

**International Business Machines Corp.** Ofrece productos y servicios a las empresas relacionados con las tecnologías de la información. Se estructura en 4 divisiones: Cognitive Solutions (Inteligencia Artificial, Big Data,...), Global Business Services (consultoría), Technology Services&Cloud Platforms, Systems (servidores y middleware) y Global Financing.

**¿Por qué nos gusta?** IBM es uno de los 3 principales fabricantes de servidores (junto con Dell y HP). Lo utiliza para ofrecer Software relacionado. Gartner lo sitúa como líder de su Cuadrante Mágico para Middleware, IBMP (procesos empresa), movilidad y seguridad de las aplicaciones entre otros. La empresa ofrece también servicios de consultoría de negocio y de tecnología, ligados en parte a estos productos. Esta oferta hace que su puntuación por visión de negocio en los rankings sea siempre elevada. El mercado de IT para empresas crecía a ritmos del 9% hasta hace poco. Ahora es similar al PIB (deflación, incertidumbre) aunque el mercado de servidores sigue creciendo más rápido. IBM está reestructurando en parte el negocio centrándose en segmentos (Mobile, Cloud, Social, Analytics) que crecen a ritmos del 20% anual y su peso sobre el total empieza a ser significativo.

**Valoración fundamental** Utilizamos los datos de consenso que estiman una caída de ingresos del -1,1% hasta 2018 y un margen EBIT entorno el 20%. El ritmo de inversiones (CAPEX) y el de necesidades de trabajo (WC) oscila ligeramente (utilizamos WC del 28% y CAPEX del 5% sobre ingresos). Utilizando como CFLO terminal la media de 3 años (normalmente cogemos 10 años pero en este caso estaríamos premiando la valoración), una tasa de descuento del 8%, una tasa impositiva (t) del 20% y un crecimiento perpetuo (g) del 2%, la valoración es de 198USD/acción. Ver cuadro DCF en la página 2.

**Calidad de la Empresa** Tiene una deuda moderada (1,3x EBITDA) y si descontamos los préstamos a clientes es casi nula. Rating S&P: AA-/ESTABLE.

**Riesgos** Parte de su negocio depende de su posición de liderazgo en la venta de Servidores. Los cambios tecnológicos como el Cloud pueden minar esta ventaja. El nivel de competencia del sector es elevado así como la presión a la baja de los precios.

**Últimos Resultados** Los ingresos del 1T 2016 retroceden un 2% arrastrados especialmente por Sistemas que refleja la ciclicidad de las ventas de los servidores zSystems. Cognitive crece un poco impulsado por Watson. GBS sigue cayendo (por el negocio de consultoría) aunque la pata de activos estratégicos crece un 22%. Tecnología crece un 1,9% impulsado por el Cloud. Los activos estratégicos crecen al 17% y ya representan el 37% del total de ingresos. Según la empresa el margen operativo se ha comprimido por el coste de reestructuración de 1,5Bn USD. Pero también hay compresión en los márgenes brutos de todas las divisiones excepto Sistemas. En parte puede darse por la nueva inversión que están haciendo. Más detalle en: [www.robustglobal.com/seguimiento/IBM-resultados-1T16](http://www.robustglobal.com/seguimiento/IBM-resultados-1T16)

**RSC Ambiental:** Están reduciendo el consumo de energía (6,7% de ahorro), emisión de CO2 (-9%) y consumo de agua (2,3% de ahorro). Compran energía renovable para compensar. Controlan el plástico reciclado de los productos (mínimo 5%). **Social:** Controlan los proveedores a través de auditorías. En colaboración con la CFSI controlan el origen de los minerales para evitar zonas de conflicto. Tienen varios programas de ayuda. Un 26% de directivos son mujeres. **Gobernanza:** El Consejo está formado por 13 miembros, 11 independientes. Aunque solo 2 mujeres. Remuneración transparente. El comité de remuneraciones está formado por consejeros independientes. **Reporting:** Informe anual lento (en julio 2015 no habían publicado el del 2014. Utilizan GRI G3 y están pendientes del rating A. Utilizan el GGP para CO2 en lugar del CDP. Ver cuadro RSC en la página 3.

**IBM**

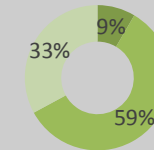
Cotización

146,41USD

Capitalización: 139.000Mn USD

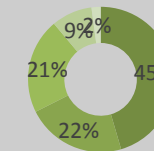
Trabajadores: 377.700

**Accionistas**

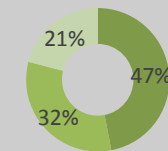


■ Berkshire ■ Fondos ■ Resto

**Ingresos por línea de negocio y zona geográfica**



■ Tech+Cloud ■ Cognitive  
■ Business Srvcs ■ Systems  
■ Financing



■ Americas  
■ EMEA  
■ Asia Pacífico

Fundamentales	2014	2015E	2016E	2017E
en millones de USD				
<b>INGRESOS</b>	92.793	81.745	79.245	79.062
Incremento (%)	-13,2%	-11,9%	-3,1%	-0,2%
<b>EBITDA</b>	25.350	21.338	19.049	20.662
Incremento (%)	-7,4%	-15,8%	-10,7%	8,5%
Margen s/ventas	27,3%	26,1%	24,0%	26,1%
<b>RESULTADO</b>	12.023	14.494	12.799	12.914
Incremento (%)	-24,2%	20,6%	-11,7%	0,9%
<b>BPA</b>	15,68	14,92	13,55	14,18
Incremento (%)	18,4%	-4,8%	-9,2%	4,6%
<b>RATIOS</b>				
PER	-	9,8x	10,8x	10,4x
Dividendo	-	3,3%	3,5%	3,6%
Deuda Neta/EBITDA	-	1,5x	1,7x	1,5x

International Business I	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	TACC		
													2015-18	2005-15	
INGRESOS	97.478	104.791	95.507	98.744	107.125	104.326	100.391	93.532	81.745	79.245	79.062	79.009	-1,1%	-1,2%	
% crecimiento	7,4%	7,5%	-8,9%	3,4%	8,5%	-2,6%	-3,8%	-6,8%	-12,6%	-3,1%	-0,2%	-0,1%			
I+D	6.153	6.337	5.820	6.026	6.258	5.816	5.743	5.437	5.247	-	-	-			
% s/ingresos	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%						
EBITDA	19.519	22.063	23.023	23.873	26.258	26.554	27.036	24.253	21.338	19.049	20.662	21.483	0,2%	2,2%	
% crecimiento	8,4%	13,0%	4,4%	3,7%	10,0%	1,1%	1,8%	-10,3%	-12,0%	-10,7%	8,5%	4,0%			
% margen	20,0%	21,1%	24,1%	24,2%	24,5%	25,5%	26,9%	25,9%	26,1%	24,0%	26,1%	27,2%			
D&A	5.569	5.527	5.195	4.851	5.147	4.584	4.473	4.139	3.617	3.506	3.498	3.496			
% s/ingresos	5,7%	5,3%	5,4%	4,9%	4,8%	4,4%	4,5%	4,4%	4,4%						
EBIT	13.949	16.536	17.828	19.022	21.111	21.970	22.563	20.048	17.377	14.877	16.275	17.640	0,5%	4,1%	
% crecimiento	9,1%	18,5%	7,8%	6,7%	11,0%	4,1%	2,7%	-11,1%	-13,3%	-14,4%	9,4%	8,4%			
% margen	14,3%	15,8%	18,7%	19,3%	19,7%	21,1%	22,5%	21,4%	21,3%	18,8%	20,6%	22,3%			
Impuesto efectivo	28,1%	26,2%	26,0%	24,8%	24,5%	24,6%	16,6%	21,2%	16,2%	-	-	-			
IS modelo	20%	2.790	3.307	3.566	3.804	4.222	4.394	4.513	4.010	3.475	2.975	3.255	3.528		
NOPLAT (EBIT-TAX)	16.729	18.756	19.458	20.069	22.036	22.160	22.523	20.177	17.518	15.408	16.518	17.608	0,2%	1,7%	
% s/capitalización	12%	14%	14%	15%	16%	16%	16%	15%	13%	11%	12%	13%			
CAPEX ajustado	-5.505	-4.887	-4.077	-4.754	-4.244	-4.372	-3.912	-3.992	-3.811	-3.851	-3.788	-3.430			
% s/ingresos	5,6%	4,7%	4,3%	4,8%	4,0%	4,2%	3,9%	4,3%	4,7%	4,9%	4,8%	4,3%			
Δ WC ajustado (media 10a)	1604	1622	-2124	750	1850	-668	-1046	-1985	-3472	-708	-52	-15			
% s/ingresos	24%	22%	23%	23%	22%	24%	27%	29%	29%	28%	28%	28%			
CF Libre Operativo (CFLO)	9.620	12.247	17.505	14.565	15.942	18.456	19.657	18.170	17.179	12.266	12.782	14.193	-6,2%	4,5%	
% crecimiento	-9,0%	27,3%	42,9%	-16,8%	9,5%	15,8%	6,5%	-7,6%	-5,5%	-28,6%	4,2%	11,0%			
<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	28.789	27.555	26.793	28.225	29.561	30.578	31.836	31.831	28.554						
Receivables - % of sales	30%	26%	28%	29%	28%	29%	32%	34%	35%						
Inventarios	2.664	2.700	2.493	2.450	2.596	2.287	2.310	2.103	1.551						
Inventories - % of sales	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%						
Acreeedores	8.054	7.014	7.436	7.804	8.517	7.952	7.461	6.864	6.028						
Payables - % of sales	8%	7%	8%	8%	8%	8%	7%	7%	7%						
Total CT	23.399	23.241	21.850	22.871	23.640	24.913	26.685	27.070	24.077	22.447	22.395	22.380			
% s/ingresos	24,0%	22,2%	22,9%	23,2%	22,1%	23,9%	26,6%	28,9%	29,5%	28,3%	28,3%	28,3%			
Δ Capital de Trabajo	1.705	-158	-1.391	1.021	769	1.273	1.772	385	-2.993	-1.630	-52	-15			
CT - Thomson	-890	-1.193	418	-1.237	-2.390	-2.451	-2.444	-1.767	-2.444						
<b>Balance</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>			
Total Debt	35.274	33.926	26.100	28.624	31.322	33.269	39.718	40.722	39.889						
CFLO/TotDebt	27%	36%	67%	51%	51%	55%	49%	45%	43%						
Deuda Neta	19.128	21.138	12.244	17.099	19.497	22.264	28.789	32.392	31.857						
<b>Valoración</b>															
WACC	8%														
Crecimiento perpétuo	2%														
CFLO medio 3a (para valor teminal)												13.080			
CFLO 2016/2018 - valor presente												33.582			
CFLO terminal - valor presente												163.442			
<b>Enterprise Value</b>												<b>197.024</b>			
Deuda Neta												5.000			
<b>Equity Value</b>												<b>192.024</b>			
Número acciones (outstanding)												966			
Capitalización												138.367			
Precio actual acción												146,23			
<b>Valor Objetivo</b>												<b>198,84</b>			
Upside/(Downside)												36%			
Precio Objetivo Consenso												144,05			
<b>Múltiplos</b>										<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>			
PER										10,8x	10,3x	9,7x			
PER ajustado x deuda										11,2x	10,7x	10,0x			
EV/EBITDA										7,7x	7,1x	6,8x			

# CUADRO RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA actualización: 13/07/2015

	2013	2012	OBJETIVO	NOTAS
<b>MEDIO AMBIENTE</b>				
Conservación energía (en %)	6,7	6,5	3.5 anual	% total de uso de electricidad que han conseguido ahorrar vs el año anterior.
Electricidad y fuel (1,000 MMBtu)	21.190	21.613		
Emisiones CO2	2.189	2.404		Calculan las emisiones en función del consumo de electricidad y fuel. Estándar Greenhouse Gas Protocol
Reducción emisiones CO2	-9%			
Emisiones CO2 ex renovables	227	209		Adquieren derechos sobre energía renovable para compensar por las emisiones
<b>PRODUCTOS</b>				
Plástico reciclado	10,8	12,6	min 5	% del peso de los plásticos reciclados vs el TOTAL que utilizan para sus productos
% no reciclado por PELM	0,3	0,3	max 3	El programa PELM de reciclado de productos IBM intenta reciclar como mínimo el 97% de los productos viejos
<b>OPERACIONES</b>				
Materias peligrosas/output	4,2	2,9		Ha aumentado por una planta que generó materiales pesados por cambio de procesos y mayor uso de disolventes.
Material reciclado (en %)	86	87	min 75%	
Ahorro agua (media 5 años)	2,3	2,2	min 2%	Ahorro de agua vs el año anterior calculado como media de 5 años. En manufactura de microelectrónica.
<b>SOCIAL</b>				
<b>PROVEEDORES</b>				
Acciones correctoras	175	311		Tiene 18.000. Las exigen al proveedor tras la auditoria. Se han reducido por la presión que se hizo en 2011 y 2012.
EICC	SI	NO		Adoptan en 2013 el código de conducta para la industria EICC. Lo exigen a sus proveedores
CFSI	SI	SI		Participan para la provisión de Tantalio, Estaño, Wolframio y oro (3T/G)
Tantalio (% verificado)	96	88		% que consiguen verificar como proveniente de zonas fuera de conflicto
Estaño	32	12		% que consiguen verificar como proveniente de zonas fuera de conflicto
Wolframio	23	0		% que consiguen verificar como proveniente de zonas fuera de conflicto
Oro	50	35		% que consiguen verificar como proveniente de zonas fuera de conflicto
<b>COMUNIDAD</b>				
P-TECH	SI	SI		Desde 2011. Junto con los educadores del gobierno americano K12 para un nuevo modelo de High School público.
Smarter Cities (Mn USD)	50Mn	50Mn		Desde 2010. 50Mn para ayudar a las ciudades a planificar mejor. A 2015 ya los han invertido todos.
Horas voluntariado	1496	1466		
Donaciones (Mn USD)	208	197		Más de la mitad a proyectos de educación
<b>TRABAJADORES</b>				
Horas formación x empleado	82	78		
% mujeres	30,1	30,0		
% mujeres ejecutivas	23,2	22,3		
% directivas	26,0	25,6		
Accidentes	0,30	0,29		
<b>GOVERNANZA</b>				
Mujeres en el Consejo	2/13			Sin contar la CEO
Miembros Independientes Consejo	11/13			Sin contar la CEO
Representación trabajadores				NO
Comités				Remuneraciones (solo miembros independientes), Auditoria, Gobernanza y Ejecutivo
Sueldos ejecutivos				Públicos y detallados. 3 partes: anual (comparativa competencia), medio plazo (3 años) y toda la carrera.
<b>REPORTING</b>				
Informe Anual				<a href="http://www.ibm.com/ibm/responsibility/2013/">http://www.ibm.com/ibm/responsibility/2013/</a>
Carbon Disclosure Project				NO
GRI	A			Han aplicado para el rating A. Utilizan el GRI G3. <a href="http://www.ibm.com/ibm/responsibility/reports/gri/gri.html">http://www.ibm.com/ibm/responsibility/reports/gri/gri.html</a>
Web Medio Ambiente				<a href="http://www.ibm.com/ibm/environment/">http://www.ibm.com/ibm/environment/</a>
Web Proveedores				<a href="http://www-03.ibm.com/procurement/proweb.nsf/ContentDocsByTitle/United+States+Supply+chain+social+responsibility">http://www-03.ibm.com/procurement/proweb.nsf/ContentDocsByTitle/United+States+Supply+chain+social+responsibility</a>
Web Gobernanza				<a href="http://www.ibm.com/investor/governance/">http://www.ibm.com/investor/governance/</a>
Web Sueldos Ejecutivos y Directores				<a href="http://www.ibm.com/investor/governance/executive-compensation.html">http://www.ibm.com/investor/governance/executive-compensation.html</a>

## Siglas (por orden alfabético)

CFSI: Conflict Free Sourcing Initiative  
 EICC: Electronic Industry Citizenship Coalition  
 PELM: Product End-of-Life Management

Fuentes: IBM, ROBUST GLOBAL INVESTMENT