TECNOCOM

SITUACION ACTUAL:

En 2006 comenzó un proceso de crecimiento corporativo y un nuevo proyecto empresarial, totalmente centrado en IT que tenía como ambicioso objetivo liderar el mercado en España. Para ello desinvirtió el negocio de motores para lavadoras que representaba un 50% de las ventas de la compañía. Tras la compra de Getronics Ibérica en diciembre'07 se sitúa como una de las principales empresas españolas del sector TIC (con perfil integrador) y entre las 10 principales que actúan en nuestro ámbito geográfico.

ESTRATEGIA:

Por negocios, las ventas se dividen en: Consultoría (43%), Integración de Redes y Sistemas (36%) y SS. Gestionados (20%). Su estrategia está orientada a convertirse en una compañía tecnológica pura sustentándose en los siguientes objetivos: **(i) Obtener una completa oferta de servicios y productos** que permita ofrecer soluciones integrales a sus clientes (sector financiero, salud, AA.PP., etc.), **(ii) Conseguir una amplia cobertura geográfica** para atacar el segmento de las medianas y grandes empresas para las cuales la cercanía geográfica es un factor decisivo para la toma de decisiones de IT y **(iii)** Una vez "digerida" la compra de Getronics (2009/10), buscará **reforzar su presencia en LatAm** apalancándose sobre las buenas relaciones ya existentes con las grandes corporaciones españolas presentes en la región (en especial del sector financiero). No descartamos adquisiciones considerando su perfil integrador, capacidad financiera (DFN/EBITDAE'09e 1,4x) y oportunidades de consolidación que podrán darse en el sector a partir del 4T'09 y 1S'10.

ÚLTIMOS RESULTADOS:

Rdos. 1S'09: Ventas: 197,34 M euros (-6,9%), EBITDA: 11,37 M euros (+18,6%), EBIT: 7,95 M euros (+22,3%) y BDI: 4,87 M euros (+19,3%). **Muy por debajo de lo esperado en ingresos aunque en línea en EBITDA** debido a la significativa reducción de costes. La fuerte caída de los ingresos se justificó tanto en la paralización de decisiones de inversión, caída de precios y la no ejecución de proyectos de baja rentabilidad, lo que se tradujo, junto con la fuerte reducción de costes de estructura (-11,7% vs -40% Iber(e)), en un margen EBITDA por encima de lo esperado (5,8% vs 5,4% Iber(e) debido a una mejora de 600pbs en el 2T'09 contra 1T'09).

FACTORES DETERMINANTES:

Su papel integrador en un posible proceso de consolidación a partir del 4T'09 y 1S'10 considerando su buena posición financiera (DFN/EBITDA'09e 1,4x). Ejecución del plan de recompra de acciones de hasta el 10% del capital (autocartera actual del 0,755%). **Aprobación de la Fase II de Metrocall** para dar cobertura de telefonía móvil a Metro de Madrid que supondría una valoración adicional de 0,37 euros/acc.

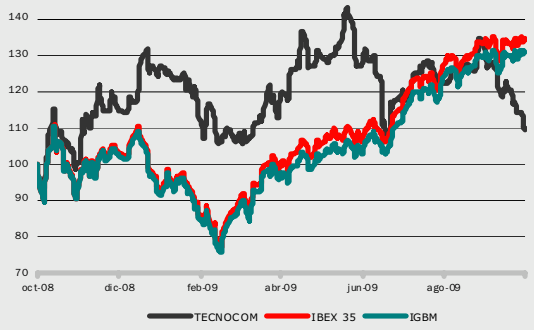
Cierre (22/10/09)	**2,93 euros/acc.**
INFORMACIÓN CLAVE	
Reuters / Bloomberg:	TECM.MC/TEC SM
Cap. Bursatil / EV	219 M / 254 M
# acciones:	75,0 M
12M Max/Min:	3,84/2,50
Perf. Rel.(1,3,6 meses):	-12,9%/-18,4%/-39,8%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	0,167/0,049
Beta (5años)	0,78
Free-float:	37,2%

Accionistas Principales
Caixa Galicia 18,45%; Ladislao Azcona 13,2%; KPN 11,0%; Rafael Naranjo 8,2%; Leonardo Sanchez 6%; L. Solera 6%;

IBS(e)	**2008**	**2009e**	**2010e**
Ventas Totales	433	395	392
Crec. %	*173,9%*	*-8,8%*	*-0,8%*
EBITDA	24	23	22
Crec. %	*181,9%*	*-4,5%*	*-4,5%*
Margen EBITDA	*5,6%*	*5,9%*	*5,6%*
EBIT	18	17	16
Crec. %	*251,6%*	*-9,0%*	*-6,1%*
Margen EBIT	*4,2%*	*4,2%*	*4,0%*
BDI	14	11	11
Crec. %	*98,1%*	*-23,9%*	*3,3%*
x ACC.	**2008**	**2009e**	**2010e**
BPA	0,21	0,14	0,15
Crec. %	*59,6%*	*-30,9%*	*3,3%*
BPA Ajustado	0,21	0,14	0,15
Crec. %	*59,6%*	*-30,9%*	*3,3%*
DPA	0,00	0,00	0,00
Crec. %	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
CFPA	0,27	0,23	0,23
Crec. %	*90,3%*	*-14,2%*	*1,9%*
VCPA	2,51	2,42	2,57
RATIOS	**2008**	**2009e**	**2010e**
PER	13,98x	20,22x	19,58x
PER Ajustado	13,98x	20,22x	19,58x
PCF	9,91x	12,70x	12,46x
PVC	1,16x	1,21x	1,14x
ROE	8,3%	6,0%	5,8%
Yield	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Ventas	0,57x	0,65x	0,59x
EV/EBITDA	10,15x	10,97x	10,36x
EV/EBIT	13,41x	15,23x	14,63x

Fuente: Ibersecurities

Compañía vs País e Índice Stoxx:



PUNTOS FUERTES:

- **Soluciones y productos propios especializados en mercados verticales** (banca, industria y AA.PP).
- **Experiencia integradora** que nos hace ser optimistas de cara al posible proceso integrador que pensamos vivirá el sector en 2010.
- **Estabilidad del accionariado**. Los accionistas de referencia suman >60% con más de 15 años en la sociedad.

PUNTOS DÉBILES:

- **Negocio competitivo de márgenes bajos**, donde la escasa diversificación geográfica y su vinculación al sector financiero (45% ingresos) podría pasarles factura en 2010.
- **Escasa liquidez** con una rotación <0,2% del capital/sesión con un free float del 37%.
- **Aunque en la presentación de los Rdos**. **1S'09** indicaron que los volúmenes podrían haber hecho suelo, podría haber nuevas sorpresas negativas considerando su alta vinculación a España (90% ventas). Además 2010 será un año complicado y las posibilidades para recortar costes empiezan a limitarse.

PERSPECTIVAS:

La atención estará en: (i) el *delivery* de Rdos. tras la sorpresa negativa en los ingresos del 1S'09 y considerando la baja visibilidad. A pesar de los objetivos de IDR (+6% en ingresos 2009) estimamos una caída de -8,8% para TEC, considerando su mix de negocio defensivo con un 80% de los ingresos en servicios (de mayor visibilidad, mayor margen y menos cíclico). A nivel de EBITDA pensamos que el fuerte recorte de costes (-6,7% en 2009e) el margen EBITDA'09 se resentirá (200 pbs hasta 5,9% Iber(e)), pero la clave será el año 2010 considerando las malas perspectivas macroeconómicas para España. A medio plazo estimamos una **TACC'09/12e de +13,8% en EBITDA**. **(ii) Posibilidad de adjudicación de la Fase II de Metrocall**: aunque no hay una fecha concreta, supondría ampliar en +10% el EBITDA'10e y sumaría 0,37 euros/acc. a nuestra valoración. **(iii) Posibles adquisiciones que se realicen** en el 4T'09 o 1S'10 considerando su capacidad financiera y experiencia integradora.

VALORACIÓN:

Hacemos el rollover a 2010 y reducimos nuestras estimaciones 2009 y 2010 por prudencia (-1% en Ventas y -5% en EBITDA ambos años) y pasamos a valorar TEC mediante DCF (WACC 9,5%; g 2%) en **3,30 euros/acc.** (+12,6% potencial vs 3,50 euros/acc. anterior). Mantenemos recomendación de **VENDER.**

OTRA INFORMACIÓN DE INTERÉS

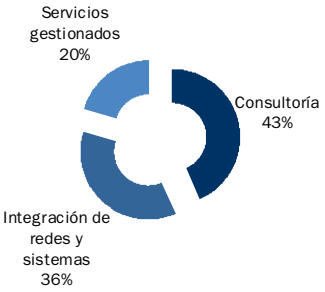
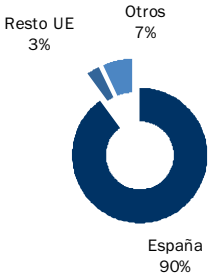
ANÁLISIS DE CASH FLOW *	2008	2009e	2010e	2011e	TACC 08-11
EBIT x(1-t)	21,6	16,7	15,7	19,8	-2,78%
(+) Amortizaciones y Provisiones	5,9	6,4	6,4	6,4	2,88%
(-) Inversiones	8,6	5,9	5,8	6,0	-11,20%
(-) Incremento del capital Circulante	30,9	-0,3	-13,3	13,0	-25,12%
(+) Ajustes	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
(=) Cash Flow Libre	-12,1	17,6	29,6	7,2	-184,18%

** Millones de euros*

SITUACIÓN FINANCIERA NETA	2008	2009e	2010e	2011e	TACC 08-11
Fondos Propios *	170,9	181,7	192,9	209,7	7,05%
Deuda Neta *	46,0	33,0	7,0	1,0	-72,09%
Recursos Empleados *	216,9	214,7	199,9	210,7	-0,97%
Deuda Neta / Fondos Propios	0,3x	0,2x	0,0x	0,0x	

** Millones de euros*

VENTAS POR DIVISIÓN 1S'09



VENTAS POR REGIÓN 1S'09