

**MICROSOFT Corporation** desarrolla, fabrica, licencia y comercializa productos de Software y Hardware centrados en productividad (office, Dynamics CRM), Cloud (Azure, Services) y en dispositivos personales (Windows, Xbox, Surface, Phone).

**¿Por qué nos gusta?** Microsoft es líder mundial en desarrollo de sistemas operativos (cuota superior al 90%), software, servicios y soluciones diseñadas para incrementar la eficiencia y la productividad. Sus sistemas permiten ser más eficientes a las personas y las empresas, contribuyendo a la reducción del consumo de recursos. La empresa está bien diversificada y ha ido adaptando su modelo de negocio a las necesidades de la sociedad de la información. Desde que lanzaron Windows 7 y ahora con Windows 10 han conseguido recuperar una buena plataforma. También ha sido un éxito la migración del Office al 365. En *cloud (Azure)* tendría ya el 2º mayor negocio después de Salesforce\*. La plataforma de dispositivos (Xbox, Surface y Windows Phone) es la pata más débil de la empresa por ahora.

**Valoración fundamental** Utilizamos los datos de consenso que estiman un crecimiento anual de ventas del 3,5% hasta 2019 y un margen EBIT entorno al actual de 31%. Las necesidades de inversión las estimamos en torno al 4% s/ingresos (igual que la D&A) y las de capital de trabajo en torno al 16%. Para el valor terminal utilizamos el flujo de caja libre operativo (CFLO) del último año y una g del 2%. Tasa impositiva del 20% y un WACC del 8%. Obtenemos una valoración de 59USD. *DCF en la página 2.*

**Calidad de la Empresa** Balance sólido con posición neta de tesorería positiva de 64BnUSD (-1,9x EBITDA). Invierte un 14% de las ventas en I+D. Rating AAA.

**Riesgos** El desarrollo del software libre, al alto nivel competitivo del sector (Google en servicios de internet y Apple en los sistemas operativos para móviles y ordenadores) y las presiones de los reguladores respecto su posición dominante.

**Últimos Resultados** Los ingresos del 2T16 crecen un 5% sin tener en cuenta el impacto de la divisa (del 12%). Productivity and Business Processes PBP (Office, Dynamics) e Intelligent Cloud CI (Azure, Services) siguen registrando crecimientos altos (+8% y +10% respectivamente): el Office 365 para empresas sigue creciendo muy fuerte en usuarios (+45%) y los ingresos de Azure crecen a triple dígito por 8º trimestre consecutivo (+102%). More Personal Computing MPC por otro lado retrocede ligeramente por los teléfonos y la Xbox, mientras que el Windows vuelve a registrar incremento de ingresos (+2% el PRO y +27% el non-PRO). El margen bruto se reduce ligeramente en parte por el impacto de la divisa y por el mix de productos en las tres divisiones. El margen operativo se reduce como consecuencia del bruto pues a nivel de gastos operativos se mantienen en un 37,3% sobre ingresos. Más detalle: <http://www.robustglobal.com/microsoft-resultados-2t-2016/>

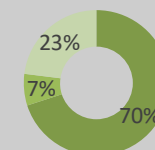
**RSC** Microsoft incorpora criterios sociales, medioambientales y de buena gobernanza en su modelo de gestión. Destacamos: **(1) Social** –compromiso con los trabajadores (igualdad, derechos humanos, etc) y con la comunidad sus esfuerzos por reducir la brecha digital mediante la donación de software; **(2) Ambiental** – reducción del impacto ambiental (un 30% menos de emisiones de CO2 respecto a 2007) de la organización mediante la utilización de energías renovables y de sus productos logrando una mayor eficiencia energético; **(3) Gobernanza** - Cinco comités independientes en dependencia directa del Consejo de Administración (Cumplimiento Normativo, Auditoría, Retribuciones, Gobernanza y Finanzas) y **(4) Reporting** – Reporta con indicadores GRI y publica información de su RSC y del desempeño en materia ambiental en su página web de manera periódica.

# MICROSOFT

Cotización  
55,9USD

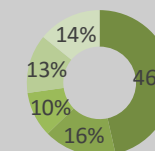
Capitalización: 436.000Mn USD  
Trabajadores: 128.000

## Accionistas

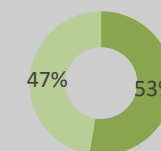


■ Fondos ■ Ballmer+Gates ■ Resto

## Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



■ Licencias Emp. ■ Licencias Cons.  
■ Cloud Cons. ■ Cloud Emp.  
■ Hardware



■ EE.UU ■ Resto

Fundamentales	2015	2016E	2017E	2018E
en millones de USD				
<b>INGRESOS</b>	93.580	85.320	94.007	99.881
<i>Incremento (%)</i>	33,8%	-8,8%	10,2%	6,2%
<b>EBITDA</b>	34.129	27.914	35.978	39.607
<i>Incremento (%)</i>	14,0%	-18,2%	28,9%	10,1%
<i>Margen s/ventas</i>	36,5%	32,7%	38,3%	39,7%
<b>RESULTADO</b>	12.193	16.798	22.548	24.567
<i>Incremento (%)</i>	-47,3%	37,8%	34,2%	9,0%
<b>BPA</b>	1,49	2,12	2,89	3,24
<i>Incremento (%)</i>	-45,3%	42,1%	36,4%	11,9%
<b>RATIOS</b>				
PER	-	26,4x	19,3x	17,3x
Dividendo	-	2,5%	2,7%	3,0%
Deuda Neta/EBITDA	-	-2,2x	-1,7x	-1,5x

## Microsoft Corp

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	TACC	
												2015-19	2005-15
INGRESOS	59.759	61.740	69.720	73.771	78.684	86.461	93.455	91.525	94.007	99.881	107.212	3,5%	8,9%
% crecimiento	-0,8%	3,3%	12,9%	5,8%	6,7%	9,9%	8,1%	-2,1%	2,7%	6,2%	7,3%		
I+D	9.010	8.714	9.043	9.811	10.411	11.381	12.046	-	-	-	-		
% s/ingresos	15%	14%	13%	13%	13%	13%	13%	-	-	-	-		
EBITDA	23.438	25.978	30.131	30.750	31.921	32.270	32.257	34.386	35.978	39.607	43.254	7,6%	4,8%
% crecimiento	-10,9%	10,8%	16,0%	2,1%	3,8%	1,1%	0,0%	6,6%	4,6%	10,1%	9,2%		
% margen	39,2%	42,1%	43,2%	41,7%	40,6%	37,3%	34,5%	37,6%	38,3%	39,7%	40,3%		
D&A	2.425	2.535	2.930	2.768	3.462	3.524	3.809	3.730	3.832	4.071	4.370		
% s/ingresos	4,1%	4,1%	4,2%	3,8%	4,4%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%		
EBIT	21.013	23.443	27.201	27.982	28.460	27.584	26.365	27.939	28.571	31.366	33.986	6,6%	3,2%
% crecimiento	-10,9%	11,6%	16,0%	2,9%	1,7%	-3,1%	-4,4%	6,0%	2,3%	9,8%	8,4%		
% margen	35,2%	38,0%	39,0%	37,9%	36,2%	31,9%	28,2%	30,5%	30,4%	31,4%	31,7%		
Impuesto efectivo	26,5%	25,0%	17,5%	23,8%	19,2%	20,7%	34,1%	-	-	-	-		
IS modelo <span style="color: blue;">20%</span>	4.203	4.689	5.440	5.596	5.692	5.517	5.273	5.588	5.714	6.273	6.797		
NOPLAT (EBIT-TAX +D&A)	19.235	21.289	24.690	25.153	26.230	25.591	24.901	26.081	26.688	29.164	31.558	6,1%	4,4%
% s/capitalización	4%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	7%		
CAPEX ajustado	-3.119	-1.977	-2.508	-2.453	-3.428	-5.263	-5.497	-4.155	-3.907	-4.064	-4.151		
% s/ingresos	5,2%	3,2%	3,6%	3,3%	4,4%	6,1%	5,9%	4,5%	4,2%	4,1%	3,9%		
Δ WC ajustado (media 10a)	-54	306	1254	655	871	1278	1057	-317	408	965	1204		
% s/ingresos	12%	15%	16%	16%	18%	16%	15%	16%	16%	16%	16%		
CF Libre Operativo (CFLO)	16.170	19.006	20.929	22.046	21.930	19.050	18.347	22.244	22.374	24.135	26.203	9,3%	2,0%
% crecimiento	-5,9%	17,5%	10,1%	5,3%	-0,5%	-13,1%	-3,7%	21,2%	0,6%	7,9%	8,6%		

## Capital de trabajo

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Deudores	11.192	13.014	14.987	15.780	17.486	19.544	17.908				
Receivables - % of sales	19%	21%	21%	21%	22%	23%	19%				
Inventarios	717	740	1.372	1.137	1.938	2.660	2.902				
Inventories - % of sales	1%	1%	2%	2%	2%	3%	3%				
Acreedores	5.008	4.207	5.405	4.989	5.473	7.990	6.683				
Payables - % of sales	8%	7%	8%	7%	7%	9%	7%				
Total CT	6.901	9.547	10.954	11.928	13.951	14.214	14.127	15.036	15.444	16.409	17.614
% s/ingresos	11,5%	15,5%	15,7%	16,2%	17,7%	16,4%	15,1%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%
Δ Capital de Trabajo	-1.025	2.646	1.407	974	2.023	263	-87	909	408	965	1.204
CT - Thomson	-178	661	-3.003	-174	-1.375	624	1.513				

## CAPEX

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
CAPEX Thomson	-3.119	-1.977	-2.508	-2.453	-3.428	-5.263	-5.497	-7.655	-7.907	-8.064	-8.151
Ajuste (-Thomson)	0	0	0	0	0	0	0	3.500	0	0	0
D&A	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Manual	0	0	0	0	0	0	0	0	4.000	4.000	4.000
CAPEX ajustado	-3.119	-1.977	-2.508	-2.453	-3.428	-5.263	-5.497	-4.155	-3.907	-4.064	-4.151
% s/ingresos	-5,2%	-3,2%	-3,6%	-3,3%	-4,4%	-6,1%	-5,9%	-4,5%	-4,2%	-4,1%	-3,9%

## Balance

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
Total Debt	5.746	5.939	11.921	11.944	15.600	22.645	35.292				
CFLO/TotDebt	281%	320%	176%	185%	141%	84%	52%				
Deuda Neta	-25.701	-30.849	-40.851	-51.096	-61.175	-62.820	-61.234				

## Valoración

WACC	8%
Crecimiento perpétuo	2%
CFLO medio 1a (para valor terminal)	26.203
CFLO 2016/2018 - valor presente	81.265
CFLO terminal - valor presente	315.061
<b>Enterprise Value</b>	<b>396.326</b>
Deuda Neta	-61.234
<b>Equity Value</b>	<b>457.560</b>
Número acciones (outstanding)	7808
Precio actual acción	55,91
Capitalización	436.545
<b>Valor Objetivo</b>	<b>58,60</b>
Upside/(Downside)	5%
Precio Objetivo Consenso	59,31

## Múltiplos

	2016E	2017E	2018E	2019E
PER	21,0x	19,3x	17,3x	15,9x
PER ajustado x deuda	18,0x	16,6x	14,9x	13,6x
EV/EBITDA	10,9x	10,4x	9,5x	8,7x
CFLO YIELD	5,1%	5,1%	5,5%	6,0%