

Departamento de Análisis

Estrategia Bursátil



| Datos compañía, 20 de octubre 2008 | |
|------------------------------------|---------|
| Código de Bloomberg | TEC SM |
| Cap. Burs. (Mn €) | 207,3 |
| Precio cotización (€/acción) | 3,04 |
| Free float | 38% |
| Volumen medio diario (Mn €) | 0,2 |
| Rango 12 meses | 2,6-5,2 |

Fuente: Bloomberg

TECNOCOM: VOCACIÓN DE LIDERAZGO

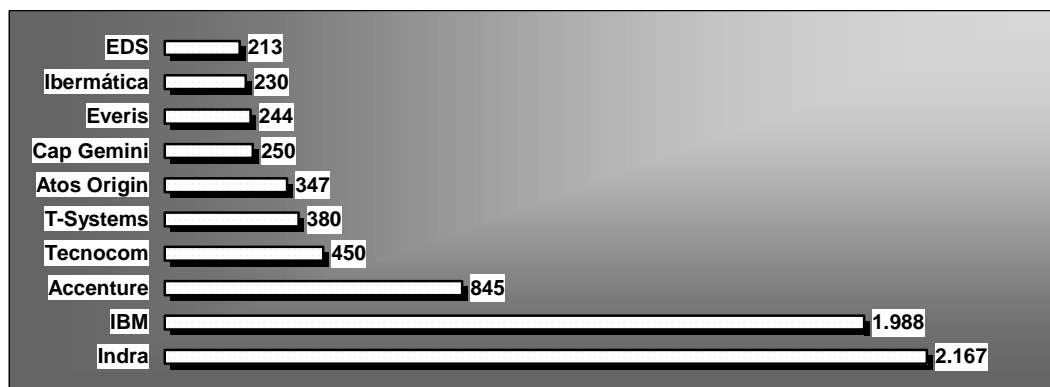
20-octubr-2008

Covadonga Fernández

TECNOCOM: CUARTO PUESTO EN EL SECTOR IT ESPAÑOL

Tecnomcom es una compañía del sector de Tecnologías de la Información y la Comunicación que nació en 1967 como IB-Mei española, estando participada al 50% por el Banco Urquijo y la propietaria de IB-Mei Italia. En esos momentos su actividad principal era la fabricación de motores eléctricos para lavadoras. A mediados de los ochenta un grupo de empresarios independientes adquieren la sociedad y es en 1987 cuando sale a Bolsa y cambia su denominación por Corporación IB-Mei. A partir de 1998 pasa a centrar su actividad en las comunicaciones después de adquirir el Grupo Euroinsta, formado por compañías especializadas en ingeniería, telecomunicaciones y diseño e instalación de equipos de radioenlace para telefonía. En el 2000, la empresa cambia su denominación a la actual y cinco años más tarde decide abandonar la fabricación de motores y centrarse en las Telecomunicaciones y Tecnologías de la Información. En el año 2006 inicia un proceso de crecimiento corporativo con el objetivo de liderar el sector en España pasando a integrar en el grupo a las empresas Eurocomercial Informática y Comunicaciones, Grupo Scorpion, Grupo Open Solutions, Softgal y Softgal Gestión y en 2007 firma el acuerdo de adquisición de Getronics Ibérica. Tras esta adquisición Tecnomcom factura más que muchas multinacionales del sector en España.

Fig.1 . Ingresos sector IT en el mercado español (Mn€)

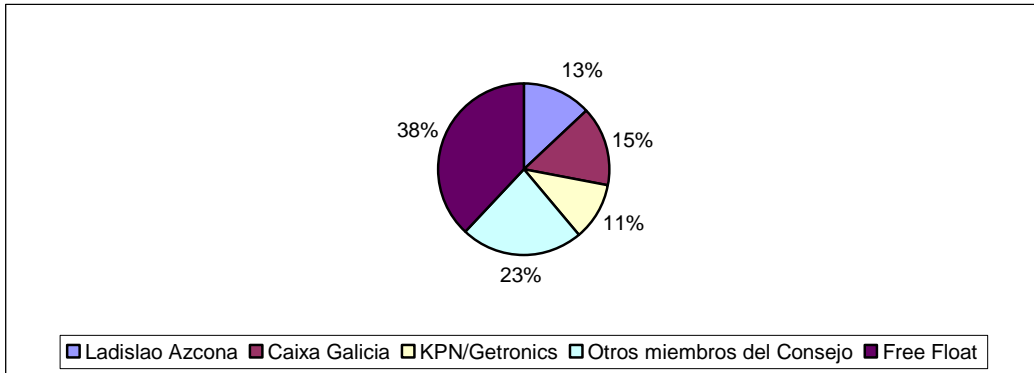


Fuente: Compañía; datos Tecnomcom pro forma 2007.

ACCIONARIADO ESTABLE

La compañía tiene un núcleo accionarial estable que le aporta el compromiso necesario para desarrollar proyectos a medio y largo plazo. De este modo cuenta con un socio industrial de referencia (KPN/Getronics), un socio financiero (Caixa Galicia), varios accionistas de referencia (diversos miembros del Consejo cuya participación en la compañía es histórica y su presidente Ladislao Azcona) y en torno al 40% es free float.

Fig.2. Composición del accionariado.

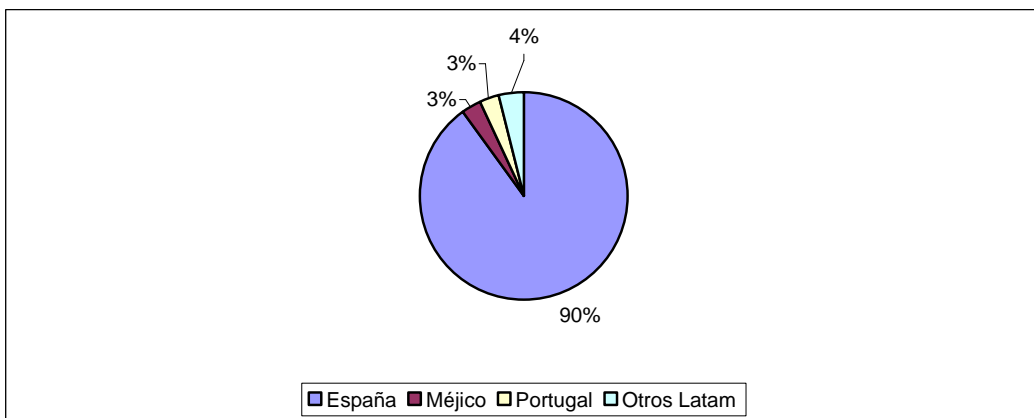


Fuente: Compañía

CENTRADA EN ESPAÑA

Tecnocom dispone de una amplia red de oficinas en España además de sedes en Portugal, Méjico, Perú Colombia, Brasil y Chile. Además, el hecho de contar con KPN dentro de su accionariado, reporta a la compañía numerosas oportunidades de negocio puesto que tiene suscrito un acuerdo con éste por el que Tecnocom presta sus servicios a los clientes internacionales de KPN que estén en España y este último hace lo propio con los clientes españoles de Tecnocom en aquellos países donde la compañía no tiene presencia. En todo caso, en estos momentos su actividad se centra principalmente en España.

Fig.3. Ventas por países.



Fuente: Compañía.

VOLCADA EN EL NEGOCIO DE OUTSOURCING

Tras la adquisición de Getronics Iberia se han reorganizado las actividades de la compañía en función de las siguientes líneas de negocio:

A.- Consultoría y Outsourcing:

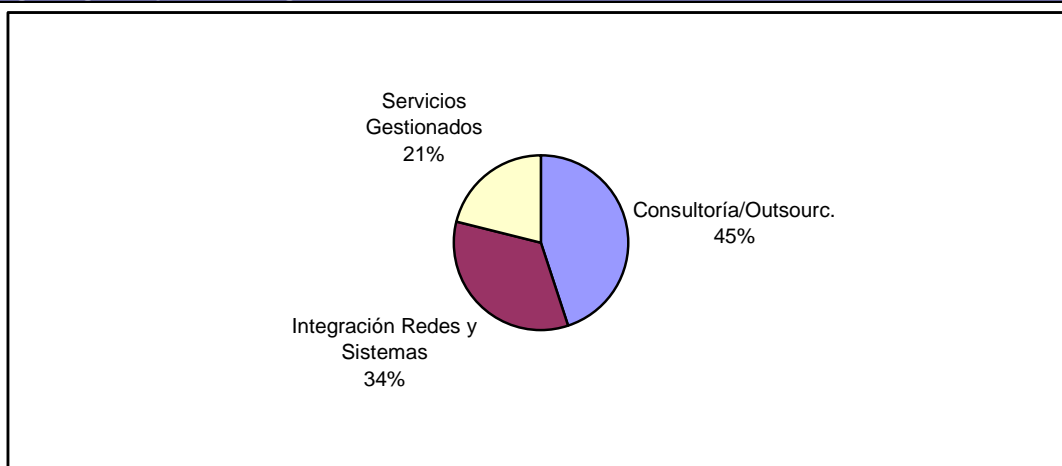
* Consultoría de negocio: asesorando a las empresas en la definición de sus estrategias, modelos operativos y modelos de gestión en el ámbito de desarrollo de sus negocios y tecnologías de la información y comunicación.

* Soluciones de negocio: TecnoCom aporta una serie de aplicaciones de negocio que tienen como misión mejorar las relaciones comerciales entre empresas y clientes. Entre éstas destacan la gestión de portales, de documentación, instalación de sistemas ERP, provisión de servicios especializados de gestión financiera y medios de pago. Por otro lado, ofrece servicios de outsourcing a los clientes relacionados con el desarrollo y mantenimiento de aplicaciones, desarrollo de software, externalización de procesos administrativos y de negocio, etc.

B.- Servicios gestionados: ofrece servicios de gestión y mantenimiento tanto in situ como remotos de las infraestructuras TIC con el objetivo de optimizar la eficiencia de los procesos de negocio. Así, ofrece servicios de soporte, de centro de datos, de gestión de redes y sistemas, despliegues de servidores,...

C.- Integración de redes y sistemas: realiza el despliegue de redes multiservicio, sistemas audiovisuales y multimedia y consultoría de seguridad.

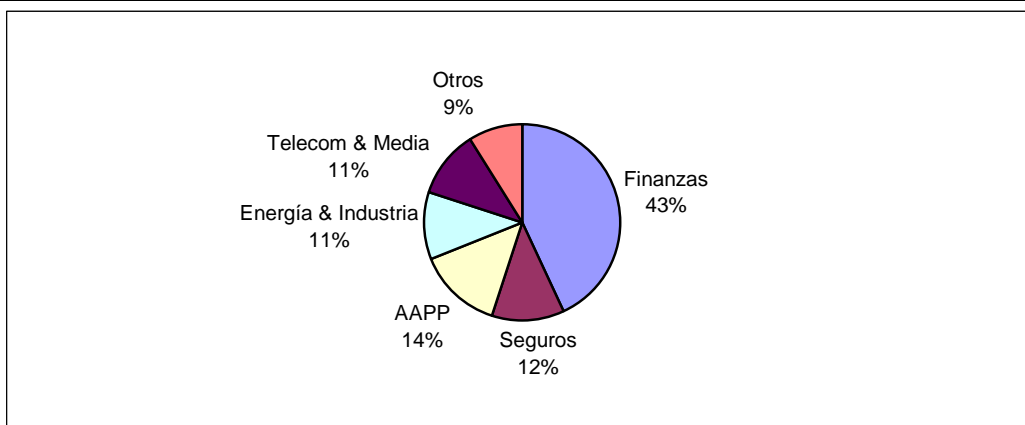
Fig.4 . Ingresos por líneas negocio



Fuente: Compañía (datos pro forma 2007, incluyendo Getronics).

Por sectores, TecnoCom cuenta con un mix sectorial equilibrado, en el que el mayor peso lo representa el sector financiero. Dentro del mismo, tiene como clientes a los diez primeros bancos del país y al 70% de las Cajas de Ahorro a los que les ofrece diversos sistemas de automatización de las oficinas bancarias y de medios de pago. Respecto a las Administraciones Públicas, TecnoCom les acerca las nuevas tecnologías para permitirles ahorrar costes y tiempo en sus procesos. En el sector seguros, las mayores aseguradoras que operan en España son clientes de TecnoCom (Mapfre, Allianz, Ocaso,...), enfocando sus servicios a la gestión de los canales de distribución, relación con el cliente y mejora de los procesos de las distintas entidades. Por último, la compañía también presta servicios a las principales operadoras de telecomunicación del país y a diversas empresas industriales.

Fig.5 . Contribución sectorial



Fuente: Compañía (datos pro forma 2007, incluyendo Getronics).

PREVISIONES 2008

- Con la adquisición de Getronics Iberia a finales del 2007 Tecnocom pretende alcanzar este año la completa integración de ambas, y prevé que será en los resultados del segundo semestre cuando se trasladen a la cuenta de resultados la mayoría de los ahorros previstos. Estos ahorros son consecuencia de diversas políticas de reestructuración llevadas a cabo para mejorar la rentabilidad. Entre estas destaca la reestructuración de plantilla, necesaria por la duplicidad de muchos puestos de trabajo tras la integración de Getronics y por la diferencia salarial entre ambos grupos, los costes de las indemnizaciones por despidos ascienden a los 8 Mn€ (ya provisionados en el 2007 y desembolsados en un 90%). Por otro lado, se está llevando a cabo la unificación de los soportes informáticos para optimizar recursos, lo que tendrá un coste no recurrente de 4 Mn€ que ya ha sido registrado en las cuentas del primer semestre de 2008. Gracias a estas políticas, Tecnocom pretende ahorrar un total de 14 Mn€ en el plazo de dos años (50% en 2008 y el resto en 2009).
- El 29 de abril Tecnocom firmó un crédito sindicado con varias entidades por importe de 47 Mn€ a 5 años que se destinó a sustituir la deuda a largo plazo existente por valor de 30,5 Mn€ y a amortizar el crédito puente firmado en diciembre de 2007 para la adquisición de Getronics. Prácticamente la totalidad de la deuda a largo plazo lo representa este crédito, que tiene un coste de euribor anual más una diferencia que oscilará entre el 1,75% y 1,30% en función del ratio deuda financiera neta / Ebitda. Este contrato de préstamo sindicado incluye el cumplimiento por parte de la sociedad de determinados ratios financieros sobre la base de las cuentas anuales consolidadas a partir del ejercicio 2008. Teniendo en cuenta nuestras estimaciones de generación de flujos de caja para los próximos 3 años, Tecocom tiene liquidez suficiente para ir amortizando cada año el préstamo según sus vencimientos. Esto permite a Tecocom tener una sólida posición financiera, con una baja necesidad de endeudamiento, particularmente importante en la situación actual de restricción del acceso a la financiación. Así, estimamos un ratio de deuda neta /Ebitda para 2008 inferior a 2x y deuda neta/Recursos propios inferior a 0,5x.

Fig.6. PyG semestral y deuda neta

| Mn€ | 30/06/2008 | 30/06/2007 |
|------------------------------|--------------|-------------|
| Ventas | 212,0 | 80,0 |
| Otros ingresos | 1,1 | 0,0 |
| Coste de ventas | -82,4 | -36,3 |
| Margen bruto | 130,8 | 43,7 |
| Gasto personal | -97,4 | -24,1 |
| Otros gastos de explotación | -23,7 | -14,8 |
| Ebitda | 9,6 | 4,7 |
| Amortización | -3,1 | -2,0 |
| Ebit | 6,5 | 2,7 |
| Resultado financiero neto | -1,8 | -1,1 |
| Resultado antes de impuestos | 4,7 | 1,6 |
| Impuestos | -0,3 | -0,3 |
| Beneficio neto | 4,4 | 1,3 |
| Deuda neta | 56,7 | 33,4 |

Datos: Compañía

El gran reto previsto para este año será completar la integración de Getronics Iberia en el Grupo, de la que esperan obtener un importante crecimiento en ventas, Ebitda y beneficio neto, gracias a las sinergias de negocio y operativas así como fortalecer la capacidad de gestión con personal de alta cualificación. Concretamente, se plantean los siguientes objetivos para el 2008:

- Ventas > 430 Mn€
- Ebitda > 24 Mn€, con un margen sobre ventas del 5,6%
- Ebit ~ 17 Mn€, lo que equivale a un margen sobre ventas del 4%.

Con respecto al 2010, el objetivo es obtener un margen Ebitda sobre ventas superior al 10% así como crecimiento orgánico en tasa anualizada de dos dígitos en las ventas en el período 2008 -2010.

Fig.7 . PyG

| Mn € | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 E | 2009 E | 2010 E | TACC 2008-2010 |
|-----------------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|----------------|
| Ingresos | 60,9 | 118,3 | 160,1 | 432,4 | 445,4 | 485,5 | 6% |
| Coste ventas | -36,1 | -69,9 | -82,6 | -176,2 | -171,0 | -193,7 | |
| Gtos personal | -15,2 | -32,0 | -52,7 | -190,4 | -193,5 | -198,3 | |
| Otros gto explot. | -14,0 | -12,5 | -16,2 | -41,5 | -47,1 | -48,3 | |
| Ebitda | -4,3 | 3,9 | 8,6 | 24,3 | 33,8 | 45,2 | 36% |
| Amortizaciones | -3,1 | -1,7 | -3,4 | -6,0 | -6,5 | -6,3 | |
| Ebit | -7,4 | 2,2 | 5,2 | 18,3 | 27,3 | 38,9 | 46% |
| Beneficio neto | -11,8 | 3,4 | 7,2 | 16,3 | 26,1 | 38,2 | 53% |
| Deuda neta | -5,9 | 26,1 | 38,0 | 47,2 | 20,8 | 12,4 | |

Fuente: Compañía y estimaciones Self Trade Bank.

ANÁLISIS DAFO

Hemos identificado los siguientes factores internos (debilidades y fortalezas) y externos (amenazas y oportunidades) en TecnoCom.

1. Debilidades:

- Falta de diversificación geográfica al estar centrado fundamentalmente en el mercado español. Esto puede ser un problema particularmente importante en 2009 dadas las perspectivas macroeconómicas.
- Excesiva dependencia de su personal, que es el activo principal de la compañía, con lo que la política de recursos humanos y la cualificación del mismo son decisivos a la hora de asegurar el éxito del negocio. Poco margen de recorte de costes por este motivo.
- Tras la adquisición de Getronics Iberia, TecnoCom se encuentra con el reto de integrar perfectamente el negocio de ambas compañías.
- Márgenes decrecientes en su negocio de venta de productos (que espera compensar con un incremento de los ingresos derivados de la prestación de servicios).

2. Amenazas:

- Entorno económico complicado que puede reducir la inversión de las empresas en tecnología. Podría convertirse en una oportunidad si TecnoCom puede convencer a los clientes de las posibilidades de sobreponerse a la crisis externalizando servicios de tecnología al permitirles ahorrar costes y diferenciarse de la competencia.
- Excesiva exposición al sector financiero que reporta un 43% de los ingresos totales.

3. Fortalezas:

- Cartera de productos y clientes diversificada que reduce el riesgo de la compañía, de forma que ningún cliente representa más del 10% de las ventas. De este modo, TecnoCom es líder en el sector financiero donde tiene como clientes a los principales bancos así como 23 de las 35 compañías del Ixex y 60 de las 100 primeras empresas españolas.
- Gran presencia regional en toda la península ibérica lo que le aporta gran flexibilidad en el servicio al cliente y cercanía al mismo.
- Acuerdo con KPN-Getronics para atender a los clientes de éste que se encuentren en España y viceversa.
- Gran capacidad para crecer en Latinoamérica ofreciendo sus servicios a las multinacionales españolas con presencia allí.
- El 45% de los ingresos proceden de los servicios de outsourcing, que suponen un negocio recurrente, con contratos normalmente plurianuales y de carácter estable y que aportan un margen superior al conseguido con la venta de productos.
- Metrocall: Proyecto para desarrollar la red de telefonía móvil en el metro de Madrid en un plazo de 12 años que se llevará a cabo en dos fases. La fase 1 se completará a finales de 2008 mientras que están en negociaciones con la fase 2. El proyecto aporta una fuente recurrente de ingresos a la compañía al estar las tarifas reguladas.

4. Oportunidades:

- La inversión en tecnología en España es bastante inferior a la de la media de la UE con lo que se encuentra en un mercado con gran potencial de desarrollo.
- En momentos de crisis económica las empresas tienden a externalizar costes. TecnoCom tiene una oportunidad de negocio importante en este sentido.
- Las fusiones previsibles en el sector financiero pueden aportar nuevos proyectos de integración de sistemas de alguno de sus clientes.

VALORACIÓN

Hemos valorado la compañía utilizando el método de descuento de flujos de caja y la valoración por múltiplos.

En el descuento de flujos hemos partido de las siguientes hipótesis. En primer lugar, hemos utilizado un coste medio ponderado de capital (WACC) de 9,45% que es el WACC de consenso de Bloomberg. Por otro lado hemos partido de una tasa de crecimiento ("g") de 1,8% y hemos considerado que TecnoCom no va a tener que hacer frente al pago de impuestos durante el 2008 y 2009 debido al crédito fiscal del que goza. Será en el 2010 cuando la compañía agote la totalidad del mismo que asciende a 24 Mn€.

Fig.8. Descuento de flujos

| Mn € | 2008E | 2009E | 2010E | VR |
|---------------------------------------|-------------|-------|-------|-------|
| FC Libre | 6,2 | 17,9 | 38,8 | |
| FC Libre descontados | 6,2 | 16,4 | 32,4 | 361,3 |
| Valor actual FC libres 08-10 | 55 | | | |
| Valor actual Valor residual | 276 | | | |
| Valor actual TecnoCom (EV) | 334,9 | | | |
| Deuda neta 08E | 47,2 | | | |
| Valoración | 287,7 | | | |
| Precio objetivo por acción (€) | 4,22 | | | |

Fuente: Estimaciones Self Trade Bank.

Por lo que respecta a la valoración por múltiplos, hemos seleccionado como comparables a compañías del sector tanto europeas como españolas con una capitalización bursátil similar a la de TecnoCom. Según este método, muy volátil y poco consistente dado el entorno bursátil actual, estimamos un precio objetivo para el año 2009 de 3,27 € por acción y para el 2010 de 4,01 € por acción.

Fig.9 . Valoración por múltiplos

| | 2008 E | 2009 E | 2010 E |
|---------------------------------------|--------|-------------|-------------|
| RATIOS MEDIOS SECTOR | | | |
| PER | 9,2 | 8,1 | 7,9 |
| P/Book | 2,0 | 1,7 | 1,6 |
| P/CF | 7,3 | 6,6 | 6,0 |
| EV/ Ebitda | 6,2 | 5,3 | 4,5 |
| EV/ Ventas | 0,6 | 0,6 | 0,5 |
| VALORACIÓN TECNOCOM POR RATIOS | | | |
| Por PER | 2,4 | 3,1 | 4,4 |
| Por P/Book | 5,3 | 5,3 | 5,7 |
| Por P/CF | 0,7 | 1,7 | 3,4 |
| Por EV/ Ebitda | 2,0 | 2,7 | 3,1 |
| Por EV/ Ventas | 3,8 | 3,5 | 3,4 |
| VALORACIÓN TECNOCOM (€/acción) | | 3,27 | 4,01 |

Fuente: Bloomberg; Ratios Industria calculados con Indra, Amper, Sopra, Steria, Ementor; a fecha de 20 de octubre, 2008.

RECOMENDACIÓN

Tecnocom cotiza a 3,04 € lo que teniendo en cuenta nuestra valoración por DCF supone un descuento del 38,8%. En el último año la acción lleva acumulada una caída de más del 40%, superando la del propio mercado. Creemos que el descuento es excesivo y se explicaría por la huida de los inversores hacia la liquidez y hacia los blue chips. Tecnocom es una gran desconocida para el mercado que ofrece, tras su expansión de los últimos años, un perfil de crecimiento muy atractivo respecto a su valoración actual sin riesgo crediticio.

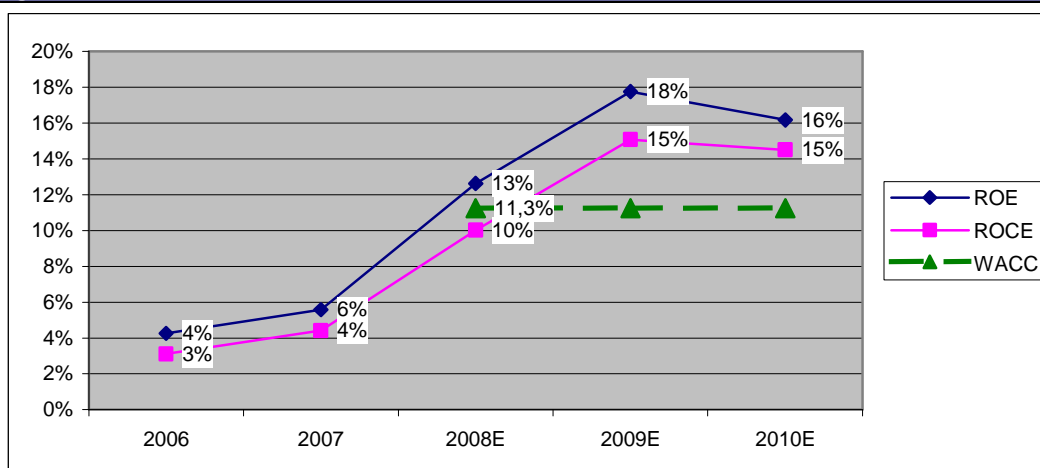
Fig.10. Ratios Tecnocom

| | 2008 E | 2009 E | 2010 E |
|--------------------------------|--------|--------|--------|
| Precio cotización | 3,0 | 3,0 | 3,0 |
| Beneficio neto (Mn€) | 16,3 | 26,1 | 38,0 |
| Nº acciones | 68,2 | 68,2 | 68,2 |
| Nº medio ponderado de acciones | 62,9 | 68,2 | 68,2 |
| BpA | 0,3 | 0,4 | 0,6 |
| PER | 11,7 | 7,9 | 5,5 |
| FF.PP. (Mn€) | 181,2 | 207,4 | 245,4 |
| VTC/acción | 2,7 | 3,0 | 3,6 |
| P/Book | 1,1 | 1,0 | 0,8 |
| CF/acción | 0,10 | 0,26 | 0,57 |
| Capitalización bursátil (Mn€) | 207,3 | 207,3 | 207,3 |
| Deuda neta (Mn€) | 47,2 | 20,8 | 12,4 |
| EV (Mn€) | 254,6 | 228,2 | 219,7 |
| Ebitda (Mn€) | 24,3 | 33,8 | 45,2 |
| EV/Ebitda | 10,5 | 6,8 | 4,9 |
| Ventas (Mn€) | 432,4 | 445,4 | 485,5 |
| EV/Ventas | 0,6 | 0,5 | 0,5 |

Datos: Estimaciones Self Trade Bank.

Para financiar las adquisiciones de los últimos años Tecnocom ha recurrido a sucesivas ampliaciones de capital, lo que le ha permitido mantener un nivel de endeudamiento muy bajo (inferior a 2x Ebitda según nuestras estimaciones para 2008). Esto le permite tener un negocio muy rentable, capaz de ir generando un EVA positivo e ir consiguiendo una rentabilidad sobre el capital invertido superior a su coste de financiación.

Fig.11. EVA



Fuente: Compañía y estimaciones Self Trade Bank.

Por lo que se refiere a movimientos corporativos, TecnoCom espera completar la integración de Getronics antes de lanzarse a adquirir otras compañías. Además las complicadas condiciones de los mercados actuales dificultan este tipo de operaciones. Una vez que la situación se normalice, TecnoCom podría convertirse en un potencial comprador de aquellas compañías locales de IT, que no tienen capacidad financiera suficiente como para ofrecer sus servicios en todo España. Un salto adicional podría ser Latinoamérica, siempre en función de las necesidades de sus clientes y las oportunidades que vayan surgiendo.

En conclusión, por la calidad de su gestión, la capacidad de adaptar la compañía hacia negocios más rentables, la estabilidad de su accionariado, y las positivas perspectivas de crecimiento en los próximos años gracias al impulso de Getronics y, entre otras cosas, a la corriente de flujos de caja estables que generará su proyecto Metrocall, creemos que TecnoCom es un buen valor donde invertir. No obstante, no hay que olvidar que toda inversión tiene sus riesgos. En este caso creemos que el principal riesgo de TecnoCom consiste en que sea capaz de mantener el crecimiento de las ventas a las tasas estimadas. Aunque en épocas de turbulencias las compañías suelen intentar recortar costes, es la inversión en IT la última en hacerlo puesto que les permite lograr incrementos futuros de productividad. Sin embargo, el hecho de que el gran problema actual sea la falta de confianza de los mercados y la dificultad de acceso a la financiación, podría hacer que las compañías revisasen a la baja sus presupuestos y recortasen las inversiones en IT con la intención de conseguir liquidez que pueden necesitar para gestionar el resto de su negocio. TecnoCom pretende compensar la posible ralentización del crecimiento de los ingresos de su división de integración de redes y sistemas (de carácter más cíclico y dependiente de las inversiones) con el cada vez mayor peso de los servicios de outsourcing (que son recurrentes y aportan más valor añadido).

Sin perjuicio de que la información contenida en el presente documento haya sido obtenida, o en su caso, esté basada en fuentes de información fiables a nuestro juicio, Self Trade Bank (denominación social Boursorama, sucursal en España) no garantiza la exactitud de la información contenida en el presente documento. Self Trade Bank no acepta responsabilidad alguna por cualquier pérdida derivada de la utilización directa o indirecta de la información contenida en el presente documento. Self Trade Bank no se hace responsable del tratamiento fiscal de los productos de inversión. Self Trade Bank asume que antes de que se lleve a cabo cualquier tipo de inversión, usted/ustedes han solicitado el asesoramiento fiscal, legal o de otro tipo que sea pertinente, y que han tomado en consideración los riesgos de la inversión y las implicaciones fiscales de las pérdidas o ganancias derivadas de los productos de inversión mencionados en este documento. Este documento no constituye una oferta para comprar y/o vender valores o llegar a cualquier tipo de acuerdo. Los ejemplos de riesgo potencial y rentabilidad son ilustrativos y no deben ser considerados como límites máximos de pérdidas y ganancias. La información y cualquier opinión aquí contemplada se refieren a la fecha del presente documento y están sujetas a cambio. Las rentabilidades utilizadas en los ejemplos son rentabilidades históricas sin garantía de que se puedan repetir en el futuro.