

Tecnocom

Actualización

Sector: Electrónica y Software
(Tecnología y Telecomunicaciones)

COMPRAR

RIESGO: ALTO

Accionistas:

Corporación Caixa Galicia: 18,5%
Ladislao de Arriba Azcona: 13,2%
Getronics International: 11,0%
Rafael Naranjo: 8,2%
Luis Solera: 5,9%
Leonardo Sánchez-Heredero: 5,0%

Precio acción (08/10/09): EUR 3,29
Precio objetivo (12 meses): EUR 4,03
Nº de Acciones (mill): 75,03
Capitalización Bursátil (mill): EUR 246,46
Máx/Mín 2009: EUR (3,45/2,84)
Máx/Mín (12 meses): EUR (3,84/2,45)
% Máx/Mín (12 meses): -14/34

Analista

Paula Sampedro

PER 04: 44,3
PER 05: neg.
PER 06: 77,4
PER 07: 24,5
PER 08: 15,7
PER 09 E: 16,2
PER 10 E: 14,5
PER 11 E: 8,9
PER 12 E: 6,8

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: 0,15 millones
Títulos: 47.182
Frecuencia cotización: 100%

Evolución precio acción relativo a:

	2009	12 meses
Sector (1.393,11):	-6%	12%
IGBM (1.235,82):	-23%	14%
Ibex-35 (11.814,3):	-25%	11%

Principales Ratios

	EV / EBITDA	EBITDA	EBIT	B° neto	Cash-flow	B° neto	CFlow	ROE	ROA	Dividendo	P-Out
	(*)	(*)	(*)	(*)	(*)	por acción	por acción	(%) (**)	(%) (**)	por acción	(%)
2004	68,8	1,51	(1,09)	2,04	5,29	0,07	0,18	--	--	0,00	0,0
2005	neg.	(4,29)	(7,37)	(11,83)	(8,54)	(0,34)	(0,25)	neg.	neg.	0,00	0,0
2006	72,6	3,89	2,22	3,30	5,30	0,08	0,13	neg.	neg.	0,00	0,0
2007	24,4	8,60	5,23	7,19	10,54	0,13	0,19	7,6	3,0	0,00	0,0
2008	12,1	24,23	18,38	14,24	20,71	0,21	0,30	9,5	3,9	0,00	0,0
2009E	10,7	25,73	18,83	15,22	22,12	0,20	0,29	8,5	4,2	0,00	0,0
2010E	10,0	25,59	18,46	16,97	24,11	0,23	0,32	8,7	4,8	0,00	0,0
2011E	6,6	35,99	28,62	27,59	34,96	0,37	0,47	12,7	7,7	0,00	0,0
2012E	4,7	43,98	36,39	36,31	43,90	0,48	0,59	14,6	9,6	0,00	0,0

(*) EUR millones

(**) Ajustados descontando resultados extraordinarios

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 reenfocado hacia el sector de las Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (TIC).**
- Esta transformación 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.**
- **Destaca la adquisición de Getronics Iberia, que supuso un profundo cambio en el mix de negocio del Grupo,** en el que han ganado peso los productos de mayor valor añadido, que, además, aportan unos ingresos más recurrentes.
- **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.**
- **Para ello TEC cuenta en la actualidad con una estructura financiera muy poco apalancada,** por lo que tiene capacidad para financiar las nuevas oportunidades de inversión que considere interesantes.
- **El nuevo mix de negocio y el liderazgo del Grupo en algunos productos están defendiendo su cuenta de resultados** ante la debilidad de la demanda en un contexto de profunda crisis económica.
- En este escenario esperamos cierta estabilidad de resultados en los ejercicios 2009 y 2010 para que a partir del ejercicio 2011 el incremento de las ventas y el apalancamiento de la estructura operativa del Grupo impulse con fuerza sus beneficios. **Con esto, esperamos un crecimiento anual acumulado del 19% para el beneficio de explotación en el periodo 2009–2012.**
- No obstante, debemos recordar que TEC opera en un sector cíclico y depende de los presupuestos de inversión del sector empresarial, estando, además, concentrada su actividad en España, **por lo que 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 4,03** respecto al cual éstas presentan en la actualidad un interesante potencial de revalorización del 23%. Esto y las relativamente buenas perspectivas que presenta el negocio del Grupo nos llevan a reiterar 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 los últimos ejercicios los gestores de TEC han llevado a cabo una serie de operaciones corporativas que han provocado una profunda transformación del Grupo, modificando su estructura 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

fundamentalmente enfocada al sector de las Tecnologías de la Información y las Comunicaciones (TIC) y que, además, ha incrementado sustancialmente su tamaño. Esta transformación se ha financiado tanto con deuda como mediante ampliaciones de capital, modificando la estructura financiera de TEC y dando entrada en el accionariado del Grupo a nuevos socios, tal y como detallamos a continuación. Señalar que si bien este proceso comprendía la dificultad de integrar culturas diferentes sin existir una gran organización previa que las absorbiera (las compañías adquiridas eran más o menos del tamaño del negocio de telecomunicaciones de TEC), este proceso se ha llevado a cabo de una forma satisfactoria.

PRINCIPALES OPERACIONES CORPORATIVAS DE TECNOCOM (2006-2009)

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	Efectivo: EUR 5,3 M Ampliación: EUR 2,1 M	EUR 9/ acción (EUR 1 de nominal + EUR 8 prima emisión)
		(EBITDA 06-EBITDA05)X5	Efectivo:30% Ampliación: 70%	
	Adquisición de Open Solutions	21	Efectivo: EUR 14,7 M Ampliación: EUR 6,3 M	
	Adquisición de Softgal y Softgal Gestión	20	100% Efectivo (2)	2.461.637 acciones (1) EUR 9/ acción (EUR 1 de nominal + EUR 8 prima emisión)
Desinversión IB Mei	17,9 (3)			
2007	Adquisición de Getronics Iberia	78,75	Efectivo: 60%	9.159.303 acciones EUR 0,50 de nominal + EUR 4,59 prima de emisión
			Ampliación: 40% (4)	6.812.081 acciones EUR 0,50 de nominal +EUR 3,97 de prima de emisión
	Adquisición 29% de Open Norte, hasta el 80% y opciones para adquirir 20% restante	2,3	Efectivo: 30% Ampliación: 70% (4)	236.431 acciones EUR 0,50 de nominal + EUR 6,20 de prima de emisión
	Venta 65% Profesionalia	3,2		
2009	Adquisición 20% Open Norte	1,75	Efectivo: 70% Acciones: 30%	
	Adquisición Eurovía Mantenimiento			

Fuente: Tecnocom. Elaboración propia.

- (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.

- Adquisición de Eurocomercial, Scorpion y Open Solutions:

En abril de 2006 TEC acordó la compra del 100% del capital de Eurocomercial Informática y Comunicaciones, Scorpion Networking Solutions y Scorpion Sistemas, entrando en el sector de TI. Un mes después, en mayo de 2006, la Compañía acordó la compra de Open Solutions, reforzándose en el área.

Eurocomercial, especializada en proyectos de integración de redes, registró una cifra de negocios de EUR 15 millones y un cash flow de explotación (EBITDA) de EUR 1,6 millones en 2005. El precio de adquisición fue de EUR 9,5 millones (5,9 veces EBITDA), de los que EUR 7,8 millones fueron pagados en efectivo y EUR 1,6 millones en acciones de nueva emisión de TEC.

Por su lado, el grupo Scorpion, constaba de dos sociedades: Scorpion Sistemas, dedicada a servicios a grandes corporaciones, especialmente sistemas críticos, redes de almacenamiento distribuido, sistemas de alta disponibilidad, sistemas GRID y sistemas de consultoría; y Scorpion Networking, dedicada a seguridad en redes y sistemas, así como a soluciones de convergencia IP y redes de empresa, infraestructuras físicas, Voz sobre IP y Avvid, siendo integrador directo de Cisco Systems y primer Cisco Security Partner de España. El grupo Scorpion alcanzó una cifra de negocio de más de EUR 30 millones en 2005. Su adquisición se estructuró en dos tramos: i) un primer pago de EUR 7,4 millones, de los que EUR 5,3 millones se abonaron en efectivo y EUR 2,1 millones mediante acciones de nueva emisión de TEC; y ii) un segundo pago resultante de multiplicar por 5 veces el incremento del EBITDA 2006 sobre el del año anterior, del que el 30% se abonaría en efectivo y el 70% restante en nuevas acciones de TEC. Este segundo pago finalmente no tuvo que ser realizado al repetir la compañía prácticamente su EBITDA de 2005 en 2006.

Open Solutions, especializada en consultoría de sistemas, Outsourcing (externalización), integración de aplicaciones y seguridad, alcanzó una cifra de negocio de EUR 55 millones y un EBITDA de EUR 3,5 millones en 2005. Su precio, EUR 21 millones (6 veces EBITDA), fue abonado mediante un pago en efectivo de EUR 14,7 millones y el resto en acciones nuevas de TEC.

Para abonar la parte en acciones del pago de la adquisición de las mencionadas compañías, TEC llevó a cabo una ampliación de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente, mediante la emisión de 1.123.503 nuevas acciones de EUR 1 de valor nominal más EUR 8,00 de prima de emisión, lo que supuso un total de EUR 10,11 millones. Tras esto, el capital de TEC pasó a estar formado por 18.354.962 acciones (posteriormente, en julio de 2007, la Compañía

llevó a cabo un desdoblamiento de sus acciones en la proporción de 2x1).

- Adquisición de Softgal y Softgal Gestión:

En junio de 2006 la Compañía anunció que iba a realizar una ampliación de capital dineraria con exclusión del derecho de suscripción preferente con la que iba a dar entrada en su accionariado a Corporación Caixa Galicia. La ampliación supuso la emisión de 2.461.637 nuevas acciones de EUR 1,00 de valor nominal y EUR 8,00 de prima de emisión (posteriormente, tal y como hemos señalado, la Compañía llevó a cabo un desdoblamiento de sus acciones en la proporción de 2x1), lo que supone un total de EUR 22,15 millones. Tras esta ampliación el capital de TEC quedó compuesto por 20.816.599 acciones y C. Caixa Galicia, que ya poseía un 2,56% del capital del Grupo, elevó su participación en el accionariado hasta el 14,38%.

Simultáneamente, TEC anunció su intención de adquirir a C. Caixa Galicia las compañías Softgal, Servicios de Software de Galicia y Softgal Gestión, compañías líderes en el sector de consultoría e integración de TI de Galicia, especializadas en outsourcing, consultoría, desarrollo e integración de sistemas, servicios integrales de sistemas, equipamientos para la televisión digital terrestre y movilidad. El grupo Softgal facturó más de EUR 27 millones en 2005, contando entre sus clientes a grandes corporaciones y administraciones locales, y alcanzó un EBITDA de EUR 2,7 millones. El precio de la operación alcanzó EUR 20 millones (7,0 veces el EBITDA normalizado del ejercicio 2005) y su pago fue íntegramente en metálico.

Tras esta operación TEC llevó a cabo la fusión por absorción de todas las sociedades adquiridas, exceptuando Softgal Gestión por motivos operativos. La integración de las sociedades adquiridas supuso la reorganización del Grupo en tres grandes direcciones generales: Consultoría, Externalización de servicios y Telecomunicaciones, Redes y Sistemas (que comprendía la antigua actividad de telecomunicaciones de TEC). A la vez la Compañía dividió su oferta comercial por sectores de la economía: Financiero, Telecomunicaciones, Industrial y Administraciones Públicas.

- Desinversión industrial:

Ya en el ejercicio 2005, después de que los altos costes de personal soportados, así como el constante incremento del precio de las materias primas y la fuerte competencia de operadores extranjeros hicieran inviable el negocio industrial, la Compañía decidió desinvertir en esta actividad, proceso que se llevó a cabo en el ejercicio 2006.

Así, en julio de 2006 TEC alcanzó un acuerdo para la venta de IB Mei Mercosul, filial de la actividad industrial en Brasil, por un importe de 8,49 millones de reales brasileños (unos EUR 3,2 millones) y de las líneas de fabricación de motores para lavadoras de la fábrica de Móstoles, por 1,8 millones de reales (EUR 0,7 millones). El comprador en ambos casos fue el grupo Metalcorte. Asimismo, TEC vendió el terreno de la fábrica de Madrid por un importe de EUR 14,0 millones, cesando su actividad. Las indemnizaciones de los trabajadores de Madrid fueron satisfechas con los ingresos obtenidos por la venta de activos. Finalmente, la Compañía procedió al cierre de la fábrica que tenía en China, dando por concluida su presencia en este negocio. Todavía queda algún activo de esta actividad por vender, como unas naves en Italia, valoradas en EUR 4,3 millones.

- Adquisición de Getronics Iberia

La operación más importante de este proceso de reorientación del Grupo y con la que TEC dio un salto cualitativo fue la adquisición de Getronics Iberia, por un importe de EUR 85,75 millones (incluyendo EUR 7,0 de deuda). Con esta adquisición TEC ganó masa crítica, posicionándose en los primeros puestos del ranking del sector de TI en España. La operación se pagó un 60% en efectivo y un 40% mediante acciones nuevas de TEC. Para afrontar el pago de la parte de efectivo la Compañía llevó a cabo una ampliación de capital dineraria por un importe de EUR 46,6 millones, mediante la emisión de 9.159.303 acciones nuevas a un precio de EUR 5,09 (EUR 0,50 de valor nominal y EUR 4,59 de prima de emisión), precio resultante de aplicar un 15% de descuento al precio medio ponderado de las 45 sesiones de bolsa previas a la verificación del folleto de la ampliación en octubre de 2007 –previamente, en julio de 2007 se había llevado a cabo un desdoblamiento de las acciones de la Compañía en dos, tal y como ya hemos señalado. Posteriormente, la Compañía amplió capital por importe de EUR 30,45 millones para atender al pago del 40% restante de Getronics en acciones nuevas de TEC. El precio de emisión de dicha ampliación fue EUR 4,47, calculado como el menor de: i) el mismo precio de emisión de la ampliación dineraria sin el descuento del 15%, esto es EUR 5,99 y ii) la cotización media ponderada de las 60 sesiones previas a la Junta General de Accionistas que aprobó la operación (el 30 de enero de 2008). Mediante dicha ampliación se emitieron 6,81 millones de acciones y Getronics (la matriz), perteneciente al grupo holandés KPN, tomó una participación del 11% en el capital de TEC.

La adquisición de Getronics Iberia supuso doblar el tamaño del Grupo, posicionándole como una de las principales compañías locales del sector. Getronics Iberia está especializada en servicios de gestión y mantenimiento de aplicaciones y sistemas para el sector

financiero y las administraciones públicas, además de servicios para la automatización de oficinas bancarias e integración de infraestructuras. Señalar que un 40% de la facturación de la compañía lo constituye el desarrollo de aplicaciones críticas para sus clientes, donde tiene un especial posicionamiento en medios de pago. Este tipo de productos provoca que las relaciones con los clientes sean de largo plazo, convirtiendo al cliente casi en cautivo y aportando, por tanto, recurrencia a los resultados de la Compañía. Según figura en las Cuentas Anuales de TEC, en el ejercicio 2007, Getronics Iberia alcanzó una cifra de negocio de EUR 274 millones y un EBITDA de EUR 6,3 millones.

Tras el cambio de dimensión que supuso la integración de Getronics en el Grupo, a partir del 1 de enero de 2008, TEC volvió a reorganizar sus actividades en las siguientes líneas de negocio: i) Consultoría y Outsourcing; ii) Servicios Gestionados; y iii) Integración de Redes y Sistemas. Las tres áreas son atendidas por una única Dirección Comercial con el fin de maximizar las oportunidades de venta a los clientes de la Compañía.

- Alianza Global con Getronics:

Posteriormente, en marzo de 2009, el Grupo firmó una alianza global con Getronics y otras compañías del sector: APX (Francia), CompuCom (EEUU Y Canadá), Getronics (Holanda, Bélgica, Reino Unido, Irlanda, Alemania, Suiza, Latinoamérica, APAC y Hungría), Getronics Middle East (Oriente Medio), NTT DATA Getronics (Japón), ServiceOne Getronics (China). Todas estas compañías y TEC se encuentran entre los 5 primeros competidores en los mercados en los que operan. Entre todos suman una fuerza de trabajo de 40.000 empleados, gestionando en la actualidad EUR 6,1 millones de activos de TI de clientes. Actualmente, los miembros de la alianza comparten 50 clientes internacionales aproximadamente.

El objetivo de la alianza es proveer servicios de soporte TIC a organizaciones multinacionales, enfocando su oferta especialmente a la externalización del mantenimiento y soporte integral de las infraestructuras TI de los clientes.

Los miembros de la alianza compartirán procesos, metodologías y herramientas y ofrecerán un punto de contacto único con los clientes en los ámbitos geográficos cubiertos por los socios.

Según TEC, para los clientes de los socios que forman la alianza, los beneficios de ésta son: el acceso a un servicio estandarizado a nivel global con asistencia a nivel local; una respuesta eficaz, coordinada y global a sus necesidades y requerimientos; gestión del contrato de prestación de servicios simplificado; y el acceso a

ofertas competitivas gracias a la eficiencia en costes de los socios de la alianza.

- Adquisición de Open Norte:

En julio de 2007, TEC adquirió un 29% de Open Norte, sociedad de la que ya había adquirido una participación del 51% con la compra de Open Solutions. El precio de la operación fue de EUR 2,3 millones, de los que un 30% se pagó en metálico y un 70% se pagó en acciones nuevas de TEC. Para hacer frente a este último pago, la Compañía realizó una ampliación de capital de 236.431 acciones a un precio de EUR 6,70 por acción (EUR 0,50 de valor nominal y EUR 6,20 de prima de emisión). Posteriormente, en junio de 2009, TEC adquirió el 20% restante de la compañía (actualmente denominada Tecnomcom Norte Telecomunicaciones y Energía) por un importe de EUR 1,75 millones. El pago se estructura un 70% en metálico y un 30% en acciones de TEC procedentes de autocartera, a un precio de EUR 3,74 por acción –equivalentes a la media ponderada de las 30 sesiones previas a la formalización de la adquisición.

- Venta de Profesionalia:

También en julio de 2007, la Compañía procedió a la venta de su participación del 65% en Profesionalia, por la que ingresó EUR 3,2 millones. Profesionalia agrupa dos comunidades profesionales, secretariaplus.com y directivosplus.com, portales de Internet dedicados a secretarías (con más de 94.000 afiliados) y directivos (con más de 20.000 afiliados).

- Adquisición de Eurovía Mantenimiento:

El pasado 13 de julio TEC anunció la adquisición del 100% de Eurovía Mantenimiento, sociedad perteneciente al Grupo Cajamar, por un importe que la Compañía no ha hecho público pero que señala que no es relevante. Eurovía es la encargada de la gestión integral de los sistemas informáticos de la red de oficinas de Cajamar. Al respecto, se ha firmado un contrato de servicios con la caja por 5 años y por un importe de EUR 3 millones anuales. Adicionalmente, TEC pasa a ser proveedor preferencial de Cajamar, lo que podría traducirse en una futura extensión de los servicios prestados a la entidad. Con esta operación se incorporan 60 nuevos profesionales a la plantilla de TEC.

LA NUEVA ESTRUCTURA DEL GRUPO LE ESTA PERMITIENDO HACER FRENTE A LA CRISIS ACTUAL CON CIERTA COMODIDAD

La actual coyuntura económica está provocando una fuerte contracción del sector TIC en España, ya que las

empresas, presionadas por la fuerte contracción de la demanda a nivel global, están concentrando sus esfuerzos en recortar costes, lo que se traduce en retrasos en sus programas de inversión en tecnología, la racionalización de su base de proveedores y una fuerte presión a éstos para que reduzcan sus precios. Como ilustración, TEC calcula que en el 1S2009 el sector se contrajo en España un 20%.

En este entorno, los más perjudicados dentro del sector TIC son las empresas más pequeñas, que se quedan fuera en el proceso de racionalización de la base de proveedores, por un lado, y las empresas más dependientes de las inversiones en infraestructuras, negocio menos recurrente, por el otro. Afortunadamente para TEC, el proceso de fusiones que ésta ha llevado a cabo en los últimos años le ha llevado a ganar la masa crítica suficiente para ser una de las principales empresas del sector en España, especialmente en algunos productos donde es líder, y le ha diversificado, además, hacia servicios de mayor valor añadido y que aportan ingresos más recurrentes, como son los de consultoría y externalización y los servicios gestionados. Esto le está permitiendo afrontar las dificultades de la coyuntura actual desde una posición de relativa comodidad.

Ante este escenario, TEC se ha decantado por ser muy selectiva en su cartera de proyectos, descartando aquellos en los que la rentabilidad obtenida o las condiciones de pago no sean lo suficientemente atractivas. Esto está acelerando la transición del Grupo hacia una oferta de productos de mayor valor añadido, donde los servicios en remoto ganan peso, frente a los servicios in situ. Esto es, el modelo de negocio de TEC se basa cada vez más en las factorías de software, desde donde se controlan los procesos y las infraestructuras del cliente. Este sistema permite a la Compañía aprovechar mucho más sus recursos, apalancando su plantilla y nivelando mucho mejor los niveles de carga de trabajo, lo que incrementa la rentabilidad de su negocio. Con el modelo actual TEC llega a un acuerdo de calidad de servicio con el cliente, garantizando un tiempo de respuesta, mientras que antes se asignaba un determinado personal que iba destinado al cliente.

Más a medio y largo plazo, la Compañía continuará con su política de crecimiento vía adquisiciones. En este punto, señalar que, si bien en el entorno actual existen numerosas posibilidades para la adquisición de pequeñas empresas que se encuentran en dificultades, TEC está tomando una actitud de cautela ya que no quiere arriesgarse y prefiere comprar empresas más sólidas. Latinoamérica es una de las áreas geográficas donde una adquisición es más importante para la estrategia del Grupo, ya que se trata de un mercado muy grande en el que expandirse vía crecimiento orgánico es muy lento. Igualmente, Portugal, mercado

en el que TEC está presente a raíz de la adquisición de Getronics Iberia, es un mercado donde una operación podría resultar interesante para el Grupo.

Al mismo tiempo que TEC se expande internacionalmente, la Compañía sigue potenciando sus unidades territoriales, ya que la cercanía de los proveedores es una de las características que más valoran sus clientes en España y el motivo por el que algunas multinacionales del sector tienen dificultades para competir con las empresas locales.

Por otro lado, en los ingresos del Grupo hay un gran peso del sector financiero (45% en el 1S2009), situación derivada del liderazgo de TEC en las soluciones y servicios relacionados con los Medios de Pago. Si bien en la situación actual esta presencia podría ser juzgada como un riesgo, TEC considera que este es un sector en el que “hay que estar” ya que es con diferencia el que más invierte en tecnología. En la misma línea, la Compañía quiere aumentar su presencia en el sector de las Administraciones Públicas, donde todavía hay muchas inversiones por hacer, y donde ya está consiguiendo interesantes contratos.

Otra área de expansión es el desarrollo de la red de telefonía móvil en el metro de Madrid, proyecto que la Compañía realiza a través de Metrocall, compañía fundada en el ejercicio 2000 por TEC y Metro de Madrid, en la que participan con un 60% y un 40% del capital respectivamente. La compañía es la única con derecho de uso de los túneles del metro de Madrid para este fin. Los ingresos generados por Metrocall consisten en un canon de alquiler anual que deben pagar las operadoras en función de la inversión realizada (por cada EUR 15 millones de inversión se reciben EUR 4,5

millones de canon). Además, TEC realiza para Metrocall (y le factura correspondientemente) el despliegue de la red y su mantenimiento (este último se repercute a los operadores de móviles posteriormente), que viene a suponer un 3% anual de la inversión realizada en la red. Actualmente, Metrocall ya ha finalizado la primera fase del despliegue de la infraestructura (lo que es la “nuez central” de la red) a excepción de dos estaciones (por las obras que en estas estaciones se están llevando a cabo). Metrocall está a la espera de contratar con los operadores móviles el desarrollo de la siguiente fase del proyecto, que llevaría la infraestructura al resto de la red.

LA INTEGRACION DE GETRONICS EN EL GRUPO HA DUPLICADO LA DIMENSION DE LA CUENTA DE RESULTADOS DE TECNOCOM

TEC obtuvo en el ejercicio 2008 un beneficio neto de EUR 14,2 millones, casi duplicando el obtenido en el ejercicio precedente, debido principalmente a la integración de Getronics Iberia, que supuso un significativo incremento en la dimensión del Grupo.

Así, los ingresos se multiplicaron por 2,7 veces, desde EUR 158,0 millones en 2007 hasta EUR 432,8 millones en 2008. En términos pro-forma, el crecimiento orgánico fue del 2,6%. En líneas generales, los ingresos por servicios se comportaron favorablemente, ya que la necesidad de los clientes de mejorar su eficiencia fomenta la externalización de determinados servicios. Por el contrario, la congelación de las nuevas inversiones por parte de los clientes penalizó los ingresos por producto. Por unidades de negocio la evolución de los ingresos de TEC en 2008 frente a 2007 pro-forma fue la siguiente:

EVOLUCION DE LAS VENTAS DE TECNOCOM (2008)

Cuadro n. 2

EUR millones	2007 pro-forma	2008	08/07 (%)
Consultoría y Outsourcing	160,4	175,3	9,3
Servicios Gestionados	101,9	91,4	-10,3
IRS	159,7	166,2	4,0
Total	422,0	432,8	2,6

Fuente: RR/II Tecnom.

- **Outsourcing:** Esta área de negocio se vio impulsada por la fuerte demanda de los grandes clientes, que solicitan este tipo de servicios con el fin de reducir costes operativos y centrarse en sus negocios principales.

Además, el incremento de la masa crítica y las mejoras logradas en la gestión de los recursos resultaron en una mejoría de los márgenes de explotación.

- **Servicios Gestionados:** La caída de los ingresos de esta división viene explicada por la reconfiguración de la oferta de servicios que realizó la Compañía, centrándose en los servicios remotos, de mayor valor añadido, en detrimento de los servicios in situ, cuyos márgenes son menores.

Esta reconfiguración de la oferta permitió mejorar los márgenes de explotación de la división. Por otro lado, y con el fin de mejorar su eficiencia y su estructura organizativa, TEC acometió el pasado año un proyecto de nuevas herramientas de gestión de servicio que le supondrá un ahorro de EUR 1,2 millones anuales a partir de 2009.

- **Integración de Redes y Sistemas:** Dentro de esta área destacó en 2008 el comportamiento de telecomunicaciones (30% del área), tanto en España, gracias al desarrollo de Metrocall, como en Latinoamérica, donde su actividad se centra en servicios a operadores de telecomunicaciones. Por el contrario, el área de redes, sistemas y almacenamiento en España (70% restante de los ingresos de la división) sufrió en 2008 el escenario de incertidumbre económica, traducido en una menor inversión por parte de los clientes de TEC. Ante este escenario, el Grupo ha mantenido su política de evitar operaciones de bajo margen o términos de financiación poco atractivos. Por el contrario, las ventas de servicios continuaron creciendo y manteniendo unos márgenes sanos, con el consiguiente impacto positivo sobre el margen operativo.

Por otro lado, la integración de Getronics Iberia en el Grupo y la consiguiente reestructuración generaron unos ahorros de costes en la división que se harán evidentes en 2009.

El mayor peso de los servicios con mayor valor añadido en el mix de negocio del Grupo, tal y como hemos señalado, provocó una sustancial mejoría de los márgenes de explotación del Grupo. Así, el margen bruto sobre ventas alcanzó en 2008 el 26,8%, 2,7 puntos porcentuales (p.p.) por encima del logrado en el año precedente. En términos absolutos, y tras la integración de Getronics Iberia en el Grupo, el margen bruto se situó en EUR 115,9 millones, triplicando la cifra de un año antes. Debemos señalar que el margen bruto aquí analizado no se corresponde al presentado en las Cuentas Anuales del Grupo, que recogemos en el anexo n. 2. No obstante, por facilitar el análisis es el primero de ellos el que utilizaremos en el cuerpo de este informe.

Igualmente, el cash flow de explotación (EBITDA) sobre ventas ha mejorado desde el 5,4% hasta el 5,6%, pasando el EBITDA de EUR 8,6 millones en 2007 a EUR 24,2 millones en 2008. Además, hay que señalar

que los resultados de 2008 incluyen costes no recurrentes por importe de EUR 10 millones en los que ya no incurrirá la Compañía. Estos costes incluyen EUR 6 millones de costes salariales, EUR 3 millones de sistemas de TI y EUR 1 millón en otros costes que se pagaban a la matriz de Getronics Iberia. Excluyendo estos costes, el EBITDA recurrente se situó en 2008 en EUR 34,2 millones, equivalente a un 7,9% de las ventas.

En la misma línea, el beneficio neto de explotación (EBIT) sobre ventas mejoró desde el 3,3% hasta el 4,2% y desde EUR 5,2 millones hasta EUR 18,4 millones. Excluyendo los costes no recurrentes el EBIT hubiera alcanzado EUR 28,4 millones, un 6,6% de las ventas.

La subida de los tipos de interés en 2008, así como un ligero incremento del endeudamiento neto del Grupo se tradujeron en un significativo incremento de los costes financieros netos, desde EUR 2,1 millones en 2007 a EUR 6,1 millones en 2008.

Tanto en 2007 como en 2008 TEC contabilizó un ingreso en el epígrafe del impuesto de sociedades, EUR 4,8 millones en 2007 y EUR 2,1 millones en 2008, debido a la activación de bases imponibles negativas por parte de la Compañía.

Con todo ello, y tras unas pérdidas de operaciones discontinuadas y unos minoritarios insignificativos, el beneficio neto atribuible del Grupo se situó en 2008 en EUR 14,2 millones, frente a EUR 7,2 millones en el ejercicio anterior.

Respecto a nuestras estimaciones de resultados para el ejercicio 2008 las desviaciones fueron las siguientes.

- Los ingresos del Grupo estuvieron más o menos en línea con nuestras estimaciones. Un análisis detallado por línea de negocio no es posible ya que nuestras estimaciones estaban basadas en la antigua clasificación de las ventas de TEC.
- Por el contrario, el EBITDA estuvo muy por debajo de nuestras estimaciones, debido a que nosotros habíamos previsto que parte de los costes no recurrentes incurridos en 2008 ya habrían desaparecido. En concreto habíamos calculado un ahorro de EUR 5 millones.
- Por el contrario, el EBIT sí se situó en línea con nuestras previsiones, como consecuencia de las menores amortizaciones respecto a las estimadas que contabilizó TEC en el ejercicio, ya que nosotros habíamos contemplado un incremento superior del inmovilizado (y un menor fondo de comercio) por la adquisición de Getronics Iberia del que realmente se ha producido.

RESULTADOS DE TECNOCOM EN 2008 vs ESTIMACIONES

Cuadro n. 3

EUR millones		2008
Ingresos	Estimación	428,1
	Real	432,8
	Diferencia	1,1%
EBITDA	Estimación	30,4
	Real	24,2
	Diferencia	-20,2%
EBIT	Estimación	18,3
	Real	18,4
	Diferencia	0,4%

Fuente: Estados financieros de Tecnom. Elaboración y estimaciones propias.

- Respecto a los costes financieros netos, los incurridos por TEC en 2008 superan en EUR 2,7 millones a los por nosotros estimados, debido principalmente a un mayor coste de la deuda respecto al que nosotros habíamos considerado.
- Por otro lado, nosotros habíamos contemplado un cargo extraordinario de EUR 8,0 millones en los resultados del ejercicio 2008 derivado de la reorganización de Getronics Iberia, cargo que, en cambio, fue contabilizado por dicha compañía, adquirida en el ejercicio 2007, justo antes de su integración en TEC.
- Por último, nosotros no habíamos contemplado la activación de bases imponibles negativas que realizó TEC en 2008 (EUR 2,1 millones).
- Con todo ello, el beneficio atribuible de TEC en 2008, EUR 14,4 millones, fue sustancialmente mayor al por nosotros estimado, EUR 7,3 millones.

LA MEJORA DE LA PRODUCTIVIDAD DE LA COMPAÑÍA LE ESTA PERMITIENDO MANTENER UN BUEN RITMO DE CRECIMIENTO DE SUS RESULTADOS

En el primer semestre de 2009 (1S2009) TEC ha registrado un incremento en su resultado neto atribuible del 19%, hasta EUR 4,9 millones, a pesar del difícil entorno económico al que está teniendo que hacer frente, y que se ha traducido en un recorte de la actividad de la Compañía.

Así, los ingresos han registrado en el semestre una caída del 6,9% hasta EUR 197,3 millones, evolución que debe enmarcarse dentro de la de un sector para el que la Compañía estima una caída de la actividad del 20% en el periodo. Además, cabe destacar que TEC ha continuado con su política de descartar aquellos proyectos poco atractivos por su baja rentabilidad, lo que se traduce en descensos de la cifra de negocio, no siendo así en términos de márgenes. Por línea de negocio la evolución ha sido la siguiente:

EVOLUCION DE LAS VENTAS DE TECNOCOM (1S2009)

Cuadro n. 4

EUR millones	1S2008	1S2009	09/08 (%)
Consultoría y Outsourcing	89,7	85,6	-4,6
Servicios Gestionados	40,9	40,3	-1,4
IRS	81,3	71,4	-12,2
Total	212,0	197,3	-6,9

Fuente: RR/II Tecnom.

- **Consultoría y Outsourcing:** La disminución de la facturación está relacionada con la presión en precios que están ejerciendo los clientes, cuyo presupuesto para este tipo de inversiones se ha reducido de forma importante. No obstante, cabe destacar que en dicho entorno desfavorable la Compañía ha conseguido renovar todos los contratos de externalización y ha accedido a nuevos contratos.

Por el lado de los costes, TEC ha respondido a la presión en precios con una contención de los costes de estructura, manteniendo un elevado ratio de utilización de los recursos (superior al 96%).

- **Servicios Gestionados:** El área de Servicios Gestionados ha conseguido mantener su facturación en niveles cercanos a los del 1S2008 gracias a que ha conseguido contrarrestar la presión a la baja en

los precios con la buena aceptación en el mercado de sus soluciones. Destacar que en el periodo se han renovado todos los contratos y se han conseguido algunos nuevos.

Igualmente, el control de costes operativos y de estructura llevado a cabo por la Compañía ha resultado en una mejora de la rentabilidad de la división

- **Integración de Redes y Sistemas:** Esta área de negocio es la que más está sufriendo la actual coyuntura del sector. En esta evolución hay que tener en cuenta que la fuerte presión en precios derivada de la contracción de la demanda está llevando a TEC a renunciar a aquellos contratos de menor valor añadido.

Al igual que en las otras dos divisiones, TEC ha respondido al descenso de la facturación de la división con un programa de reducción de costes fijos.

La gestión que está realizando la Compañía de su cartera de proyectos se ha traducido en una mejora del margen bruto sobre ventas de 0,2 puntos porcentuales (p.p.), hasta el 25,7%, lo que equivale a EUR 50,65 millones en el 1S2009, un 6,3% por debajo del alcanzado en el mismo semestre del año precedente.

Asimismo, los costes de estructura han retrocedido un 11,7%, con lo que el EBITDA del Grupo ha aumentado un 18,6% hasta EUR 11,37 millones, mejorando este margen sobre ventas desde el 4,5% hasta el 5,8%. Además, cabe destacar que en el 1S2009 se incluyen gastos no recurrentes por importe de EUR 1,5 millones. Excluyendo estos costes no recurrentes, el EBITDA alcanza EUR 12,87 millones o un 6,5% sobre ventas,

Por su lado, el beneficio neto de explotación (EBIT) aumentó un 22,3% hasta EUR 7,95 millones, mejorando el margen sobre ventas desde el 3,1% en el 1S2008 hasta el 4,0% en el 1S2009. Excluyendo los costes no recurrentes el EBIT se sitúa en EUR 9,4 millones, lo que supone un 4,8% de las ventas del Grupo.

Los costes financieros se han incrementado desde EUR 1,8 millones en el 1S2008 hasta EUR 2,9 millones en el 1S2009, si bien si se excluyen las diferencias de cambio, sólo aumentan desde EUR 1,9 hasta EUR 2,1 millones.

En el 1S2009 la Compañía ha registrado un ingreso de EUR 0,1 millones en la línea del Impuesto de sociedades como consecuencia de la activación de bases imponible negativas, mientras que en el 1S2008

registró un coste de EUR 0,3 millones. Con esto, y tras unos minoritarios marginales, el beneficio neto atribuible del Grupo alcanza en el 1S2009 EUR 4,9 millones, tal y como hemos señalado antes.

ESPERAMOS QUE LA RECUPERACION DEL SECTOR IMPULSE LOS RESULTADOS DE TECNOCOM A PARTIR DEL EJERCICIO 2011

En nuestras estimaciones de resultados para la Compañía hemos contemplado varias hipótesis, tal y como detallamos a continuación:

- No esperamos una recuperación del sector TIC hasta el ejercicio 2011 en España, ya que creemos que a la economía española le va a costar más que al resto de Europa salir de la actual crisis económica (consideramos que la elevada tasa de paro, la ausencia de un sector económico que sea capaz de impulsar la economía y ejerza el relevo del inmobiliario y el elevado endeudamiento público y privado serán sus principales lastres).
- En Latinoamérica pensamos que los servicios de consultoría y externalización y servicios gestionados pueden tener un mejor comportamiento, debido principalmente a la fuerte necesidad de inversiones que existe en la región. No obstante, la presencia de TEC en esta área geográfica es principalmente a través de su negocio de IRS, muy dependiente de multinacionales como Telefónica (TEF).
- Esperamos un descenso menos pronunciado y una posterior recuperación más lenta de las líneas de negocio Servicios Gestionados y Consultoría y Outsourcing, y un descenso y un crecimiento posterior mayores para el negocio de IRS. Esto se debe a que esta última actividad es mucho menos recurrente y, por tanto, más sensible al ciclo que las dos anteriores.
- En cualquier caso, tampoco esperamos una contracción significativa del negocio de TEC ya que, tal y como ha señalado la Compañía, los niveles de actividad alcanzados en la actualidad los considera niveles suelo.
- Esperamos que hasta 2011 siga habiendo cierta presión en precios, pero creemos que el peso que están ganando los productos de mayor valor añadido en el mix de negocio de TEC protegerán su margen bruto.
- Además, a partir de 2011, cuando la actividad del Grupo retome la senda del crecimiento, esperamos que se produzca un apalancamiento de su

estructura operativa, lo que se traducirá en una mejoría sustancial de los márgenes de explotación EBITDA y EBIT.

- Aunque es posible que el Grupo lleve a cabo nuevas adquisiciones de compañías, en nuestras estimaciones nosotros no contemplamos operaciones corporativas, por no poder anticipar en qué términos se producirán éstas.
- Señalar que respecto a nuestras previsiones anteriores, las actuales suponen un retroceso de alrededor de 2 años en la consecución de los resultados proyectados, principalmente por la mayor profundidad de la crisis en España.

Con estas hipótesis, hemos proyectado unas ventas para el ejercicio 2009 de EUR 404,49 millones, un 6,5% inferiores a las alcanzadas en el ejercicio precedente. Para el ejercicio 2010 proyectamos un estancamiento de las ventas, que comenzarán a crecer en 2011 para alcanzar al año siguiente EUR 460,88 millones, lo que implica una tasa anual de crecimiento compuesto (tacc) del 1,6% respecto a 2008. En nuestras anteriores estimaciones habíamos previsto unas ventas de EUR 457,4 millones en 2009 y EUR 484,7 millones en 2010, ya que no contábamos con el deterioro tan intenso que ha sufrido el escenario macroeconómico general. El desglose de nuestras estimaciones por línea de negocio es el siguiente:

ESTIMACIONES DE VENTAS POR LINEA DE NEGOCIO (2008-2012E)

Cuadro n. 5

EUR millones	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	12/08
Consultoría y Outsourcing <i>Crecimiento</i>	175,3 9%	166,9 -5%	163,6 -2%	173,4 6%	183,8 6%	1,2%
Servicios Gestionados <i>Crecimiento</i>	91,4 -10%	89,8 -2%	88,9 -1%	93,4 5%	98,0 5%	1,8%
IRS <i>Crecimiento</i>	166,2 4%	147,7 -11%	150,7 2%	165,8 10%	179,0 8%	1,9%
Total <i>Crecimiento</i>	432,8 3%	404,5 -7%	403,2 0%	432,5 7%	460,9 7%	1,6%

Fuente: Estados financieros de TEC (2008). Estimaciones y elaboración propias.

Tal y como señalábamos antes, esperamos que el margen bruto quede protegido de la presión a la baja en precios por el cambio en el mix de negocio del Grupo, con lo que sólo esperamos un leve descenso de dos décimas en 2009, hasta el 26,6%, para mejorar progresivamente en los ejercicios posteriores, hasta el 28,4% en 2012. Recordamos que el margen bruto aquí

proyectado no se corresponde con el presentado en las cuentas anuales de la Compañía según las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) que se exhiben en el anexo n. 2, si no que corresponde al utilizado por la Compañía para el análisis de sus resultados.

PROYECCION DEL MARGEN BRUTO (2008-2012E)

Cuadro n. 6

EUR millones	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	12/08
Ventas	432,80	404,49	403,21	432,54	460,88	1,6%
Margen bruto	115,94	107,67	108,35	120,82	130,93	3,1%
<i>Margen/ventas</i>	26,8%	26,6%	26,9%	27,9%	28,4%	

Fuente: Estados financieros de TEC (2008). Estimaciones y elaboración propias.

Tal y como hemos señalado antes, esperamos que el crecimiento de las ventas permita a la Compañía apalancar su estructura operativa, lo que redundará en una mejora significativa de los márgenes EBITDA y EBIT sobre ventas. En concreto, esperamos que el margen EBITDA/ventas pase del 5,6% en 2008 al 6,4% en 2009 (en este caso por los recortes de costes y reestructuración que el Grupo está llevando a cabo y que ya mostraron su efecto en el 1S2009), para alcanzar el 9,5% en 2012. Igualmente, esperamos que el margen EBIT sobre ventas pase del 4,2% en el 2008 al 4,7% en 2009 y al 7,9% en 2012. Con esta evolución, proyectamos un EBITDA de EUR 25,7 millones en 2009 (EUR 44,7 millones previstos anteriormente), EUR 25,6 millones en 2010 (EUR 49,2 millones previstos anteriormente), EUR 36,0 millones en 2011 y EUR 44,0 millones al final del periodo proyectado, lo que supone una tacc del 16,1% respecto a 2008. Para el EBIT proyectamos EUR 18,8 millones en 2009 (EUR 31,4 millones previstos antes), EUR 18,5 millones en 2010 (frente a EUR 34,9 millones previstos antes), EUR 28,6 millones en 2011 y EUR 36,4 millones en 2012, lo que implica una tacc del 18,6%.

Esperamos que los costes financieros netos se vayan reduciendo progresivamente en los próximos años a medida que el Grupo va reduciendo su endeudamiento neto, para convertirse en ingresos financieros netos en el último año proyectado al contar la Compañía en dicho ejercicio con una posición de tesorería neta –en el siguiente punto de este informe explicamos nuestras proyecciones para la evolución de la estructura financiera de la Compañía. Así, esperamos que en el presente ejercicio los gastos financieros netos alcancen EUR 3,5 millones (EUR 5,6 millones en 2008) y que en 2012 la Compañía registre unos ingresos financieros netos de EUR 0,3 millones. Nuestras estimaciones anteriores apuntaban a unos costes financieros netos de EUR 2,2 millones en 2009 y EUR 0,5 millones en 2010.

No hemos proyectado resultados extraordinarios en el periodo proyectado. Tampoco contemplamos cargos ni abonos en el epígrafe correspondiente al impuesto de sociedades (salvo el abono ya registrado en el 1S2009). La Compañía contaba a finales de 2008 con EUR 96 millones de bases imponibles negativas (gran parte de ellas no activadas), que el Grupo irá consumiendo en los siguientes ejercicios, por lo que no habrá una salida de caja por este concepto –la Compañía podría activar más bases imponibles negativas en los próximos años, lo que se reflejaría como un ingreso en la cuenta de resultados, pero esto no modificará los flujos de efectivo. Esta hipótesis es la que habíamos contemplado en nuestras previsiones anteriores.

Tras esto, y con unos resultados correspondientes a socios minoritarios insignificantes, el beneficio neto

atribuible del Grupo alcanzará, según nuestras estimaciones, EUR 15,2 millones en el ejercicio 2009, lo que supone un incremento del 6,9% respecto al ejercicio anterior, y EUR 36,3 millones en 2012, lo que implica una tacc del 26,4% también respecto a 2008. Nuestras anteriores previsiones apuntaban a un beneficio neto atribuible de EUR 28,2 millones en 2009 y de EUR 33,2 millones en 2010.

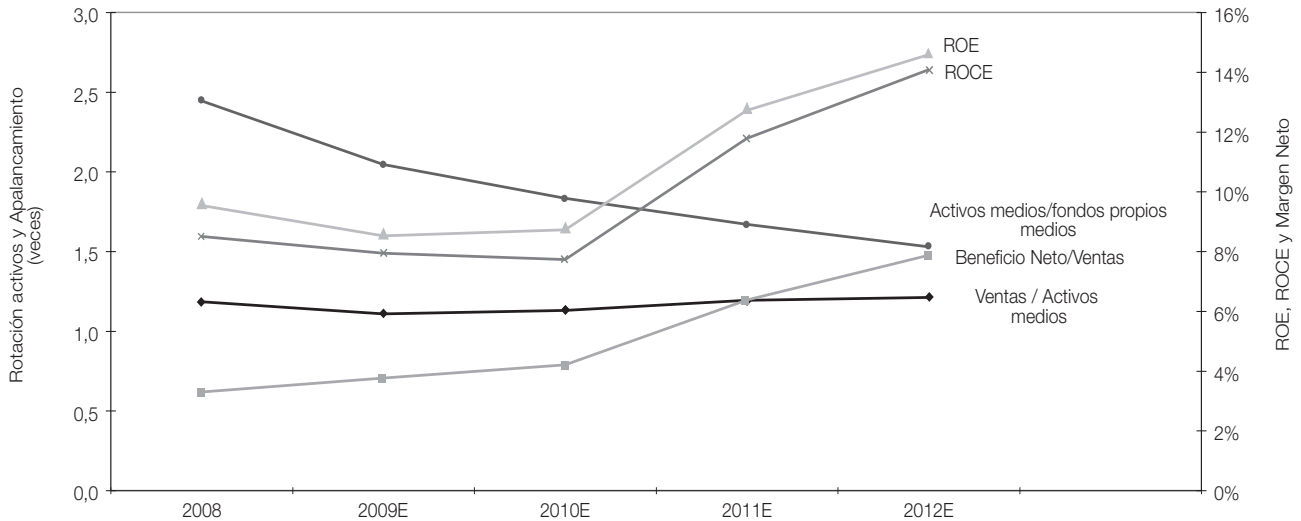
LA COMPAÑÍA CUENTA CON CAPACIDAD FINANCIERA PARA REALIZAR OPERACIONES CORPORATIVAS QUE LE PERMITAN SEGUIR GANANDO MASA CRITICA

TEC cerró el ejercicio 2008 con una deuda neta de EUR 46,80 millones, equivalente a 1,9 veces el EBITDA generado en dicho ejercicio por la Compañía. En los próximos ejercicios, tal y como hemos señalado antes, esperamos que la caja generada anualmente por el Grupo le permita devolver su deuda y generar una posición de tesorería neta de EUR 38,9 millones en 2012. Con esto, concluimos que TEC tiene la capacidad financiera para llevar a cabo importantes operaciones corporativas, que nosotros no hemos contemplado en nuestro modelo por no poder predecir los términos en los que éstas se podrán producir.

Este progresivo desapalancamiento de la estructura financiera penalizará la evolución de la rentabilidad de los fondos propios (ROE) del Grupo. Así, el incremento del apalancamiento operativo y el incremento de los márgenes de explotación del Grupo resultarán en una mejora de la rentabilidad del capital empleado (ROCE) desde el 8,50% en 2008 hasta el 14,08% en 2012 –este ratio está calculado con deuda bruta, con lo que no tiene en cuenta la posición de tesorería neta con la que acaba la Compañía en 2012. Mejora similar será la experimentada por la rentabilidad sobre los fondos propios (ROE), desde el 9,5% hasta el 14,6%, si bien el desapalancamiento de la estructura financiera lastrará esta evolución (ver gráfico n. 1). Por ello, consideramos que el mantenimiento de dicha estructura, muy poco apalancada ya desde el inicio, sólo se justifica 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 comenzara a repartir dividendos. En cualquier caso el ROE se mantendrá en todo momento por encima del ROCE, por lo que la estructura financiera de TEC es eficiente desde el punto de vista de la rentabilidad alcanzable por el accionista. Por último, señalar que durante el periodo proyectado el ROCE se mantendrá en todo momento por encima del coste medio ponderado del capital (WACC), por lo que la Compañía creará valor en términos de Economic Value Added (EVA).

EVOLUCION DEL ROE- ANALISIS DUPONT (2008-2012E)

Gráfico n. 1



Fuente: Estados financieros de TecnoCom 2008. Estimaciones y elaboración propia.

LA CAIDA DE LA VALORACION POR MULTIPLICADORES BURSATILES NOS HA LLEVADO A REBAJAR NUESTRO PRECIO OBJETIVO PARA EL VALOR DESDE EUR 5,11 HASTA EUR 4,03

- 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 479,68 millones, lo que supone un precio por acción de EUR 6,39. A esta valoración le hemos aplicado un descuento del 20%, resultando en un valor de EUR 383,74 millones o EUR 5,11 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 2009-2012. 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 6,19% (su cálculo se recoge en el anexo n. 3). Hemos de señalar que 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 46,61 millones (EUR 0,62 por acción). Asimismo, hemos incorporado el valor de los activos que quedan todavía por vender de la división industrial (EUR 4,3 millones o EUR 0,06 por acción).

En el informe que publicamos sobre la Compañía en enero de 2008 nuestra valoración de TEC por descuento de flujos de caja alcanzaba EUR 4,51 por acción. El incremento en la valoración actual respecto a la de entonces se debe a la caída de la rentabilidad de los bonos, de la prima del mercado y de la beta del valor que ha producido un importante descenso del wacc, que en enero de 2008 era del 7,42%.

- 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 2010. Aplicando este método, tal y como se muestra en el cuadro adjunto, hemos alcanzado un precio para las acciones de TEC de EUR 2,95 por acción, lo que supone valorar el Grupo en EUR 221,16 millones. En la valoración por multiplicadores bursátiles que realizamos en enero de 2008 habíamos alcanzado un valor para TEC de EUR 5,70.

VALORACION DE TECNOCOM POR MULTIPLICADORES BURSATILES

Cuadro n. 7

08/10/2009	PER 10E	EV/EBITDA 10E	PCF 10E
AMPER (AMP)-veces	13,1	6,4	9,2
INDRA (IDR)-veces	13,7	8,7	11,8
Media-veces	13,4	7,5	10,5
Valoración TEC (EUR /acción)	3,03	2,45	3,37
Valoración Media (EUR/acción)			2,95

Fuente: FactSet. Elaboración propia.

- Combinando ambos métodos de valoración obtenemos un valor para TEC de EUR 302,45 millones y un precio objetivo 12 meses para sus acciones de EUR 4,03, respecto al cual las acciones de TEC presentan, a los precios a los que están cotizando, un potencial de revalorización del 23%.

CONSIDERAMOS QUE A LOS NIVELES ACTUALES DE COTIZACION EL VALOR ES UNA INTERESANTE 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 fundamentalmente enfocada al 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.

De entre estas operaciones destaca la adquisición de Getronics Iberia, que supuso un profundo cambio en el mix de negocio del Grupo, ganando importancia en éste los productos de mayor valor añadido, que, además, aportan unos ingresos al Grupo más recurrentes.

Tras digerir la mencionada adquisición de Getronics Iberia, que ha implicado una importante reestructuración del Grupo, 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. El reducido apalancamiento financiero que tiene en la actualidad TEC le permitirá afrontar adquisiciones de un tamaño importante.

En el corto plazo, la Compañía debe hacer frente a la actual crisis económica que estamos atravesando, que está provocando profundos retrocesos en las cifras de actividad del sector. Ante esta coyuntura el peso que han ganado las actividades más recurrentes y de mayor valor añadido, y el liderazgo del Grupo en algunos productos está defendiendo su cuenta de resultados. Incluso, la debilidad de la demanda en el sector, está acelerando la transición de TEC hacia los productos de mayor valor añadido, al estar descartando la Compañía aquellas ventas menos interesantes. Por otro lado, debemos señalar que la actual crisis económica mundial ha provocado que existan numerosas oportunidades de inversión en pequeñas compañías del sector que se encuentran en dificultades. No obstante, el Grupo prefiere ser prudente y centrará su política de adquisiciones en empresas sólidas.

En el actual escenario de debilidad económica esperamos que TEC sea capaz de proteger sus resultados en los próximos ejercicios. Así, esperamos cierta estabilidad de resultados en los ejercicios 2009 y 2010 para que a partir del ejercicio 2011 el incremento de las ventas y el apalancamiento de la estructura operativa del Grupo impulse con fuerza los beneficios del Grupo. Con esto, estimamos un crecimiento anual acumulado del 19% para el beneficio de explotación en el periodo 2009–2012.

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 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 4,03, con lo que, a los precios actuales, éstas están cotizando con un interesante potencial de revalorización del 23%. Esto y las relativamente buenas perspectivas que presenta el negocio del Grupo nos llevan a reiterar nuestra recomendación para el valor de **COMPRAR**.

ANEXO N° 1

PRINCIPALES RATIOS ECONOMICO-FINANCIEROS
Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)
(Evolución 2004/2008; Proyecciones 2009/2012)

	2012E	2011E	2010E	2009E	2008	2007	2006	2005	2004
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO									
• Ratio de solvencia (acir/pcir)	2,04	1,79	1,63	1,56	1,41	1,10	1,63	2,97	1,71
• Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,37	0,25	0,23	0,21	0,13	0,19	0,15	0,88	0,26
• Fondo de maniobra operativo (Euro. mill.)	138,90	130,36	121,52	123,01	125,46	61,01	43,99	17,06	26,53
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO									
• F.Propios+Int.Min./pasivo total	0,69	0,63	0,57	0,52	0,46	0,36	0,46	0,48	0,50
• F.Propios+Int.Min./pasivo l/p	0,97	0,92	0,86	0,81	0,77	0,79	0,73	0,86	0,76
• F.Propios+Int.Min./activo fijo	1,69	1,45	1,27	1,16	1,06	0,91	1,16	2,04	1,21
• Fondos accionista/activo fijo	1,69	1,45	1,28	1,17	1,07	0,93	1,24	2,11	1,28
• Recursos permanentes/activo fijo	1,75	1,58	1,47	1,44	1,38	1,15	1,59	2,36	1,59
• Recursos ajenos/activo total	0,02	0,05	0,09	0,12	0,14	0,09	0,14	0,06	0,13
• Deuda neta/fondos accionista	(0,14)	(0,04)	0,05	0,15	0,27	0,25	0,31	(0,13)	0,27
• EBIT/gastos financieros brutos	125,83	(37,98)	(14,06)	(5,35)	(3,27)	(2,85)	(1,55)	8,44	1,23
• Gastos financieros netos/ventas n.	0,00	0,00	0,00	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)	(0,01)
• CF explot./gts.financieros netos	152,10	(47,75)	(19,49)	(7,31)	(4,31)	(4,68)	(2,70)	4,92	(1,71)
RENDIMIENTO INVERSION									
• ROA (**)	9,6%	7,7%	4,8%	4,2%	3,9%	3,0%	neg.	neg.	n.s.
• ROE (**)	14,6%	12,7%	8,7%	8,5%	9,5%	7,6%	neg.	neg.	n.s.
• ROCE	14,1%	11,8%	7,7%	7,9%	8,5%	3,3%	2,2%	neg.	n.s.
• BAII/fondos accionista (A)	14,6%	12,7%	8,7%	8,5%	8,1%	2,9%	0,7%	neg.	n.s.
• BAII/recursos permanentes (A1)	13,7%	11,7%	7,9%	8,3%	9,5%	3,8%	2,8%	neg.	n.s.
• A/A1	1,06	1,09	1,11	1,03	0,85	0,76	0,25	n.s.	n.s.
RESULTADOS EXPLOTACION									
• Margen bruto	63,8%	63,3%	62,3%	62,0%	62,1%	46,8%	40,5%	38,8%	43,8%
• Ebitda/ventas	9,5%	8,3%	6,3%	6,4%	5,6%	5,4%	3,3%	(7,1%)	1,8%
• Margen explotación	7,9%	6,6%	4,6%	4,7%	4,2%	3,3%	1,9%	(12,3%)	(1,3%)
• BAII/ventas	8,0%	6,4%	4,3%	3,8%	2,8%	2,0%	0,4%	(9,2%)	(2,8%)
• B°Neto/ventas	7,9%	6,4%	4,2%	3,8%	3,3%	4,5%	2,8%	(19,7%)	2,4%
UTILIZACION DEL ACTIVO									
• Ventas/tesorería	14,22	17,25	16,80	20,26	16,98	7,31	12,01	6,11	n.s.
• Ventas/cuentas a cobrar	3,42	3,43	3,31	3,00	2,98	1,47	2,71	2,86	n.s.
• Ventas/existencias	10,18	10,21	9,72	10,08	12,21	6,53	8,42	4,17	n.s.
• Ventas/activo total	1,21	1,19	1,13	1,11	1,18	0,60	0,90	0,65	n.s.
DATOS POR ACCION									
• Beneficio neto por acción (Euro)	0,48	0,37	0,23	0,20	0,21	0,13	0,08	(0,34)	0,07
• Dividendo por acción (Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
• Cash-flow por acción (Euro)	0,59	0,47	0,32	0,29	0,30	0,19	0,13	(0,25)	0,18
• Valor contable por acción (Euro)	3,58	3,09	2,72	2,49	2,52	2,36	1,92	1,22	1,62
• Precio/valor contable (*)	0,92	1,06	1,21	1,32	1,31	1,36	3,20	2,54	1,88
RATIOS BURSATILES									
• Precio 31.12 (Euro) (*)	3,29	3,29	3,29	3,29	3,29	3,21	6,15	3,10	3,05
• PER (veces)	6,8	8,9	14,5	16,2	15,7	24,5	77,4	neg.	44,3
• Precio/Cash-flow	5,6	7,1	10,2	11,1	10,8	16,7	48,3	(12,5)	17,0
• Rentabilidad por dividendo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
• Pay-out	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

(*) La cotización utilizada para los ejercicios 2008-2012 es la actual.

(**) Ajustados descontando resultados extraordinarios

Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.

ANEXO N° 2

CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado
Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)
(Evolución 2004/2008; Proyecciones 2009/2012)

EUR millones	2012E	2011E	2010E	2009E	2008	2007	2006	2005	2004
Total Ventas	460,88	432,54	403,21	404,49	432,79	158,03	117,25	60,13	84,46
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	0,00	0,47	3,13	(0,30)	1,92	(1,70)
Coste de Ventas	(166,79)	(158,59)	(152,11)	(153,62)	(164,11)	(85,71)	(69,63)	(37,98)	(46,47)
MARGEN BRUTO	294,09	273,95	251,10	250,87	269,16	75,45	47,32	24,06	36,29
Gastos Explotación	(256,14)	(243,61)	(230,78)	(230,43)	(250,58)	(68,91)	(44,46)	(29,13)	(35,00)
Otros ingresos explotación	6,02	5,65	5,27	5,29	5,66	2,05	1,03	0,78	0,22
CASH-FLOW DE EXPLOTACION (EBITDA)	43,98	35,99	25,59	25,73	24,23	8,60	3,89	(4,29)	1,51
Amortización inmovilizado	(7,59)	(7,37)	(7,14)	(6,91)	(5,85)	(3,37)	(1,66)	(3,08)	(2,60)
BENEFICIO EXPLOTACION	36,39	28,62	18,46	18,83	18,38	5,23	2,22	(7,37)	(1,09)
Rdos. financieros netos	0,29	(0,75)	(1,31)	(3,52)	(6,06)	(2,07)	(1,77)	1,85	(1,31)
Rdos. No recurrentes	0,00	0,00	0,00	0,00	(0,02)	(0,65)	3,83	(6,23)	4,15
Impuesto de sociedades	0,00	0,00	0,00	0,07	2,15	4,83	(0,89)	(0,07)	0,00
RESULTADO OPERACIONES CONTINUADAS	36,68	27,87	17,14	15,37	14,45	7,34	3,40	(11,81)	1,75
Rdos. Operaciones descontinuadas	0,00	0,00	0,00	0,00	(0,03)	(0,09)	0,00	0,00	0,00
BENEFICIO NETO	36,68	27,87	17,14	15,37	14,42	7,25	3,40	(11,81)	1,75
Minoritarios	(0,37)	(0,28)	(0,17)	(0,15)	(0,18)	(0,07)	(0,09)	(0,02)	0,29
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	36,31	27,59	16,97	15,22	14,24	7,19	3,30	(11,83)	2,04
<i>EBITDA</i>	<i>43,98</i>	<i>35,99</i>	<i>25,59</i>	<i>25,73</i>	<i>24,23</i>	<i>8,60</i>	<i>3,89</i>	<i>(4,29)</i>	<i>1,51</i>
<i>EBIT</i>	<i>36,39</i>	<i>28,62</i>	<i>18,46</i>	<i>18,83</i>	<i>18,38</i>	<i>5,23</i>	<i>2,22</i>	<i>(7,37)</i>	<i>(1,09)</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>43,90</i>	<i>34,96</i>	<i>24,11</i>	<i>22,12</i>	<i>20,71</i>	<i>10,54</i>	<i>5,30</i>	<i>(8,54)</i>	<i>5,29</i>

BALANCE DE SITUACION - Grupo Consolidado
Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)
(Evolución 2004/2008; Proyección 2009)

EUR millones	2009E	2008	2007	2006	2005	2004
ACTIVOS NO CORRIENTES	161,47	161,88	142,01	68,59	20,57	39,58
ACTIVOS CORRIENTES	196,48	210,57	215,58	101,28	41,09	56,24
OPERACIONES DISCONTINUADAS	0,00	0,00	1,34	2,34	26,42	0,00
TOTAL ACTIVO	357,95	372,44	358,92	172,20	88,09	95,82

EUR millones	2009E	2008	2007	2006	2005	2004
PATRIMONIO NETO	187,05	171,68	129,49	79,83	42,04	47,88
PASIVOS NO CORRIENTES	44,87	51,93	34,12	29,37	6,61	15,03
PASIVOS CORRIENTES	126,03	148,84	195,19	62,16	13,81	32,91
OPERACIONES DISCONTINUADAS	0,00	0,00	0,12	0,84	25,63	0,00
TOTAL PASIVO	357,95	372,44	358,92	172,20	88,09	95,82

Número acciones (millones) (*) 75,03 68,20 54,96 41,63 34,46 29,54

(*) En el ejercicio 2007 CIB 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 normalizada	Coste después tasa imp.	Contribución tasa actualización
Fondos Propios 31/12/09E	186,12	78%	6,94%	--	6,94%	5,41%
Deuda bruta 31/12/09E (Euro mill.)	52,55	22%	5,03%	30,0%	3,52%	0,78%
(Eur millones)	Total	238,67	100%			6,19%

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

VALORACION DE LA COMPAÑIA-PRINCIPALES PARAMETROS APLICADOS

	Otros activos	Deuda bruta	Valor compañía
DCF ajustado (EUR mill.)	46,59		
Valor residual	434,74		
Total	481,32	50,91	(52,55)
Valoración por acción - EUR			6,39
Valoración tras descuento por acción - Euro			5,11

Tir bono 10 años:	3,73%
g (crecimiento perpétuo):	2,00%
Prima mercado:	4,17%
Beta:	0,77
Prima de riesgo	3,21%
PER Residual:	23,9

CALCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACION AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2004/2008; Proyecciones 2009/2012)- Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)

EUR MILLONES	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
Beneficio explotación (EBIT)	(1,09)	(7,37)	2,22	5,23	18,38	18,83	18,46	28,62	36,39
Impuestos imputables al EBIT	0,00	0,00	(0,46)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EBIT ajustado (NOPLAT)	(1,09)	(7,37)	1,76	5,23	18,38	18,83	18,46	28,62	36,39
Amortización	2,60	3,08	1,66	3,37	5,85	6,91	7,14	7,37	7,59
Otros cargos	0,65	0,21	0,33	(0,01)	0,62	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash-flow explotación ajustado	2,16	(4,08)	3,76	8,58	24,85	25,73	25,59	35,99	43,98



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)”.

