millones (EUR 336 millones valor empresa), se pagará un 60% en efectivo y un 40% mediante la entrega de acciones de IDR. Ambas empresas son altamente complementarias por lo que IDR espera poder generar importantes sinergias, que ha cifrado en

EUR 41 millones. Además, la adquisición de TecnoCom (TEC) le permitirá reforzar su oferta de soluciones propias y, en especial, en soluciones de Sistemas de Pago. Por todo ello, valoramos muy positivamente esta operación.

Esperamos que la mejora de eficiencia y competitividad derivada del plan de reestructuración del negocio de IDR, la incipiente recuperación de la demanda en el sector de TI y la incorporación de TecnoCom (TEC) al Grupo se traduzcan en un importante crecimiento de los resultados de IDR en los próximos años, derivado principalmente de la mejora de los márgenes de explotación sobre ventas. Así, esperamos que tras dos ejercicios en pérdidas IDR vuelva a registrar un resultado neto positivo en 2016, de EUR 72,1 millones, para posteriormente alcanzar un beneficio de EUR 175,1 millones en 2018. En estos cálculos hemos consolidado TecnoCom (TEC) a partir de mayo 2017.

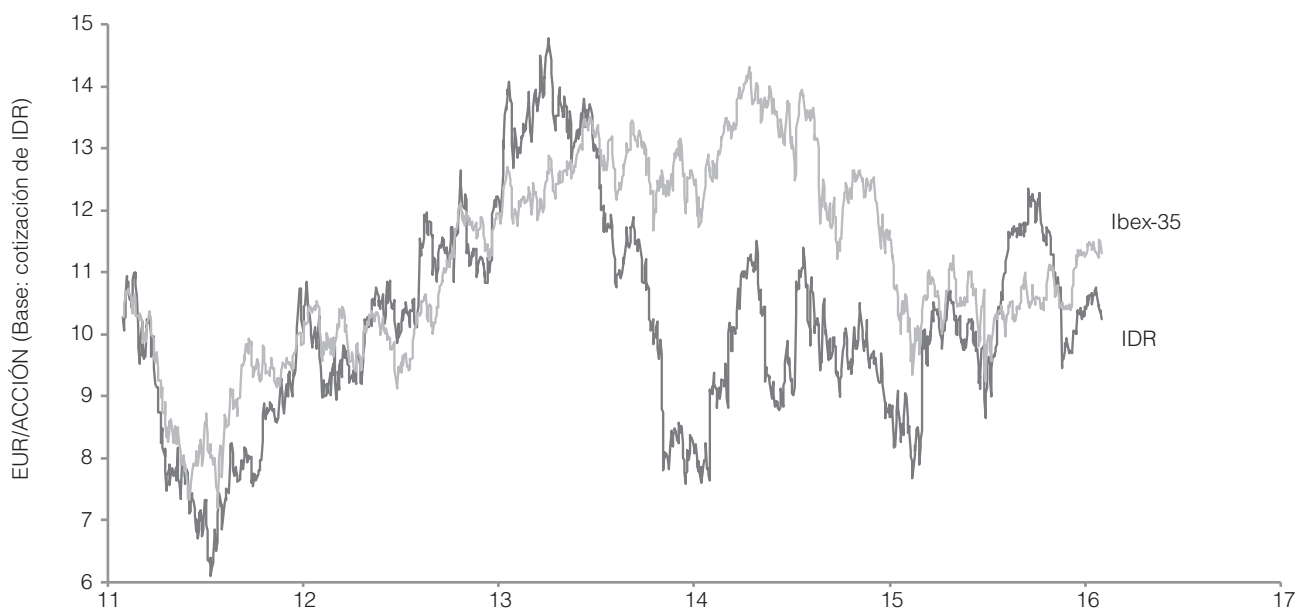
Al mismo tiempo, calculamos que IDR será capaz de reducir su apalancamiento financiero neto hasta niveles de 1,7 veces EBITDA recurrente en 2018, a pesar de la incorporación de TecnoCom (TEC) en 2017, niveles que

consideramos manejables y que permitirán a IDR operar con una mayor flexibilidad financiera.

Hemos valorado IDR en **EUR 13,20** por acción, lo que a los precios actuales de la acción supone un atractivo potencial de revalorización próximo al 25%. No obstante, hemos de señalar que la Compañía se encuentra todavía inmersa en un fuerte proceso de reestructuración al que esperamos que en breve se sume la incorporación de la adquisición de TecnoCom (TEC). 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**. Aún así, 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. **Reiniciamos nuestra cobertura de IDR con una Recomendación de COMPRAR.**

EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN DE INDRA vs IBEX-35 – 5 años

Gráfico n. 8



Fuente: FactSet. Elaboración propia.

ANEXO N° 1

PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS (+)
(Evolución 2010/2015; Proyecciones 2016/2018)

	2018E	2017E	2016E	2015	2014	2013	2012	2011	2010
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO									
• Ratio de solvencia (acir/pcir)	1,17	1,19	1,21	1,16	1,41	1,52	1,25	1,25	1,29
• Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,20	0,20	0,20	0,21	0,18	0,21	0,04	0,04	0,08
• Fondo de maniobra operativo (Euro. mill.)	330,95	306,33	285,83	298,37	671,30	885,81	873,19	808,25	682,96
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO									
• Patrimonio neto/pasivo total	0,22	0,18	0,13	0,10	0,27	0,30	0,30	0,30	0,34
• Patrimonio neto/pasivo l/p	0,85	0,55	0,38	0,28	1,05	1,20	1,58	1,70	2,89
• Patrimonio neto/activo fijo	0,56	0,44	0,36	0,27	0,79	0,94	0,84	0,86	1,13
• Fondos accionista/activo fijo	0,56	0,44	0,36	0,27	0,79	0,94	0,84	0,86	1,13
• Recursos permanentes/activo fijo	1,23	1,23	1,29	1,23	1,55	1,73	1,37	1,36	1,52
• Recursos ajenos/activo total	0,78	0,82	0,87	0,90	0,73	0,70	0,70	0,70	0,66
• Deuda neta/fondos accionista	83%	132%	182%	227%	70%	55%	57%	48%	27%
• EBIT/gastos financieros netos	5,47	-3,40	-2,58	10,01	0,83	-3,79	-4,07	-7,54	-13,26
• Gastos financieros netos/ventas n.	-1,5%	-1,7%	-2,2%	-2,2%	-1,7%	-1,8%	-1,8%	-1,3%	-0,7%
• CF explot./gtos.financieros netos	-7,18	-4,92	-3,70	8,68	-0,42	-4,78	-5,03	-8,82	-15,47
• Endeudamiento neto (EUR millones)	650,2	803,1	698,6	699,7	662,7	622,5	633,3	513,6	274,9
RENDIMIENTO INVERSIÓN									
• ROA	4,9%	3,0%	2,4%	-15,9%	-1,3%	3,5%	3,6%	5,6%	--
• ROE	25,6%	19,8%	21,6%	-84,3%	-4,7%	12,0%	12,9%	17,9%	--
• ROCE	14,8%	10,6%	10,9%	-36,3%	-0,4%	9,7%	10,2%	14,4%	--
• BAI/fondos accionista (A)	33,0%	25,3%	27,1%	-111,9%	-9,3%	13,1%	15,0%	22,4%	--
• BAI/recursos permanentes (A1)	16,4%	11,4%	11,0%	-39,1%	-2,2%	10,2%	12,4%	17,5%	--
• A/A1	2,01	2,21	2,47	2,86	4,32	1,28	1,21	1,28	--
RESULTADOS EXPLOTACIÓN									
• Margen bruto	76,6%	75,5%	73,8%	67,0%	67,8%	74,5%	75,1%	70,4%	64,4%
• Ebitda/ventas	10,9%	8,3%	8,2%	-19,5%	0,7%	8,6%	9,1%	11,7%	11,5%
• Margen explotación	8,3%	5,8%	5,7%	-22,5%	-1,4%	6,8%	7,4%	10,0%	9,9%
• BAI/ventas	6,8%	4,1%	3,5%	-24,8%	-3,3%	5,0%	5,6%	8,7%	9,1%
• B°Neto/ventas	5,2%	3,1%	2,7%	-22,5%	-3,1%	4,0%	4,5%	6,7%	7,4%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO									
• Ventas/tesorería	9,51	9,69	8,47	8,97	8,94	13,46	38,75	25,49	--
• Ventas/cuentas a cobrar	2,16	2,15	1,94	1,84	1,75	1,65	1,62	1,58	--
• Ventas/existencias	31,80	35,15	37,50	18,92	9,07	6,99	7,87	9,45	--
• Ventas/activo total	0,96	0,97	0,90	0,87	0,81	0,77	0,81	0,83	--
DATOS POR ACCIÓN									
• Beneficio neto por acción (Euro)	0,99	0,55	0,44	-3,91	-0,56	0,71	0,81	1,10	1,15
• Dividendo por acción (Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,34	0,34	0,68	0,68
• Cash-flow por acción (Euro)	1,24	0,86	0,11	-3,39	-0,16	1,03	1,09	1,38	1,40
• Valor contable por acción (Euro)	4,42	3,47	2,34	1,87	5,81	6,91	6,76	6,50	6,18
• Precio/valor contable (*)	2,36	3,01	4,45	5,57	1,91	2,54	1,94	1,78	2,19
RATIOS BURSÁTILES									
• Precio (Euro) (*)	10,44	10,44	10,44	10,44	11,08	17,58	13,11	11,57	13,54
• PER (veces)	10,6	19,0	23,8	(2,7)	(19,8)	24,9	16,2	10,5	11,8
• Precio/Cash-flow	8,4	12,1	92,3	(3,1)	(69,5)	17,1	12,0	8,4	9,7
• Rentabilidad por dividendo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%	2,6%	5,9%	5,0%
• Pay-out	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	48,2%	42,1%	61,7%	59,2%

(*) La cotización utilizada para los ejercicios 2015-2018 es la actual.

(+) A partir de mayo 2017 consolidamos TecnoCom (TEC) por integración global.

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

ANEXO Nº 2

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado (+)
(Evolución 2010/2015; Proyecciones 2016/2018)

EUR millones	2018E	2017E	2016E	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Total Ventas Netas	3.380,58	3.086,01	2.705,91	2.850,40	2.937,89	2.914,07	2.940,98	2.688,50	2.557,04
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	(100,08)	(188,11)	10,41	77,50	91,10	38,99
Coste de Ventas	(790,94)	(756,65)	(707,70)	(840,62)	(757,22)	(752,94)	(808,54)	(885,55)	(948,99)
MARGEN BRUTO	2.589,64	2.329,35	1.998,21	1.909,71	1.992,56	2.171,54	2.209,94	1.894,04	1.647,04
Gastos Explotación	(2.276,58)	(2.123,06)	(1.821,90)	(2.552,11)	(2.063,58)	(2.088,82)	(2.038,10)	(1.683,80)	(1.427,45)
Otros ingresos de explotación	56,22	51,32	45,00	86,42	92,78	167,48	96,53	103,15	74,40
CASH-FLOW DE EXPLOTACION (EBITDA)	369,27	257,61	221,31	(555,98)	21,76	250,20	268,38	313,39	293,99
Amortizaciones y depreciaciones	(88,04)	(79,58)	(67,20)	(85,48)	(64,23)	(51,91)	(51,17)	(45,61)	(42,07)
BENEFICIO EXPLOTACION	281,23	178,04	154,11	(641,46)	(42,47)	198,29	217,21	267,78	251,92
Rdos. financieros netos	(51,45)	(52,32)	(59,82)	(64,06)	(51,20)	(52,30)	(53,33)	(35,52)	(19,00)
Puesta en equivalencia	(0,38)	(0,38)	(0,38)	(0,38)	(3,35)	0,67	(0,59)	1,04	0,73
RDO ANTES DE IMPUESTOS (BAI)	229,41	125,34	93,91	(705,90)	(97,02)	146,66	163,29	233,30	233,64
Impuestos	(55,06)	(30,08)	(22,54)	64,05	6,62	(29,97)	(35,73)	(52,23)	(45,70)
B. ACTIVIDADES CONTINUADAS	174,35	95,26	71,37	(641,85)	(90,40)	116,69	127,57	181,07	187,94
Rdo. Actividades interrumpidas	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
RESULTADO CONSOLIDADO	174,35	95,26	71,37	(641,85)	(90,40)	116,69	127,57	181,07	187,94
Minoritarios	0,72	0,71	0,70	0,66	(1,51)	(0,87)	5,09	(0,07)	0,58
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	175,07	95,97	72,07	(641,19)	(91,91)	115,82	132,66	181,00	188,52
<i>EBITDA</i>	<i>369,27</i>	<i>257,61</i>	<i>221,31</i>	<i>(555,98)</i>	<i>21,76</i>	<i>250,20</i>	<i>268,38</i>	<i>313,39</i>	<i>293,99</i>
<i>EBIT</i>	<i>281,23</i>	<i>178,04</i>	<i>154,11</i>	<i>(641,46)</i>	<i>(42,47)</i>	<i>198,29</i>	<i>217,21</i>	<i>267,78</i>	<i>251,92</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>220,44</i>	<i>150,38</i>	<i>18,57</i>	<i>(556,37)</i>	<i>(26,17)</i>	<i>168,60</i>	<i>178,74</i>	<i>226,68</i>	<i>230,01</i>

BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado (+)
(Evolución 2010/2015; Proyección 2016/2017)

EUR millones	2017E	2016E	2015	2014	2013	2012	2011	2010
ACTIVOS NO CORRIENTES	1.393,41	1.080,51	1.146,69	1.206,05	1.202,56	1.324,66	1.244,15	898,04
ACTIVOS CORRIENTES	2.051,34	1.839,69	1.917,61	2.275,22	2.574,36	2.431,28	2.280,70	2.050,69
TOTAL ACTIVO	3.444,75	2.920,20	3.064,30	3.481,27	3.776,92	3.755,94	3.524,86	2.948,73

EUR millones	2017E	2016E	2015	2014	2013	2012	2011	2010
PATRIMONIO NETO	607,67	384,84	307,65	953,57	1.134,66	1.109,62	1.067,20	1.014,02
PASIVOS NO CORRIENTES	1.111,87	1.010,73	1.106,99	911,89	949,38	700,42	627,61	350,60
PASIVOS CORRIENTES	1.725,21	1.524,63	1.649,66	1.615,81	1.692,88	1.945,91	1.830,05	1.584,11
TOTAL PASIVO	3.444,75	2.920,20	3.064,30	3.481,27	3.776,92	3.755,94	3.524,86	2.948,73
Número acciones (millones) (+)	174,93	164,13	164,13	164,13	164,13	164,13	164,13	164,13

(+) A partir de mayo 2017 consolidamos TecnoCom (TEC) por integración global. Número de acciones medio del año.
 Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

ANEXO Nº 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	595,47	43%	7,06%	--	7,06%	3,01%
Deuda neta 31/12/17E	803,05	57%	5,58%	24,0%	4,24%	2,44%
(EUR mill.)						
Total	1.398,53	100%				5,44%

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

Nota: Tomamos la estructura financiera del ejercicio 2017 al considerar que es más acorde con la naturaleza de su negocio

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA-PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS

EUR millones		Deuda neta	Valor compañía		
DCF ajustado (Euro mill.)	(25,93)			Tir bono 10 años:	1,78%
Valor residual	3.736,08			g (crecimiento perpetuo):	1,50%
Total	3.710,15	(803,05)	2.907,10	Prima mercado:	6,21%
				Beta:	0,85
				Prima de riesgo	5,28%
Valoración por acción Euro			16,42	PER Residual:	25,4

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS
(Evolución 2010/2015; Proyecciones 2016/2018)

EUR millones	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Beneficio explotación (EBIT)	251,92	267,78	217,21	198,29	(42,47)	(641,46)	154,11	178,04	281,23
Impuestos imputables al EBIT	(49,45)	(60,68)	(47,49)	(43,04)	3,24	58,74	(36,90)	(42,64)	(67,40)
EBIT ajustado (NOPLAT)	202,47	207,10	169,72	155,24	(39,23)	(582,73)	117,21	135,40	213,83
Amortización	42,07	45,61	51,17	51,91	64,23	85,48	67,20	79,58	88,04
Cash-flow explotación ajustado	244,54	252,71	220,89	207,16	25,00	(497,25)	184,41	214,97	301,87



Link Securities

Juan Esplandiú, 15 - planta baja

Madrid 28007

Tel : 915 040 612

Fax : 915 044 046

"Link Securities SV no asume ninguna responsabilidad por posibles errores de hecho u opinión contenidos en este informe, el cual está basado en información obtenida de fuentes fidedignas. Este documento no representa una oferta de compra o venta de valores. Los clientes de Link Securities SV y sus empleados pueden tener una posición o haber realizado transacciones sobre cualquiera de los valores a los que hace referencia este informe".

"Link Securities SV, S.A. es una entidad sometida a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)".

