

MICROSOFT Corporation desarrolla, fabrica, licencia y comercializa productos de software (sistemas operativos, aplicaciones para servidores, soluciones ofimáticas para empresas y particulares y aplicaciones para internet), de entretenimiento (consolas Xbox) y de comunicación (Windows Phone, Skype).

¿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. Además está potenciando su posición en el *cloud* a través del office 365 (tendría ya el 2º mayor negocio *cloud* después de Salesforce*) y Azure para empresas. También ha mejorado notablemente su plataforma de servicios móviles con Windows Phone en términos de rendimiento, usabilidad y satisfacción de uso y con las aplicaciones.

Valoración fundamental Utilizamos los datos de consenso que estiman un crecimiento anual de ventas del 5% (del 2014 al 2018) frente al 9% anterior (del 2004 al 2014), y que el margen EBIT se recupere del 28% al 32%. Las necesidades de inversión están en torno al 6% s/ingresos y las de capital de trabajo en torno al 17%. Para el valor terminal utilizamos el flujo de caja libre operativo (CFLO) de 3 años (2016-2018) y una g del 2%. Tasa impositiva del 22% y un WACC del 8%. Obtenemos una valoración de 51USD. 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 orgánicos del 3T15 caen un 2% por menores ventas en licencias y en terminales. Por segmentos Productivity and Business Processes (PBP) crece un 4% impulsado por Office 365 (+70%) y Dynamics CRM (12%). Intelligent Cloud (IC) crece un 14% impulsado por Azure (multiplica por 2). More Personal Computing (MPC) decrece un 13% por la caída de licencias de los OEM (-6%, mejor que la caída del mercado) y por la menor venta de terminales tras modificar la estrategia del producto(-54%). Por otro lado los usuarios mensuales de Xbox Live crecen un 28%. El margen bruto mejora 2,3 puntos especialmente por la división de MPC que se beneficia de la caída de ventas de Terminales. El de IC también mejora ligeramente mientras que el de PBP se deteriora un poco por mayores costes. Más detalle: <http://www.robustsicav.com/microsoft-resultados-3t-2015/>

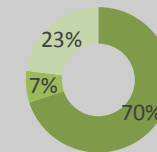
RSC Microsoft incorpora criterios sociales, medioambientales y de buena gobernanza en su modelo de gestión. Destacamos: **(1) Social** –compromiso con los trabajadores (igualdad, derechos humanos, etc) y con la comunidad sus esfuerzos por reducir la brecha digital mediante la donación de software; **(2) 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
43,6USD

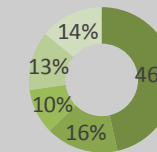
Capitalización: 431.000Mn USD
Trabajadores: 128.000

Accionistas

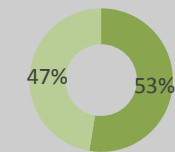


■ Fondos ■ Ballmer+Gates ■ Resto

Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



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



■ EE.UU ■ Resto

Fundamentales	2014	2015E	2016E	2017E
en millones de USD				
INGRESOS	86.833	93.580	92.776	98.685
Incremento (%)	24,1%	7,8%	-0,9%	6,4%
EBITDA	33.098	34.129	33.845	36.451
Incremento (%)	10,6%	3,1%	-0,8%	7,7%
Margen s/ventas	38,1%	36,5%	36,5%	36,9%
RESULTADO	22.074	12.193	22.055	24.284
Incremento (%)	-4,6%	-44,8%	80,9%	10,1%
BPA	2,66	1,49	2,75	3,11
Incremento (%)	-2,5%	-43,9%	84,8%	12,8%
RATIOS				
PER	-	35,9x	19,5x	17,2x
Dividendo	-	2,2%	2,6%	2,8%
Deuda Neta/EBITDA	-	-1,8x	-1,8x	-1,7x

VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS actualización: 29/10/2015

Flujo de caja	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	TACC	2014-18	2004-14
INGRESOS	50.980	60.227	59.759	61.740	69.720	73.771	78.684	86.461	93.455	92.776	98.685	105.894	5,2%	9,0%	
% crecimiento	15,6%	18,1%	-0,8%	3,3%	12,9%	5,8%	6,7%	9,9%	8,1%	-0,7%	6,4%	7,3%			
EBITDA	20.183	26.297	23.438	25.978	30.131	30.750	31.921	32.270	32.257	33.845	36.451	39.439	5,1%	7,6%	
% crecimiento	9,4%	30,3%	-10,9%	10,8%	16,0%	2,1%	3,8%	1,1%	0,0%	4,9%	7,7%	8,2%			
% margen	39,6%	43,7%	39,2%	42,1%	43,2%	41,7%	40,6%	37,3%	34,5%	36,5%	36,9%	37,2%			
BENEFICIO	14.016	17.799	15.230	18.351	22.095	22.694	23.179	22.537	20.121	22.055	24.284	27.310	4,9%	-	
% crecimiento	5,8%	27,0%	-14,4%	20,5%	20,4%	2,7%	2,1%	-2,8%	-10,7%	9,6%	10,1%	12,5%			
BPA	1,42	1,87	1,70	2,10	2,69	2,73	2,65	2,69	2,42	2,75	3,11	3,49	6,7%	7,9%	
% crecimiento	11,8%	31,7%	-9,1%	23,5%	28,1%	1,5%	-2,9%	1,5%	-10,0%	13,9%	12,8%	12,1%			
D&A	1.512	2.720	2.425	2.535	2.930	2.768	3.462	3.524	3.809	3.781	4.022	4.316			
% s/ingresos	3,0%	4,5%	4,1%	4,1%	4,2%	3,8%	4,4%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%			
EBIT	18.671	23.577	21.013	23.443	27.201	27.982	28.460	27.584	26.365	28.611	31.335	34.217	5,5%	-	
% crecimiento	8,3%	26,3%	-10,9%	11,6%	16,0%	2,9%	1,7%	-3,1%	-4,4%	8,5%	9,5%	9,2%			
% margen	36,6%	39,1%	35,2%	38,0%	39,0%	37,9%	36,2%	31,9%	28,2%	30,8%	31,8%	32,3%			
Impuesto efectivo	30,0%	25,8%	26,5%	25,0%	17,5%	23,8%	19,2%	20,7%							
IS modelo	20%	3.734	4.715	4.203	4.689	5.440	5.596	5.692	5.517	5.273	5.722	6.267	6.843		
NOPLAT (EBIT-TAX)	16.449	21.582	19.235	21.289	24.690	25.153	26.230	25.591	24.901	26.670	29.090	31.690	5,5%	-	
% s/capitalización	4%	5%	4%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	7%			
CAPEX ajustado	-2.264	-3.182	-3.119	-1.977	-2.508	-2.453	-3.428	-5.263	-5.497	-5.974	-6.253	-6.499			
% s/ingresos	4%	5%	5%	3%	4%	3%	4%	6%	6%	6%	6%	6%			
Δ WC ajustado (media 10a)	876	1217	-54	306	1254	655	871	1278	1174	-114	992	1210			
% s/ingresos	13%	13%	12%	15%	16%	16%	18%	16%	17%	17%	17%	17%			
CF Libre Operativo (CFLO)	13.309	17.183	16.170	19.006	20.929	22.046	21.930	19.050	18.231	20.811	21.846	23.981	5,9%	-	
% crecimiento	2,8%	29,1%	-5,9%	17,5%	10,1%	5,3%	-0,5%	-13,1%	-4,3%	14,2%	5,0%	9,8%			
% s/ingresos	26,1%	28,5%	27,1%	30,8%	30,0%	29,9%	27,9%	22,0%	19,5%	22,4%	22,1%	22,6%			
% s/EBITDA	65,9%	65,3%	69,0%	73,2%	69,5%	71,7%	68,7%	59,0%	56,5%	61,5%	59,9%	60,8%			
% s/capitalización	431.188	3,1%	4,0%	3,8%	4,4%	4,9%	5,1%	4,4%	4,2%	4,8%	5,1%	5,6%			
% of market cap & debt	431.188	3,1%	4,0%	3,8%	4,4%	4,9%	5,1%	4,4%	4,2%	4,8%	5,1%	5,6%			
cash conversion	95,0%	96,5%	106,2%	103,6%	94,7%	97,1%	94,6%	84,5%	90,6%	94,4%	90,0%	87,8%			
Capital de trabajo	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E			
Deudores	11.338	13.589	11.192	13.014	14.987	15.780	17.486	19.544							
Receivables - % of sales	22%	23%	19%	21%	21%	21%	22%	23%							
Inventarios	1.127	985	717	740	1.372	1.137	1.938	2.660							
Inventories - % of sales	2%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	3%							
Acreedores	5.988	6.648	5.008	4.207	5.405	4.989	5.473	7.990							
Payables - % of sales	12%	11%	8%	7%	8%	7%	7%	9%							
Total CT	6.477	7.926	6.901	9.547	10.954	11.928	13.951	14.214	15.682	15.567	16.559	17.769			
% s/ingresos	12,7%	13,2%	11,5%	15,5%	15,7%	16,2%	17,7%	16,4%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%			
Δ Capital de Trabajo	1.709	1.449	-1.025	2.646	1.407	974	2.023	263	1.468	-114	992	1.210			
CT - Thomson	-961	-2.435	-178	661	-3.003	-174	-1.375	624							
Valoración															
WACC	8%														
Crecimiento perpétuo	2%														
CFLO medio 3a (para valor teminal)												22.213			
CFLO 2015/2018 - valor presente												73.832			
CFLO terminal - valor presente												272.269			
Enterprise Value												346.101			
Deuda Neta												-62.820			
Otros (participaciones,...)												0			
Equity Value												408.921			
Número acciones												7987,9			
Capitalización												431.188			
Precio actual acción												53,60			
Capitalización												428.152			
Valor Objetivo												51,19			
Upside/(Downside)												-4%			
Precio Objetivo Consenso												54,50			
Múltiplos	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E			
PER									22,2x	19,5x	17,2x	15,4x			
PER ajustado x deuda									18,9x	16,6x	14,7x	13,1x			
EV/EBITDA									11,3x	10,8x	10,0x	9,3x			
CFLO YIELD									4,2%	4,8%	5,1%	5,6%			
Dividendo									1,2	1,4	1,5	1,6			
DVD YIELD									2,2%	2,6%	2,8%	3,0%			
DN/EBITDA									-1,9x	-1,9x	-1,7x	-1,6x			