



# Tecnocom

Equipo de telecomunicación / España

**Precio Objetivo EUR 3.50****Evolución Esperada (12m) 21.1%****COMPRAR (antes REDUCIR) EUR 2.89 (Cierre a 17/12/09)**

Cambio de recomendación

## Recupera atractivo + limitado riesgo a la baja = COMPRAR

18 Diciembre 2009

**Analista: Fernando Cordero**

Fortis Bank S.A., Sucursal en España

Tel: +34 91 436 56 16

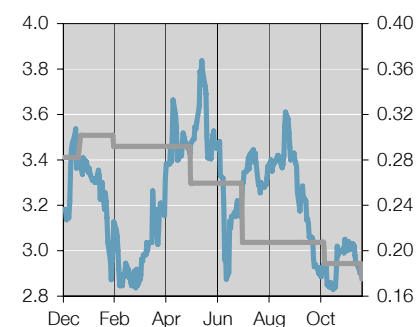
Email: fernando.cordero@fortis.com

### Opinión cualitativa

Contabilidad	IFRS 01/01/2005
Calidad histórica	Neutral
Solvencia	Neutral
Riesgo de cambio	Bajo
Riesgo de saneamiento de activos	Neutral

### Evolución Bursátil/Estimación de BPA (EUR)

Precio BPA ejercicio 2010 (est. BNP Paribas Fortis)



Fuente: FactSet, BNP Paribas Fortis Equity Research

Capitalización bursátil (EUR m)	197.1
No. de acciones (m)	68.2
Free float	37.3%
Evol. 1/3/12m (%)	(0.9)/(18.6)/(10.2)
Máx./Mín. 52 semanas (EUR)	3.84/2.83
Publicación Resultados	
Precio/Valor Contable (x)	1.2
Volatilidad (β) (5años/IBEX35)	0.4
Símbolo Reuters	TECM.MC
Símbolo Bloomberg	TEC SM
Sitio Web	www.tecnocom.es

La debilidad del mercado español de Servicios de TI en el 2009 ha sido marcada y creciente hasta el 3T, donde creemos puede haber tocado fondo. El mercado seguirá débil hasta el 1S10, aunque el comportamiento será dispar según sectores: perspectivas negativas en Admon. Públicas, y estable en Financiero y en Telecom. En este entorno hemos visto las primeras medidas de adaptación de Tecnocom (EUR 3.4 m de costes de reestructuración a los 9M09) que esperamos continúen hasta generar sinergias anuales cercanas a EUR 7-9 mE. Esta historia de reestructuración es la que incluimos en estimaciones, con impacto positivo a partir de EBITDA 2010. Y en valoración: nuevo precio objetivo de EUR 3.50 por acción. El mayor potencial de la acción, la historia de reestructuración y el limitado riesgo a la baja en la acción por el plan de recompra de acciones nos hace subir recomendación de Reducir a COMPRAR.

### Seguimos viendo debilidad en el sector Servicios TI hasta el 1S10 ...

Durante el año 2009, Tecnocom ha mostrado un progresivo deterioro de ingresos (+1.7% en el 1T, -14.3% en el 2T, -18.2% en el 3T y -15.0%E en el 4T), especialmente a partir del 2T. Esperamos que en el 3T este deterioro haya tocado suelo. Y los primeros indicios sobre las perspectivas de gasto en IT (vía presupuestos compañías) en España para el 2010 muestran una evolución más estable en los sectores en los que Tecnocom tiene mayor exposición: Financiero, Telecom. No obstante creemos que la evolución de los diferentes mercados verticales en 2010 será dispar, con una clara presión en los mercados de demanda institucional, especialmente Administraciones Públicas. En este entorno creemos que los pequeños actores en el mercado de Servicios IT sufrirán

Ejercicio a Diciembre	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Ventas (EUR m)	158.0	432.8	381.8	387.9	407.7
EBITDA (EUR m)	8.6	24.2	21.2	28.2	37.4
B° neto antes extra. & f. com. (EUR m)	9.1	14.3	9.3	13.1	21.2
B° neto (EUR m)	7.2	14.2	9.3	13.1	21.2
Margen EBITDA (%)	5.4	5.6	5.5	7.3	9.2
ROCE medio (%)	8.4	8.8	5.0	6.2	8.7
Apalancamiento neto	29.6	32.0	28.3	20.2	11.2
BPA antes amort.fdo com. (EUR)	0.23	0.23	0.13	0.18	0.28
BPA (EUR)	0.18	0.23	0.13	0.18	0.28
DPA (EUR)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Ventas (% var.)	34.8	173.8	(11.8)	1.6	5.1
BPA antes extra. & fdo. com. (% var.)	(53.6)	2.6	(43.9)	34.6	61.7
EV/Ventas	1.29	0.53	0.60	0.58	0.51
EV/EBITDA	23.8	9.5	10.8	7.9	5.6
PER (antes extra. & fdo. com.)	20.6	12.8	22.2	16.5	10.2
PER	26.0	12.8	22.2	16.5	10.2
PEG (antes extra. & fdo. com.)	0.0	nmf	nmf	nmf	0.2
Free cash flow yield (%)	(4.4)	(30.2)	8.7	4.3	5.1

en mayor medida que los operadores más establecidos (Tecnocom es el cuarto operador del mercado Servicios IT en España), con lo que creemos que los principales operadores del mercado ganarán cuota de mercado.

### ... ante la que la compañía ha iniciado medidas de adaptación

Durante los primeros nueve meses del año Tecnocom ha asumido EUR 3.4m de costes extraordinarios para adaptarse al nuevo escenario. Y estimamos que la compañía mantenga esta estrategia de adaptación al mercado por lo que esperamos más costes de reestructuración, al menos hasta el 1S10, es decir, mientras no se vea recuperación del mercado. Hemos incluido un total de EUR 11 mE de costes de reestructuración entre 2009 y 2010 que generarían sinergias de entre EUR 7mE y EUR 9mE al año.

La reducción de costes permite a Tecnocom adaptarse a unas condiciones de mercado más complicadas, tratando de mantener márgenes. Además el desarrollo de nuevos productos (solución para la integración de entidades bancarias) así como la actualización de productos existentes (plataforma de medios de pago), nos hace esperar que el posicionamiento competitivo de la compañía mejore. A pesar de su mayoritaria exposición al mercado doméstico: 86.2% a los 6M09.

### Actualizamos estimaciones ...

Bajo las consideraciones anteriores hemos actualizado estimaciones, recogiendo 1) un menor crecimiento de ventas en 2010, 2) los costes de reestructuración de EUR 11mE entre 2009 y 2010 y las sinergias derivadas, y 3) un peor escenario de evolución de deuda tras la evolución a los 6M09.

#### Tecnocom. Revisión estimaciones 2009-2011

	2009		2010		2011	
	Actual	Previo	Actual	Previo	Actual	Previo
Ventas	381.8	381.8	387.9	391.7	407.7	410.1
Crecimiento ventas	-11.8%	-11.8%	1.6%	2.6%	5.1%	4.7%
EBITDA	21.2	24.8	28.2	27.4	37.4	31.0
Margen EBITDA	5.5%	6.4%	7.2%	6.9%	9.1%	7.5%
EBITDA (ex reestruct)	28.2	28.2	32.2	27.4	37.4	31.0
EBIT	14.1	17.9	20.1	19.7	28.4	22.3
Beneficio Neto	9.3	13.9	13.1	14.2	21.2	16.8
Deuda Neta	43.0	20.9	31.2	6.5	16.2	-6.1

Fuente: BNP Paribas Fortis Equity Research

El impacto de la revisión de estimaciones es negativo en EBITDA 2009 (-14.5%E), pero positivo en 2010 (+2.9%E) y en 2011 (+20.6%E). En Beneficio Neto el impacto es negativo en 2009 (-33.1%e) y en 2010 (-7.7%E) mientras que a partir de 2011 el impacto es aditivo (+26.2%E en 2011).

### ... cuyo impacto en valoración es positivo: nuevo P.O. de EUR 3.50 (vs EUR 3.25 previo). Subimos recomendación a COMPRAR (desde Reducir)

El impacto en valoración de nuestra revisión de estimaciones es positivo, y nos lleva a un nuevo precio objetivo de EUR 3.50 por acción (vs EUR 3.25 previo), reflejando la mejor adaptación al entorno de la compañía.

El 1) mayor atractivo de la acción (potencial de revalorización del 20.3%), 2) la historia de reestructuración y 3) el reducido riesgo a la baja en la acción tras el anuncio de acelerar el plan de recompra de acciones nos hace estar positivos en la acción. Subimos recomendación de Reducir a COMPRAR.

Cuenta de P&G (EUR m) a Diciembre	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Ventas netas	69.2	59.2	82.6	60.1	117.3	158.0	432.8	381.8	387.9	407.7
Otros ingresos	(2.6)	1.3	(2.1)	2.7	0.7	5.2	3.5	3.6	3.6	3.7
Gastos de personal	(20.6)	(17.9)	(17.7)	(15.2)	(32.0)	(52.7)	(206.3)	(202.9)	(202.8)	(209.9)
Otros gastos operativos	(45.7)	(8.0)	(16.0)	(13.7)	(12.2)	(16.2)	(44.3)	(25.2)	(25.4)	(26.3)
<b>EBITDA</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>(4.1)</b>	<b>4.2</b>	<b>8.6</b>	<b>24.2</b>	<b>21.2</b>	<b>28.2</b>	<b>37.4</b>
Amortizaciones	(3.9)	(3.8)	(3.6)	(3.1)	(1.7)	(3.4)	(5.9)	(7.1)	(8.0)	(9.0)
<b>EBITA</b>	<b>(3.6)</b>	<b>(3.5)</b>	<b>(3.3)</b>	<b>(7.2)</b>	<b>2.6</b>	<b>5.2</b>	<b>18.4</b>	<b>14.1</b>	<b>20.1</b>	<b>28.4</b>
Provisiones	(1.0)	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Amortización inmovilizado inmaterial	0.0	(0.4)	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	(4.6)	(3.9)	(3.8)	(7.4)	2.2	5.2	18.4	14.1	20.1	28.4
Resultado financiero neto	(4.4)	(1.5)	(1.3)	1.9	(1.8)	(2.1)	(6.1)	(4.1)	(3.6)	(1.9)
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>(9.0)</b>	<b>(5.4)</b>	<b>(5.1)</b>	<b>(5.5)</b>	<b>0.5</b>	<b>3.2</b>	<b>12.3</b>	<b>9.9</b>	<b>16.5</b>	<b>26.4</b>
Impuestos	(0.5)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.9)	4.8	2.1	0.0	(2.5)	(4.0)
Resultado puesta en equivalencia	(0.6)	(0.1)	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minoritarios	(0.0)	(0.3)	(0.3)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.6	0.9	1.2
<b>Rtdo. neto antes extraordinarios</b>	<b>(10.2)</b>	<b>(5.3)</b>	<b>(4.6)</b>	<b>(13.1)</b>	<b>10.4</b>	<b>9.1</b>	<b>14.3</b>	<b>9.3</b>	<b>13.1</b>	<b>21.2</b>
Resultados Extraordinarios	2.6	(3.0)	3.9	1.3	(7.1)	(1.9)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
Resultado neto publicado	(7.6)	(8.3)	(0.7)	(11.8)	3.3	7.2	14.2	9.3	13.1	21.2
Ventas (% var.)	(27.4)	(14.4)	39.4	(27.2)	95.0	34.8	173.8	(11.8)	1.6	5.1
EBITDA (% var.)	ns	(0.4)	41.5	ns	ns	103.8	182.0	(12.6)	32.9	32.8
EBITA (% var.)	ns	ns	ns	ns	ns	104.5	251.8	(23.5)	43.0	41.0
BAI (% var.)	ns	ns	ns	ns	ns	597.2	289.5	(19.5)	66.4	59.9
Rtdo. neto antes extraordinarios (% var.)	ns	ns	ns	ns	ns	(12.7)	57.0	(34.7)	41.0	61.7

Origen y Aplicación Fondos (EUR m)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
<b>EBITDA</b>	<b>0.3</b>	<b>0.3</b>	<b>0.4</b>	<b>(4.1)</b>	<b>4.2</b>	<b>8.6</b>	<b>24.2</b>	<b>21.2</b>	<b>28.2</b>	<b>37.4</b>
Var. provisiones excl. impuestos	(1.0)	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Variación circulante neto	(26.2)	(0.6)	2.1	13.7	(6.9)	(17.0)	(64.4)	13.3	(2.8)	(7.1)
Cash-flow bruto operativo	(27.0)	(0.3)	2.4	9.4	(3.0)	(8.4)	(40.2)	34.4	25.4	30.3
Impuestos	(0.5)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.9)	4.8	2.1	0.0	(2.5)	(4.0)
CAPEX	(4.5)	(3.0)	(1.7)	(3.1)	(4.2)	(5.6)	(16.9)	(11.5)	(10.0)	(13.3)
<b>Cash-flow libre</b>	<b>(31.9)</b>	<b>(3.3)</b>	<b>0.8</b>	<b>6.2</b>	<b>(8.1)</b>	<b>(9.1)</b>	<b>(55.0)</b>	<b>22.9</b>	<b>12.9</b>	<b>13.0</b>
Ingresos financieros netos	(4.4)	(1.5)	(1.3)	1.9	(1.8)	(2.1)	(6.1)	(4.1)	(3.6)	(1.9)
Otros	23.6	(6.7)	2.7	9.4	(15.3)	5.2	47.7	(15.0)	2.5	4.0
Adquisiciones	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Desinversiones	24.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Emisión/Recompra Acciones	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividendo ajustado	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Extraordinarios neto impuestos	0.2	(0.0)	0.0	0.0	(6.6)	(1.2)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
Variación deuda bancaria	(19.4)	4.8	(0.8)	(15.6)	29.0	33.8	(5.5)	(19.9)	(11.8)	(15.0)
<b>Variación tesorería</b>	<b>(7.9)</b>	<b>(6.7)</b>	<b>1.3</b>	<b>1.9</b>	<b>(2.8)</b>	<b>26.5</b>	<b>(18.8)</b>	<b>(16.1)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>

Balance (EUR m)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Inmovilizado inmaterial neto	11.5	10.9	9.6	6.7	50.8	113.4	97.7	97.3	96.6	96.1
Inmovilizado material neto	17.4	18.9	18.4	11.5	12.4	17.1	21.2	25.0	26.6	29.9
Inversiones financieras a largo plazo	11.9	17.0	17.5	2.3	5.5	11.5	43.0	40.0	35.0	35.0
Existencias	18.6	20.5	18.7	12.2	15.7	32.7	38.2	31.4	31.9	33.5
Deudores	26.1	26.4	30.1	14.1	72.3	142.8	147.7	136.0	138.1	145.2
Otros deudores	1.8	0.8	0.2	30.1	7.3	6.5	8.6	8.6	8.6	8.6
Caja e inversiones fin. temporales	14.6	8.0	9.3	11.2	8.4	34.9	16.1	0.0	0.0	0.0
<b>Total Activo</b>	<b>101.9</b>	<b>102.4</b>	<b>103.7</b>	<b>88.1</b>	<b>172.2</b>	<b>358.9</b>	<b>372.4</b>	<b>338.2</b>	<b>336.9</b>	<b>348.4</b>
Capital social	59.5	49.0	50.3	39.8	77.8	128.2	170.9	180.2	193.3	214.6
Otros recursos propios	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minoritarios	3.1	2.5	2.1	2.2	2.1	1.3	0.8	1.4	2.3	3.5
Provisiones	5.8	5.0	4.9	3.7	7.2	3.3	2.0	2.0	2.0	2.0
Deuda bancaria a largo plazo	3.8	9.4	9.7	2.9	22.2	30.9	49.9	29.4	23.5	16.0
Deuda bancaria a corto plazo	13.5	13.1	11.8	2.8	12.6	42.0	20.9	21.5	15.6	8.1
Acreedores	11.2	13.9	18.0	9.2	44.0	114.6	60.4	55.2	55.0	56.7
Otros pasivos no bancarios	4.5	9.4	6.9	27.5	6.4	38.8	67.5	48.5	45.0	47.5
<b>Total Pasivo</b>	<b>101.9</b>	<b>102.4</b>	<b>103.7</b>	<b>88.1</b>	<b>172.2</b>	<b>358.9</b>	<b>372.4</b>	<b>338.2</b>	<b>336.9</b>	<b>348.4</b>
Valor de Empresa (EV)	11.7	23.8	27.8	33.7	138.7	204.5	229.5	229.2	223.2	209.4
Deuda neta/(Caja neta)	2.6	14.5	12.2	(5.5)	26.5	38.0	54.7	50.9	39.1	24.1
Capital medio y fondo comercio	91.9	77.0	78.0	56.9	75.1	157.8	245.2	280.9	273.8	278.2
Fondo de comercio acumulado	6.6	6.2	5.8	6.2	49.0	110.8	88.3	88.3	88.3	88.3
Capital medio	77.8	70.6	72.0	50.9	47.5	77.9	145.6	192.5	185.5	189.8
Activo circulante neto	33.5	32.9	30.8	17.1	44.0	61.0	125.5	112.2	115.0	122.1
VAN de contratos de arrendamiento	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Recursos Propios ajustados	66.1	55.3	56.1	46.1	126.7	239.0	259.2	268.6	281.7	302.9

Datos por acción (EUR)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Número medio de acciones (m)	13.8	14.4	14.8	16.0	21.4	40.3	61.6	71.6	75.0	75.0
No. acciones fin ejercicio (m)	14.1	14.8	14.8	17.2	25.6	55.0	68.2	75.0	75.0	75.0
No. acciones diluidas fin ejer. (m)	13.8	14.4	14.8	16.0	21.4	40.3	61.6	71.6	75.0	75.0
Valor de Empresa (EV)	0.83	1.61	1.88	1.96	5.42	3.72	3.37	3.05	2.98	2.79
Deuda neto menos inv. fin. LP	(0.44)	(0.00)	(0.21)	(0.32)	0.90	0.51	0.18	0.16	0.09	(0.10)
Ventas netas	5.02	4.11	5.59	3.76	5.48	3.93	7.03	5.33	5.17	5.43
EBITDA	0.02	0.02	0.03	(0.25)	0.20	0.21	0.39	0.30	0.38	0.50
EBITA	(0.26)	(0.24)	(0.22)	(0.45)	0.12	0.13	0.30	0.20	0.27	0.38
EBIT antes de amortizaciones	(0.33)	(0.27)	(0.25)	(0.46)	0.10	0.13	0.30	0.20	0.27	0.38
Rtdo. neto antes extra. y fdo. com. (EUR)	(0.74)	(0.34)	(0.28)	(0.82)	0.49	0.23	0.23	0.13	0.18	0.28
Rtdo. neto antes extraordinarios (EUR)	(0.74)	(0.37)	(0.31)	(0.82)	0.49	0.23	0.23	0.13	0.18	0.28
Cash-flow neto (EUR)	(0.35)	(0.09)	(0.06)	(0.61)	0.58	0.31	0.33	0.24	0.29	0.42
Dividendo bruto (EUR)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Valor Contable (EUR)	4.23	3.32	3.40	2.31	3.04	2.33	2.51	2.40	2.58	2.86
Recursos Propios ajustados	4.70	3.74	3.80	2.67	4.96	4.35	3.80	3.58	3.75	4.04
Cash-flow libre	(2.32)	(0.23)	0.05	0.39	(0.38)	(0.23)	(0.89)	0.32	0.17	0.17
Rtdo. neto antes fdo. com. (% var.)	ns	ns	ns	ns	ns	(53.61)	2.65	(43.87)	34.59	61.67

Valoración	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
PER (antes extra. y amort. fdo. com.)	nmf	nmf	nmf	nmf	7.4	20.6	12.8	22.2	16.5	10.2
Precio/Cash-flow (x)	nmf	nmf	nmf	nmf	6.2	15.0	9.0	12.1	9.8	6.9
Precio/Valor Contable	0.3	0.5	0.6	1.0	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
Rentabilidad por dividendo (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free cash flow yield (%)	(147.8)	(23.4)	(1.7)	21.3	(10.8)	(4.4)	(30.2)	8.7	4.3	5.1
EV/Ventas (x)	0.2	0.4	0.3	0.6	1.2	1.3	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	43.9	89.9	74.1	nmf	32.9	23.8	9.5	10.8	7.9	5.6
EV/EBIT, antes de amortizaciones (x)	nmf	nmf	nmf	nmf	54.3	39.1	12.5	16.3	11.1	7.4
EV/EBIT, después amortizaciones (x)	nmf	nmf	nmf	nmf	62.4	39.0	12.5	16.3	11.1	7.4
EV/Capital empleado (x)	0.1	0.3	0.4	0.7	2.9	2.6	1.6	1.2	1.2	1.1
EV/Capital empleado inc. fdo. com. (x)	0.1	0.3	0.4	0.6	1.8	1.3	0.9	0.8	0.8	0.8
Cotización - Máx. (EUR)	2.45	1.69	2.64	2.45	4.98	5.60	3.39	3.84		
Cotización - Min. (EUR)	1.15	0.90	1.68	2.07	2.36	3.21	2.45	2.83		
Cotización - Media (EUR)	1.75	1.38	2.20	2.21	3.61	4.66	2.96	2.89	2.89	2.89
Cotización - Fin ejercicio (EUR)	1.27	1.62	2.09	2.28	4.52	3.21	3.18	2.89	2.89	2.89

Ratios Rentabilidad y Solvencia	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Ventas/CE (inc. fondo de comercio, x)	0.8	0.8	1.1	1.1	1.6	1.0	1.8	1.4	1.4	1.5
Ventas/Activo fijo (x)	4.0	3.1	4.5	5.2	9.5	9.2	20.4	15.3	14.6	13.6
Ventas/Activo circulante neto (x)	2.1	1.8	2.7	3.5	2.7	2.6	3.4	3.4	3.4	3.3
Existencias/Ventas (días)	97.9	126.1	82.5	73.8	48.9	75.6	32.2	30.0	30.0	30.0
Deudores/Ventas (días)	137.7	162.5	133.2	85.4	225.1	329.8	124.5	130.0	130.0	130.0
Acreedores/Ventas (días)	59.2	85.8	79.6	55.7	137.0	264.5	50.9	52.7	51.8	50.7
CAPEX/Amortizaciones (%)	116.9	78.7	45.5	100.6	253.0	165.2	288.7	162.1	124.1	147.7
Recursos Propios/Activo Total (%)	58.4	47.9	48.5	45.2	45.2	35.7	45.9	53.3	57.4	61.6
Deuda neta/Recursos Propios	4.4	29.5	24.3	(13.7)	34.0	29.6	32.0	28.3	20.2	11.2
Cobertura de deuda (x)	(1.0)	(2.3)	(2.5)	high	1.3	2.5	3.0	3.4	5.6	14.6
Payout (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROCE medio (%)	(6.2)	(5.0)	(4.7)	(14.6)	(4.5)	17.0	14.8	7.3	9.2	12.7
ROCE	(5.3)	(4.6)	(4.3)	(13.1)	(2.8)	8.4	8.8	5.0	6.2	8.7

Otros Ratios Operativos	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Ventas por empleado fijo (000s)	95.7	90.7	124.3	100.5	94.3	33.2	86.4	78.9	81.7	85.1
Gastos personal/empleado fijo (000s)	28.5	27.4	26.7	25.4	25.7	11.1	41.2	41.9	42.7	43.8
EBIT por empleado fijo (000s)	(6.4)	(6.0)	(5.7)	(12.3)	1.8	1.1	3.7	2.9	4.2	5.9
Margen bruto (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Margen EBITDA (%)	0.4	0.4	0.5	(6.8)	3.6	5.4	5.6	5.5	7.3	9.2
Margen operativo (%)	(6.7)	(6.6)	(4.6)	(12.3)	1.9	3.3	4.2	3.7	5.2	7.0
Margen neto (%)	(13.9)	(7.6)	(4.9)	(21.9)	8.8	5.7	3.3	2.3	3.1	4.9
Tasa fiscal (%)	(5.0)	(0.1)	(0.0)	(1.2)	196.0	(152.7)	(17.4)	0.0	15.0	15.0

**Aviso importante**

<b>Emisor</b>	<b>Código</b>	<b>Precio (EUR)</b>
Tecocom	TECM.MC	2.89

Fortis Bank S.A./N.V. ha adoptado una Política de Análisis orientada a asegurar que los informes elaborados por sus analistas sean imparciales, independientes, justos, transparentes y que no induzcan a error. Esta Política define en particular, prácticas tendentes a promover la integridad del análisis, lo cual incluye toda práctica destinada a asegurar la identificación y evitación, gestión o evidenciado de conflictos de intereses relacionados con la elaboración de análisis, entre los cuales se incluyen las opacidades informativas inter-departamentales.

**Certificado del analista**

Las personas que suscriben el presente informe de análisis financiero, en su calidad de autores certifican que:

1. todos los puntos de vista expresados en este informe de análisis financiero son fiel reflejo de las opiniones personales de los autores respecto del asunto, instrumentos financieros y emisores; y
2. la compensación económica por ellos percibida no ha guardado, guarda o guardará relación alguna, directa o indirecta, con recomendaciones específicas u opiniones expresadas en este informe de análisis financiero.

Fernando Cordero - Analista de renta variable

La compensación de los analistas viene determinada en función de las actividades y servicios cuya intención es beneficiar a los clientes Fortis Bank S.A./N.V. y/o sus filiales. Como cualquier otro empleado de Fortis Bank S.A./N.V. y sus filiales, la compensación que reciben los analistas está sujeta a la rentabilidad global de Fortis Bank S.A./N.V., lo cual incluye ingresos de otras unidades de negocio y sus filiales.

**Desglose de recomendaciones de Fortis Bank S.A./N.V. y sus filiales (Análisis Original de Renta Variable)**

Categoría	Recomen- dación Fortis	Definición	% compañías en cobertura en esta categoría	% compañías a las que Fortis ha prestado servicios de banca de inversión
COMPRAR	COMPRAR	El valor está dentro del universo local de favoritos de Fortis Bank S.A./N.V. Evolución bursátil esperada: > +15%	40%	50%
MANTENER	MANTENER	El valor no pertenece a los favoritos actuales. En el momento actual la tesis de inversión no presenta atractivo. No obstante el valor merece ser mantenido Evolución bursátil esperada: > +5%, < +20%	31%	38%
	REDUCIR	El valor se sitúa entre los menos atractivos del universo local de Fortis Bank S.A./N.V. Mientras que las perspectivas son inciertas el valor no acredita su venta inmediata. Evolución bursátil esperada: > -5%, < +10%	24%	13%
VENDER	VENDER	La tesis de inversión resulta definitivamente negativa. Los inversores deben vender el valor sean cuales sean las condiciones de venta. Evolución bursátil esperada: negativa.	4%	0%

18 Diciembre 2009

Cobertura Original Fortis Bank S.A./N.V. Equity Research: 181

## Historial de recomendaciones y precio objetivo para Tecnocom (EUR)



## Historial de precio objetivo

Fecha	Recomendacion	Precio objetivo
17/12/2009	COMPRAR	EUR 3.50
03/11/2009	REDUCIR	EUR 3.25
29/07/2009	REDUCIR	EUR 3.20
03/07/2009	REDUCIR	EUR 3.78
27/02/2009	COMPRAR	EUR 3.77
19/01/2009	COMPRAR	EUR 3.91
29/10/2008	COMPRAR	EUR 3.55
03/10/2008	COMPRAR	EUR 4.73
10/06/2008	COMPRAR	EUR 4.75
20/12/2007	REDUCIR	EUR 4.96
11/06/2007	REDUCIR	EUR 9.80
02/01/2007	REDUCIR	EUR 9.07

## Historial de recomendaciones

Fecha	Recomendacion	Precio objetivo
17/12/2009	COMPRAR	EUR 3.50
29/05/2009	REDUCIR	EUR 3.77
21/12/2007	COMPRAR	EUR 4.96
20/12/2007	REDUCIR	EUR 4.96
15/06/2007	SIN OPINIÓN	EUR 9.80

Fuente: BNP Paribas Fortis Equity Research, FactSet

**Fortis Bank SA/NV**

Montagne du Parc 3  
B-1000 Bruselas  
Bélgica  
Tel: +32 2 565 11 11

**Fortis Bank Austria**

Euro Plaza/D  
Wienerbergstrasse 41  
1120 Viena  
Austria  
Tel: +43 1 81 10 43 81 85

**Fortis Bank Czech Republic**

Mysibek Building  
Ovocny Trh 8  
117 19 Praga 1  
República Checa  
Tel: +420 225 43 60 10

**Fortis Bank Denmark**

Gothersgade 49 3.  
1123 Copenhagen  
Dinamarca  
Tel: +45 32 71 19 09

**Fortis Bank, Succursale en France**

30, quai de Dion Bouton  
F-92824 Puteaux Cedex  
Francia  
Tel: +33 1 55 67 72 00

**Fortis Bank Germany**

Cäcilienkloster 8  
50676 Colonia  
Alemania  
Tel: +49 221 1611-0

**Fortis Bank Greece**

Sygrou Ave 166  
17671 Atenas  
Grecia  
Tel: +30 21 09 54 43 70

**Fortis Bank Hong Kong**

27/F, Fortis Bank Tower  
77-79 Gloucester Road  
Hong Kong  
Tel: +852 28 23 04 56

**Fortis Bank Hungary**

Deak Ferenc 15  
1052 Budapest  
Hungria  
Tel: +36 14 83 81 09

**Fortis Bank Italy**

Via Cornaggia 10  
I-20123 Milán  
Italia  
Tel: +39 02 57 53 24 61

**BGL**

50, avenue J.F. Kennedy  
L-2951 Luxemburgo  
Luxemburgo  
Tel: +352 42 421

**Fortis Bank Norway**

Haakon VII's gate 10  
0161 Oslo  
Noruega  
Tel: +47 23 11 49 50

**Fortis Bank Polska S.A.**

P.O. Box 15  
02-676 Varsovia  
Polonia  
Tel: +48 22 566 90 00

**Fortis Bank Portugal**

Rua Alexandre Herculano 50-6 Andar  
1250-011 Lisboa  
Portugal  
Tel: +351 213 13 93 16

**Fortis Bank SA/NV, Singapore Branch**

63 Market Street #21-01  
Singapur 048942  
Tel: +65 65 38 03 90

**Fortis Bank S.A., Sucursal en España**

Serrano 73  
28006 Madrid  
España  
Tel: +34 91 436 56 00

**Fortis Bank Romania**

Tipografilor 11-15  
013714 Bucharest  
Rumania  
Tel: +40 21 401 17 02

**Fortis Bank Sweden**

Birger Jarlgatan 25  
10396 Stockholm  
Suecia  
Tel: +46 8 505 375 59

**Fortis Bank Switzerland**

Rennweg 57  
8021 Zurich  
Suiza  
Tel: +41 58 322 09 70

**Fortis Bank Turkey**

Yildiz Posta Caddesi  
No: 54 Gayrettepe  
34353 Estambul  
Turquía  
Tel: +90 212 274 42 80

**Fortis Bank SA/NV, UK Branch**

5 Aldermanbury Square  
EC2V 7HR Londres  
Reino Unido  
Tel: +44 20 32 96 80 00

**Fortis Bank USA**

520 Madison Avenue, 3rd Floor  
Nueva York, NY 10022  
EE UU  
Tel: +1 212 418 87 00

Cada analista de renta variable que ostenta la responsabilidad principal del contenido de este informe de análisis certifica con respeto de cada valor u emisor cubierto por dicho informe que: 1) todos los puntos de vista aquí recogidos reflejan fielmente sus opiniones personales sobre dichos valores u emisores y 2) que ninguna parte de su remuneración estaba, es o será directamente o indirectamente relacionada con la recomendación específica u opiniones que contiene este informe.

**Elaboración del documento**

Fortis Bank SA/NV, con domicilio social en Montagne du Parc 3, 1000 Bruselas, Bélgica ("**BNP Paribas Fortis**"), es responsable de la elaboración y de la distribución de este documento, que ha sido preparado por la(s) persona(s) jurídica(s) y/o física(s) que trabaja(n) para BNP Paribas Fortis o cualquiera de sus participadas y cuya identidad respectiva se indica en este documento (las "**personas involucradas**") (juntos los "**productores del documento**"). Este documento puede ser distribuido por (i) una filial de Fortis Bank SA/NV que no esté registrada únicamente en EE.UU. como broker-dealer para grandes inversores institucionales en EE.UU. y (ii) por Fortis Securities LLC, un broker-dealer registrado en EE.UU., a todas las personas de EE.UU.

**No es oferta pública ni comunicación publicitaria**

Este documento no constituye una oferta o solicitud para la venta, la compra o la suscripción de cualquier instrumento financiero en cualquier jurisdicción. No está dirigido, ni previsto para la distribución a cualquier persona o entidad que sea ciudadana, residente, o esté constituida o situada en cualquier otra jurisdicción en la cual dicha distribución fuese contraria a la legislación local o a la regulación y/o donde BNP Paribas Fortis infringiera cualquier requisito de registro o de licencia dentro de la mencionada jurisdicción. Este documento le ha sido suministrado solamente para uso personal y no debe ser comunicado a ninguna otra persona sin el previo consentimiento por escrito de BNP Paribas Fortis. En caso de haber recibido este documento por error, por favor elimínelo o destrúyalo y notifíquese a quien se lo haya remitido inmediatamente.

**Fuentes y declaraciones**

BNP Paribas Fortis considera que la información y/o las interpretaciones, estimaciones y/u opiniones relacionadas con el/los instrumento(s) financiero(s) y/o emisor(es) de los cuales trata este documento (respectivamente los "**instrumentos financieros afectados**" y/o los "**emisores afectados**") están basados en fuentes fiables. BNP Paribas Fortis no garantiza la precisión o el carácter completo de dichas fuentes, y, en cualquier caso, los receptores de este documento no deben confiar exclusivamente en el mismo antes de llevar a cabo una decisión de inversión. Las interpretaciones, estimaciones y/u opiniones reflejan el entendimiento de BNP Paribas Fortis a la fecha de este documento y está sujeto a cambios sin notificación. Este documento no ha sido revelado al (a los) emisor(es) afectados(s) antes de su difusión pública por BNP Paribas Fortis.

**No asesoramiento en materia de inversión**

La información aquí contenida no constituye asesoramiento de materia de inversión ni ningún otro tipo de asesoramiento (incluyendo el asesoramiento sobre las consecuencias fiscales que pueden resultar de llevar a cabo cualquier decisión de inversión). Las Inversiones en el (los) instrumento(s) financiero(s) al cual (los cuales) este documento se refiere pueden implicar riesgos significantes, no están necesariamente disponibles en todas las jurisdicciones, pueden ser ilíquidas y pueden no ser apropiadas para todos los inversores. El valor o los ingresos de cualquier instrumento(s) financiero(s) afectado(s) puede fluctuar y/o verse afectado por factores externos tales como fluctuaciones de los tipos de cambio. Los resultados pasados no son indicativos de los resultados futuros. Este documento va dirigido a su circulación con carácter general y no tiene en cuenta el particular el conocimiento y experiencia financiera del receptor, sus objetivos de inversión y su situación financiera o sus necesidades, y no pretende ser una recomendación personal de invertir en el (los) instrumento(s) financiero(s) afectado(s). Antes de llevar a cabo una decisión de inversión en base a este documento, un inversor debe considerar si dicha inversión es conveniente a la luz de, entre otros, sus particulares conocimientos y su experiencia financiera, los objetivos de la inversión y la situación financiera y, en caso de ser necesario, deber solicitarse el asesoramiento profesional apropiado a tal efecto. Ni BNP Paribas Fortis ni ninguna de las compañías de su grupo (incluyendo cualquier filial, participada o compañía holding), consejeros, directivos y empleados serán en modo alguno responsables (bien directa o indirectamente) de cualquier coste, reclamación, daño, responsabilidad, y otros gastos, incluyendo cualquier pérdida, derivados de cualquier uso de este documento, excepto en el supuesto dolo o negligencia grave por su parte.

**Supervisión**

Fortis Bank SA/NV está autorizado por y sujeto a la supervisión de la "Comisión Bancaire, Financière et des Assurances/Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen" (la "**CBFA**") en Bélgica y cada una de sus entidades participadas está supervisada por la correspondiente autoridad del Estado en el que lleva a cabo sus actividades.

**Derechos de Autor**

Este documento contiene información, texto, imágenes, logos y/u otro material protegido por los derechos de autor, derechos sobre protección de datos, marca registrada u otros derechos de propiedad. No debe ser reproducido, distribuido, publicado o usado de ninguna manera por ninguna persona para ningún propósito sin el previo consentimiento por escrito de BNP Paribas Fortis o en el caso de material de cualquier tercero, el propietario de este material.

Para comprobar el caso de posibles conflictos de intereses, por favor visite nuestra página web a través del vínculo:  
<http://disclosures.merchant.fortisbank.com>