

**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. S&P baja el rating a AA-/NEGATIVO en abril de 2016.

**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 2T 2016 Retroceden un -2% (ajustado por divisa) y un -4,6 (ajustado por adquisiciones) arrastrados especialmente por Sistemas ante la dinámica de ciclo de los servidores zSystems. Cognitive crece un 4% impulsado por Watson, GBS sigue cayendo por el negocio de consultoría tradicional y Tecnología se mantiene. Los activos estratégicos (cloud, analytics y engagement) crecen al 12% y ya representan el 41% de los ingresos. El margen bruto ha caído en todas las divisiones. A nivel operativo también ha descendido por costes de reestructuración y grandes proyectos que han tardado en entregar. Mantienen las guías para 2016.

Más detalle en: [www.robustglobal.com/seguimiento/IBM-resultados-2T16](http://www.robustglobal.com/seguimiento/IBM-resultados-2T16)

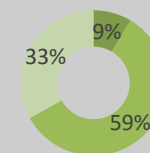
**RSC Ambiental:** Están reduciendo el consumo de energía (6,7% de ahorro), emisión de CO2 (-9%) y consumo de agua (2,3% de ahorro). Compran energía renovable para compensar. Controlan el plástico reciclado de los productos (mínimo 5%). **Social:** Controlan los proveedores a través de auditorías. En 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  
160,45USD

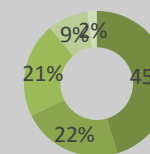
Capitalización: 154.000Mn USD  
Trabajadores: 377.700

**Accionistas**

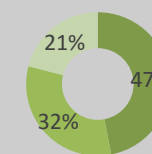


■ Berkshire ■ Fondos ■ Resto

**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 | 79.522 | 79.141 |
| Incremento (%)     | -13.2% | -11.9% | -2.7%  | -0.5%  |
| <b>EBITDA</b>      | 25.350 | 21.338 | 19.157 | 20.582 |
| Incremento (%)     | -7.4%  | -15.8% | -10.2% | 7.4%   |
| Margen s/ventas    | 27.3%  | 26.1%  | 24.1%  | 26.0%  |
| <b>RESULTADO</b>   | 12.023 | 14.494 | 12.779 | 12.972 |
| Incremento (%)     | -24.2% | 20.6%  | -11.8% | 1.5%   |
| <b>BPA</b>         | 15.68  | 14.92  | 13.51  | 14.11  |
| Incremento (%)     | 18.4%  | -4.8%  | -9.5%  | 4.5%   |
| <b>RATIOS</b>      |        |        |        |        |
| PER                | -      | 10.8x  | 11.9x  | 11.4x  |
| Dividendo          | -      | 3.0%   | 3.3%   | 3.5%   |
| Deuda Neta/EBITDA  | -      | 1.5x   | 1.7x   | 1.5x   |

| International Business I                                  | 2009          | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          | 2015          | 2016E         | 2017E         | 2018E          | TACC    |         |         |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------|---------|---------|
|   |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                | 2015-18 | 2015-19 | 2005-15 |
| INGRESOS  | 95.507        | 98.744        | 107.125       | 104.326       | 100.391       | 93.532        | 81.745        | 79.522        | 79.141        | 79.426         | -1.0%   | -1.0%   | -1.2%   |
| % crecimiento   | -8.9%         | 3.4%          | 8.5%          | -2.6%         | -3.8%         | -6.8%         | -12.6%        | -2.7%         | -0.5%         | 0.4%           |         |         |         |
| EBITDA  | 23.023        | 23.873        | 26.258        | 26.554        | 27.036        | 24.253        | 21.338        | 19.157        | 20.582        | 21.053         | -0.4%   | -0.4%   | 2.2%    |
| % crecimiento   | 4.4%          | 3.7%          | 10.0%         | 1.1%          | 1.8%          | -10.3%        | -12.0%        | -10.2%        | 7.4%          | 2.3%           |         |         |         |
| % margen  | 24.1%         | 24.2%         | 24.5%         | 25.5%         | 26.9%         | 25.9%         | 26.1%         | 24.1%         | 26.0%         | 26.5%          |         |         |         |
| D&A   | 5.195         | 4.851         | 5.147         | 4.584         | 4.473         | 4.139         | 3.617         | 3.519         | 3.502         | 3.514          |         |         |         |
| % s/ingresos  | 5.4%          | 4.9%          | 4.8%          | 4.4%          | 4.5%          | 4.4%          | 4.4%          | 4.4%          | 4.4%          | 4.4%           |         |         |         |
| <b>EBIT</b>   | <b>17.828</b> | <b>19.022</b> | <b>21.111</b> | <b>21.970</b> | <b>22.563</b> | <b>20.048</b> | <b>17.377</b> | <b>14.805</b> | <b>16.064</b> | <b>16.950</b>  | -0.8%   | -0.8%   | 4.1%    |
| % crecimiento   | 7.8%          | 6.7%          | 11.0%         | 4.1%          | 2.7%          | -11.1%        | -13.3%        | -14.8%        | 8.5%          | 5.5%           |         |         |         |
| % margen  | 18.7%         | 19.3%         | 19.7%         | 21.1%         | 22.5%         | 21.4%         | 21.3%         | 18.6%         | 20.3%         | 21.3%          |         |         |         |
| Impuesto efectivo   | 26.0%         | 24.8%         | 24.5%         | 24.6%         | 16.6%         | 21.2%         | 16.2%         | -             | -             | -              |         |         |         |
| IS modelo <span style="color: blue;">20%</span>           | 3.566         | 3.804         | 4.222         | 4.394         | 4.513         | 4.010         | 3.475         | 2.961         | 3.213         | 3.390          |         |         |         |
| <b>NOPLAT (EBIT-TAX +D&amp;A)</b>                         | <b>19.458</b> | <b>20.069</b> | <b>22.036</b> | <b>22.160</b> | <b>22.523</b> | <b>20.177</b> | <b>17.518</b> | <b>15.363</b> | <b>16.353</b> | <b>17.074</b>  | -0.9%   | -0.9%   | 1.7%    |
| % s/capitalización  | 13%           | 13%           | 14%           | 14%           | 15%           | 13%           | 11%           | 10%           | 11%           | 11%            |         |         |         |
| CAPEX ajustado  | -4.077        | -4.754        | -4.244        | -4.372        | -3.912        | -3.992        | -3.811        | -3.825        | -3.837        | -3.670         |         |         |         |
| % s/ingresos  | 4.3%          | 4.8%          | 4.0%          | 4.2%          | 3.9%          | 4.3%          | 4.7%          | 4.8%          | 4.8%          | 4.6%           |         |         |         |
| Δ WC ajustado (media 10a)                                 | -2124         | 750           | 1850          | -668          | -1046         | -1985         | -3472         | -630          | -108          | 81             |         |         |         |
| % s/ingresos  | 23%           | 23%           | 22%           | 24%           | 27%           | 29%           | 29%           | 28%           | 28%           | 28%            |         |         |         |
| <b>CF Libre Operativo (CFLO)</b>                          | <b>17.505</b> | <b>14.565</b> | <b>15.942</b> | <b>18.456</b> | <b>19.657</b> | <b>18.170</b> | <b>17.179</b> | <b>12.168</b> | <b>12.624</b> | <b>13.324</b>  | -8.1%   | -8.1%   | 4.5%    |
| % crecimiento   | 42.9%         | -16.8%        | 9.5%          | 15.8%         | 6.5%          | -7.6%         | -5.5%         | -29.2%        | 3.8%          | 5.5%           |         |         |         |
| <b>Balance</b>  |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                |         |         |         |
| Total Debt  | 26.100        | 28.624        | 31.322        | 33.269        | 39.718        | 40.722        | 39.889        |               |               |                |         |         |         |
| CFLO/TotDebt <span style="color: red;">▼</span>           | 67%           | 51%           | 51%           | 55%           | 49%           | 45%           | 43%           |               |               |                |         |         |         |
| Deuda Neta  | 12.244        | 17.099        | 19.497        | 22.264        | 28.789        | 32.392        | 31.857        |               |               |                |         |         |         |
| <b>Valoración</b>   |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                |         |         |         |
| WACC <span style="color: blue;">8%</span>                 |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                |         |         |         |
| Crecimiento perpétuo <span style="color: blue;">2%</span> |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                |         |         |         |
| CFLO medio 3a (para valor terminal)                       |               |               |               |               |               |               |               |               |               | 12.705         |         |         |         |
| CFLO 2016/2018 - valor presente                           |               |               |               |               |               |               |               |               |               | 33.948         |         |         |         |
| CFLO terminal - valor presente                            |               |               |               |               |               |               |               |               |               | 164.987        |         |         |         |
| <b>Enterprise Value</b>                                   |               |               |               |               |               |               |               |               |               | <b>198.935</b> |         |         |         |
| Deuda Neta  |               |               |               |               |               |               |               |               |               | 9.000          |         |         |         |
| <b>Equity Value</b>                                       |               |               |               |               |               |               |               |               |               | <b>189.935</b> |         |         |         |
| Número acciones (outstanding)                             |               |               |               |               |               |               |               |               |               | 960            |         |         |         |
| Precio actual acción                                      |               |               |               |               |               |               |               |               |               | 161.04         |         |         |         |
| <b>Valor Objetivo</b>                                     |               |               |               |               |               |               |               |               |               | <b>197.86</b>  |         |         |         |
| Upside/(Downside)   |               |               |               |               |               |               |               |               |               | 23%            |         |         |         |
| Precio Objetivo Consenso                                  |               |               |               |               |               |               |               |               |               | 153.90         |         |         |         |
| <b>Múltiplos</b>  |               |               |               |               |               |               |               | <b>2016E</b>  | <b>2017E</b>  | <b>2018E</b>   |         |         |         |
| PER   |               |               |               |               |               |               |               | 11.9x         | 11.4x         | 10.8x          |         |         |         |
| PER ajustado x deuda                                      |               |               |               |               |               |               |               | 12.6x         | 12.1x         | 11.4x          |         |         |         |
| EV/EBITDA   |               |               |               |               |               |               |               | 8.5x          | 7.9x          | 7.8x           |         |         |         |
| CFLO YIELD  |               |               |               |               |               |               |               | 7.9%          | 8.2%          | 8.6%           |         |         |         |

# 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   | mín 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     | mín 75%   |   |
| Ahorro agua (media 5 años)          | 2,3    | 2,2    | mín 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