

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 -1,3% hasta 2018 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 del 25% y CAPEX del 5% sobre ingresos). Utilizando como CFLO terminal la media de 10 años (2008-2017: 15.700Mn USD), una tasa de descuento del 8%, una tasa impositiva (t) del 21% y un crecimiento perpetuo (g) del 2%, la valoración es de 220USD/acción. Si restamos de la deuda los préstamos a clientes para la compra de productos la cotización sube a 250USD/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 (1,5x 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 4T15 cayeron un 9% aunque si se excluye el efecto divisa retroceden un 2%. Global Technology Services y Systems y Hardware (+1% y +3% respectivamente, ajustando por tipo de cambio) ha compensado la debilidad de Software (-6% ajustado por tipo de cambio). El crecimiento de los activos estratégicos de la empresa (cloud, analytics y engagement) sigue siendo fuerte y el margen bruto del trimestre sigue mejorando de forma secuencial, pero se ha quedado por detrás del año anterior (52,7% vs 53,3%). La generación de caja es sólida.

www.robustglobal.com/seguimiento/IBM-resultados-4T15

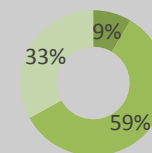
RSC Ambiental: Están reduciendo el consumo de energía (6,7% de ahorro), emisión de CO2 (-9%) y consumo de agua (2,3% de ahorro). Compran energía renovable para compensar. Controlan el plástico reciclado de los productos (mínimo 5%). **Social:** Controlan los proveedores a través de auditorías. En colaboración 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
122,00USD

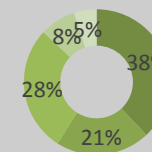
Capitalización: 140.719Mn USD
Trabajadores: 379.600

Accionistas

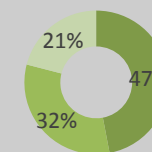


■ Berkshire ■ Fondos ■ Resto

Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



■ Tech Srvcs ■ Business Srvcs
■ Software ■ Hardware
■ Financing



■ Americas
■ EMEA
■ Asia Pacífico

Fundamentales	2014	2015E	2016E	2017E
en millones de USD				
INGRESOS	92.793	81.745	77.996	77.735
Incremento (%)	-13,2%	-11,9%	-4,6%	-0,3%
EBITDA	25.350	21.338	19.862	20.223
Incremento (%)	-7,4%	-15,8%	-6,9%	1,8%
Margen s/ventas	27,3%	26,1%	25,5%	26,0%
RESULTADO	12.023	14.494	12.766	12.963
Incremento (%)	-24,2%	20,6%	-11,9%	1,5%
BPA	15,68	14,92	13,50	14,13
Incremento (%)	18,4%	-4,8%	-9,6%	4,7%
RATIOS				
PER	-	8,2x	9,1x	8,6x
Dividendo	-	4,0%	4,2%	4,4%
Deuda Neta/EBITDA	-	1,5x	1,6x	1,6x

Flujo de Caja

P:FY2007 P:FY2008 P:FY2009 P:FY2010 P:FY2011 P:FY2012 P:FY2013 P:FY2014 FP:FY2015 FP:FY2016 FP:FY2017 FP:FY2018

International Business I	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
INGRESOS	97.478	104.791	95.507	98.744	107.125	104.326	100.391	93.532	81.745	77.996	77.735	78.644
% crecimiento	7,4%	7,5%	-8,9%	3,4%	8,5%	-2,6%	-3,8%	-6,8%	-12,6%	-4,6%	-0,3%	1,2%
EBITDA	19.519	22.063	23.023	23.873	26.258	26.554	27.036	24.253	21.338	19.862	20.223	21.711
% crecimiento	8,4%	13,0%	4,4%	3,7%	10,0%	1,1%	1,8%	-10,3%	-12,0%	-6,9%	1,8%	7,4%
% margen	20,0%	21,1%	24,1%	24,2%	24,5%	25,5%	26,9%	25,9%	26,1%	25,5%	26,0%	27,6%
BENEFICIO	10.082	12.006	13.185	14.710	16.231	17.425	18.644	16.337	14.494	12.766	12.963	14.112
% crecimiento	8,8%	19,1%	9,8%	11,6%	10,3%	7,4%	7,0%	-12,4%	-11,3%	-11,9%	1,5%	8,9%
BPA	7,13	8,93	10,01	11,52	13,44	15,25	16,99	16,12	14,92	13,50	14,13	15,42
% crecimiento	17,7%	25,2%	12,1%	15,1%	16,7%	13,5%	11,4%	-5,1%	-7,4%	-9,6%	4,7%	9,1%
D&A	5.569	5.527	5.195	4.851	5.147	4.584	4.473	4.139	3.617	3.451	3.440	3.480
% s/ingresos	5,7%	5,3%	5,4%	4,9%	4,8%	4,4%	4,5%	4,4%	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	16.349	15.599	15.547	17.391
% crecimiento	9,1%	18,5%	7,8%	6,7%	11,0%	4,1%	2,7%	-11,1%	-18,5%	-4,6%	-0,3%	11,9%
% margen	14,3%	15,8%	18,7%	19,3%	19,7%	21,1%	22,5%	21,4%	20,0%	20,0%	20,0%	22,1%
Impuesto efectivo	28,1%	26,2%	26,0%	24,8%	24,5%	24,6%	16,6%	21,2%				
IS modelo	21%	2.901	3.438	3.707	3.955	4.390	4.568	4.692	3.400	3.244	3.233	3.616
NOPLAT (EBIT-TAX)	16.618	18.624	19.316	19.918	21.868	21.985	22.344	20.018	16.567	15.807	15.754	17.254
% s/capitalización	14%	16%	16%	17%	19%	19%	19%	17%	14%	13%	13%	15%
CAPEX ajustado	-5.505	-4.887	-4.077	-4.754	-4.244	-4.372	-3.912	-3.992	-3.811	-3.954	-3.827	-3.490
% s/ingresos	5,6%	4,7%	4,3%	4,8%	4,0%	4,2%	3,9%	4,3%	4,7%	5,1%	4,9%	4,4%
Δ WC ajustado (media 10a)	1604	1622	-2124	750	1850	-668	-1046	-1985	-3120	-992	-69	241
% s/ingresos	24%	22%	23%	23%	22%	24%	27%	29%	26%	26%	26%	26%
CF Libre Operativo (CFLO)	9.509	12.116	17.363	14.414	15.775	18.282	19.478	18.011	15.875	12.845	11.996	13.524
% crecimiento	-9,2%	27,4%	43,3%	-17,0%	9,4%	15,9%	6,5%	-7,5%	-11,9%	-19,1%	-6,6%	12,7%

Capital de trabajo

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
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%				
Acreedores	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	21.636	20.644	20.575	20.815
% s/ingresos	24,0%	22,2%	22,9%	23,2%	22,1%	23,9%	26,6%	28,9%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%
Δ Capital de Trabajo	1.705	-158	-1.391	1.021	769	1.273	1.772	385	-5.434	-992	-69	241
CT - Thomson	-890	-1.193	418	-1.237	-2.390	-2.451	-2.444	-1.767				

Valoración

WACC	8%
Crecimiento perpétuo	2%
CFLO medio 10a (para valor teminal)	15.756
CFLO 2015/2018 - valor presente	48.789
CFLO terminal - valor presente	196.884
Enterprise Value	245.673
Deuda Neta	32.474
Equity Value	213.199
Número acciones	970
Precio actual acción	121,30
Capitalización	117.674
Valor Objetivo	219,77
Upside/(Downside)	81%
Precio Objetivo Consenso	132,15

Múltiplos

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
PER									8,1x	9,0x	8,6x	7,9x
PER ajustado x deuda									10,4x	11,5x	10,9x	10,0x
EV/EBITDA									7,0x	7,6x	7,4x	6,9x
CFLO YIELD									13,5%	10,9%	10,2%	11,5%
Dividendo									4,9	5,2	5,4	6,0
DVD YIELD									4,0%	4,3%	4,5%	4,9%
DN/EBITDA									1,5x	1,6x	1,6x	1,5x

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		
Emissiones CO2	2.189	2.404		Calculan las emisiones en función del consumo de electricidad y fuel. Estándar Greenhouse Gas Protocol
Reducción emisiones CO2	-9%			
Emissiones 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