

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 ajustados ex divisa caen un 0,7% respecto al año anterior pero superan las expectativas del consenso. Servicios (+1%) y Software (+1%) compensan la caída de Hardware (-12%). Los imperativos estratégicos crecen un 12% ajustado apoyado en el crecimiento del Cloud (+33%). El margen bruto cae 2,7 puntos al 50% por las adquisiciones y la mayor contribución del SaaS que ya representa un 32% de los ingresos. Los gastos en I+D crecen un 6% y los gastos generales de ventas y administración se mantienen planos moderando así la caída del margen operativo que pasa del 25,6% al 23,8%. Durante el 2016 han invertido 6 Bn USD en adquirir 15 compañías, 3 de ellas en el 4T. Las guías ofrecidas para el 2017 son de 13,8 USD por acción (non GAAP). Más detalle en: www.robustglobal.com/seguimiento/IBM-resultados-4T16

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

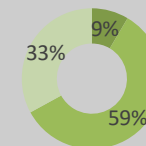
Cotización

175,21USD

Capitalización: 163.000Mn USD

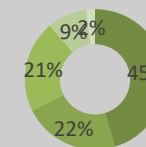
Trabajadores: 377.700

Accionistas

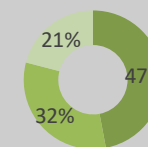


■ Berkshire ■ Fondos ■ Resto

Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



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



■ Americas
■ EMEA
■ Asia Pacífico

Fundamentales

en millones de USD

	2015	2016E	2017E	2018E
INGRESOS	81.741	79.702	78.754	78.702
<i>Incremento (%)</i>	-23,5%	-2,5%	-1,2%	-0,1%
EBITDA	19.536	18.936	19.616	19.722
<i>Incremento (%)</i>	-28,7%	-3,1%	3,6%	0,5%
<i>Margen s/ventas</i>	23,9%	23,8%	24,9%	25,1%
RESULTADO	13.190	12.847	12.923	12.948
<i>Incremento (%)</i>	-16,8%	-2,6%	0,6%	0,2%
BPA	13,65	13,47	13,79	14,16
<i>Incremento (%)</i>	3,1%	-1,3%	2,4%	2,7%
RATIOS				
PER	-	13,0x	12,7x	12,4x
Dividendo	-	3,0%	3,2%	3,4%
Deuda Neta/EBITDA	-	0,4x	0,4x	0,4x

International Business I	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	TACC	
								2015-19	2005-15
INGRESOS	100.391	93.532	81.745	79.702	78.754	78.702	78.975	-0,9%	-1,2%
% crecimiento	-3,8%	-6,8%	-12,6%	-2,5%	-1,2%	-0,1%	0,3%		
EBITDA	27.036	24.253	21.338	18.936	19.616	19.722	20.858	-0,6%	2,2%
% crecimiento	1,8%	-10,3%	-12,0%	-11,3%	3,6%	0,5%	5,8%		
% margen	26,9%	25,9%	26,1%	23,8%	24,9%	25,1%	26,4%		
Depreciación + Amortización	4.473	4.205	3.961	3.666	3.622	3.620	3.632		
% s/ingresos	4,5%	4,5%	4,8%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%		
EBIT	22.563	20.048	17.377	14.384	15.327	15.429	15.970	-2,1%	4,1%
% crecimiento	2,7%	-11,1%	-13,3%	-17,2%	6,6%	0,7%	3,5%		
% margen	22,5%	21,4%	21,3%	18,0%	19,5%	19,6%	20,2%		
Impuesto efectivo	16,6%	21,2%	16,2%	-	-	-	-		
IS modelo	12%	2.708	2.406	2.085	1.726	1.839	1.852	1.916	
NOPLAT (EBIT-TAX)	19.855	17.642	15.291	12.658	13.488	13.578	14.053		
% s/capitalización	12%	11%	9%	8%	8%	8%	9%		
CF Bruto Operativo	24.328	21.847	19.253	16.324	17.110	17.197	17.685		
% s/capitalización	15%	13%	12%	10%	11%	11%	11%		
CAPEX	-4.140	-4.183	-4.151	-3.811	-3.821	-3.880	-3.636		
% s/ingresos	4,1%	4,5%	5,1%	4,8%	4,9%	4,9%	4,6%		
Δ Capital de Trabajo (media 3a)	-1046	-1985	-3472	-579	-269	-15	77		
% s/ingresos	27%	29%	29%	28%	28%	28%	28%		
CF Libre Operativo (CFLO)	21.234	19.649	18.574	13.092	13.557	13.332	13.972		
% crecimiento	6,9%	-7,5%	-5,5%	-29,5%	3,6%	-1,7%	4,8%		

Balance

	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Total Debt	39.718	40.722	39.889				
CFLO/TotDebt	53%	48%	47%				
Deuda Neta	28.566	31.736	31.654				

Valoración

WACC 8%

Crecimiento perpétuo 2%

CFLO medio 4a (para valor teminal) 13.488

CFLO 2016/2019 - valor presente 48.166

CFLO terminal - valor presente 168.543

Enterprise Value 216.709

Deuda Neta 5.600

Equity Value 211.109

Número acciones 2.225

Capitalización 162.625

Precio actual acción 175,05

Valor Objetivo 222,02

Upside/(Downside) 27%

Precio Objetivo Consenso 163,55

Múltiplos

	2016E	2017E	2018E	2019E
PER	13,0x	12,7x	12,4x	11,8x
PER ajustado x deuda	13,2x	12,9x	12,5x	12,0x
EV/EBITDA	20,9x	20,1x	20,0x	18,9x
CFLO YIELD	8,1%	8,3%	8,2%	8,6%

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		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 tiene como objetivo reciclar el 97% de productos IBM.
OPERACIONES				
Materias peligrosas/output	4.2	2.9		Por una planta hizo 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 vs el año anterior como media de 5 años. En manufactura de microelectrónica.
SOCIAL				
PROVEEDORES				
Acciones correctoras	175	311		Se han reducido por la presión que se hizo en 2011 y 2012. Tiene 18.000 proveedores.
EICC	SI	NO		Adoptan en 2013 el código de conducta para la industria. 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 el gobierno US (K12) para nuevo modelo de High School público.
Smarter Cities (Mn USD)	50Mn	50Mn		Desde 2010. 50Mn para ayudar a las ciudades a planificar.
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), Auditoría, Gobernanza y Ejecutivo
Sueldos ejecutivos				Públicos y detallados. 3 partes: anual, 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 rating A. 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

Fuentes: IBM, ROBUST GLOBAL INVESTMENT