

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 61USD. 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 crecen ajustado por divisa crecen un 5%. Por segmentos: Productivity and Business Processes - PBP- crecen un 8% impulsados por Office 365 (+54%) y Dynamics CRM (+11%). Intelligent Cloud – IC – crece un 10% impulsado por Azure (+121%) y More Personal Computing – MPC – retrocede un 1% por los teléfonos y la Xbox mientras que Windows se mantiene plano. El margen bruto retrocede al 64,9% por la divisa y una mayor contribución de los segmentos cloud con menor margen pero todavía en expansión. El margen operativo también decrece aunque supera las estimaciones del consenso de analistas por menores ventas de teléfonos

Más detalle: <http://www.robustglobal.com/microsoft-resultados-3t-2016/>

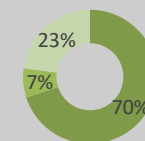
RSC Microsoft incorpora criterios sociales, medioambientales y de buena gobernanza en su modelo de gestión. Destacamos: **(1) Social** –compromiso con los trabajadores (igualdad, derechos humanos, etc) y con la comunidad sus esfuerzos por reducir la brecha digital mediante la donación de software; **(2) 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
60,9USD

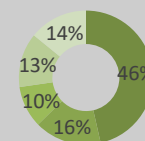
Capitalización: 474.000Mn USD
Trabajadores: 128.000

Accionistas

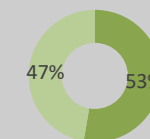


■ Fondos ■ Ballmer+Gates ■ Resto

Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



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



■ EE.UU ■ Resto

Fundamentales

en millones de USD

	2015	2016E	2017E	2018E
INGRESOS	93.580	85.320	93.826	99.474
<i>Incremento (%)</i>	33,8%	-8,8%	10,0%	6,0%
EBITDA	34.129	27.914	36.301	39.030
<i>Incremento (%)</i>	14,0%	-18,2%	30,0%	7,5%
<i>Margen s/ventas</i>	36,5%	32,7%	38,7%	39,2%
RESULTADO	12.193	16.798	23.055	24.777
<i>Incremento (%)</i>	-47,3%	37,8%	37,2%	7,5%
BPA	1,49	2,12	2,96	3,24
<i>Incremento (%)</i>	-45,3%	42,1%	39,8%	9,5%
RATIOS				
PER	-	28,7x	20,6x	18,8x
Dividendo	-	2,3%	2,5%	2,8%
Deuda Neta/EBITDA	-	-2,2x	-1,6x	-1,5x

VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS actualización: 26/10/2016

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	93.826	99.474	106.002	3,2%	8,9%
% crecimiento	-0,8%	3,3%	12,9%	5,8%	6,7%	9,9%	8,1%	-2,1%	2,5%	6,0%	6,6%		
EBITDA	23.438	25.978	30.131	30.750	31.921	32.270	32.257	34.386	36.301	39.030	42.791	7,3%	4,8%
% crecimiento	-10,9%	10,8%	16,0%	2,1%	3,8%	1,1%	0,0%	6,6%	5,6%	7,5%	9,6%		
% margen	39,2%	42,1%	43,2%	41,7%	40,6%	37,3%	34,5%	37,6%	38,7%	39,2%	40,4%		
D&A	2.425	2.535	2.930	2.768	3.462	4.686	5.893	4.919	5.043	5.347	5.698		
% s/ingresos	4,1%	4,1%	4,2%	3,8%	4,4%	5,4%	6,3%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%		
EBIT	21.013	23.443	27.201	27.982	28.460	27.584	26.365	27.939	28.509	31.203	33.697	6,3%	3,2%
% crecimiento	-10,9%	11,6%	16,0%	2,9%	1,7%	-3,1%	-4,4%	6,0%	2,0%	9,4%	8,0%		
% margen	35,2%	38,0%	39,0%	37,9%	36,2%	31,9%	28,2%	30,5%	30,4%	31,4%	31,8%		
Impuesto efectivo	26,5%	25,0%	17,5%	23,8%	19,2%	20,7%	34,1%	-	-	-	-		
IS modelo	20%	4.203	4.689	5.440	5.596	5.692	5.517	5.273	5.702	6.241	6.739		
NOPLAT (EBIT-TAX +D&A)	19.235	21.289	24.690	25.153	26.230	26.753	26.984	27.270	27.850	30.309	32.655	4,9%	5,2%
% s/capitalización	4%	4%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%		
CAPEX	-3.119	-1.977	-2.355	-2.305	-4.257	-5.485	-5.944	-7.655	-3.967	-4.324	-4.632		
% s/ingresos	5,2%	3,2%	3,4%	3,1%	5,4%	6,3%	6,4%	8,4%	4,2%	4,3%	4,4%		
Δ Capital de Trabajo (media 3a)	-54	306	1254	655	871	1278	1057	-317	378	928	1073		
% s/ingresos	12%	15%	16%	16%	18%	16%	15%	16%	16%	16%	16%		
CF Libre Operativo (CFLO)	16.170	19.006	21.082	22.193	21.101	19.990	19.983	19.933	23.505	25.057	26.951	7,8%	2,9%
% crecimiento	-5,9%	17,5%	10,9%	5,3%	-4,9%	-5,3%	0,0%	-0,3%	17,9%	6,6%	7,6%		
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%	177%	186%	135%	88%	57%						
Deuda Neta	-25.701	-30.849	-40.851	-51.096	-61.175	-62.820	-60.990						
Valoración													
WACC	8%												
Crecimiento perpétuo	2%												
CFLO medio 1a (para valor teminal)											26.951		
CFLO 2016/2019 - valor presente											82.962		
CFLO terminal - valor presente											330.347		
Enterprise Value											413.309		
Deuda Neta											-62.424		
Equity Value											475.733		
Número acciones (outstanding)											7775		
Precio actual acción											60,91		
Valor Objetivo											61,18		
Upside/(Downside)											0%		
Precio Objetivo Consenso											63,62		
Múltiplos								2016E	2017E	2018E	2019E		
PER								22,9x	20,6x	18,8x	17,1x		
PER ajustado x deuda								19,8x	17,9x	16,3x	14,8x		
EV/EBITDA								12,0x	11,3x	10,5x	9,6x		
CFLO YIELD								4,2%	5,0%	5,3%	5,7%		