

TECNOCOM

Tecnologías de la información

Sobreponderar

Última cotización 3,05 €

Precio Objetivo 3,92 €

Rentabilidad esperada 29%

23 de octubre de 2008

Datos básicos (mln eur)	2007	2008E	2009E	2010E
Ventas	158	427	441	458
Crecto Ventas		170,4%	3,1%	3,9%
EBITDA	9	25	31	34
Crecto EBITDA		187,2%	24,9%	8,2%
Mg EBITDA	5,5%	5,8%	7,0%	7,3%
EBIT	5	19	24	26
Crecto EBIT		251,4%	30,6%	8,1%
Mg EBIT	3,3%	4,3%	5,5%	5,7%
Bº Neto	7	12	19	21
Crecto Bº Neto		67,7%	50,6%	13,3%
Mg neto	4,6%	2,9%	4,2%	4,6%
Cash Flow	11	19	25	28
Crecto CF		73,7%	36,2%	12,1%
DEUDA NETA	32	29	31	16
Crecto %		-9,5%	5,9%	-49,2%
DN / EBITDA	3,72x	1,17x	1,00x	0,47x
ROE*	6,9%	10,8%	13,3%	13,5%

*medio anual

Ratios bursátiles	2007	2008E	2009E	2010E
Market cap	214	208	208	208
Valor empresa	246	237	239	224
VE / Ventas	1,6x	0,6x	0,5x	0,5x
VE / EBITDA	28,5x	9,6x	7,7x	6,7x
VE / EBIT	46,7x	12,8x	9,9x	8,6x
PER	29,2x	16,9x	11,2x	9,9x
P/CF	20,0x	11,2x	8,2x	7,3x
P/VC	1,4x	1,3x	1,2x	n.d
RPD	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

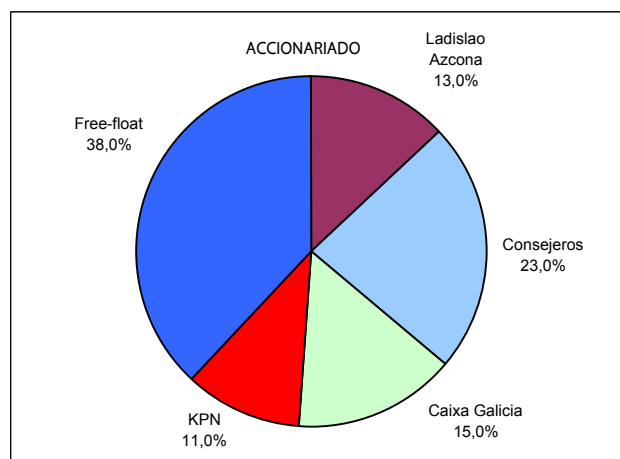
Evolución de la cotización	1 día	1 mes	2008
TECNOCOM		-4,5%	-12,9%
Total Ibex		-8,2%	-20,6%
TECNOCOM vs Ibex		3,7%	7,7%

Datos por acción (eur)	2007	2008E	2009E	2010E
BPA	0,12	0,18	0,25	0,25
Crecto BPA		48,6%	36,9%	3,0%
Pay-out		0,0%	0,0%	0,0%
DPA	0,00	0,00	0,00	0,00
Crecto DPA				

Datos bursátiles			
Rango de cotización (eur/acc):			
máx 52 semanas	5,23	Número acciones (mln)	68
mín 52 semanas	2,56	Beta	0,79
Vol med diario 6 meses:			
Mln acciones	0,07		
Mln euros	0,20		

Recomendación consenso	Comprar	Mantener	Vender
	100,0%	0,0%	0,0%

* Fuente: IBES y Renta4



TESIS DE INVERSIÓN

Tecnocom ha vivido una intensa actividad corporativa en los últimos años, transformando su negocio para convertirse en una empresa tecnológica. En 2007 se hizo con Getronics, compra que ha resultado muy positiva, ya que le ha convertido en uno de los líderes nacionales del sector de IT, ganando una cartera de clientes en sectores donde no tenía presencia y generando sinergias operativas. Con esto, sus negocios incluyen servicios de Consultoría y Outsourcing de IT, negocios de telecomunicaciones (IRS) y servicios de mantenimiento de infraestructuras. La estrategia de Tecnocom en los próximos años pasa por crecer en Consultoría y Outsourcing, siendo este el negocio el más rentable, y recurrente en periodos de desaceleración, así como ampliar su presencia en LatAm, aprovechando la actividad de sus clientes en la región.

Tecnocom nos parece una interesante inversión en una de las líderes del sector de IT en España, que creemos mantendrá crecimientos superiores a la media de Europa. Además, en los próximos trimestres se verán reflejadas las mejoras de eficiencia tras las recientes adquisiciones. No obstante, pensamos que se trata de una inversión con riesgo, dada la poca visibilidad de sus negocios y que en entornos de recesión las inversiones en IT se pueden retrasar. No obstante, la estrategia de crecimiento en áreas de servicios nos parece muy positiva en este entorno económico. Nuestra valoración de Tecnocom arroja un valor de 3,92 eur/acción, con lo que a precios actuales presenta un potencial de revalorización superior al 30%. Sobreponderar.

POSITIVA TRANSFORMACION DEL NEGOCIO, IMPORTANTES MEJORAS DE EFICIENCIA ESPERADAS

Fundada en los años 60 como una empresa industrial, TECNOCOM inició su actividad en la fabricación de motores de lavadoras. Tras expandir el negocio y convertirse en primer fabricante de referencia en Europa, el accionista Ib-Mei Italia cedió su participación del 50%. En 1986 fue adquirido el 100% por sus principales accionistas, saliendo a cotizar a bolsa el siguiente año. A partir de los años 90, Tecnom centró su actividad en el sector de telecoms, adquiriendo compañías especializadas, como Grupo Euroinsta (dedicada a ingeniería, telecomunicaciones e instalación de equipos). Más adelante, en los años 2000 la Compañía decidió concentrarse en las áreas de telecomunicaciones y Tecnologías de la Información y comienza un proceso de crecimiento corporativo.

De esta forma, **en los últimos años Tecnom ha vivido una intensa actividad corporativa, transformando su negocio para convertirse en una empresa tecnológica.** En 2006 se deshizo de su actividad inicial de motores de lavadoras, que representaba la mitad de sus ventas y venía desarrollando en sus fábricas de Brasil, China y España, ya que quedaba fuera del ámbito estratégico aprobado por el Consejo de Administración en 2005. Además, por ello vendió la filial Ib-Mei Mercosul al grupo industrial Brasileño Metalcorte. Tras esto, **TEC se embarcó en un fuerte proceso de adquisiciones** de compañías (Eurocomercial, Grupo Scorpion, Open Solutions, Softgal y Softgal Gestión) y en el último año Getronics, y con ello se ha convertido en una de las principales empresas del sector de tecnologías en España, **mercado que posee potencial de crecimiento, que se estima en torno al 8% anual hasta 2010**, por encima de la media europea, que crecerá entorno al 5%. Tras esta adquisición, **Tecnom se sitúa entre las cuatro primeras compañías del sector en España** por facturación y la segunda de capital español. Otros players del sector incluyen a Indra, IBM, Accenture, T-Systems.

En diciembre de 2007 TEC cerró la compra de la filial ibérica del grupo holandés Getronics por **80 mln eur, de los que el 60% se pagó en efectivo y el restante 40% a través de un canje de acciones**; además, TEC asumió 7 mln eur en deuda de la adquirida. Con esto, **la adquisición de Getronics Iberia supuso un múltiplo implícito EV/EBITDA 07 de unas 7,7 veces**, inferior a la media histórica del mercado. Para hacer frente al pago en efectivo, TEC realizó una ampliación de capital por 48,35 mln eur y gracias al canje de acciones por un total de 30,45 mln eur, KPN (propietario de Getronics International BV) se convirtió en socio de referencia e industrial de TEC con el 11% del capital. Con presencia en España y Portugal, Getronics se especializa en la prestación de servicios de gestión y mantenimiento de aplicaciones y sistemas y sus clientes incluyen financieras, telecomunicaciones y Administraciones Públicas. La operación supuso un paso importante en la estrategia de crecimiento de TEC en el sector de Tecnologías de Información. **La compra ha permitido a TEC ganar tamaño y presencia en el exterior (un 10% de su negocio), multiplicando las ventas por 2,5 veces y el EBITDA por 2x**, obtener sinergias operativas gracias a unos ahorros estimados en 14 mln eur entre 2008 y 2009 (derivados de la reestructuración de la plantilla, la desconexión de los sistemas informáticos de Holanda y dejar de pagar otros fees a la matriz), contar con un socio de referencia en su accionariado y ganar clientes en sectores donde no tenía presencia, financiero y de Administraciones Públicas. Además, Getronics aportó una amplia cartera de contratos de alto valor añadido.

Además, **durante el último año TEC ha centrado sus esfuerzos en consolidar las compañías adquiridas**, preparándola para una nueva fase de crecimiento y mejora de rentabilidad gracias a las sinergias generadas por las diversas adquisiciones. Además, durante el 1S08 se han renovado todos los contratos de servicios recurrentes que vencían, lo que da visibilidad y recurrencia a sus ingresos, y por otra parte, la cartera de oportunidades supone un negocio de 600 mln eur en los próximos años. Con ello, se ha dado **cumplimiento al plan del Consejo de Administración hasta 2008 de duplicar la cifra de ventas**, alcanzando una facturación superior a 430 mln eur y culminando el proceso de fusión e integración de las sociedades adquiridas.

El sector en el que TEC desarrolla sus negocios, **el de las tecnologías de la información, es en general muy competitivo y está concentrado**, donde las diez principales compañías del sector (entre las que se incluyen IBM, Indra, Accenture, T-systems, Atos Origins), acaparan más de la mitad del mercado. Esto se debe a la **madurez del negocio**, en el que destacan el peso de los costes de personal, y donde el poder de negociación de los clientes en el contexto económico actual, lo que provoca **presión en los márgenes** y la necesidad de ganar volumen para mantener la rentabilidad.

En la actualidad, **TEC realiza tres tipos de actividades: consultoría y outsourcing de IT, integración de redes y sistemas (IRS); y servicios gestionados.** Cerca de la mitad de los ingresos provienen de la actividad de consultoría e IRS, cuyos márgenes son más elevados y en periodos de desaceleración económica son más recurrentes, puesto que los clientes acuden a esta fórmula para reducir costes fijos. Además, TEC posee un mix de clientes diversificado, con preponderancia del sector financiero y de seguros (que generan la mitad de las ventas), las administraciones públicas el 14%, y telecoms y energía e industria, el 11% cada uno. Además, tiene presencia internacional, desarrollando negocios en México, Perú, Portugal, Colombia y Chile, aunque el 90% de sus ingresos proceden de España.

- ❑ **Consultoría y Outsourcing (el 43% de las ventas de 1S08).** La compañía provee servicios de externalización de procesos de IT. En Outsourcing incluyen servicios relacionados con mantenimiento y soporte de aplicaciones; servicios de OTS (Operación y Técnica de Sistemas), relacionados con administración y explotación de los entornos de producción de los CPDs de clientes; y servicios de BPO (Business Process Outsourcing) de áreas funcionales de negocio. Los contratos tienen una duración de 3 años, con una elevada renovación de los mismos, lo que otorga mayor visibilidad a los ingresos. Además, ofrecen soluciones de consultoría en planes de sistemas, integración de aplicaciones y project management (dirección de proyectos). Tras las recientes compras, TEC ha completado las soluciones y ofrecen todos los productos del mercado (Oracle, IBM, SAP). No obstante, los contratos de consultoría suelen tener duraciones inferiores, de un año. **Esta división es la que mayores márgenes posee, gracias al mayor componente de servicios** frente al de producto. Además, será el motor de crecimiento de TEC en los próximos años.
- ❑ **Integración de Redes y Sistemas (el 37% de los ingresos del 1S08):** Esta línea incluye soluciones de sistemas y almacenamiento; y soluciones de redes y telecomunicaciones. Las soluciones de redes incluyen suministro de redes y soluciones de voz/datos, convergencia IP y redes ópticas. Desarrolla la actividad en colaboración con los principales partners del sector, que incluyen a Cisco, Alcatel, Juniper, HP, etc.. En telecomunicaciones ofrecen servicios de despliegue y mantenimiento de redes fijas y móviles, tanto en España como Latinoamérica. Así, en el último año se ha consolidado la presencia regional con la apertura de Tecnomcom Chile.

La división de **telecoms es más cíclica, puesto que depende de los planes de inversión de las operadoras** y en entornos de desaceleración económica estas decisiones se pueden congelar y están menos aseguradas. Además, **los márgenes son los más reducidos del grupo, dada la elevada competencia en este sector y que el componente de producto es mayor frente al de servicios**, lo que deriva en mayor presión sobre márgenes.

La división de IRS incluye la filial **Metrocall**, una **joint-venture junto con Metro de Madrid**, (participada en un 60% por TEC y el 40% por dicha sociedad pública), destinada a la implantación de una red de telefonía móvil en el Metro de Madrid. El periodo inicial de duración del contrato previsto es de 12 años, en dos fases de ejecución. En 2006 comenzó la Fase I del despliegue de red y en diciembre de ese año empezó a facturar a los operadores de telefonía móvil, en concepto de alquiler de infraestructura de red. Los dos años siguientes han continuado las inversiones en infraestructuras, alcanzando un total de 16 mln eur. Se espera que su contribución sea significativa a partir de 2009 y se prevén unos márgenes muy elevados; los ingresos previstos son de 5 mln eur en 2009 (un 29% de la inversión realizada), que mejorarán en los siguientes años, y el EBITDA de 4 mln eur. La Fase II está pendiente de firmarse en 2009 y las inversiones previstas suman los 30 mln eur. Esperamos que **Metrocall contribuirá a mejorar los márgenes operativos de la división de IRS**, que son los más reducidos del grupo.

- ❑ **Servicios gestionados (el 20% de las ventas del 1S08).** Esta división es una escisión de la división de Outsourcing. La actividad gira alrededor de la operación, mantenimiento, instalación y gestión de infraestructuras de TIC de clientes. La división está organizada en **dos áreas de gestión: servicios remotos y servicios on site**: Los Servicios Remotos ofrecen service desk, gestión de redes, sistemas y seguridad, y servicios de alojamiento y explotación de sistemas. Los servicios On Site incluyen despliegues para instalación masiva de las infraestructuras TIC de clientes y operación de sistemas para atención personalizada de usuarios y gestión de infraestructuras locales. Esta **división genera unos márgenes más elevados que IRS**, gracias al mejor mix de componentes entre servicios y producto.

En cuanto a la **cuenta de resultados del 1S08**, ha tenido una evolución muy positiva. **La cifra de ingresos ha alcanzado los 212 mln eur, lo que supone multiplicar por 2,6 veces** la de un año antes, gracias a la adquisición de Getronics a final de 2007. **Sin tener en cuenta dicha incorporación, los ingresos de TEC mejoraron un +12,7% hasta los 90,2 mln eur.** El crecimiento se debió a la contribución de Consultoría e IRS, el 80% del total, que compensaron la debilidad de la división de Servicios gestionados. Por divisiones, cabe mencionar lo siguiente:

- i) Los ingresos en **Consultoría y Outsourcing han tenido un comportamiento muy favorable en el 1S08**, con un crecimiento cercano a dos dígitos. El crecimiento se ha producido en ingresos relacionados con ERP, soluciones de medios de pago y soluciones para el sector financiero. Además, se han renovado todos los contratos.
- ii) **La división de IRS ha mantenido el volumen de ingresos, a pesar del deterioro del ciclo económico** y el entorno competitivo. Destaca la positiva evolución de productos y servicios de telecomunicaciones, que suponen un 30% de los ingresos de la división, tanto en España (gracias a Metrocall), como en **LatAm, por el relanzamiento de las inversiones de los clientes en la región**. Cabe mencionar que la debilidad de las ventas es debida al entorno de mercado, muy competitivo, y a la decisión de TEC de no acudir a operaciones con estrecho margen.
- iii) En **Servicios gestionados, los ingresos han experimentado cierta debilidad, debido a la decisión de algunos clientes de congelar proyectos de renovación tecnológica**. No obstante, TEC espera una reactivación de estos servicios, gracias a las normativas del Banco de España. El giro de tendencia ya se ha reflejado en la cartera de operaciones del 2S08 y en 2009, lo que permite ser positivos.

Por su parte, el Margen Bruto sumó los 54,1 mln eur, mejorando el margen hasta el 25,5% sobre ventas (vs el 24% en el 1S07). La mejora se debe al cambio en el mix, gracias a la contribución de las divisiones con mayor componente de servicio. Además, el EBITDA de TEC se multiplicó por 2 veces en el 1S08 hasta sumar los 9,6 mln eur, con lo que el margen EBITDA/ventas se situó en el 4,5%, siendo este margen inferior al del 1S07, que fue del 5,9%, aunque mostró una cierta recuperación frente al 1T08, (del 3,5%). El deterioro del margen respecto a 1S07 se debe a unos costes extraordinarios por la reestructuración de la plantilla y costes de optimización de la estructura operativa por la integración de Getronics, cifrados en 7,5 mln eur, que la Compañía no prevé se produzcan en el 2S08. Sin estos extraordinarios el EBITDA habría alcanzado los 17 mln eur. Cabe mencionar que sin tener en cuenta Getronics, el EBITDA de Tecnomcom mejoró sólo un +2,1% y el margen EBITDA se situó en el 5,3% sobre las ventas, siendo éste inferior al de un año antes, debido a diversos gastos de despliegue de infraestructuras. Por otra parte, el EBIT sumó los 6,5 mln eur, 2,3 veces más que un año antes, mientras que sin Getronics se deterioró un -3,7% hasta registrar los 2,6 mln eur. Además, el BAI de TEC alcanzó los 4,7 mln eur en el periodo, un +50% más, con un menor crecimiento debido a los mayores gastos financieros tras la asunción de la deuda de Getronics y el aumento de los tipos de interés en el periodo. Sin la filial Getronics el BIA se redujo a los 0,8 mln eur, frente a 1,6 mln eur un año antes. Finalmente, el Beneficio Neto de TEC en el 1S08 totalizó los 4,1 mln eur, multiplicando por 2,4 veces el de un año antes, mientras sin Getronics se habría reducido un -70% frente a un año antes hasta aportar sólo 0,3 mln eur en el 1S08.

Por otra parte, la Compañía ha rebajado sus objetivos del 2008, debido a cierto cambio en el mix de ventas y al parón en la división de servicios gestionados. TEC espera conseguir unas ventas totales de 430 mln eur en 2008, con un crecimiento moderado del 3,2% (vs los 450 mln eur anteriormente estimados). El EBITDA, por su parte, esperan sume los 24 mln eur, un 22% más (vs los 30 mln eur mencionados en sus objetivos anteriores); el menor resultado se debe a unos costes extraordinarios derivados del proceso de integración de las diversas compañías. Con esto, el margen EBITDA esperan que se sitúe en línea con el del año anterior en 2008, en torno al 5,6% (frente al 7%e anteriormente). No obstante, en los próximos años la Compañía espera mejorar la eficiencia operativa hasta alcanzar un margen del 10% en 2010, gracias al distinto mix de ingresos, las sinergias obtenidas tras la integración de Getronics (en ahorros de personal y ahorros de fees al holding holandés cifrados en unos 14 mln eur entre 2008/09) y mejoras en aprovisionamientos por el mayor volumen de ventas.

En cuanto al accionariado de la Compañía, se trata de un núcleo accionarial muy estable, que acapara el 47% del capital. El Presidente y resto de miembros del Consejo de Administración controlan el 33% del capital, siendo accionistas durante más de 20 años. Además, la entrada de KPN, propietario de Getronics NV, con un 11% en el capital, ha reforzado su núcleo de accionistas estables, al ser éste un socio de referencia e industrial. Por otra parte, Caixa Galicia es un accionista financiero con el 15,3%. Finalmente, el restante 38% del capital cotiza libremente en bolsa. Además, destaca la elevada solvencia del Grupo, donde el apalancamiento es muy reducido. Así, el ratio Deuda/Equity es de sólo el 25%, mientras el ratio DFN/EBITDA 07 según los datos Proforma se sitúa en 1,67 veces, siendo éste ratio muy conservador.

Valoración

Hemos realizado una valoración de Tecnomcom por el método del DFC (descuento de flujos de caja), según nuestras estimaciones para la Compañía. En el cuadro inferior presentamos el detalle de los FCF estimados hasta 2012.

	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
EBIT	18,5	24,2	26,2	34,6	46,9
Impuestos (EBIT x t)	▼ 6,3	6,8	7,4	9,7	13,1
Dotación amortización	▼ 6,3	6,8	7,4	8,0	8,6
Caja de operaciones	24,8	31,0	33,5	32,9	42,3
Inversión en activo circulante	▼ -17,1	-4,9	-3,9	-4,3	-3,6
Inversión en Inmovilizado	▼ -8,0	-5,0	-6,0	-6,0	-6,0
Cash Flow Libre	0	21	24	22,6	32,7

Fuente: Elaboración propia. Datos en mln eur

La tasa de actualización empleada (WACC: weighted average cost of capital) es del 9,8%. La prima de riesgo que hemos utilizado es del 5,0% y la beta apalancada de la compañía de 0,88. Además, hemos contemplado una prima por tamaño del 30%. También hemos tenido en cuenta la estructura financiera actual del Grupo, que es del 80% de capital propio y 20% de deuda. Con esto, hemos obtenido por el método de DCF un valor para la acción de 4,36 eur/acción.

Además, hemos actualizado la valoración de Tecnomcom utilizando los multiplicadores bursátiles EV/EBITDA, EV/EBIT y PER a los que cotizan el resto de competidores del sector, según las estimaciones de resultados en ese nuevo escenario para el 2009, al ser un año más normalizado para la compañía, ponderadas por su capitalización de mercado. Tal y como se muestra en el cuadro, utilizando estos multiplicadores obtenemos un valor medio por acción de Tecnomcom de 2,16 eur/acción.

SECTOR	Market Cap	Ev/EBITDA 09e	PER 09e
TECNOLOGÍA			
INDRA SISTEMAS S.A.	2.210,87	12,7%	8,36
AVANZIT	186,27	1,1%	4,26
AMPER SA	121,07	0,7%	2,88
ALCATEL-LUCENT	4.359,14	25,0%	3,07
LOGICA PLC	1.383,03	7,9%	5,54
SOPRA GROUP	426,68	2,4%	5,11
ATOS ORIGIN	1.375,47	7,9%	3,49
GFI INFORMATIQUE	160,17	0,9%	4,06
CAP GEMINI SA	3.455,39	19,8%	3,05
DASSAULT SYSTEMES	3.748,85	21,5%	7,35
media ponderada	100,0%	4,96	9,16
Datos TecnoCom 09e		30,99	18,52
EV		153,7	169,6
DFN 2008	29	29	0,0
Num acciones (mln eur)	68,20		
Equity		124,6	169,6
Valor/acción		1,83	2,49

Fuente: Thomson Financial. Elaboración propia.

Finalmente, hemos realizado una media ponderada de las valoraciones obtenidas, ponderando el método de DFC al 80% y el método de múltiplos bursátiles al 20%, con lo que hemos obtenido un **precio objetivo de la Compañía de 3,92 eur/acción**, lo que representa que un potencial de revalorización de TecnoCom del 30%.

DEBILIDADES

Negocio maduro y concentrado, altamente competitivo // Gran poder de negociación de clientes // Dependencia del ciclo económico // Crecimiento estimado del mercado moderado // Elevado peso de costes de personal, con alta rotación // Cierta estacionalidad del negocio, debido a que algunos contratos se firman en el 4T //

FORTALEZAS

Transformación en empresa tecnológica, siendo unos de los líderes en España // Elevada solvencia y bajo nivel de endeudamiento // Accionariado estable // Estrategia de crecimiento vía adquisiciones exitosa // Amplia presencia local // Contratos de outsourcing de larga duración, dando mayor visibilidad y estabilidad // Cartera de clientes diversificada, unos 3.000, sin que ninguno suponga un 10% de facturación //

AMENAZAS

Bajos márgenes operativos // Las decisiones de inversión en IT por los clientes se congelan en periodos de recesión // Empeoramiento del mercado de crédito dificulta nuevo endeudamiento // Recorte de guía de 2008 por debilidad de la división de Servicios Gestionados //

OPORTUNIDADES

Posibilidad de mejora de eficiencia por optimización de costes estructura, reestructuración de plantilla y mayores volúmenes // Consultoría y Outsourcing es el motor de crecimiento futuro // Oportunidades de crecimiento de Metrocall y en LatAm // Cartera de proyectos en 1S08 se eleva a 600 mln eur. Renovación de los contratos recurrentes // Posibles desinversiones de activos no estratégicos //

COMPARATIVA SECTORIAL

COMPAÑÍA	MLN ACCS	PRECIO (EUR/ACC)	CAP. BURSÁTIL (MLN EUR)	RECOMEND. CONSENSO	P OBJETIVO CONSENSO	DTO (-) PRIMA (+)	RPD 08E
INDRA SISTEMAS S.A.	164,13	15,24	2.501,4	Buy	20,00	31,2%	3,6%
AVANZIT	214,10	0,88	188,4	Strong Buy	3,91	344,3%	n.d
TECNOCOM	68,20	3,05	208,0	Strong Buy	4,55	49,0%	n.d
AMPER SA	29,46	4,07	119,9	Strong Buy	13,09	221,6%	3,6%
ALCATEL-LUCENT	2.317,46	2,03	4.697,5	Hold	4,00	97,3%	n.d
LOGICA PLC	1.463,36	0,97	1.426,6	Hold	1,05	7,7%	8,6%
SOPRA GROUP	11,68	37,00	432,3	Buy	57,00	54,1%	6,7%
ATOS ORIGIN	69,71	20,83	1.452,2	Hold	33,00	58,4%	2,9%
GFI INFORMATIQUE	54,29	2,86	155,3	Hold	4,35	52,1%	11,5%
CAP GEMINI SA	145,77	25,19	3.671,1	Buy	45,00	78,7%	6,0%
INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES	1.354,84	68,77	93.176,5	Buy	117,50	70,9%	2,2%
DASSAULT SYSTEMES	117,65	32,20	3.788,2	Hold	41,00	27,3%	2,1%
ASCOM HOLDING AG	36,00	4,72	170,0	Buy	12,50	164,8%	n.d
PROMEDIO						96,7%	3,6%

COMPAÑÍA	PER 08E	PER 09E	CTO BPA 08-10E	PEG 08E	PEG 09E	ROE 08E	P/VC 09E
INDRA SISTEMAS S.A.	13,6x	12,4x	9,9%	1,4x	1,2x	25,2%	3,3x
AVANZIT	8,0x	5,9x	n.d	n.d	n.d	12,9%	0,6x
TECNOCOM	10,7x	8,5x	25,0%	0,4x	0,3x	10,8%	1,4x
AMPER SA	7,1x	6,0x	11,1%	0,6x	0,5x	17,4%	1,1x
ALCATEL-LUCENT	10,5x	5,6x	49,7%	0,2x	0,1x	4,7%	0,4x
LOGICA PLC	6,7x	6,5x	6,4%	1,1x	1,0x	11,4%	0,0x
SOPRA GROUP	7,0x	6,8x	6,0%	1,2x	1,1x	22,0%	1,7x
ATOS ORIGIN	7,8x	6,6x	14,4%	0,5x	0,5x	11,0%	0,8x
GFI INFORMATIQUE	5,5x	5,2x	6,0%	0,9x	0,9x	11,6%	0,7x
CAP GEMINI SA	7,2x	7,2x	1,1%	6,4x	6,4x	13,6%	0,9x
INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES	10,6x	10,0x	6,5%	1,6x	1,5x	42,5%	3,5x
DASSAULT SYSTEMES	15,3x	14,0x	8,3%	1,8x	1,7x	18,1%	3,1x
ASCOM HOLDING AG	9,3x	7,0x	25,3%	0,4x	0,3x	14,4%	1,0x
PROMEDIO	9,2x	7,8x	14,1%	1,4x	1,3x	17%	1,4x

COMPAÑÍA	EV/ EBITDA08E	EV/ EBITDA09E	CTO EBITDA 08-10E	MARGEN EBITDA 08E	EVG 08E	EVG 09E
INDRA SISTEMAS S.A.	8,2x	7,6x	7,4%	12,9%	1,1x	1,0x
AVANZIT	n.d.	n.d.	n.d.	14,5%	n.d.	n.d.
TECNOCOM	7,2x	5,5x	18,4%	6,5%	0,4x	0,3x
AMPER SA	3,3x	3,0x	7,9%	10,2%	0,4x	0,4x
ALCATEL-LUCENT	3,5x	2,7x	22,4%	7,9%	0,2x	0,1x
LOGICA PLC	3,7x	3,6x	5,1%	8,7%	0,7x	0,7x
SOPRA GROUP	3,7x	3,6x	4,0%	10,4%	0,9x	0,9x
ATOS ORIGIN	2,8x	2,5x	7,3%	9,4%	0,4x	0,3x
GFI INFORMATIQUE	2,7x	2,6x	4,7%	7,4%	0,6x	0,6x
CAP GEMINI SA	4,0x	3,9x	2,8%	10,4%	1,4x	1,4x
INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES	5,6x	5,6x	1,4%	21,0%	4,1x	4,1x
DASSAULT SYSTEMES	9,9x	9,0x	8,2%	28,6%	1,2x	1,1x
ASCOM HOLDING AG	5,6x	4,6x	19,3%	8,9%	0,3x	0,2x
PROMEDIO	5,0x	4,5x	9,1%	12,1%	1,0x	0,9x

COMPAÑÍA	Revalorización en ...					
	1 DIA	5 DIAS	1 MES	3 MESES	AÑO 2008	1 AÑO
INDRA SISTEMAS S.A.	3,86%	-4,31%	-19,8%	-17,5%	-24,7%	-27,4%
AVANZIT	-3,45%	0,00%	-24,3%	-37,3%	-77,8%	-81,8%
TECNOCOM	-4,48%	-4,48%	-12,9%	-13,9%	-21,7%	-45,4%
AMPER SA	-0,24%	-2,38%	-22,6%	-42,3%	-62,7%	-66,5%
ALCATEL-LUCENT	-2,71%	1,16%	-36,2%	-52,7%	-63,0%	-71,9%
LOGICA PLC	-4,45%	-4,78%	-41,9%	-38,5%	-40,8%	-55,4%
SOPRA GROUP	-3,48%	-9,62%	-25,5%	-30,5%	-34,9%	-43,8%
ATOS ORIGIN	-1,12%	-4,03%	-35,6%	-47,1%	-44,8%	-53,1%
GFI INFORMATIQUE	-1,02%	2,82%	-30,5%	-24,4%	-51,3%	-62,2%
CAP GEMINI SA	-4,05%	1,13%	-34,1%	-43,1%	-47,1%	-49,8%
INTERNATIONAL BUSINESS MACHINES	-5,92%	-5,31%	-27,5%	-35,5%	-22,7%	-27,1%
DASSAULT SYSTEMES	-1,59%	0,94%	-19,2%	-23,9%	-23,4%	-32,3%
ASCOM HOLDING AG	-2,86%	-2,86%	-30,6%	-24,9%	-44,9%	-45,6%
PROMEDIO	-2,4%	-2,4%	-27,8%	-33,2%	-43,1%	-50,9%

EVOLUCIÓN COTIZACIÓN ULTIMOS 12 MESES (EUR/ACC)



GLOSARIO

EBITDA: beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones	CFPA: cash flow por acción
EBIT: beneficio antes de intereses e impuestos	Market cap: capitalización bursátil (nº acciones x cotización)
DN/EBITDA: deuda neta sobre EBITDA	Valor de empresa: capitalización bursátil + deuda neta
ROE: Bº neto / Fondos propios	PER: cotización/BPA
BPA: beneficio por acción	P/CF: cotización/CFPA
Payout: porcentaje de beneficios destinados a dividendo	P/V: cotización/Valor contable por acción
DPA: dividendo por acción	RPD: rentabilidad por dividendo (DPA/cotización)

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstas no han sido tomadas en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

Este documento, ha sido elaborado por Renta 4 S.V. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambio sin previo aviso. Renta 4 S.V. no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaboradas por Renta 4 S.V. y están basadas en informaciones de carácter público, y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Renta 4 S.V., por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección. Renta 4 S.V. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Renta 4 S.V., así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. Los empleados de Renta 4 S.V. pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo Renta 4 S.V. puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Renta 4 S.V.. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4: 56% Sobreponderar, 24% Mantener y 20% Infraponderar.

Renta 4 S.V., S.A. Paseo de la Habana, 74. 28036 Madrid. Tel: 91-384.85.00 Fax: 91-384.85.44 E-Mail: analisis@renta4.es