

# Tecnocom

## Actualización

**Sector:** Electrónica y Software  
(Tecnología y Telecomunicaciones)

## COMPRAR RIESGO: ALTO

### Accionistas:

Corporación NovaCaixaGalicia: 20,1%  
Ladislao de Arriba Azcona: 13,2%  
Getronics International: 11,0%  
Luis Solera: 5,9%  
Rafael Naranjo: 5,4%  
Leonardo Sánchez-Heredero: 5,0%

Precio acción (19/07/11): EUR 1,79  
Precio objetivo (12 meses): EUR 3,36  
Nº de Acciones (mill): 75,03  
Capitalización Bursátil (mill): EUR 133,92  
Máx/Mín 2011: EUR (2,56/1,70)  
Máx/Mín (12 meses): EUR (2,85/1,70)  
% Máx/Mín (12 meses): -37/5

### Analista

Paula Sampredo

PER 06: 77,4  
PER 07: 24,5  
PER 08: 15,2  
PER 09: 24,9  
PER 10: 37,7  
PER 11 E: 14,9  
PER 12 E: 8,6  
PER 13 E: 6,1

### Mesa de contratación

Enrique Zamácola / Javier de Pedro  
Tel. : 915 733 027  
Fax: 915 044 046

### Datos sobre contratación media diaria

últimos 12 meses

EUR (millones): 0,06  
Títulos: 23.281  
Frecuencia cotización: 100%

### Evolución precio acción relativo a:

	2011	12 meses
Sector (1.124,81):	-14%	-33%
Ind. General (957,22):	-18%	-29%
Ibex-35 (9.443,8):	-18%	-31%

### Principales Ratios

	EV / EBITDA	EBITDA	EBIT	B° neto	Cash-flow	B° neto	CFlow	ROE	ROA	Dividendo	P-Out
		(*)	(*)	(*)	(*)	por acción	por acción	(%) (**)	(%) (**)	por acción	(%)
2006	72,3	3,89	2,22	3,30	5,30	0,08	0,13	neg.	neg.	0,00	0,0
2007	24,2	8,60	5,23	7,19	10,54	0,13	0,19	7,6	3,0	0,00	0,0
2008	10,7	24,23	18,38	14,24	20,71	0,21	0,30	9,5	3,9	0,00	0,0
2009	11,6	22,04	14,19	8,88	16,73	0,12	0,22	5,1	2,5	0,00	0,0
2010	9,6	17,73	9,05	3,55	12,23	0,05	0,16	2,0	1,2	0,05	105,7
2011E	6,0	26,21	16,73	9,02	22,59	0,12	0,30	5,1	2,8	0,05	41,6
2012E	4,1	34,09	25,74	15,55	30,97	0,21	0,41	8,5	4,8	0,05	24,1
2013E	2,7	41,09	33,99	21,86	38,89	0,29	0,52	11,0	6,7	0,05	17,2

(\*) EUR millones

(\*\*) Ajustados descontando resultados no recurrentes

## FACTORES CLAVE DE LA INVERSION

- **En los últimos años TecnoCom** (TEC, la Compañía o el Grupo) ha llevado a cabo un proceso de transformación que ha cambiado su perfil de empresa, y **se ha convertido en una consultora en el sector de las Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (TIC)**.
- Este proceso se ha realizado mediante un proceso de concentración de empresas, tras el que **TEC se ha posicionado como una de las principales compañías locales del sector en España**.
- **TEC prevé continuar este proceso con nuevas adquisiciones** que complementen su presencia en productos y mercados, y consoliden su posicionamiento en el sector, **con el fin de convertirse en la compañía local líder en la Península Ibérica y Latinoamérica**.
- En esta línea, **el principal objetivo del Grupo para los próximos años es incrementar su presencia en Latinoamérica**, aspirando a que esta región pase a suponer un 30% de sus ventas en 2013, frente al 15% en 2010. Este proceso se realizará tanto orgánicamente con los productos desarrollados en España como mediante posibles adquisiciones corporativas.
- **Para ello TEC cuenta en la actualidad con una estructura financiera poco apalancada**, por lo que tiene capacidad para financiar las nuevas oportunidades de inversión que considere interesantes.
- **Esperamos que los resultados del Grupo repunten con fuerza a partir de 2011, tras dos años de descensos**. El incremento de las ventas y el apalancamiento de una estructura operativa ya saneada se traducirán en un crecimiento anual acumulado del 56% para el beneficio de explotación en el periodo 2010–2013.
- No obstante, debemos recordar que TEC opera en un sector cíclico y dependiente de los presupuestos de inversión del sector empresarial, estando, además, concentrada su actividad en España, por lo que, en el actual contexto de elevada incertidumbre macroeconómica, **consideramos el riesgo de la inversión en el valor como ALTO**.
- **Hemos establecido un precio objetivo 12 meses para las acciones de TEC de EUR 3,36** respecto al cual éstas cotizan en la actualidad con un muy atractivo descuento del 47%. Creemos que este descuento refleja una posible situación de inestabilidad en su accionariado más que los fundamentales del negocio de TEC y que, por tanto, constituye una excelente oportunidad para entrar en el valor con un horizonte de inversión de medio/largo plazo. Reiteramos nuestra recomendación para el valor de COMPRAR.

**RECOMENDACION: COMPRAR**  
**RIESGO: ALTO**

## EN LOS ÚLTIMOS AÑOS TECNOCOM HA LLEVADO A CABO UN PROFUNDO PROCESO DE TRANSFORMACION, MODIFICANDO SUSTANCIALMENTE SU PERFIL COMO GRUPO

En el ejercicio 2010 TEC ha continuado su actividad corporativa, integrando nuevas entidades en el Grupo que complementan su estructura, proceso iniciado por la Compañía hace ya varios años y que ha supuesto su profunda transformación. En el cuadro n. 1 resumimos las principales operaciones realizadas por TEC en los últimos años, descritas con detalle en los informes publicados sobre la Compañía en enero de 2008 y en octubre de 2009. Pasamos ahora a describir las operaciones realizadas desde la publicación de nuestro último informe (octubre de 2009).

- **Venta del 40% de CEC–Comunicações e Computadores:** En julio de 2010, TEC procedió a la venta del 40% que tenía en la sociedad portuguesa CEC–Comunicações e Computadores a la propia compañía por un importe de EUR 1,65 millones.

Esta venta se enmarca dentro de la política de la Compañía de no mantener participaciones minoritarias en empresas en las que no sea posible realizar una gestión directa del negocio.

- **ProceCard:** En octubre de 2010 TEC adquirió a las entidades financieras Centro BHD y Banco Múltiple León el 80% del capital de la sociedad dominicana ProceCard por un importe de \$ 5,8 millones. El 20% del capital restante quedó en manos de Centro BHD. El pago se realizó parcialmente a la firma del contrato (35%), quedando diferido el 65% en dos plazos.

ProceCard es la empresa líder en el procesamiento de tarjetas de crédito y débito en la República Dominicana. Además, la compañía ofrece otros servicios al sector financiero. En total ProceCard da servicio a 13 entidades financieras en Latinoamérica.

Entre ellas, los accionistas vendedores son clientes relevantes de la compañía y se han comprometido a mantener al menos volúmenes de negocio similares a los del ejercicio 2010 durante los próximos cinco años.

Tras la adquisición, TEC renovará la tecnología de ProceCard con sus productos de medios de pago.

- **PRIMMA Software:** En enero de 2011, TEC adquirió el 100% de la sociedad PRIMMA Software, especializada en el segmento de soluciones de seguro. TEC renovará la tecnología de los productos de PRIMMA, migrándolos a sistemas abiertos y de arquitectura SOA (arquitectura orientada a servicios), para convertirlos en una referencia de mercado.

El importe de la operación alcanzó EUR 4,03 millones (5,5 veces el beneficio neto de explotación, EBIT, alcanzado por la sociedad en 2009). El pago de este importe se ha realizado un 50% en efectivo y un 50% en acciones de TEC valoradas a un precio de EUR 2,388 (media ponderada de la cotización de los tres meses previos a la firma del acuerdo de adquisición [diciembre de 2010]), acciones que procedieron de la autocartera del Grupo.

- **Alianza con Credibanco:** Por otro lado, cabe mencionar la alianza firmada por TEC en enero de este año con Credibanco, compañía administradora del sistema de pagos Visa Colombia, por la que el Grupo se convierte en operador de tarjetas. La alianza permitirá la gestión de más de un millón de tarjetas y 40 millones de transacciones bancarias durante el primer año.

TEC pondrá a disposición de la alianza su plataforma de medios de pago que permitirá mejorar la flexibilidad para la creación de productos y el desarrollo del mercado. Por su lado, Credibanco pondrá su centro de operaciones, sus herramientas y su conocimiento estratégico del mercado.

## PRINCIPALES OPERACIONES CORPORATIVAS DESDE 2006

Cuadro n. 1

Año	Operación	Importe (EUR millones)	Financiación	Ampliaciones
2006	Adquisición de Eurocomercial	9,5	Efectivo: EUR 7,8 M Ampliación: EUR 1,6 M	1.123.503 acciones (1)
	Adquisición de Scorpion	7,4 (EBITDA 06-EBITDA05)X5	Efectivo: EUR 5,3 M Ampliación: EUR 2,1 M	
	Adquisición de Open Solutions	21	Efectivo: 30% Ampliación: 70%	EUR 9/ acción (EUR 1 de nominal + EUR 8 prima emisión)
	Adquisición de Softgal y Softgal Gestión	20	100% Efectivo (2)	
	Desinversión IB Mei	17,9 (3)		
2007	Adquisición de Getronics Iberia	78,75	Efectivo: 60% Ampliación: 40% (4)	9.159.303 acciones EUR 0,50 de nominal + EUR 4,59 prima de emisión
	Adquisición 29% de Open Norte, hasta el 80% y opciones para adquirir 20% restante	2,3	Efectivo: 30% Ampliación: 70% (4)	6.812.081 acciones EUR 0,50 de nominal + +EUR 3,97 de prima de emisión
	Venta 65% Profesionalia	3,2		236.431 acciones EUR 0,50 de nominal + EUR 6,20 de prima de emisión
	Adquisición 20% Open Norte	1,75	Efectivo: 70% Acciones: 30%	
2009	Adquisición Eurovia Mantenimiento			
	Venta del 40% de CEC-Comunicações e Computadores	1,65		
2010	Adquisición 80% ProceCard	\$ 5,8	Efectivo: 100%	
	PRIMMA Software	4,03	Efectivo: 50% Acciones: 50%	

(1) En julio de 2007 la Compañía llevó a cabo el desdoblamiento de sus acciones en la proporción de 2x1 y una ampliación liberada en la proporción de 1X10.

(2) Paralelamente se hizo una ampliación de capital por un importe de EUR 22,15 millones para dar entrada a C. Caixa Galicia, antigua propietaria de Softgal, en el accionariado de TEC.

(3) Se venden IB Mei MercoSul por EUR 3,2 millones, unas líneas de fabricación de motores de la fábrica de Madrid por EUR 0,7 millones y un terreno en Madrid por EUR 14 millones. Con dichos ingresos se hace frente a las indemnizaciones de los trabajadores.

(4) Estas ampliaciones de capital se llevaron a cabo en el ejercicio 2008

Fuente: Tecnocom. Elaboración propia.

**TRAS LA INTEGRACION DE LAS DIVERSAS COMPAÑÍAS ADQUIRIDAS TECNOCOM HA REORGANIZADO SU OFERTA Y SANEADO SU ESTRUCTURA**

Tal y como señalamos en anteriores informes, la integración en el Grupo de las empresas antes mencionadas transformó la naturaleza de éste, desapareciendo la actividad industrial y reduciéndose el peso del negocio de las infraestructuras de telecomunicaciones para convertirse en una consultora tecnológica, cuyas principales fortalezas son una altísima especialización sectorial y un fuerte

conocimiento funcional. Así, la oferta del Grupo a sus clientes se apoya en su *know-how*, tanto de las aplicaciones como de los negocios, acumulado tras años de desarrollo de aplicaciones para determinados sectores. Con este cambio de perfil, y con el fin de responder mejor a las necesidades de sus clientes, TEC reorganizó su oferta para dividirla en cuatro áreas: dos centradas en servicios de externalización (Gestión de Aplicaciones y Gestión de Infraestructuras) y dos en el desarrollo de aplicaciones y soluciones (Proyectos y Aplicaciones y Integración de Sistemas y Tecnologías), tal y como se muestra en el cuadro n. 2

**REORGANIZACION DE LA OFERTA DE TECNOCOM**

Cuadro n. 2

<b>Soluciones de Negocio</b>	<b>Proyectos y Aplicaciones</b>  Soluciones para la optimización operativa de las empresas	<b>Gestión de Aplicaciones</b>  Desarrollo, mantenimiento, soporte y <i>testing</i> complejo de aplicaciones
<b>Soluciones de Tecnología</b>	<b>Integración Sistemas y Tecnologías</b>  Integración de redes, infraestructuras y sistemas tecnológicos	<b>Gestión de Infraestructuras</b>  Gestión de infraestructuras para optimizar su eficiencia y disponibilidad
	<b>Consultoría Desarrollo e Integración</b>	<b>Outsourcing</b>

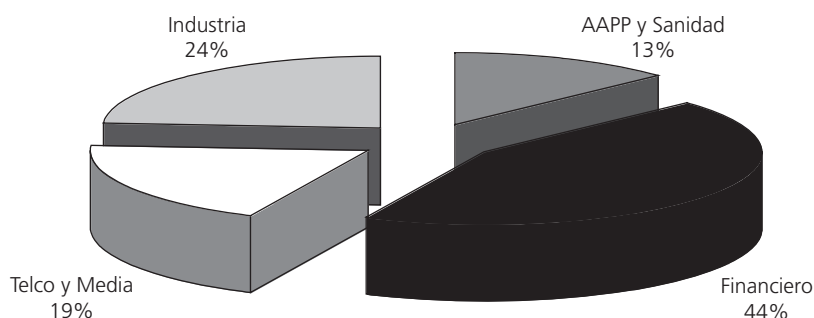
Fuente: Tecnomcom.

Además, y con el fin de explotar el conocimiento funcional adquirido en los distintos sectores, el Grupo también organizó su oferta en torno a cuatro sectores verticales: Administraciones Públicas y Sanidad; Financiero y Seguros; Telco y Media e Industria, siendo el sector financiero el que mayor peso tiene dentro del Grupo debido a la fortaleza de la Compañía en Medios de Pago. En este punto creemos importante resaltar que TEC tiene como clientes a las principales entidades financieras españolas (10 mayores bancos, 10 mayores cajas de

ahorro y el 70% de las cajas rurales). En cualquier caso, la presencia de TEC en el resto de los sectores económicos no es baladí: TEC tiene presencia en el 100% de la Administración Pública nacional, en el 50% de las Comunidades Autónomas y en las principales entidades locales; en 23 de las 35 empresas que componen el Ibex-35 y en el 60% de las primeras compañías nacionales. No obstante, esta presencia está muy centrada en el mercado nacional, quedando pendiente, como veremos ahora, la internacionalización del Grupo.

**DESGLOSE DE LAS VENTAS DE TECNOCOM POR SECTORES VERTICALES-2010**

Gráfico n. 1



Fuente: Tecnomcom.

## EN LOS PROXIMOS EJERCICIOS TECNOCOM ESPERA INCREMENTAR EL PESO DEL MERCADO INTERNACIONAL EN SUS RESULTADOS

En los últimos ejercicios la crisis económica ha servido de catalizador para que TEC hiciese un importante esfuerzo de reestructuración y recorte de costes, reestructuración que ya da por finalizada.

En este entorno de crisis económica y caída de demanda en el sector, el Grupo ha cedido terreno principalmente en aquellos productos de menor valor añadido (fundamentalmente soluciones de terceros) para centrarse en el desarrollo de soluciones propias de mayor valor añadido. Tal y como hemos señalado, este valor añadido procede del *know how* adquirido por el Grupo en los últimos años. En este punto hay que señalar que en algunos nichos de mercado, como son los Medios de Pago, TEC ostenta posiciones de liderazgo. Éste será uno de los pilares en los que la Compañía centrará su desarrollo en los próximos años. Valoramos positivamente la evolución de la oferta del Grupo hacia este tipo de productos y servicios, de mayor valor añadido, que además de aportarle mayores márgenes, le permiten diferenciarse mejor de la competencia y proteger su cuota de mercado en entornos de mercado difíciles. Así, por ejemplo, en los últimos años la fortaleza de las soluciones y servicios ofrecidos por la Compañía le ha permitido beneficiarse de la tendencia generalizada entre los clientes de estos servicios de reducir el número de sus proveedores, concentrándose en los más potentes.

Un segundo punto de esta especialización vertical es la industrialización y paquetización de la producción, estandarizando productos para que puedan ser más fácilmente replicables entre clientes de un mismo sector, ganando con ello eficiencia y competitividad frente a otras empresas del sector.

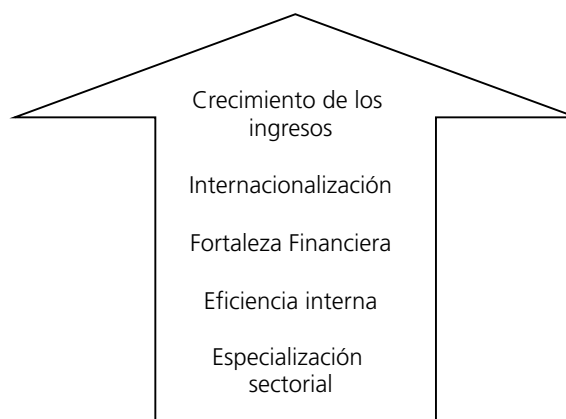
En este contexto de contracción económica en España, el Grupo ha lanzado también un plan de expansión internacional, principalmente en Latinoamérica, donde ya está presente en México, Costa Rica, Colombia, Perú, Chile, Brasil y la República Dominicana, siendo Brasil, México y Colombia los mercados que TEC considera más atractivos. No obstante, el crecimiento en este mercado ha sido básicamente orgánico, y por tanto lento, con lo que TEC todavía no ha alcanzado una presencia suficientemente global en la región. Así, Latinoamérica no aporta todavía más de un 15% de la cifra de negocio del Grupo. Esto le perjudica a la hora de establecer relaciones a largo plazo con algunos clientes, debido a que éstos acusan la falta de “visibilidad” del Grupo en la región. No obstante, los nuevos contratos que se está adjudicando TEC en el área contribuyen a mejorar dicha visibilidad.

El objetivo de TEC es que Latinoamérica alcance un peso del 30% en su cifra de negocio en 2013 y, para ello, no descarta realizar alguna operación corporativa en la región. De forma orgánica, TEC espera ir expandiendo también su presencia en Latinoamérica y ganar cuota de mercado exportando las soluciones desarrolladas para el mercado español a los clientes de la región. En este punto hay que señalar que las soluciones de TEC para el sector financiero están siendo muy bien recibidas por los clientes latinoamericanos –que se fijan en los bancos españoles para su desarrollo tecnológico–, así como las relativas a Telco y Media.

Finalmente, señalar que TEC espera llevar a cabo esta estrategia sin apalancar en exceso su estructura financiera. En este sentido, TEC considera razonable un ratio deuda neta/EBITDA de 2 veces.

## PUNTOS PRINCIPALES DE LA ESTRATEGIA DE TECNOCOM

Gráfico n. 2



Fuente: Tecnom. Elaboración propia.

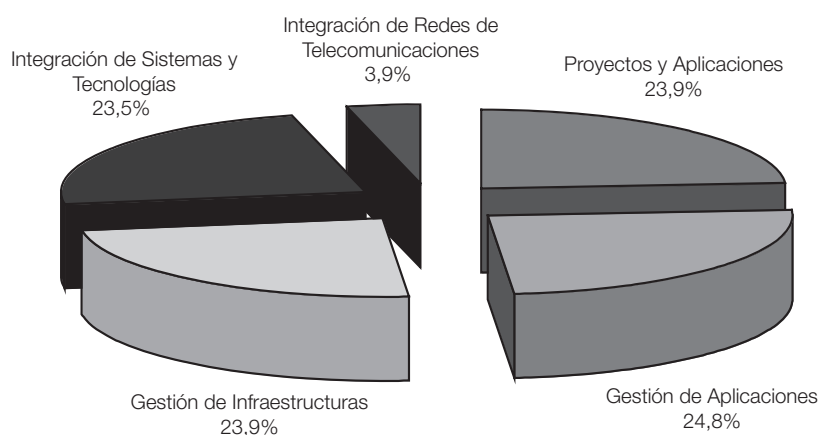
## LA CRISIS ECONOMICA SIGUIO PENALIZANDO LOS RESULTADOS DE TECNOCOM EN 2010, A PESAR DE SUS ESFUERZOS EN REDUCCION DE COSTES

TEC obtuvo un beneficio neto atribuible de EUR 3,6 millones en el ejercicio 2010, muy por debajo de los EUR 8,9 millones obtenidos en el año anterior. Esta evolución refleja el difícil entorno que ha atravesado el sector, caracterizado por una fuerte presión competitiva y por los retrasos en las decisiones de inversión de algunos clientes.

Así, en un entorno de contención de costes por parte de los clientes, las ventas de la Compañía retrocedieron un 8,0% hasta EUR 355,5 millones (las ventas incluyen el importe neto de la cifra de negocio y la variación de existencias). No obstante, cabe destacar que este descenso se produjo principalmente en las áreas de negocio donde TEC aporta un menor valor añadido a sus clientes y en Soluciones de Automatización, debido en este último caso al retraso en las inversiones que afectan a la red de oficinas bancarias, retraso coyuntural, derivado, a su vez, del proceso de concentración que está atravesando el sector financiero.

### DESGLOSE DE LA CIFRA DE NEGOCIO DE TECNOCOM EN 2010

Gráfico n. 3



Fuente: TecnoCom.

El cash flow de explotación (EBITDA) retrocedió un 19,5% hasta EUR 17,7 millones, deteriorándose este margen sobre ventas desde el 5,7% hasta el 5,0%. Excluyendo los costes de reestructuración del Grupo (EUR 4,2 millones en 2010 y EUR 6,7 millones en el ejercicio precedente) el EBITDA recurrente de TEC retrocedió un 23,6% hasta EUR 21,9 millones, deteriorándose este margen sobre ventas en 0,8 puntos porcentuales (p.p.), hasta el 6,2%. Este deterioro de la rentabilidad de las actividades de TEC se produjo a nivel de margen bruto, que descendió un 11,9% hasta EUR 90,3 millones, pasando del 26,5% al 25,4% de las ventas, debido a la presión en precios sufrida por todo el sector. Por el

contrario, TEC fue capaz de reducir los gastos de estructura un 7,3%, manteniendo estos su peso respecto a las ventas alrededor del 19%, a pesar de haber incrementado su plantilla un 3,5% en el ejercicio.

Las amortizaciones aumentaron significativamente (18,1%) en el periodo, alcanzando EUR 8,6 millones en 2010, como consecuencia de las fuertes inversiones realizadas por TEC en ejercicios anteriores con el fin de integrar las compañías adquiridas en los últimos años. Con ello, el beneficio neto de explotación (EBIT) retrocedió en 2010 un 36,6% hasta EUR 9,0 millones, y este margen sobre ventas se deterioró desde el 3,7% hasta el 2,5%.

### EVOLUCION RESULTADOS DE EXPLOTACION EN 2010

Cuadro n. 3

EUR millones	2009	2010	10/09 (%)
Ventas (1)	386,5	355,5	-8,0
EBITDA	22,0	17,7	-19,5
EBITDA/ventas	5,7%	5,0%	-0,7
EBIT	14,2	9,0	-36,6
EBIT/ventas	3,7%	2,5%	-1,1

(1) Ventas + variación de existencias

Fuente: TecnoCom.

El resultado financiero neto mejoró significativamente, desde una pérdida de EUR 5,4 millones en 2009 hasta una de EUR 3,4 millones en 2010, como consecuencia de la reducción de los gastos financieros gracias al control del endeudamiento neto del Grupo y del impacto neutro de las diferencias de cambio (que en 2009 habían supuesto un coste de EUR 1,2 millones). Así, el beneficio antes de impuestos de TEC alcanzó en 2010 EUR 5,7 millones, lo que supone un descenso del 35,8% respecto al registrado en 2009.

En 2010 TEC registró un gasto por impuesto de sociedades de EUR 1,2 millones, frente a un ingreso de EUR 1,6 millones en 2009. Finalmente, las actividades descontinuadas aportaron una pérdida de EUR 0,5 millones (EUR 1,3 millones de pérdida en 2009) y el beneficio atribuido a socios minoritarios alcanzó EUR 0,4 millones (EUR 0,2 millones en 2009). Con todo ello, el beneficio neto atribuible de TEC en 2010 se situó en EUR 3,6 millones, tal y como hemos señalado antes.

## LOS RESULTADOS DEL 1T2011 APUNTAN A UNA RECUPERACION DE LOS BENEFICIOS DEL GRUPO EN EL EJERCICIO

TEC obtuvo un beneficio neto de EUR 0,6 millones en el primer trimestre del año (1T2011), un 20% superior al registrado en el mismo periodo del año precedente.

La cifra de negocio aumentó un 15,4% hasta EUR 96,1 millones, impulsada principalmente por los nuevos contratos que el Grupo está consiguiendo en Latinoamérica, pero también gracias a cierta reactivación de la actividad en el mercado español y portugués. Destacar que el nivel logrado por los ingresos en el 1T2011 alcanza prácticamente el registrado en el 1T2009, recuperando así el descenso registrado en el 1T2010. La evolución de las ventas por área de negocio se muestra en el cuadro n. 4. Señalar, asimismo, que la contratación aumentó en el trimestre un 13% hasta EUR 125 millones.

### EVOLUCION DE LAS VENTAS DE TECNOCOM - 1T2011

Cuadro n. 4

EUR millones	1T2011	11/10 (%)
Proyectos y Aplicaciones	21,8	40,6
Gestión de Aplicaciones	24,2	4,3
Gestión de Infraestructuras	19,8	11,2
Integración de Sistemas y Tecnologías	30,3	13,1
<b>Total</b>	<b>96,1</b>	<b>15,4</b>

Fuente: Tecnomcom.

El cash flow de explotación (EBITDA) aumentó un 8,6% hasta EUR 3,8 millones, reduciéndose este margen sobre ventas 0,2 puntos porcentuales (p.p.) hasta el 4,0%. Excluyendo costes de reestructuración, el EBITDA recurrente aumentó un 10,5% hasta EUR 4,2 millones. Hay que señalar que esta evolución se ha conseguido en un momento en el que el Grupo está invirtiendo en su expansión internacional, lo que conlleva mayores costes de estructura.

Por su lado, el beneficio neto de explotación (EBIT) aumentó un 33,3% hasta EUR 1,6 millones, mejorando este margen sobre ventas 0,3 p.p. hasta el 1,7%. Esta evolución se debe en parte a la reducción de las amortizaciones desde EUR 2,2 millones en el 1T2010 hasta EUR 2,1 millones en el 1T2011. Esto es consecuencia del esfuerzo de inversión que realizó el Grupo en los últimos años para modernizar e integrar

sus sistemas de gestión con el fin de garantizar la integración de las compañías adquiridas, así como para desarrollar su oferta de soluciones. Este esfuerzo de inversión ya se ha reducido, por lo que es previsible que las amortizaciones descendan en los próximos ejercicios.

Los costes financieros de TEC aumentaron un 14% en el 1T2011 hasta EUR 0,8 millones, debido principalmente al impacto de las subidas de los tipos de interés.

Finalmente, el impuesto de sociedades alcanzó EUR 0,1 millones y el beneficio atribuido a minoritarios EUR 0,2 millones, con lo que el beneficio atribuible al Grupo se situó en el 1T2011 en EUR 0,6 millones, tal y como hemos señalado antes.

## ESPERAMOS UN FUERTE CRECIMIENTO DE LOS RESULTADOS DE TECNOCOM EN LOS PROXIMOS AÑOS GRACIAS AL APALANCAMIENTO DE SU ESTRUCTURA OPERATIVA

Esperamos que los resultados del Grupo en 2011 confirmen la recuperación experimentada en el primer trimestre del año. Así, esperamos que en este y los próximos años el ligero repunte de la actividad en el sector en España y la expansión del Grupo en Latinoamérica permitan al Grupo mantener un crecimiento sólido de sus ventas hasta 2013. Esto unido al apalancamiento de su ya saneada estructura operativa provocará un fuerte crecimiento en sus resultados de explotación, tal y como explicamos a continuación (en el anexo n. 2 a este informe publicamos una cuenta de resultados completa hasta 2013). En estas estimaciones no hemos incluido operaciones corporativas próximas, por no poder prever el importe, calendario o naturaleza de las mismas.

Así, esperamos que las ventas de TEC registren un crecimiento del 9,5% en tasa anual compuesta (tacc), hasta alcanzar EUR 467,4 millones en 2013, impulsadas principalmente por el área de Proyectos y Aplicaciones. Este crecimiento de las ventas del Grupo vendrá fundamentalmente de su expansión en Latinoamérica, ya que en la Península Ibérica esperamos repuntes moderados de la actividad, si bien en 2011 esperamos que los proyectos procedentes de los procesos de fusión en el sector financiero español aporten cierto crecimiento coyuntural a las ventas del Grupo en España.

En este punto, señalar que el Grupo considera que la actividad del sector en España ha tocado ya suelo. Asimismo, creemos importante destacar, en un contexto de elevada incertidumbre económica, que la inversión en tecnología más tarde o más temprano es ineludible con el fin de mantener la productividad y la competitividad, por lo que tras la congelación y/o

recorte de los presupuestos de inversión en tecnologías de la información que se ha producido en los últimos años, esperamos que la actividad del sector se recupere paulatinamente en los próximos ejercicios.

No esperamos una recuperación de los precios en el sector, considerando las rebajas realizadas en los últimos años difícilmente recuperables, por lo que el margen operativo, antes de costes de estructura, mejorará sólo 0,4 puntos porcentuales en el periodo proyectado, hasta el 25,8%, mejoría que provendrá del mayor peso de los productos de mayor valor añadido y de las soluciones desarrolladas por la propia TEC en las ventas del Grupo.

Para los costes de estructura hemos proyectado un crecimiento del 5,1% tacc en el periodo, crecimiento que se producirá principalmente en 2011, como consecuencia del desarrollo de la capacidad operativa en Latinoamérica para atender los proyectos contratados.

Como consecuencia de ello, esperamos que el margen EBITDA/ventas mejore desde el 5,0% en 2010 hasta el 8,8% en 2013, alcanzando el EBITDA EUR 41,1 millones al final del periodo proyectado, lo que supone una tacc del 32,4%.

Esperamos que las amortizaciones del Grupo disminuyan desde EUR 8,6 millones en 2010 hasta EUR 7,1 millones en 2013, a medida que las fuertes inversiones que realizó el Grupo en la integración de las compañías adquiridas en los últimos años quedan totalmente amortizadas.

Así, tras deducir las amortizaciones, esperamos que el EBIT crezca hasta EUR 34,0 millones en 2013, lo que supone una tacc del 56% respecto a los EUR 9,0 millones alcanzados en 2010. Estas cifras suponen una mejoría del margen EBIT/ventas desde el 2,5% en 2010 hasta el 7,3% en 2013.

### PROYECCION DE LOS RESULTADOS DE TECNOCOM HASTA 2013

Cuadro n. 5

EUR millones	2010	2011E	2012E	2013E	tacc 13/10 (%)
Ventas (1)	355,5	404,5	439,6	467,4	9,5
Margen operativo	90,3	102,8	112,6	120,4	10,1
Margen sobre ventas	25,4%	25,4%	25,6%	25,8%	
EBITDA	17,7	26,2	34,1	41,1	32,4
Margen sobre ventas	5,0%	6,5%	7,8%	8,8%	
EBIT	9,0	16,7	25,7	34,0	55,6
Margen sobre ventas	2,5%	4,1%	5,9%	7,3%	

(1) Ventas + variación de existencias

Fuente: Tecnocom 2010. Estimaciones propias.

Esperamos que los gastos financieros netos se reduzcan desde EUR 3,4 millones en 2010 hasta EUR 0,9 millones en 2013, a medida que el Grupo reduce su endeudamiento en los próximos años, tal y como explicamos en el siguiente punto de este informe.

Hemos contemplado una tasa impositiva del 30% anual en nuestro modelo, si bien este gasto por impuestos será meramente contable y no supondrá una salida de caja, al contar TEC con bases imponibles negativas suficientes para compensar los impuestos que se devenguen.

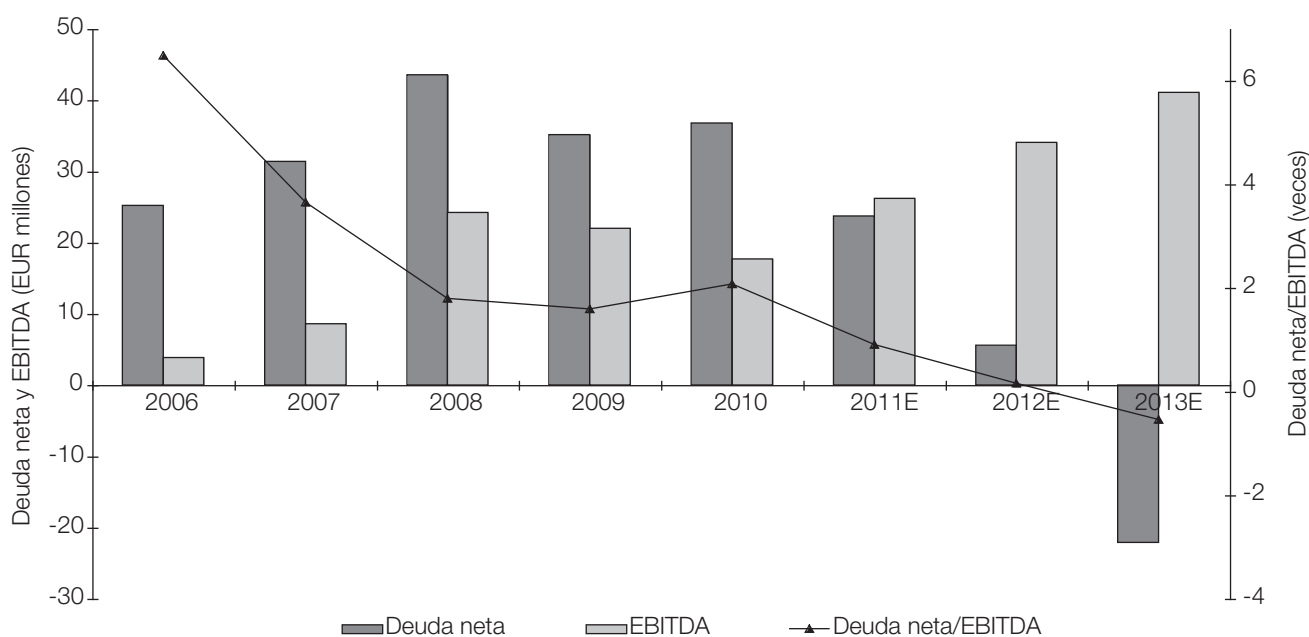
Con esto, y tras unos minoritarios que rondarán EUR 0,6–EUR 1,3 millones anuales en el periodo, calculamos que el beneficio neto atribuible de TEC se situará en EUR 9,0 millones en 2011, EUR 15,5 millones en 2012 y EUR 21,9 millones en 2013.

### TECNOCOM CUENTA CON CAPACIDAD FINANCIERA PARA REALIZAR OPERACIONES DE MAGNITUD A MEDIO PLAZO

En los últimos años TEC ha mantenido una estructura financiera saneada, con ratios de deuda neta /EBITDA por debajo de las 3 veces desde 2008 (ver gráfico n. 4). Esto le sitúa en una posición cómoda para contemplar operaciones corporativas que complementen su negocio y/o aceleren su expansión. De hecho, calculamos que, de no realizar adquisiciones en los próximos años, el Grupo alcanzará en 2013 una posición de tesorería neta de EUR 22,1 millones. Teniendo esto en cuenta, y considerando un ratio de deuda neta/EBITDA de 2,0 veces como razonable, y un EBITDA estimado para 2013 de EUR 41,1 millones, calculamos que TEC dispone de capacidad para hacer adquisiciones por importe de hasta EUR 100 millones en los próximos tres años.

#### EVOLUCION DE LA DEUDA NETA VS EL EBITDA DE TECNOCOM (2006-2013E)

Gráfico n. 4



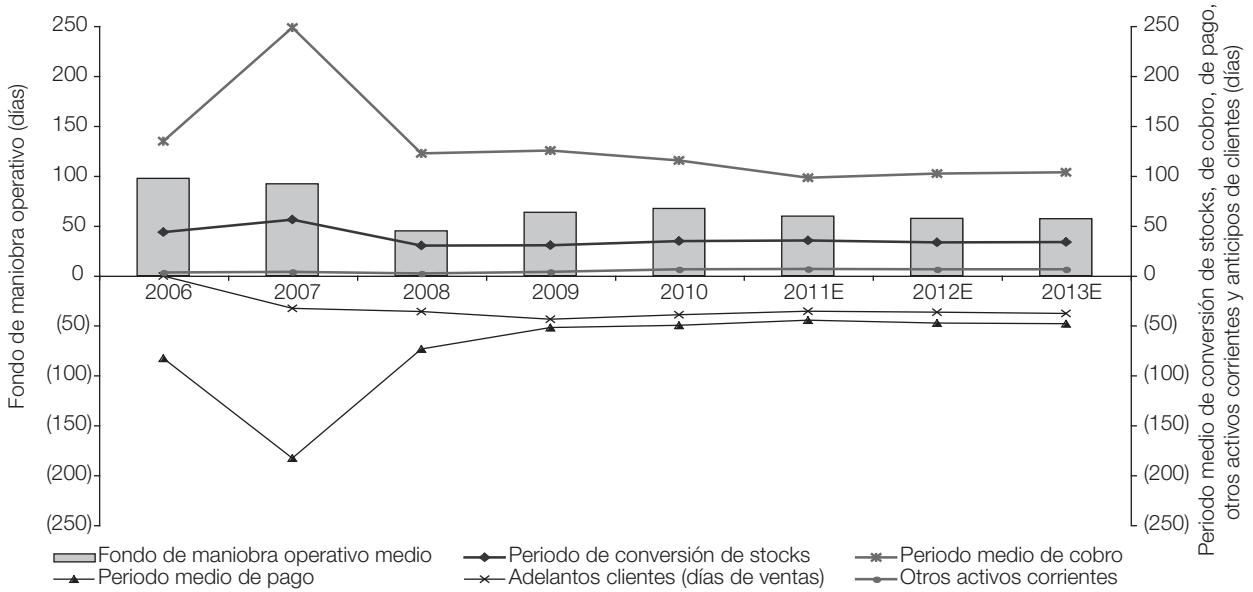
Fuente: Tecnomcom. Estimaciones y elaboración propia.

Por otro lado, en el mismo periodo de tiempo TEC ha sabido contener el crecimiento de su fondo operativo (calculado como existencias + deudores + otros activos corrientes – proveedores – anticipos de clientes a corto y largo plazo). Así, éste se situó en EUR 64,5 millones en 2010 (67 días), frente a EUR 34,8 millones (92 días) en 2007, periodo en el que las ventas se multiplicaron por 2,2 veces. Esta evolución es fruto de la reducción del periodo medio de conversión de existencias y del

periodo medio de cobro, mientras que el descenso también experimentado por el periodo medio de pago ha sido compensado por el incremento de los anticipos de clientes, tal y como se refleja en el gráfico n. 5. En los próximos años, esperamos que el periodo medio de pago siga reduciéndose, aunque en menor medida, lo que producirá un descenso del fondo de maniobra operativo medio, medido en días de ventas, desde 67 a 57 días.

**EVOLUCION DEL FONDO DE MANIOBRA OPERATIVO (2006-2013E)**

Gráfico n. 5



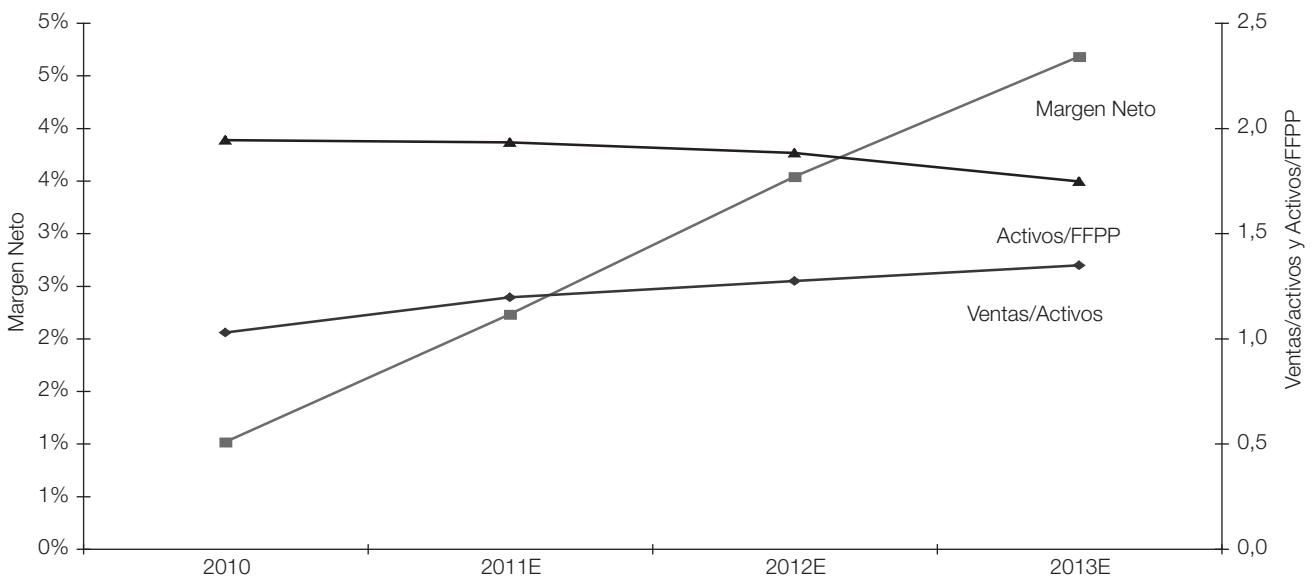
Fuente: Estados financieros de Tecnom. Estimaciones y elaboración propias.

Por otro lado, esperamos que en el periodo 2011–2013 el incremento del apalancamiento operativo y el incremento de los márgenes de explotación del Grupo resulten en una mejoría de la rentabilidad del capital empleado (ROCE) desde el 2,9% en 2010 hasta el 10,9% en 2013. Mejora similar será la experimentada

por la rentabilidad sobre los fondos propios (ROE), desde el 2,0% hasta el 11,0%, si bien el mencionado desapalancamiento de la estructura financiera lastrará esta evolución (ver gráfico n. 6), rozando la estructura financiera la ineficiencia durante todo el periodo (ver gráfico n. 7).

**ANALISIS DUPONT DE LA EVOLUCION DEL ROE (2010-2013E)**

Gráfico n. 6



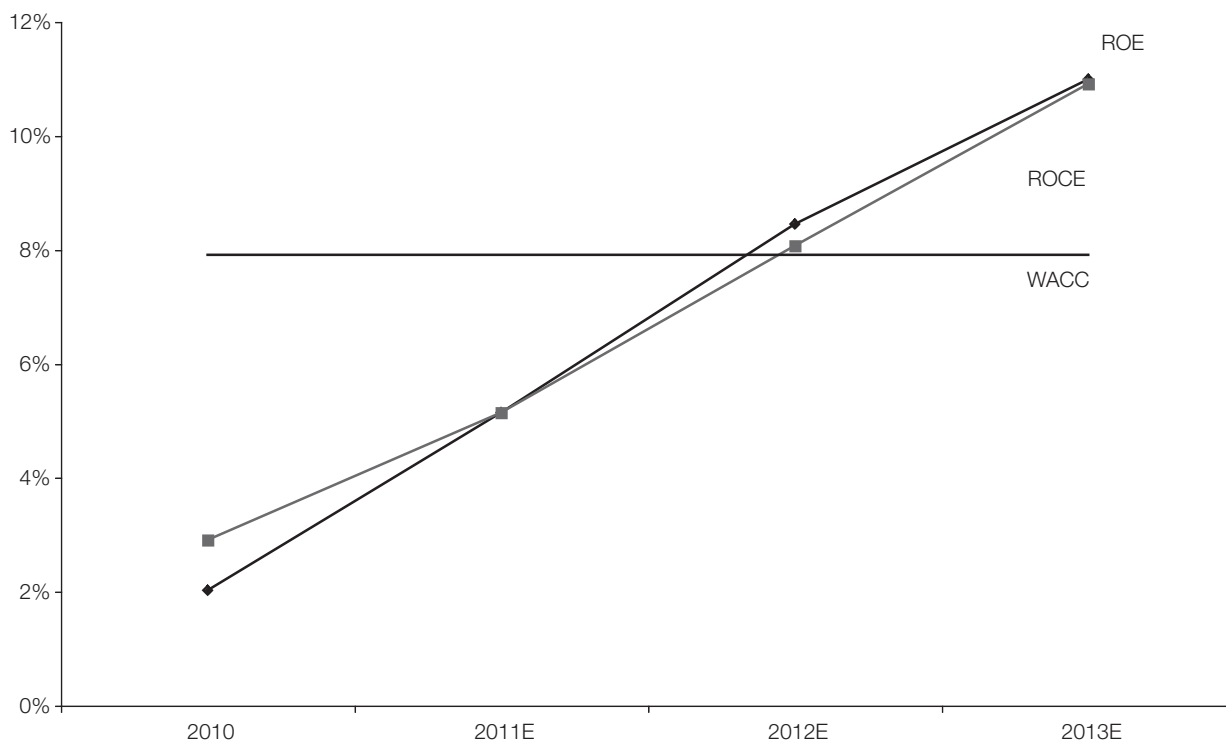
Fuente: Estados financieros de Tecnom. Estimaciones y elaboración propias.

Por ello, consideramos que el mantenimiento de dicha estructura financiera sólo se justificaría por la intención de la Compañía de llevar a cabo operaciones corporativas en el corto/medio plazo. De lo contrario, sería recomendable que el Grupo incrementara su

recientemente estrenada remuneración al accionista –TEC aprobó en las Juntas Generales de Accionistas de 2010 y 2011 sendas distribuciones de dividendos de EUR 0,05 por acción.

### EVOLUCION ESTIMADA DEL ROE, ROCE Y WACC - 2010-2013E

Gráfico n. 7



Fuente: Estados financieros de Tecnom. Estimaciones y elaboración propias.

Por último, señalar que a partir de 2012 el ROCE superará del coste medio ponderado del capital (WACC), por lo que la Compañía creará valor en términos de Economic Value Added (EVA) a partir de dicho ejercicio, tras varios años en los que la creación de valor en términos de EVA ha sido muy puntual.

### EN EL ÚLTIMO AÑO LA POSIBLE INESTABILIDAD DE SU ACCIONARIADO HA PESADO EN LA COTIZACIÓN DE TECNOCOM

En el último ejercicio las acciones de TEC se han comportado mucho peor que el resto del mercado español, retrocediendo un 36,1% en los últimos 12 meses, frente al 6,9% del Índice General de la Bolsa de

Madrid o al 4,9% del Ibex-35. Achacamos esta evolución a dos factores: i) la presencia en su accionariado, con un 20% del capital, de NovaCaixaGalicia, cuya frágil situación financiera y la venta que ha realizado de otras participaciones industriales, como la que mantenía en Pescanova (PVA), genera incertidumbre en el mercado respecto a la posible venta de su participación en TEC; y ii) esta desconfianza, unida al poco volumen de contratación que está realizando el valor (23.000 títulos diarios en los últimos 12 meses, frente a alrededor de 47.000 en 2009 y 170.000 en 2007), en un contexto de reducida contratación en las bolsas occidentales derivada de la incertidumbre económica actual, que hace que la cotización del valor acuse cualquier salida de “papel” al mercado, por pequeña que sea.

**EVOLUCION DE LA COTIZACION DE TECNOCOM vs IBEX-35– 12 meses**

Gráfico n. 8



Fuente: FactSet. Elaboración propia.

Consideramos que estos factores, meramente bursátiles, son los que están presionando la cotización del valor, más que la evolución que han tenido los resultados del Grupo en los últimos ejercicios o las perspectivas que estos presentan. Por ello, creemos que, una vez se disipen, el valor puede rebotar con fuerza.

**ESTABLECEMOS UN PRECIO OBJETIVO PARA LAS ACCIONES DE TECNOCOM DE EUR 3,36, CON LO QUE A LOS PRECIOS ACTUALES PRESENTAN UN DESCUENTO DEL 47%**

Hemos valorado TEC utilizando un modelo de descuento de flujos de caja del inversor ajustado a impuestos con el que hemos obtenido un valor para la Compañía de EUR 377,04 millones, lo que supone un precio por acción de EUR 5,03. A esta valoración le hemos aplicado un descuento del 20%, resultando en un valor de EUR 301,63 millones o EUR 4,02 por acción, debido a la pequeña capitalización del Grupo, que reduce la liquidez de la inversión, por un lado, y hace que el valor esté menos seguido por la comunidad

financiera. Las principales hipótesis incluidas en nuestro modelo de valoración se detallan en la exposición que hemos realizado de nuestras estimaciones de resultados para el periodo 2011–2013. El coste medio ponderado del capital del Grupo (wacc: weighted average cost of capital), tasa a la que descontamos los flujos de caja estimados, es del 7,87% (su cálculo se recoge en el anexo n. 3). Al descuento de flujos de caja le hemos sumado nuestra valoración de los créditos fiscales que esperamos le queden por compensar a la Compañía al final de nuestro periodo de proyección, que alcanza EUR 43,4 millones (EUR 0,58 por acción).

Asimismo, hemos valorado TEC en función de los multiplicadores bursátiles a los que cotizan Amper (AMP) e Indra (IDR) –compañías que consideramos son las más comparables al nuevo negocio de TEC– según las estimaciones del consenso de analistas FactSet para el ejercicio 2011. Aplicando este método, tal y como se muestra en el cuadro adjunto, hemos alcanzado un precio para las acciones de TEC de EUR 2,69 por acción, lo que supone valorar el Grupo en EUR 201,82 millones.

**VALORACION DE TECNOCOM POR MULTIPLICADORES BURSATILES**

Cuadro n. 6

19/07/2011	PER 11E	EV/EBITDA 11E	PCF 11E
AMPER (AMP)-veces	31,5	7,6	12,1
INDRA (IDR)-veces	10,8	7,5	9,1
Media-veces	21,1	7,6	10,6
Valoración TEC (EUR /acción)	2,54	2,33	3,20
<b>Valoración Media (EUR/acción)</b>			<b>2,69</b>

Fuente: FactSet. Elaboración propia.

Combinando ambos métodos de valoración obtenemos un valor para TEC de EUR 251,73 millones y un precio objetivo 12 meses para sus acciones de EUR 3,36, respecto al cual las acciones de TEC cotizan en la actualidad con un descuento cercano al 50%.

**CONSIDERAMOS QUE A LOS NIVELES ACTUALES DE COTIZACION EL VALOR ES UNA ATRACTIVA OPORTUNIDAD DE COMPRA, SI BIEN EL RIESGO DE LA INVERSION ES ALTO.**

En los últimos años TEC ha llevado a cabo un proceso de transformación de su negocio que ha cambiado su perfil, así como su enfoque estratégico. Así, la Compañía ha pasado de ser en el ejercicio 2005 un grupo dividido en dos negocios bien diferenciados –el industrial, comprendido por la actividad de fabricación de motores para electrodomésticos, y el negocio de infraestructuras de telecomunicaciones– a convertirse en una compañía de consultoría dentro del sector de las Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (TIC). La Compañía ha llevado a cabo este proceso mediante adquisiciones, incrementando su tamaño de forma significativa, y posicionándose como una de las principales compañías locales del sector en España.

Tras digerir las operaciones realizadas y llevar a cabo un saneamiento de su estructura, TEC prevé continuar realizando nuevas adquisiciones en el sector que complementen su posicionamiento en productos y mercados y consoliden su presencia en el sector, con el fin de convertirse en la compañía local líder en la Península Ibérica y Latinoamérica. En este sentido, uno de los temas pendientes que todavía tiene el Grupo es su excesiva dependencia de la economía española, donde en 2010 se generaron un 85% de sus ventas. El objetivo del Grupo es que en los próximos años este peso vaya descendiendo a medida que aumenta su

presencia en Latinoamérica, región en la que aspira a generar un 30% de las ventas en 2013.

El moderado apalancamiento financiero que tiene en la actualidad TEC le permitirá afrontar adquisiciones de un tamaño importante a medio plazo. En concreto, nosotros hemos calculado que TEC cuenta con una capacidad de alrededor de EUR 100 millones para realizar adquisiciones en los tres próximos años, manteniendo un ratio de deuda neta/EBITDA que no supere las 2 veces, nivel que consideramos razonable.

Tras dos años de descensos en sus resultados, años de crisis en los que el Grupo ha aprovechado para sanear su estructura, esperamos que los resultados del Grupo repunten con fuerza a partir de 2011, tendencia que ya han comenzado a mostrar en el 1T2011. El incremento de las ventas y el apalancamiento de la estructura operativa se traducirán en un crecimiento anual acumulado del 56% para el beneficio de explotación en el periodo 2010–2013.

No obstante, debemos recordar que TEC opera en un sector cíclico y depende de los presupuestos de inversión del sector empresarial, estando concentrada su actividad en España, por lo que, en el actual contexto de elevada incertidumbre económica, consideramos el riesgo de la inversión en el valor como ALTO.

Hemos establecido un precio objetivo 12 meses para las acciones de TEC de EUR 3,36 respecto al cual éstas cotizan en la actualidad con un muy atractivo descuento del 47%. Creemos que este descuento refleja una posible situación de inestabilidad en su accionariado más que los fundamentales del negocio de TEC y que, por tanto, constituye una excelente oportunidad para entrar en el valor con un horizonte de inversión de medio/largo plazo. Reiteramos nuestra recomendación para el valor de **COMPRAR**.

## ANEXO N° 1

**PRINCIPALES RATIOS ECONOMICO-FINANCIEROS**  
**Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)**  
**(Evolución 2006/2010; Proyecciones 2011/2013)**

	2013E	2012E	2011E	2010	2009	2008	2007	2006
<b>RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO</b>								
• Ratio de solvencia (acir/pcir)	1,70	1,39	1,28	1,27	1,45	1,41	1,10	1,63
• Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,20	0,16	0,15	0,15	0,19	0,13	0,19	0,16
• Fondo de maniobra operativo (Euro. mill.)	75,20	70,74	67,28	64,46	64,45	71,56	34,79	44,70
<b>ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO</b>								
• F.Propios+Int.Min./pasivo total	0,61	0,55	0,52	0,52	0,51	0,46	0,36	0,46
• F.Propios+Int.Min./pasivo l/p	0,95	0,94	0,89	0,85	0,79	0,77	0,79	0,73
• F.Propios+Int.Min./activo fijo	1,56	1,29	1,11	1,02	1,05	1,06	0,91	1,16
• Fondos accionista/activo fijo	1,54	1,28	1,11	1,03	1,06	1,07	0,93	1,24
• Recursos permanentes/activo fijo	1,64	1,37	1,25	1,21	1,32	1,38	1,15	1,59
• Recursos ajenos/activo total	0,04	0,04	0,06	0,09	0,13	0,14	0,09	0,14
• Deuda neta/fondos accionista	(0,11)	0,03	0,13	0,21	0,19	0,25	0,24	0,30
• EBIT/gastos financieros brutos	(38,99)	(11,79)	(5,45)	(2,69)	(3,40)	(3,27)	(2,85)	(1,55)
• Gastos financieros netos/ventas n.	(0,00)	(0,00)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)
• CF explot./gts.financieros netos	(47,14)	(15,62)	(8,54)	(5,27)	(5,29)	(4,31)	(4,68)	(2,70)
• Deuda neta	(22,10)	5,58	23,76	36,81	35,19	43,60	31,40	25,23
<b>RENDIMIENTO INVERSION</b>								
• ROA (**)	6,7%	4,8%	2,8%	1,2%	2,5%	3,9%	3,0%	neg.
• ROE (**)	11,0%	8,5%	5,1%	2,0%	5,1%	9,5%	7,6%	neg.
• ROCE	10,9%	8,1%	5,1%	2,9%	6,2%	8,7%	6,1%	1,1%
• BAI/fondos accionista (A)	16,5%	12,7%	7,7%	3,2%	5,0%	8,1%	2,9%	0,7%
• BAI/recursos permanentes (A1)	15,9%	12,6%	8,2%	4,2%	6,3%	9,5%	3,8%	2,8%
• A/A1	1,04	1,00	0,94	0,76	0,79	0,85	0,76	0,25
<b>RESULTADOS EXPLOTACION</b>								
• Margen bruto	73,6%	73,6%	73,6%	73,6%	70,2%	62,1%	46,8%	40,5%
• Ebitda/ventas	8,8%	7,8%	6,5%	5,0%	5,7%	5,6%	5,3%	3,3%
• Margen explotación	7,3%	5,9%	4,1%	2,5%	3,7%	4,2%	3,2%	1,9%
• BAI/ventas	7,1%	5,4%	3,4%	1,6%	2,2%	2,8%	2,0%	0,4%
• B°Neto/ventas	4,7%	3,5%	2,2%	1,0%	2,3%	3,3%	4,5%	2,8%
<b>UTILIZACION DEL ACTIVO</b>								
• Ventas/tesorería	29,45	29,76	31,09	22,97	22,57	16,98	7,31	12,01
• Ventas/cuentas a cobrar	3,53	3,57	3,72	3,17	2,91	2,98	1,47	2,71
• Ventas/existencias	10,86	10,98	10,43	10,54	11,99	12,21	6,53	8,42
• Ventas/activo total	1,35	1,27	1,19	1,03	1,09	1,18	0,60	0,90
<b>DATOS POR ACCION</b>								
• Beneficio neto por acción (Euro)	0,29	0,21	0,12	0,05	0,12	0,21	0,13	0,08
• Dividendo por acción (Euro)	0,05	0,05	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
• Cash-flow por acción (Euro)	0,52	0,41	0,30	0,16	0,22	0,30	0,19	0,13
• Valor contable por acción (Euro)	2,83	2,57	2,40	2,32	2,38	2,52	2,36	1,92
• Precio/valor contable (*)	0,63	0,69	0,74	0,77	1,24	1,26	1,36	3,20
<b>RATIOS BURSATILES</b>								
• Precio 31.12 (Euro) (*)	1,79	1,79	1,79	1,79	2,95	3,18	3,21	6,15
• PER (veces)	6,1	8,6	14,9	37,7	24,9	15,2	24,5	77,4
• Precio/Cash-flow	3,4	4,3	5,9	11,0	13,2	10,5	16,7	48,3
• Rentabilidad por dividendo	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
• Pay-out	17,2%	24,1%	41,6%	105,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

(\*) La cotización utilizada para los ejercicios 2010-2013 es la actual.

(\*\*) Ajustados descontando resultados extraordinarios

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

## ANEXO N° 2

**CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado**  
**Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)**  
**(Evolución 2006/2010; Proyecciones 2011/2013)**

EUR millones	2013E	2012E	2011E	2010	2009	2008	2007	2006
Total Ventas	467,41	439,62	404,46	349,86	391,65	432,79	158,03	117,25
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	5,67	(5,15)	0,47	3,13	(0,30)
Coste de Ventas	(123,44)	(116,10)	(106,82)	(93,90)	(115,09)	(164,11)	(85,71)	(69,63)
<b>MARGEN BRUTO</b>	<b>343,96</b>	<b>323,52</b>	<b>297,64</b>	<b>261,64</b>	<b>271,42</b>	<b>269,16</b>	<b>75,45</b>	<b>47,32</b>
Gastos Explotación	(309,47)	(295,63)	(277,14)	(248,84)	(254,33)	(250,58)	(68,91)	(44,46)
Otros ingresos explotación	6,60	6,20	5,71	4,94	4,95	5,66	2,05	1,03
<b>CASH-FLOW DE EXPLOTACION (EBITDA)</b>	<b>41,09</b>	<b>34,09</b>	<b>26,21</b>	<b>17,73</b>	<b>22,04</b>	<b>24,23</b>	<b>8,60</b>	<b>3,89</b>
Amortización inmovilizado y provisiones	(7,10)	(8,35)	(9,48)	(8,68)	(7,85)	(5,85)	(3,37)	(1,66)
<b>BENEFICIO EXPLOTACION</b>	<b>33,99</b>	<b>25,74</b>	<b>16,73</b>	<b>9,05</b>	<b>14,19</b>	<b>18,38</b>	<b>5,23</b>	<b>2,22</b>
Rdos. financieros netos	(0,87)	(2,18)	(3,07)	(3,39)	(5,40)	(6,06)	(2,07)	(1,77)
Rdos. No recurrentes	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	(0,02)	(0,65)	3,83
Impuesto de sociedades	(9,94)	(7,07)	(4,10)	(1,24)	1,61	2,15	4,83	(0,89)
<b>RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS</b>	<b>23,18</b>	<b>16,49</b>	<b>9,56</b>	<b>4,43</b>	<b>10,40</b>	<b>14,45</b>	<b>7,34</b>	<b>3,40</b>
Rdos. Operaciones descontinuadas	0,00	0,00	0,00	(0,47)	(1,29)	(0,03)	(0,09)	0,00
<b>BENEFICIO NETO</b>	<b>23,18</b>	<b>16,49</b>	<b>9,56</b>	<b>3,95</b>	<b>9,11</b>	<b>14,42</b>	<b>7,25</b>	<b>3,40</b>
Minoritarios	(1,32)	(0,94)	(0,55)	(0,40)	(0,23)	(0,18)	(0,07)	(0,09)
<b>BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo</b>	<b>21,86</b>	<b>15,55</b>	<b>9,02</b>	<b>3,55</b>	<b>8,88</b>	<b>14,24</b>	<b>7,19</b>	<b>3,30</b>
EBITDA	41,09	34,09	26,21	17,73	22,04	24,23	8,60	3,89
EBIT	33,99	25,74	16,73	9,05	14,19	18,38	5,23	2,22
Cash-flow ejercicio	38,89	30,97	22,59	12,23	16,73	20,71	10,54	5,30

**BALANCE DE SITUACION - Grupo Consolidado**  
**(Evolución 2006/2010; Proyección 2011)**

EUR millones	2011E	2010	2009	2008	2007	2006
<b>ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>161,82</b>	<b>170,40</b>	<b>170,77</b>	<b>161,88</b>	<b>142,01</b>	<b>68,59</b>
<b>ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>181,97</b>	<b>163,06</b>	<b>176,59</b>	<b>210,57</b>	<b>215,58</b>	<b>101,28</b>
<b>OPERACIONES DISCONTINUADAS</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>1,34</b>	<b>2,34</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>343,78</b>	<b>333,46</b>	<b>347,36</b>	<b>372,44</b>	<b>358,92</b>	<b>172,20</b>

EUR millones	2011E	2010	2009	2008	2007	2006
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>179,97</b>	<b>174,16</b>	<b>178,81</b>	<b>171,68</b>	<b>129,49</b>	<b>79,83</b>
<b>PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>21,75</b>	<b>31,20</b>	<b>46,68</b>	<b>51,93</b>	<b>34,12</b>	<b>29,37</b>
<b>PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>142,06</b>	<b>128,10</b>	<b>121,87</b>	<b>148,84</b>	<b>195,19</b>	<b>62,16</b>
<b>OPERACIONES DISCONTINUADAS</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,12</b>	<b>0,84</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>343,78</b>	<b>333,46</b>	<b>347,36</b>	<b>372,44</b>	<b>358,92</b>	<b>172,20</b>

Número acciones (millones) (*)	75,03	75,03	75,03	68,20	54,96	41,63
--------------------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

(\*) En el ejercicio 2007 TEC llevó a cabo un desdoblamiento de sus acciones en la proporción en 2x1  
 Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

## ANEXO N° 3

## CALCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO

WACC (Weighted average cost of capital)	Recursos empleados	Proporción recursos empleados	Coste (*) oportunidad	Tasa impositiva 2009E	Coste después tasa imp.	Contribución tasa actualización
Fondos Propios 31/12/10	172,78	75%	8,76%	--	8,76%	6,60%
Deuda bruta 31/12/10	56,42	25%	7,38%	30,0%	5,17%	1,27%
(Euro mill.)						
Total	229,20	100%				<b>7,87%</b>

(\*) Coste oportunidad: i) FFPP: Tir bono 10 años + prima riesgo; ii) Deuda neta: coste deuda + prima riesgo

## VALORACION DE LA COMPAÑIA-PRINCIPALES PARAMETROS APLICADOS

EUR millones	Valor inversiones no explotación (*)	Deuda bruta	Valor compañía		
DCF ajustado (Euro mill.)	66,94			Tir bono 10 años:	6,08%
Valor residual	323,17			g (crecimiento perpetuo):	2,00%
Total	390,11	43,36	(56,42)	Prima mercado:	4,78%
			377,04	Beta:	0,56
Valoración por acción - Euro			<b>5,03</b>	Prima de riesgo	2,68%
Valoración tras descuento por acción - Euro			<b>4,02</b>	PER Residual:	17,0

## CALCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACION AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2006/2010; Proyecciones 2011/2013)- Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)

EUR millones	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Beneficio explotación (EBIT)	2,22	5,23	18,38	14,19	9,05	16,73	25,74	33,99
Impuestos imputables al EBIT	(0,46)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>EBIT ajustado (NOPLAT)</b>	<b>1,76</b>	<b>5,23</b>	<b>18,38</b>	<b>14,19</b>	<b>9,05</b>	<b>16,73</b>	<b>25,74</b>	<b>33,99</b>
Amortización	1,66	3,37	5,85	7,25	8,63	9,48	8,35	7,10
Otros cargos	0,33	(0,01)	0,62	0,60	0,04	0,00	0,00	0,00
<b>Cash-flow explotación ajustado</b>	<b>3,76</b>	<b>8,58</b>	<b>24,85</b>	<b>22,04</b>	<b>17,73</b>	<b>26,21</b>	<b>34,09</b>	<b>41,09</b>



**Link Securities**

Juan Esplandiú, 15 - planta baja  
Madrid 28007  
Tel : 915 040 612  
Fax : 915 044 046

“Link Securities SV no asume ninguna responsabilidad por posibles errores de hecho u opinión contenidos en este informe, el cual está basado en información obtenida de fuentes fidedignas. Este documento no representa una oferta de compra o venta de valores. Los clientes de Link Securities SV y sus empleados pueden tener una posición o haber realizado transacciones sobre cualquiera de los valores a los que hace referencia este informe”.

“Link Securities SV, S.A. es una entidad sometida a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)”.

