

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 Los datos de consenso estiman un crecimiento anual de ventas del 3,7% hasta 2019 y un margen EBIT que mejora hasta el 32%. Las necesidades de inversión suponemos que se estabilizan en el 6% en 2020. Las necesidades de capital de trabajo son estables en torno el 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 65USD. *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 4T16 crecen un 4% impulsados por Productivity & Business Process (Office + Dynamics) y por Intelligent Cloud (Cloud + Servidores + Azure). PBP acelera el crecimiento al 12% (vs 8%) y IC se mantiene en ritmos del 10%. More Personal Computing (Windows+Móvil+Xbox) corrige de nuevo por los ingresos móviles (pues Windows crece un 5%). LinkedIn ha aportado un punto adicional al crecimiento de ingresos. Tanto el margen bruto como el operativo mejoran por la división de MPC por el crecimiento de Windows y Bing y menores gastos operativos en móviles. Y a pesar que LinkedIn ha restado tres puntos al crecimiento del margen operativo. También por menores costes legales no recurrentes. El margen bruto de PBP cae por un incremento de las ofertas Cloud (SaaS) en el mix de productos. LinkedIn suma 3 puntos en el margen bruto y quita 6 en el operativo. El margen operativo de IC ha caído adicionalmente por el incremento en inversiones, en capacidad de ventas y por el coste de atraer desarrolladores. Resultados completos en : <http://www.robustglobal.com/microsoft-resultados-4t-2016/>

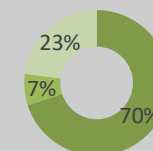
RSC Microsoft incorpora criterios sociales, medioambientales y de buena gobernanza en su modelo de gestión. Destacamos: **(1) Social** –compromiso con los trabajadores (igualdad, derechos humanos, etc) y con la comunidad sus esfuerzos por reducir la brecha digital mediante la donación de software; **(2) 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
64,9USD

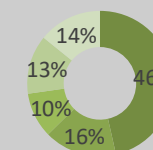
Capitalización: 508.000Mn USD
Trabajadores: 128.000

Accionistas

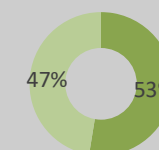


■ Fondos ■ Ballmer+Gates ■ Resto

Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



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



■ EE.UU ■ Resto

Fundamentales	2016	2017E	2018E	2019E
en millones de USD				
INGRESOS	85,320	95,254	101,683	108,139
<i>Incremento (%)</i>	22.0%	11.6%	6.8%	6.3%
EBITDA	27,914	37,358	39,926	44,335
<i>Incremento (%)</i>	-6.7%	33.8%	6.9%	11.0%
<i>Margen s/ventas</i>	32.7%	39.2%	39.3%	41.0%
RESULTADO	16,798	23,051	24,782	27,817
<i>Incremento (%)</i>	-27.4%	37.2%	7.5%	12.2%
BPA	2.12	2.99	3.26	3.68
<i>Incremento (%)</i>	-22.3%	41.0%	9.1%	12.7%
RATIOS				
PER	-	21.7x	19.9x	17.7x
Dividendo	-	2.4%	2.6%	2.7%
Deuda Neta/EBITDA	-	-1.6x	-1.5x	-1.3x

Microsoft Corp	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TACC	
										2015-19	2005-15
INGRESOS	73,771	78,684	86,461	93,455	91,525	95,254	101,683	108,139	111,135	3.7%	8.9%
% crecimiento	5.8%	6.7%	9.9%	8.1%	-2.1%	4.1%	6.8%	6.3%	2.8%		
EBITDA	30,750	31,921	32,270	32,257	34,386	37,358	39,926	44,335	47,870	8.3%	4.8%
% crecimiento	2.1%	3.8%	1.1%	0.0%	6.6%	8.6%	6.9%	11.0%	8.0%		
% margen	41.7%	40.6%	37.3%	34.5%	37.6%	39.2%	39.3%	41.0%	43.1%		
Depreciación + Amortización	2,768	3,462	4,686	5,893	4,919	5,120	5,465	5,812	5,973		
% s/ingresos	3.8%	4.4%	5.4%	6.3%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%		
EBIT	27,982	28,460	27,584	26,365	27,939	28,469	31,251	34,958	39,212	7.3%	3.2%
% crecimiento	2.9%	1.7%	-3.1%	-4.4%	6.0%	1.9%	9.8%	11.9%	12.2%		
% margen	37.9%	36.2%	31.9%	28.2%	30.5%	29.9%	30.7%	32.3%	35.3%		
Impuesto efectivo	23.8%	19.2%	20.7%	34.1%	-	-	-	-	-		
IS modelo 20%	5,596	5,692	5,517	5,273	5,588	5,694	6,250	6,992	7,842		
NOPLAT (EBIT-TAX)	22,386	22,768	22,067	21,092	22,351	22,775	25,001	27,966	31,370		
% s/capitalización	4%	4%	4%	4%	4%	4%	5%	6%	6%		
CF Bruto Operativo	25,153	26,230	26,753	26,984	27,270	27,895	30,466	33,779	37,343		
% s/capitalización	5%	5%	5%	5%	5%	5%	6%	7%	7%		
CAPEX	-2,305	-4,257	-5,485	-5,944	-7,655	-9,219	-9,607	-9,627	-7,147		
% s/ingresos	3.1%	5.4%	6.3%	6.4%	8.4%	9.7%	9.4%	8.9%	6.4%		
Δ Capital de Trabajo (media 3a)	655	871	1278	1057	-317	613	1056	1061	492		
% s/ingresos	16%	18%	16%	15%	16%	16%	16%	16%	16%		
CF Libre Operativo (CFLO)	22,193	21,101	19,990	19,983	19,933	18,064	19,803	23,091	29,704		
% crecimiento	5.3%	-4.9%	-5.3%	0.0%	-0.3%	-9.4%	9.6%	16.6%	28.6%		
Capital de trabajo	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E		
Deudores	15,780	17,486	19,544	17,908							
Receivables - % of sales	21%	22%	23%	19%							
Inventarios	1,137	1,938	2,660	2,902							
Inventories - % of sales	2%	2%	3%	3%							
Acreeedores	4,989	5,473	7,990	6,683							
Payables - % of sales	7%	7%	9%	7%							
Total CT	11,928	13,951	14,214	14,127	15,036	15,649	16,705	17,766	18,258		
% s/ingresos	16.2%	17.7%	16.4%	15.1%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%		
Δ Capital de Trabajo	974	2,023	263	-87	909	613	1,056	1,061	492		
CT - Thomson	-174	-1,375	624	1,513							
Balance	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E		
Total Debt	11,944	15,600	22,645	35,292							
CFLO/TotDebt	186%	135%	88%	57%							
Deuda Neta	-51,096	-61,175	-62,820	-60,990							
Valoración											
WACC 8%											
Crecimiento perpétuo 2%											
CFLO medio 1a (para valor teminal)									29,704		
CFLO 2016/2019 - valor presente									93,800		
CFLO terminal - valor presente									343,677		
Enterprise Value									437,477		
Deuda Neta									-38,000		
Participaciones									26,000		
Equity Value									501,477		
Número acciones									7,728		
Capitalización									508,317		
Precio actual acción									65.10		
Valor Objetivo									64.89		
Upside/(Downside)									0%		
Precio Objetivo Consenso									67.09		
Múltiplos					2016E	2017E	2018E	2019E	2020E		
PER					24.4x	21.8x	20.0x	17.7x	15.4x		
PER ajustado x deuda					22.6x	20.1x	18.5x	16.4x	14.2x		
EV/EBITDA					13.5x	12.4x	11.6x	10.5x	9.7x		
CFLO YIELD					3.9%	3.6%	3.9%	4.5%	5.8%		