

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 -0,7% hasta 2018 y un margen EBIT que recupera 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 IBM es una historia de reestructuración), una tasa de descuento del 8%, una tasa impositiva (t) del 20% y un crecimiento perpetuo (g) del 2%, la valoración es de 201,5USD/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 (0,4x). S&P baja el outlook del rating a NEGATIVO (AA-) 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 3T 2016 ajustados por las adquisiciones siguen cayendo aunque a un nivel más moderado: -3% vs -5% en el 2T. Los reportados se quedan planos por primera vez en muchos trimestres. Impulsados por Software (+3%) y lastrados por Hardware (-25%) mientras que Servicios se queda plano. Los activos estratégicos crecen un 15% y se reacceleran vs el 2T16. El margen bruto cae 3 puntos al 46,9% arrastrado por casi todas las divisiones en parte debido a las adquisiciones y al lanzamiento del SaaS. Adicionalmente los costes de I+D crecen un 8,5% mientras que los ingresos de la Propiedad Intelectual también crecen moderando así la caída del margen operativo que pasa del 19,4% al 17,8%. Mantiene las guías para 2016.

Más detalle en: www.robustglobal.com/seguimiento/IBM-resultados-3T16

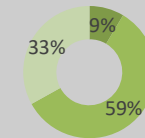
RSC Ambiental: Están reduciendo el consumo de energía (6,7% de ahorro), emisión de CO2 (-9%) y consumo de agua (2,3% de ahorro). Compran energía renovable para compensar. Controlan el plástico reciclado de los productos (mínimo 5%). **Social:** Controlan los proveedores a través de auditorías. En colaboración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



Cotización
150,72USD

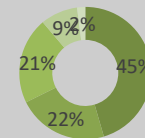
Capitalización: 144.000Mn USD
Trabajadores: 377.700

Accionistas

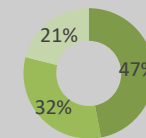


■ Berkshire ■ Fondos ■ Resto

Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



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



■ Americas ■ EMEA
■ Asia Pacifico

Fundamentales	2015	2016E	2017E	2018E
en millones de USD				
INGRESOS	81,741	79,794	79,609	80,147
Incremento (%)	-23.5%	-2.4%	-0.2%	0.7%
EBITDA	19,536	18,872	20,408	21,059
Incremento (%)	-28.7%	-3.4%	8.1%	3.2%
Margen s/ventas	23.9%	23.7%	25.6%	26.3%
RESULTADO	13,190	12,879	12,941	13,226
Incremento (%)	-16.8%	-2.4%	0.5%	2.2%
BPA	13.65	13.50	13.97	14.64
Incremento (%)	3.1%	-1.1%	3.5%	4.8%
RATIOS				
PER	-	11.2x	10.8x	10.3x
Dividendo	-	3.5%	3.7%	3.9%
Deuda Neta/EBITDA	-	0.4x	0.4x	0.4x

International Business Mac	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	TACC	
											2015-18	2005-15
INGRESOS	95,507	98,744	107,125	104,326	100,391	93,532	81,745	79,794	79,609	80,147	-0.7%	-1.2%
% crecimiento	-8.9%	3.4%	8.5%	-2.6%	-3.8%	-6.8%	-12.6%	-2.4%	-0.2%	0.7%		
I+D	5,820	6,026	6,258	5,816	5,743	5,437	5,247	-	-	-		
% s/ingresos	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	-	-	-		
EBITDA	23,023	23,873	26,258	26,554	27,036	24,253	21,338	18,872	20,408	21,059	-0.4%	2.2%
% crecimiento	4.4%	3.7%	10.0%	1.1%	1.8%	-10.3%	-12.0%	-11.6%	8.1%	3.2%		
% margen	24.1%	24.2%	24.5%	25.5%	26.9%	25.9%	26.1%	23.7%	25.6%	26.3%		
D&A	5,195	4,851	5,147	4,584	4,473	4,205	3,961	3,670	3,661	3,686		
% s/ingresos	5.4%	4.9%	4.8%	4.4%	4.5%	4.5%	4.8%	4.6%	4.6%	4.6%		
EBIT	17,828	19,022	21,111	21,970	22,563	20,048	17,377	14,442	15,940	16,768	-1.2%	4.1%
% crecimiento	7.8%	6.7%	11.0%	4.1%	2.7%	-11.1%	-13.3%	-16.9%	10.4%	5.2%		
% margen	18.7%	19.3%	19.7%	21.1%	22.5%	21.4%	21.3%	18.1%	20.0%	20.9%		
Impuesto efectivo	26.0%	24.8%	24.5%	24.6%	16.6%	21.2%	16.2%	-	-	-		
IS modelo 20%	3,566	3,804	4,222	4,394	4,513	4,010	3,475	2,888	3,188	3,354		
NOPLAT (EBIT-TAX +D&A)	19,458	20,069	22,036	22,160	22,523	20,243	17,863	15,223	16,413	17,101	-1.4%	1.9%
% s/capitalización	14%	14%	15%	15%	16%	14%	12%	11%	11%	12%		
CAPEX	-4,077	-4,754	-4,667	-4,717	-4,140	-4,183	-4,151	-3,793	-3,793	-3,826		
% s/ingresos	4.3%	4.8%	4.4%	4.5%	4.1%	4.5%	5.1%	4.8%	4.8%	4.8%		
Δ Capital de Trabajo (media 3a)	-2124	750	1850	-668	-1046	-1985	-3472	-553	-52	152		
% s/ingresos	23%	23%	22%	24%	27%	29%	29%	28%	28%	28%		
CF Libre Operativo (CFLO)	17,505	14,565	15,519	18,111	19,429	18,046	17,183	11,983	12,673	13,123	-8.6%	4.5%
% crecimiento	42.9%	-16.8%	6.5%	16.7%	7.3%	-7.1%	-4.8%	-30.3%	5.8%	3.5%		
Balance	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E		
Total Debt	26,100	28,624	31,322	33,269	39,718	40,722	39,889					
CFLO/TotDebt	67%	51%	50%	54%	49%	44%	43%					
Deuda Neta	12,244	17,099	19,497	22,264	28,789	32,392	31,857					
Valoración												
WACC 8%												
Crecimiento perpétuo 2%												
CFLO medio 3a (para valor terminal)										12,593		
CFLO 2016/2019 - valor presente										34,301		
CFLO terminal - valor presente										166,703		
Enterprise Value										201,005		
Deuda Neta										8,400		
Equity Value										192,605		
Número acciones (outstanding)										956		
Capitalización										144,065		
Precio actual acción										150.72		
Valor Objetivo										201.50		
Upside/(Downside)										34%		
Precio Objetivo Consenso										156.36		
Múltiplos								2016E	2017E	2018E		
PER								11.2x	10.8x	10.3x		
PER ajustado x deuda								11.8x	11.4x	10.9x		
EV/EBITDA								8.1x	7.5x	7.2x		
CFLO YIELD								8.3%	8.8%	9.1%		

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		
GOBERNANZA				
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