

**Telefonaktiebolaget LM ERICSSON** diseña y fabrica componentes y redes de telecomunicaciones, especialmente redes móviles de tecnología Wi-Fi, 2G (GMS), 3G (UMTS i CDMA) y 4G (LTE). También ofrece soluciones a las empresas de *Media* para la emisión de contenido digital así como servicios de instalación y mantenimiento de dichas redes y dichas soluciones.

**¿Por qué nos gusta?** El consumo de datos a través del móvil crece a un ritmo elevado (en 2011 un 30% de las búsquedas por internet ya se hizo a través del móvil<sup>1</sup>, en 2011 había 700Mn de smartphones y se espera que en 2017 sean 3.000Mn<sup>2</sup>). También la televisión digital seguirá evolucionando. Entendemos que las empresas de telecomunicaciones y media deben seguir invirtiendo para satisfacer dicha demanda (en 2011 la inversión en redes móviles creció un entorno del 15%<sup>1</sup>). Ericsson es el líder mundial en redes móviles (43% de la cuota de mercado) y en servicios de IT (Top10), está mejorando sus márgenes operativos y es proactivo buscando nuevas tecnologías para mejorar sus productos.

**Valoración fundamental** Utilizamos los datos de consenso que estiman un crecimiento de ingresos del 1,2% anual hasta 2018, y un margen EBIT que aumente del 8% al 11%. Las necesidades de inversión y capital de trabajo son estables (3% y 40% s/ingresos respectivamente). Utilizamos un CFLO medio de 19.000 Mn SEK (promedio de 10 años) para calcular el valor terminal (75% de la valoración), un WACC del 8%, una tasa impositiva del 20% y un crecimiento perpetuo del 2%. El valor objetivo que obtenemos es de 110 SEK/acción. Ver DCF en la página 2.

**Calidad de la Empresa** El nivel de caja de la empresa es superior al de deuda, tiene una posición de caja neta de 46.000MnSEK. El rating de S&P es de BBB+/estable.

**Riesgos** Ericsson depende de las inversiones que realizan las operadoras de telecomunicaciones en todo el mundo. En varias regiones la evolución débil de la economía afecta dichas decisiones (las retrasa) así como los entornos de poca competencia entre compañías (como es el caso de España).

**Últimos Resultados** Los ingresos orgánicos (ex divisa, es reestructuraciones) del 3T15 caen un 9%. Impacta en negativo la división de Redes en especial en China donde ha bajado la instalación de 4G. En positivo destaca la evolución de los servicios. Por regiones India, el Sudeste asiático y África subsahariana son las que más han aportado. El negocio en EEUU está estable vs el 2T aunque en un nivel inferior al del año pasado. Los movimientos de las divisas (especialmente la apreciación USD vs SEK) han tenido un impacto positivo de 12 puntos en el crecimiento. El grupo de negocios de crecimiento que tienen identificados crecen al 10%. Han conseguido dos clientes importantes en EEUU para TV&Media y anunciaron la adquisición de Envivio (software video). Se están posicionando para el 5G, virtualización, video eficiente e IoT. Análisis completo en: <http://www.robustsicav.com/ericsson-resultados-3t-2015>

**RSC (1)Ambiental:** En 2008 la empresa se fijó reducir las emisiones de CO2 emitidos por sus productos durante la vida útil así como el emitido en fabricación un 40%. En 2011 la reducción es del 30%. Han reducido la energía consumida por las estaciones en un 85% en 10 años, disponen de una lista de materiales restringidos para fabricar y auditaron en 2011 los proveedores de 2 de sus regiones.

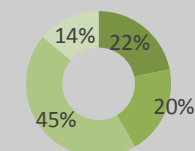
**(2)Gobernanza:** El Consejo está formado por 12 representantes de los accionistas y 6 de los trabajadores, dispone de Comité de Cumplimiento Normativo, y los sueldos del consejo y los directivos son públicos y detallados. **(3)Social:** Actúa a través de programas como el *Millenium Villages Project* para comunicar pueblos en África. Es miembro de GeSI para controlar la minería en países conflictivos. **(4)Reporting:** Utiliza el estándar GRI G3 con una calificación A+.

# ERICSSON

Cotización (B)  
83,60SEK

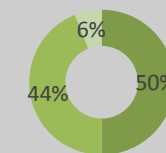
Capitalización: 270.000Mn SEK  
Trabajadores: 116.000

## Accionistas

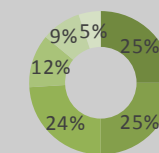


- Investors AB
- AB Industrivarden
- Fondos
- Resto

## Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



- Redes
- Servicios Globales
- Servicios Soporte



- Asia
- USA
- OM+África
- Latam
- Resto

Fundamentales	2013	2014	2015E	2016E
en millones de USD				
<b>INGRESOS</b>	227.376	227.983	247.372	253.039
Incremento (%)	0,2%	0,3%	8,5%	2,3%
<b>EBITDA</b>	34.114	29.543	32.715	37.859
Incremento (%)	-2,6%	-13,4%	10,7%	15,7%
Margen s/ventas	15,0%	13,0%	13,2%	15,0%
<b>RESULTADO</b>	12.005	11.568	16.442	20.261
Incremento (%)	-1,5%	-3,6%	42,1%	23,2%
<b>BPA</b>	3,72	3,57	5,10	6,30
Incremento (%)	-2,2%	-4,0%	42,7%	23,4%
<b>RATIOS</b>				
PER	-	-	16,3x	13,2x
Dividendo	-	-	4,4%	4,8%
Deuda Neta/EBITDA	-	-	-1,4x	-1,2x

# VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS actualización: 26/10/2015

Flujo de caja	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	TACC	
													2014-18	2004-14
INGRESOS	187.339	198.660	208.564	200.512	229.493	226.911	225.738	230.076	246.955	251.796	257.858	241.763	1,2%	6,0%
% crecimiento	5,6%	6,0%	5,0%	-3,9%	14,5%	-1,1%	-0,5%	1,9%	7,3%	2,0%	2,4%	-6,2%		
EBITDA	35.290	25.705	24.022	31.062	33.725	24.495	25.786	27.240	31.714	37.258	39.728	42.371	11,7%	-1,7%
% crecimiento	-9,2%	-27,2%	-6,5%	29,3%	8,6%	-27,4%	5,3%	5,6%	16,4%	17,5%	6,6%	6,7%		
% margen	18,8%	12,9%	11,5%	15,5%	14,7%	10,8%	11,4%	11,8%	12,8%	14,8%	15,4%	17,5%		
BENEFICIO	22.269	15.388	7.485	16.444	17.782	10.430	13.340	13.974	15.982	20.297	22.514		17,2%	-3,2%
% crecimiento	-12,7%	-30,9%	-51,4%	119,7%	8,1%	-41,3%	27,9%	4,8%	14,4%	27,0%	10,9%			
BPA	6,85	4,92	1,14	5,74	4,76	3,55	4,36	4,49	5,04	6,62	7,12		13,8%	-2,9%
% crecimiento	-16,5%	-28,2%	-76,8%	403,2%	-17,1%	-25,4%	22,8%	3,1%	12,3%	31,2%	7,6%			
D&A	6.691	7.941	7.706	9.274	8.442	9.028	8.064	8.686	9.323	9.506	9.735	9.127		
% s/ingresos	3,6%	4,0%	3,7%	4,6%	3,7%	4,0%	3,6%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%		
EBIT	28.599	17.764	16.316	21.788	25.282	15.467	17.723	18.292	22.595	27.800	31.351	27.584	10,8%	-4,1%
% crecimiento	-15,7%	-37,9%	-8,2%	33,5%	16,0%	-38,8%	14,6%	3,2%	23,5%	23,0%	12,8%	-12,0%		
% margen	15,3%	8,9%	7,8%	10,9%	11,0%	6,8%	7,9%	8,0%	9,1%	11,0%	12,2%	11,4%		
Impuesto efectivo	28,0%	32,3%	33,9%	28,8%	30,6%	41,7%	28,8%							
IS modelo	20%	5.720	3.553	3.263	4.358	5.056	3.093	3.545	3.658	4.519	5.560	6.270	5.517	
NOPLAT (EBIT-TAX)	29.571	22.152	20.758	26.705	28.668	21.401	22.242	23.320	27.399	31.746	34.816	31.194	7,5%	-1,4%
% s/capitalización	11%	8%	8%	10%	10%	8%	8%	8%	10%	12%	13%	11%		
CAPEX ajustado	-5.372	-5.542	-5.449	-5.330	-5.000	-5.474	-5.375	-5.862	-7.339	-7.127	-6.313	-7.411		
% s/ingresos	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	2%	3%		
Δ WC ajustado (media 10a)	4150	5289	3890	-3214	11013	-987	-448	1827	6667	1912	2395	-6357		
% s/ingresos	42%	47%	39%	40%	38%	38%	38%	42%	39%	39%	39%	39%		
CF Libre Operativo (CFLO)	20.049	11.322	11.420	24.589	12.655	16.914	17.315	15.631	13.394	22.707	26.108	30.141	17,8%	-1,8%
% crecimiento	27,8%	-43,5%	0,9%	115,3%	-48,5%	33,7%	2,4%	-9,7%	-14,3%	69,5%	15,0%	15,4%		
<b>Capital de trabajo</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
Deudores	73.180	88.476	78.061	75.104	79.448	80.993	83.903	93.201						
Receivables - % of sales	39%	45%	37%	37%	35%	36%	37%	41%						
Inventarios	22.475	27.836	22.718	29.897	33.070	28.802	22.759	28.175						
Inventories - % of sales	12%	14%	11%	15%	14%	13%	10%	12%						
Acreeedores	17.427	23.504	18.864	24.959	25.309	23.100	20.502	24.473						
Payables - % of sales	9%	12%	9%	12%	11%	10%	9%	11%						
<b>Total CT</b>	<b>78.228</b>	<b>92.808</b>	<b>81.915</b>	<b>80.042</b>	<b>87.209</b>	<b>86.695</b>	<b>86.160</b>	<b>96.903</b>	<b>97.541</b>	<b>99.453</b>	<b>101.848</b>	<b>95.490</b>		
% s/ingresos	41,8%	46,7%	39,3%	39,9%	38,0%	38,2%	38,2%	42,1%	39,5%	39,5%	39,5%	39,5%		
Δ Capital de Trabajo	13.804	14.580	-10.893	-1.873	7.167	-514	-535	10.743	638	1.912	2.395	-6.357		
CT - Thomson	-4.755	2.910	2.552	3.328	-13.029	2.009	-5.808	-4.627						
<b>Valoración</b>														
WACC	8%													
Crecimiento perpétuo	2%													
CFLO medio 10a (para valor teminal)													19.087	
CFLO 2015/2018 - valor presente													79.191	
CFLO terminal - valor presente													233.960	
<b>Enterprise Value</b>													<b>313.151</b>	
Deuda Neta													-46.215	
Otros (participaciones,...)													0	
<b>Equity Value</b>													<b>359.366</b>	
Número acciones													3248,	
Capitalización													274.639	
Precio actual acción													84	
Capitalización													271.533	
<b>Valor Objetivo</b>													<b>110,64</b>	
Upside/(Downside)													32%	
Precio Objetivo Consenso													100,00	
<b>Múltiplos</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>		
PER									16,6x	12,6x	11,7x			
PER ajustado x deuda									13,8x	10,5x	9,7x			
EV/EBITDA									7,1x	6,0x	5,7x	5,3x		
CFLO YIELD									4,9%	8,3%	9,5%	11,0%		
Dividendo									3,7	4,0	4,2			
DVD YIELD									4,4%	4,8%	5,1%			
DN/EBITDA									-1,5x	-1,2x	-1,2x	-1,1x		

Fuente: Thomson Reuters Eikon, ROBUST GLOBAL INVESTMENT