

International Business Machines Corp. Ofrece productos y servicios a las empresas relacionados con las tecnologías de la información. Se estructura en 4 divisiones: hardware (servidores), Software (middleware) y Business y Technology Services (consultoría).

¿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 3,7% hasta 2017 y suponemos un margen EBIT del 20%, menor que el del consenso (por si continua la caída de margen de los Servicios). El ritmo de inversiones (CAPEX) y el de necesidades de trabajo (WC) oscilan un poco (utilizamos WC de 5% y CAPEX del 26% sobre ingresos). Utilizando como CFLO terminal la media de 10 años (2008-2017: 16.000Mn USD), una tasa de descuento del 8%, una tasa impositiva (t) del 20% y un crecimiento perpetuo (g) del 2%, la valoración es de 207USD/acción. Si restamos de la deuda los préstamos a clientes para la compra de productos la cotización sube a 232USD/acción. Cotiza a niveles muy inferiores por lo que vemos una buena oportunidad teniendo en cuenta que ya descontamos caída en ingresos y margen. *Ver cuadro DCF en la página 2.*

Calidad de la Empresa Tiene una deuda moderada (1,2x EBITDA) y si tenemos en cuenta 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 2T15 cayeron un 13% aunque si se excluye el efecto divisa (9%) y el impacto de las desinversiones (4%, System x) retroceden un 1%. Global Technology Services y Hardware (lanzaron System Z el trimestre pasado) han impulsado las ventas mientras que Global Business Services (consultoría) y Software (por Sistemas Operativos. Middleware plano) continúan lastrando. El margen operativo sigue mejorando, 20 puntos vs 2014. En parte por el crecimiento de los activos estratégicos, y por el lanzamiento de System Z. Más detalle en:

www.robustglobal.com/seguimiento/IBM-resultados-2T15

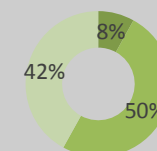
RSC Ambiental: Están reduciendo el consumo de energía (6,7% de ahorro), emisión de CO2 (-9%) y consumo de agua (2,3% de ahorro). Compran energía renovable para compensar. Controlan el plástico reciclado de los productos (mínimo 5%). **Social:** Controlan los proveedores a través de auditorías. En colaboración 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
160,00USD

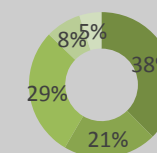
Capitalización: 157.300Mn USD
Trabajadores: 379.600

Accionistas

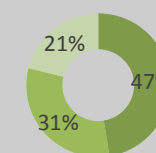


■ Berkshire ■ Fondos ■ Resto

Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



■ Tech Srvcs ■ Business Srvcs
■ Software ■ Hardware
■ Finacing



■ Americas
■ EMEA
■ Asia Pacífico

Fundamentales	2013	2014	2015E	2016E
en millones de USD				
INGRESOS	98.367	92.793	83.161	82.490
Incremento (%)	-8,0%	-5,7%	-10,4%	-0,8%
EBITDA	25.453	25.350	22.534	23.005
Incremento (%)	-7,0%	-0,4%	-11,1%	2,1%
Margen s/ventas	25,9%	27,3%	27,1%	27,9%
RESULTADO	16.483	12.023	15.410	15.314
Incremento (%)	4,0%	-27,1%	28,2%	-0,6%
BPA	15,42	15,68	15,73	16,13
Incremento (%)	16,4%	1,7%	0,3%	2,5%
RATIOS				
PER	-	-	10,2x	9,9x
Dividendo	-	-	2,9%	3,1%
Deuda Neta/EBITDA	-	-	1,4x	1,4x

Flujo de caja

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	TACC 2014-17 2004-14	
INGRESOS	97.478	104.791	95.507	98.744	107.125	104.326	100.391	93.532	83.161	82.490	83.573	-3,7%	-0,3%
% crecimiento	7,4%	7,5%	-8,9%	3,4%	8,5%	-2,6%	-3,8%	-6,8%	-11,1%	-0,8%	1,3%		
EBITDA	19.519	22.063	23.023	23.873	26.258	26.554	27.036	24.253	22.534	23.005	24.389	0,2%	3,9%
% crecimiento	8,4%	13,0%	4,4%	3,7%	10,0%	1,1%	1,8%	-10,3%	-7,1%	2,1%	6,0%		
% margen	20,0%	21,1%	24,1%	24,2%	24,5%	25,5%	26,9%	25,9%	27,1%	27,9%	29,2%		
BENEFICIO	10.082	12.006	13.185	14.710	16.231	17.425	18.644	16.337	15.410	15.314	15.822	-1,1%	-
% crecimiento	8,8%	19,1%	9,8%	11,6%	10,3%	7,4%	7,0%	-12,4%	-5,7%	-0,6%	3,3%		
BPA	7,13	8,93	10,01	11,52	13,44	15,25	16,99	16,12	15,73	16,13	17,20	-1,7%	12,3%
% crecimiento	17,7%	25,2%	12,1%	15,1%	16,7%	13,5%	11,4%	-5,1%	-2,4%	2,5%	6,7%		
D&A	5.569	5.527	5.195	4.851	5.147	4.584	4.473	4.139	3.680	3.650	3.698		
% s/ingresos	5,7%	5,3%	5,4%	4,9%	4,8%	4,4%	4,5%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%		
EBIT	13.949	16.536	17.828	19.022	21.111	21.970	22.563	20.048	16.632	16.498	16.715	-9,9%	4,9%
% crecimiento	9,1%	18,5%	7,8%	6,7%	11,0%	4,1%	2,7%	-11,1%	-17,0%	-0,8%	1,3%		
% margen	14,3%	15,8%	18,7%	19,3%	19,7%	21,1%	22,5%	21,4%	20,0%	20,0%	20,0%		
Impuesto efectivo	28,1%	26,2%	26,0%	24,8%	24,5%	24,6%	16,6%						
IS modelo 20%	2.790	3.307	3.566	3.804	4.222	4.394	4.513	4.010	3.326	3.300	3.343		
NOPLAT (EBIT-TAX)	16.729	18.756	19.458	20.069	22.036	22.160	22.523	20.177	16.985	16.848	17.069	-6,6%	3,7%
% s/capitalización	11%	12%	12%	13%	14%	14%	14%	13%	11%	11%	11%		
CAPEX ajustado	-5.505	-4.887	-4.077	-4.754	-4.244	-4.372	-3.912	-3.992	-4.048	-3.983	-4.087		
% s/ingresos	6%	5%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	5%	5%	5%		
Δ WC ajustado (media 10a)	1604	1622	-2124	750	1850	-668	-1046	-1985	-2745	-177	286		
% s/ingresos	24%	22%	23%	23%	22%	24%	27%	29%	26%	26%	26%		
CF Libre Operativo (CFLO)	9.620	12.247	17.505	14.565	15.942	18.456	19.657	18.170	15.683	13.043	12.696	-8,3%	9,8%
% crecimiento	-9,0%	27,3%	42,9%	-16,8%	9,5%	15,8%	6,5%	-7,6%	-13,7%	-16,8%	-2,7%		

Capital de trabajo

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
Deudores	28.789	27.555	26.793	28.225	29.561	30.578	31.836	31.831			
Receivables - % of sales	30%	26%	28%	29%	28%	29%	32%	34%			
Inventarios	2.664	2.700	2.493	2.450	2.596	2.287	2.310	2.103			
Inventories - % of sales	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%			
Acreeedores	8.054	7.014	7.436	7.804	8.517	7.952	7.461	6.864			
Payables - % of sales	8%	7%	8%	8%	8%	8%	7%	7%			
Total CT	23.399	23.241	21.850	22.871	23.640	24.913	26.685	27.070	22.011	21.833	22.120
% s/ingresos	24,0%	22,2%	22,9%	23,2%	22,1%	23,9%	26,6%	28,9%	26,5%	26,5%	26,5%
Δ Capital de Trabajo	1.705	-158	-1.391	1.021	769	1.273	1.772	385	-5.059	-177	286
CT - Thomson	-890	-1.193	418	-1.237	-2.390	-2.451	-2.444	-1.767			

Valoración

WACC 8%	
Crecimiento perpétuo 2%	
CFLO media 10a (para valor terminal)	15.796
CFLO 4a Valor presente	35.782
CFLO terminal VP	197.385
Enterprise Value	233.167
Deuda Neta	28.789
Equity Value	204.378
Número acciones	984,7
Precio actual acción	160
Capitalización	157.400
Valor Objetivo	207,55
Upside/(Downside)	30%
Precio Objetivo Consenso	160,18

Múltiplos

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
PER									10,2x	9,9x	9,3x
PER ajustado x deuda									12,0x	11,7x	11,0x
EV/EBITDA									8,3x	8,1x	7,6x
CFLO YIELD									10,0%	8,3%	8,1%
Dividendo									4,7	5,0	5,4
DVD YIELD									2,9%	3,1%	3,4%
DN/EBITDA									1,3x	1,3x	1,2x

Fuente: Thomson Reuters Eikon, ROBUST GLOBAL INVESTMENT

CUADRO RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA actualización: 13/07/2015

	2013	2012	OBJETIVO	NOTAS
MEDIO AMBIENTE				
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
PRODUCTOS				
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
OPERACIONES				
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.
SOCIAL				
PROVEEDORES				
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
COMUNIDAD				
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
TRABAJADORES				
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		
GOVERNANZA				
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.
REPORTING				
Informe Anual				http://www.ibm.com/ibm/responsibility/2013/
Carbon Disclosure Project				NO
GRI	A			Han aplicado para el rating A. Utilizan el GRI G3. http://www.ibm.com/ibm/responsibility/reports/gri/gri.html
Web Medio Ambiente				http://www.ibm.com/ibm/environment/
Web Proveedores				http://www-03.ibm.com/procurement/proweb.nsf/ContentDocsByTitle/United+States~Supply+chain+social+responsibility
Web Gobernanza				http://www.ibm.com/investor/governance/
Web Sueldos Ejecutivos y Directores				http://www.ibm.com/investor/governance/executive-compensation.html

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