

TECNOCOM

Reinicio Cobertura

Sector: Telecomunicaciones y Otros (Tecnología y Telecomunicaciones)

Accionistas (pre ampliación):

Corporación Caixa Galicia: 14,734%

Ladislao de Arriba Azcona: 14,031%

Aurantia 2003: 9,211%

Promociones Keops: 8,407%

Luis Solera: 6,607%

COMPRAR

RIESGO: ALTO

Analista: Paula Sampedro

Mesa de contratación: Enrique Zamácola / Javier de Pedro

Tel. : 915 733 027

Fax: 915 044 046

Precio acción (30/01/08):	EUR 3,82
Precio objetivo (12 meses) (**):	EUR 5,11
Nº de Acciones (mill) (***):	62,00
Capitalización Bursátil (mill) (***):	EUR 236,86
Máx/Mín 2008:	EUR (4,10/3,39)
Máx/Mín (12 meses):	EUR (6,66/3,39)
% Máx/Mín (12 meses):	-43/13
PER 04:	44,3
PER 05:	neg.
PER 06:	77,4
PER 07 E:	57,0
PER 08 E:	32,4
PER 09 E:	8,2
PER 10 E:	7,1

Datos sobre contratación media diaria

Últimos 12 meses

EUR (millones):	0,93
Títulos:	171.358
Frecuencia cotización:	100%

Evolución Precio Acción relativo a

	2008	12 meses
Sector (1.399,26):	11%	-54%
Indice General (1.432,49):	11%	-30%
Ibex-35 (13.217,1):	11%	-32%

Principales Ratios

	EV / EBITDA	EBITDA (*)	EBIT (*)	B° neto atribuible (*)	cash-flow (*)	B° neto por acción	CFlow por acción	ROE (**)	ROA (**)	Dividendo por acción	P-Out (%)
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
2007E	27,7	10,10	5,40	3,68	8,72	0,07	0,16	3,1	1,2	0,00	0,0
2008E	9,3	30,37	18,31	7,31	19,74	0,12	0,32	10,4	4,0	0,00	0,0
2009E	5,7	44,68	31,42	28,19	41,84	0,45	0,67	15,5	7,3	0,00	0,0
2010E	4,6	49,18	34,87	33,23	47,94	0,54	0,77	15,7	8,0	0,00	0,0

(*) EUR millones

(**) Ajustados descontando resultados extraordinarios

(***) Calculados incluyendo la ampliación de capital que va a realizar la Compañía mediante la emisión de 6,81 millones de acciones

Enero 2008

FACTORES CLAVE DE LA INVERSION

- **En los últimos años Tecnocom (CIB, 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).**
- **La Compañía ha llevado a cabo este proceso mediante adquisiciones, incrementando su tamaño de forma importante, y posicionándose como una de las principales compañías locales del sector en España.**
- **CIB prevé continuar este proceso con nuevas adquisiciones que complementen su presencia 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.**
- **Una parte del importe de las adquisiciones realizadas se ha pagado mediante acciones de nueva emisión de CIB.** Esto, unido a otra ampliación de capital monetaria que llevó a cabo el Grupo en 2007, ha fortalecido su base de capital.
- **Por ello, a pesar del fuerte esfuerzo inversor del Grupo en los últimos dos años, el apalancamiento financiero de CIB es reducido, lo que le permite tener capacidad para financiar las nuevas oportunidades de inversión que considere interesantes.**
- **La reciente adquisición de Getronics impulsará los resultados del Grupo. Además, esperamos una importante mejoría de los márgenes de explotación de CIB gracias a varios factores: i) las mejoras de eficiencia derivadas de la mayor masa crítica del Grupo así como en la propia**

Getronics gracias a su integración en éste; ii) el despegue del proyecto Metrocall, cuyos costes se refieren principalmente a la inversión en red; y iii) la apuesta del Grupo por las soluciones de mayor valor añadido. Con ello, esperamos que el EBIT pase de EUR 5,40 millones en el ejercicio 2007 a EUR 34,87 millones en 2010.

- **Hemos establecido un precio objetivo 12 meses para las acciones de CIB de EUR 5,11** respecto al cual éstas están cotizando en la actualidad con un interesante descuento de más del 25%, después de que el valor haya caído casi un 45% en los últimos seis meses. En nuestra opinión, este fuerte descenso de la cotización de CIB es excesivo, y se ha acentuado, en parte, y sobre todo en las últimas semanas, debido a factores externos a la Compañía y, en concreto, debido a la huida hacia la liquidez y hacia valores de corte más defensivo que están realizando los inversores ante las incertidumbres macroeconómicas que existen en la actualidad. Por ello, esperamos que a medio plazo las acciones de la Compañía recuperen parte del excesivo castigo que han sufrido, por lo que **consideramos los niveles actuales del valor como una excelente oportunidad de COMPRA.** No obstante, queremos señalar que CIB es una Compañía en plena transformación, que todavía tiene que consolidar y digerir las inversiones que ha realizado. Esto, unido a que su actividad es cíclica y depende de los presupuestos de inversión del sector empresarial y está, además, concentrada en España, hace que calificuemos el riesgo de la inversión en el valor como ALTO. Con todo ello, **reiniciamos nuestra cobertura del valor con una recomendación de COMPRAR/ Riesgo: ALTO.**

**RECOMENDACION: COMPRAR
RIESGO: ALTO**

EN LOS ÚLTIMOS AÑOS TECNOCOM HA LLEVADO A CABO UN PROCESO DE TRANSFORMACION, MODIFICANDO SUSTANCIALMENTE EL PERFIL DEL GRUPO...

En los últimos ejercicios los gestores de CIB 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 funda-

mentalmente 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 CIB 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 CIB), este proceso ya se ha llevado a cabo (a excepción de Getronics cuya adquisición se acaba de cerrar) de una forma satisfactoria.

Cuadro n. 1

PRINCIPALES OPERACIONES CORPORATIVAS DE TECNOCOM (2006-2008)

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	85,75 (4)	Efectivo: 60%	9.159.303 acciones EUR 0,50 de nominal + EUR 4,59 prima de emisión
			Ampliación: 40%	6.812.081 acciones EUR 0,50 de nominal +EUR 3,97 de prima
	Adquisición 29% de Open Norte, hasta el 80% y opciones para adquirir 20% restante	2,3	Efectivo: 30% Ampliación: 70%	236.431 acciones EUR 0,50 de nominal + EUR 6,20 de prima de emisión
	Venta 64,9% Profesionalia	4,1		

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 CIB.
- (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) Corresponden a EUR 80 millones más EUR 15 millones de "earn out" supeditados a la consecución de un EBITDA en 1S2007 de EUR 7,75 millones, del que sólo se pagará una parte (EUR 5,75 millones).

• Adquisición de Eurocomercial, Scorpion y Open Solutions:

En abril de 2006 CIB 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. Su precio 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 CIB.

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 CIB; 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 CIB. 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 CIB.

Para abonar la parte en acciones del pago de la adquisición de las mencionadas compañías, CIB llevó a cabo una ampliación dineraria 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 supone un total de EUR 10,11 millones. Tras esto, el capital de CIB 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 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 CIB 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, CIB 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 más la tesorería estructural ociosa) y su pago fue íntegramente en metálico.

Tras esta operación CIB 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 comprende la antigua actividad de telecomunicaciones de CIB). 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 encarecimiento 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 CIB 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 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, CIB 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 algunas líneas de producción de la fábrica de China y unas naves en Italia, por los que creemos que el Grupo podría obtener en conjunto unos EUR 5,5 millones.

• Adquisición de Getronics Iberia

La operación más importante de este proceso de reorientación del Grupo es la adquisición de Getronics Iberia, por un importe de EUR 85,75 millones (incluyendo EUR 7,0 de deuda). Con esta adquisición CIB gana masa crítica y se posiciona en los primeros puestos del ranking del sector de TI en España. La operación se ha pagado un 60% en efectivo, mientras que un 40% se pagará mediante acciones nuevas de CIB. Para afrontar el pago de la parte de efectivo la Compañía ya ha llevado 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. Además, la Compañía va a realizar una ampliación de capital por importe de EUR 30,45 para atender al pago del 40% restante de Getronics en acciones nuevas de CIB. El precio de emisión de dicha ampliación será 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 emitirán 6,81 millones de acciones y Getronics (la matriz), perteneciente al grupo holandés KPN, tomará una participación del 11% en el capital de CIB.

Señalar que la adquisición de Getronics Iberia fue acordada antes de la adquisición de su matriz por el grupo KPN. No obstante, parece que KPN no prevé enajenar esta participación en CIB en el corto plazo y, en todo caso, de realizar una desinversión la realizaría de manera ordenada. De permanecer en su accionariado, CIB contará con un importante aliado internacional a la hora de desarrollar su negocio, especialmente en el sector financiero, donde Getronics goza de un gran prestigio. En este punto, señalar que recientemente se ha especulado en el mercado con que el acuerdo de KPN con Jazztel (JAZ) para desarrollar el negocio de operador móvil virtual de esta última en España pueda derivar en un contrato para CIB, lo que supuso un fuerte repunte puntual de sus acciones. Si bien creemos que es todavía demasiado pronto para aventurar tal cosa, tampoco podemos descartar que ello ocurra –en cualquier caso, nosotros hemos decidido no contemplar esa hipótesis a la hora de elaborar nuestras estimaciones de resultados para los próximos años, que exponemos más adelante en este informe.

La adquisición de Getronics Iberia viene a doblar el tamaño del Grupo y le posiciona como una de las principales compañías locales del sector. La compañía 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. En el ejercicio 2007, la compañía prevé alcanzar una cifra de negocio de EUR 275 millones y un EBITDA normalizado (antes de gastos corporativos cargados por la matriz y no recurrentes y de gastos de reestructuración) de EUR 13 millones. Así, según cifras proforma facilitadas por CIB cuando anunció la operación, esta adquisición impulsa la facturación del Grupo hasta EUR 458 millones y el EBITDA hasta EUR 26 millones en 2007.

INGRESOS 2007E PROFORMA POR UNIDADES DE NEGOCIO PRESUPUESTADOS INICIALMENTE (*)

EUR millones	Tecnocom	Getronics	Total
Outsourcing	49	175	224
Consultoría	60	12	72
Infraestructuras	73	88	161
Total	183	275	458

Fuente: Tecnocom.

(*) Cifras correspondientes a Tecnocom no contempladas en nuestras proyecciones para el ejercicio, que son algo más conservadoras. Las cifras de Getronics han sido reformuladas aplicando un cambio contable que recorta en unos EUR 25 millones la cifra de negocio.

- **Adquisición de un 29% de Open Norte:**

En julio de 2007, CIB adquirió un 29% de Open Norte, sociedad de la que ya había adquirido una participación del 51% con la compra de Open Solutions. Además, la Compañía alcanzó un acuerdo para adquirir el 20% del capital restante mediante unas opciones de compra y venta ejercitables a 3 años. El precio de la operación fue de EUR 2,3 millones, de los que un 30% se pagó en metálico y un 70% se pagará en acciones nuevas de CIB. Para hacer frente a este último pago, la Compañía ha propuesto a la Junta General Extraordinaria de Accionistas celebrada el pasado 10 de enero 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).

- **Venta de Profesionalia:**

Finalmente, también en julio de 2007, la Compañía procedió a la venta de su participación del 64,9% en Profesionalia, por el que ingresó EUR 4,14 millones. Profesionalia agrupa dos comunidades profesionales, secretariaplus.com y directivosplus.com, portales de Internet dedicados a secretarías (con más de 94.000 afiliadas) y directivos (con más de 20.000 afiliados).

... PROCESO QUE LA COMPAÑÍA COMPLETARA CON NUEVAS OPERACIONES QUE COMPLEMENTEN SU PRESENCIA EN PRODUCTOS Y MERCADOS, Y CONSOLIDEN SU POSICIONAMIENTO EN EL SECTOR

- En los próximos meses CIB se centrará en digerir la adquisición de Getronics Iberia, sociedad en la que llevará a cabo una reestructuración con el fin de impulsar su eficiencia y rentabilidad. En este sentido, señalar que Getronics Iberia es el resultado de la unión de varias empresas, sin que posteriormente se haya realizado un proceso de racionalización de aquellos recursos duplicados. Además, CIB

prevé poder realizar los servicios centrales hasta ahora proporcionados por la matriz Getronics a un menor coste del que ésta viene repercutiendo a su filial en España. No obstante, por ahora y mientras lleva a cabo la reestructuración de Getronics, CIB prevé mantenerla como entidad diferenciada, sin fusionarla con el resto del Grupo, para que no interfiera en la dinámica de la Compañía. En este punto, señalar que la integración de las compañías adquiridas en el ejercicio 2006 (a excepción de Softgal Gestión, como ya se ha señalado) se ha llevado a cabo sin grandes traumas, a pesar de haberse tenido que unir culturas empresariales diferentes sin que hubiera una gran organización de referencia previa –recordamos que las compañías adquiridas tenían más o menos el tamaño de la propia CIB.

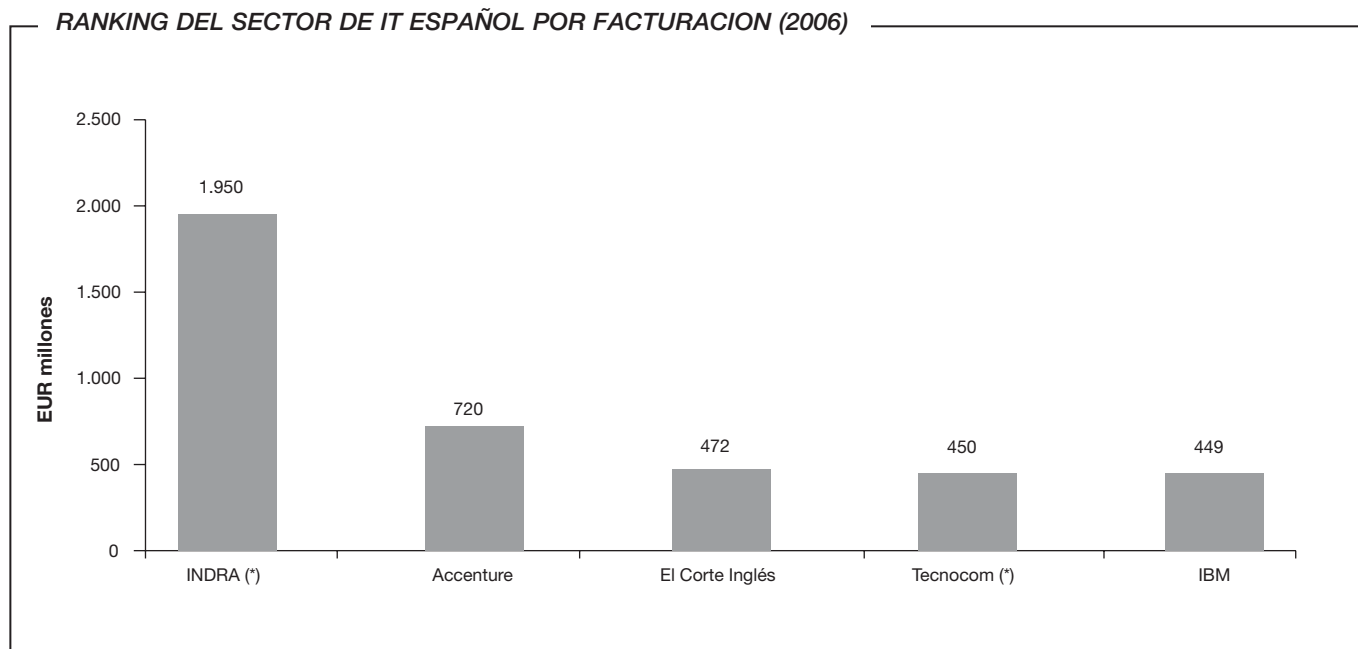
Por otro lado, además de estas mejoras de eficiencia, CIB espera que Getronics pueda recuperar el crecimiento de su actividad, estancada en los últimos años, a través del posicionamiento que ya tiene ésta en los clientes, simplemente reactivando la acción comercial de la empresa. En este punto recordar que Getronics tiene un negocio bastante recurrente, manteniendo relaciones a largo plazo con sus clientes. Este crecimiento debería verse fortalecido, además, con la generación de ventas cruzadas, ya que la integración de Getronics en el Grupo incrementa la cartera de productos y servicios de ambos, siendo las ofertas de ambos grupos muy complementarias.

- No obstante, con la compra de Getronics, con la que CIB gana una importante masa crítica, el Grupo no da por terminada su transformación, sino que prevé retomar el proceso de adquisiciones una vez digerida esta última. El Grupo considera que en el sector de TI en España, todavía muy segmentado, existe una oportunidad de mercado para posicionarse como la principal compañía local, diferenciándose de las grandes multinacionales tanto por su cercanía al cliente como por su estructura más flexible, que le permite ser muy competitiva en precios. Así, los principales competidores actuales

de CIB son compañías locales de TI de nicho, que no tienen el tamaño suficiente ni los recursos para competir con las compañías más grandes y que, a medio plazo, es de esperar que acaben integrán-

dose en una organización mayor. Con este escenario, el objetivo de CIB es convertirse en la compañía local líder del mercado latino de TI (Iberia más Latinoamérica).

Gráfico n. 1



Fuente: TecnoCom, Indra. Elaboración propia.

(*) Cifras pro forma.

Para ello, se centrará, por un lado, en compañías de nicho medianas (con una facturación de entorno a EUR 5–10 millones) que aporten calidad al Grupo, esto es, que tengan en su cartera de productos soluciones muy especializadas que les diferencien de la competencia, especialización que constituye una barrera de entrada al cliente y defiende la rentabilidad del producto, evitando su comoditización. Estas posibles futuras adquisiciones se llevarán a cabo siguiendo el esquema que ha empleado CIB en las realizadas en los últimos años, con una parte del pago en efectivo y la otra mediante acciones nuevas de CIB, que incorporen a los antiguos propietarios de las empresas adquiridas al accionariado del Grupo y, en su caso, a su equipo de gestión.

- Por otro lado, la Compañía prevé desarrollar su presencia internacional en Portugal, a través del posicionamiento que ya tiene Getronics Iberia, y Latinoamérica, donde buscará adquirir alguna compañía que le posicione en el sector. Actualmente en Latinoamérica CIB efectúa actividades de desarrollo de infraestructuras de telecomunicaciones, pero no tienen presencia local en TI, si bien da servicio a algunos de sus grandes clientes españoles que allí operan subcontratando los servicios de
- compañías locales. Por tanto, CIB ya tiene una demanda concreta que atender a partir de las grandes multinacionales españolas que operan en Latinoamérica. En concreto, CIB quiere desarrollar su presencia en los mercados en los que ya está (México, Colombia, Perú y Chile) y en Brasil, país este último con unos bajos costes de personal y donde la Compañía no descarta instalar un centro de producción. En cualquier caso, hemos de señalar que CIB se plantea esta expansión en Latinoamérica con cautela, siempre de la mano de las grandes multinacionales españolas a las que ya atiende en el mercado nacional y que le proporcionan una base de negocio que disminuye el riesgo de su expansión.
- Señalar, por otra parte, que en lo que se refiere al negocio de infraestructuras de telecomunicaciones CIB está muy expuesta a los ciclos de inversión de las operadoras, especialmente de Telefónica (TEF). Para reducir esta dependencia, la Compañía va a potenciar las actividades de gestión y mantenimiento frente a las de desarrollo de nuevas infraestructuras, ya que aquellas gozan de una mayor recurrencia y no están sujetas a los ciclos de inversión de los clientes.

- Por último, destacar que otro importante punto de desarrollo del Grupo lo constituye Metrocall, compañía fundada en el ejercicio 2000 por CIB y Metro de Madrid y que, tras haber experimentado el inicio de sus operaciones continuos retrasos en el pasado, ya está en pleno rodaje. Recordamos que Metrocall, sociedad en la que CIB participa con un 60% del capital y Metro de Madrid con el resto, es la empresa dedicada a desarrollar y explotar la infraestructura de telefonía móvil en la red del metro de Madrid. La compañía es la única con derecho de uso de los túneles del metro de Madrid para este fin, debido a que la estrechez de los túneles más antiguos impide que haya más de una red. 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 4,3 millones de canon). Además, CIB 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.

Metrocall espera finalizar la primera fase del despliegue (lo que es la “nuez central” de la red), que supone una inversión de EUR 18 millones, entre junio y diciembre de 2008. Posteriormente la Comunidad de Madrid quiere extender la infraestructura a toda la red de metro, para lo que han firmado un contrato a 12 años. El despliegue en el 100% de la red supondrá una inversión de EUR 70 millones.

LA TRANSFORMACION QUE HA EXPERIMENTADO EL GRUPO EN LOS ULTIMOS EJERCICIOS SE HA REFLEJADO EN SU CUENTA DE RESULTADOS...

- En el ejercicio 2006 CIB alcanzó un beneficio neto atribuible de EUR 3,30 millones, frente a la pérdida de EUR 11,83 millones registrada en el año anterior, evolución que refleja la transformación del Grupo que antes hemos descrito. Señalar que los resultados de Eurocomercial, Grupo Scorpion y Open Solutions se consolidan a partir del 1 de abril de 2006, y Softgal y Softgal Gestión a partir del 1 de octubre de 2006. Asimismo, es importante resaltar que, aunque la desinversión definitiva de la actividad industrial de CIB se llevó a cabo en el ejercicio 2006, el Grupo provisionó ya en el ejercicio precedente unas minusvalías de EUR 7,5 millones (además de registrar unas pérdidas ordinarias de EUR 11,6 millones) por esta actividad. Así, en el ejercicio 2006 la desinversión de la actividad industrial supuso un ingreso neto de EUR 4,4 millones en las cuentas del Grupo.

Tras la integración de las nuevas sociedades (durante los meses señalados) y la desinversión del área industrial la cifra de negocio del Grupo pasó de EUR 60,13 millones en 2005 a EUR 117,25 millones en 2006, mientras que el beneficio neto de explotación (EBIT) pasó de unas pérdidas de EUR 7,37 millones a un beneficio de EUR 2,22 millones.

Por su lado, los gastos financieros netos (excluyendo diferencias de cambio) se incrementaron sustancialmente, desde EUR 0,87 millones en 2005 hasta EUR 1,44 millones en 2006 como consecuencia del mayor endeudamiento neto soportado por el Grupo, tal y como detallamos más adelante en este informe.

- Esta progresión de resultados ha continuado en 2007. Así, CIB alcanzó un beneficio neto atribuible de EUR 3,16 millones en los nueve primeros meses del ejercicio (9M2007), frente a EUR 1,62 millones obtenidos en el mismo periodo del año anterior. Esta evolución refleja todavía el impacto de las adquisiciones realizadas en 2006.

Como consecuencia de estas adquisiciones la cifra de negocio pasó de EUR 70,74 millones en 9M2006 a EUR 107,73 millones en 9M2007. El incremento del negocio proporcionado por las nuevas sociedades más que compensa los retrasos sufridos en el negocio de infraestructuras de telecomunicaciones –como consecuencia de que el principal cliente del grupo, Telefónica (TEF), ha modificado su política de contratación en Latinoamérica, contratando ahora sus proyectos con los diseñadores en lugar de con los integradores.

Por último, aunque no disponemos de resultados de explotación para los 9M2007, señalar que en el 1S2007 el EBITDA había aumentado desde EUR 1,88 millones en 1S2006 hasta EUR 4,72 millones, y que el EBIT había aumentado desde EUR 1,29 millones hasta EUR 2,74 millones, mejorando estos márgenes sobre ventas desde el 4,1% hasta el 5,9% y desde el 2,8% el 3,4% respectivamente, gracias a las sinergias generadas tras la integración de las compañías adquiridas en 2006.

... NO OBSTANTE NO ESPERAMOS QUE SEA HASTA 2009 CUANDO EL BENEFICIO NETO DE TECNOCOM REFLEJE COMPLETAMENTE SU NUEVA REALIDAD

- Tal y como hemos señalado antes en este informe, la adquisición de Getronics, cerrada el día 20 del pasado mes de diciembre, incrementará sustancialmente la dimensión del Grupo, lo que se reflejará en

los resultados de la Compañía a partir del ejercicio 2008, si bien esperamos que en dicho ejercicio el Grupo incurra en importantes costes de reestructuración como consecuencia de la operación, con lo que no esperamos que sea hasta el ejercicio 2009 cuando los resultados de CIB comiencen a mostrar todo el potencial del nuevo grupo.

- Con esto, esperamos que las ventas de CIB alcancen en el ejercicio 2007 un importe de EUR 169,83 millones frente a EUR 117,25 millones en 2006, incremento que se debe principalmente al impacto de las adquisiciones realizadas a lo largo de 2006. Por el contrario, la adquisición de Getronics apenas tendrá impacto en estas cifras. En 2008, con la incorporación de esta última compañía esperamos que la cifra de negocio del Grupo alcance ya los EUR 428,12 millones. Por compañías esperamos un incremento del 5,8% para los ingresos de la antigua Tecnocon y un leve descenso del 0,6% para Getronics, por el impacto puntual de su integración en una nueva organización. En 2009, con la integración de ambas compañías en pleno funcionamiento, esperamos que las ventas del Grupo alcan-

cen un incremento del 6,8%, hasta EUR 457,39 millones, moderándose este crecimiento hasta el 6,0% al año siguiente, cuando proyectamos unas ventas de EUR 484,65 millones.

- Esperamos que en los próximos años los márgenes de explotación sobre ventas del Grupo mantengan una tendencia al alza durante todo el periodo, tal y como se muestra en el cuadro n. 3, gracias a tres factores: i) las mejoras de eficiencia derivadas de la mayor masa crítica del Grupo así como en la propia Getronics gracias a su integración en éste; ii) el despegue del proyecto Metrocall, cuyos costes se refieren principalmente a la inversión en red; y iii) la apuesta del Grupo por las soluciones de mayor valor añadido. Señalar que en las cifras presentadas no incluimos los gastos de reorganización que esperamos contabilice el Grupo en 2008 (unos EUR 8,0 millones) a consecuencia de la integración de Getronics, ya que hemos preferido incluirlos más abajo en la cuenta de resultados con el fin de no distorsionar el análisis de la evolución de los resultados de la Compañía.

Cuadro n.3

EVOLUCION ESPERADA DEL EBITDA Y EBIT (2006-2010E)

EUR millones	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
EBITDA	3,9	10,1	30,4	44,7	49,2
EBITDA/ventas (%)	3,3	5,9	7,1	9,8	10,1
EBIT	2,2	5,4	18,3	31,4	34,9
EBIT/ventas (%)	1,9	3,2	4,3	6,9	7,2

Fuente: Tecnocon (2006). Estimaciones propias.

- Esperamos que tras incrementarse ligeramente en 2007, hasta EUR 2,15 millones, y 2008, hasta EUR 2,95 millones, los gastos financieros netos vayan disminuyendo progresivamente en los siguientes ejercicios a medida que la Compañía va reduciendo su endeudamiento, hasta registrar unos gastos financieros netos de EUR 0,45 millones en 2010. Hemos de puntualizar que en estas proyecciones no contemplamos nuevas adquisiciones de compañías, al no poder predecir qué operaciones va a llevar a cabo CIB, si bien esperamos que éstas se produzcan.
- En nuestras proyecciones no hemos contemplado el pago de impuestos en todo el periodo, ya que la Compañía cuenta con bases imponibles negativas suficientes todavía por compensar. Finalmente, los resultados atribuidos a minoritarios se irán incrementando a lo largo del periodo, consecuencia principalmente del aumento de la actividad y los beneficios de Metrocall, pasando de EUR 0,08

millones en 2007 a EUR 1,20 millones en 2010. Con todo ello, esperamos que el beneficio neto atribuible de CIB se incremente sustancialmente en los próximos años, desde EUR 3,68 millones en 2007 (EUR 3,30 millones en 2006) hasta EUR 33,23 millones en 2010.

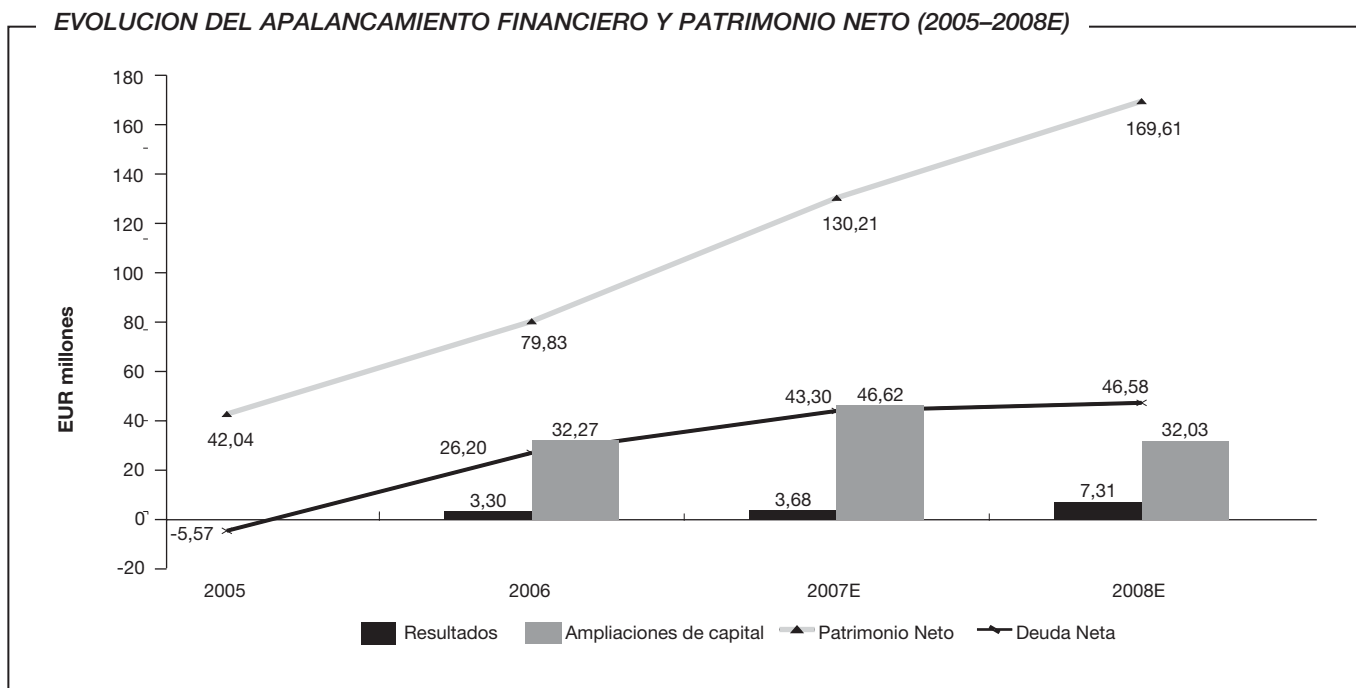
LA MAYOR DIMENSION DEL GRUPO LE HA DOTADO DE UNA IMPORTANTE CAPACIDAD PARA FINANCIAR NUEVAS ADQUISICIONES DE PRESENTARSE OPORTUNIDADES PARA ELLO

Tal y como hemos ya descrito en este informe, en los últimos ejercicios CIB ha llevado a cabo un importante número de adquisiciones que han modificado sustancialmente el perfil del Grupo, la última, Getronics, de un importe muy significativo, que ha provocado que CIB duplique su tamaño. No obstante, estas adquisiciones se han pagado/pagarán en parte con acciones del Grupo. Además, para hacer frente a la parte de

efectivo del pago por la adquisición de Getronics CIB realizó en 2007 una ampliación de capital dineraria. Con todo ello, tal y como resumimos a continuación y mostramos en el gráfico n. 2, CIB se ha ido capitali-

zando al tiempo que iba invirtiendo, con lo que en la actualidad cuenta con una sólida estructura financiera, que le permite tener un amplio margen para seguir invirtiendo.

Gráfico n. 2



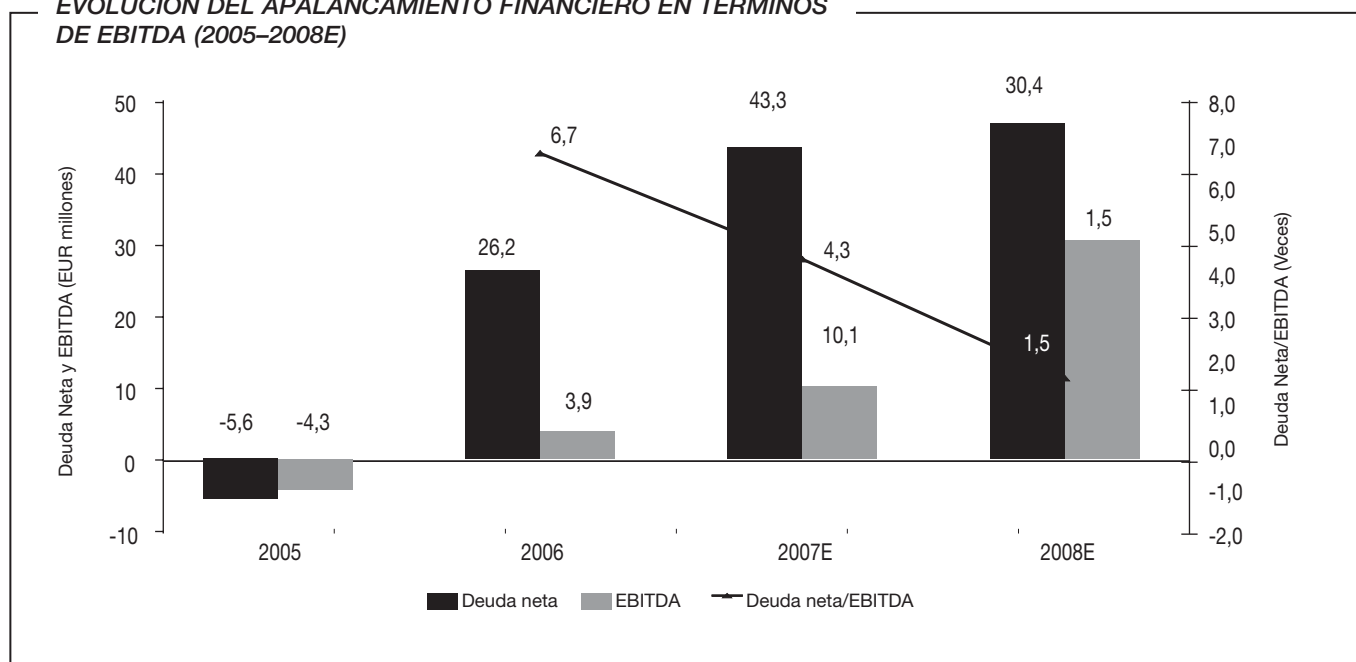
Fuente: Tecnocom. Elaboración y estimaciones propias.

Así, en el ejercicio 2006 CIB adquirió Eurocomercial (EUR 9,5 millones), Grupo Scorpion (EUR 7,4 millones), Open Solutions (EUR 21,0 millones) y Softgal (EUR 20 millones) por un importe total de unos EUR 57,9 millones. Al mismo tiempo emitió por un lado 1.123.503 nuevas acciones de (EUR 1,00 de valor nominal y EUR 8,00 de prima de emisión), lo que supone un total de EUR 10,1 millones para pagar parte de la adquisición de las tres primeras, mientras que emitió 2.461.637 nuevas acciones al mismo cambio (EUR 22,2 millones) que fueron suscritas por Corporación Caixa Galicia, dentro de la operación de venta a CIB de Softgal. Por su parte, para financiar el pago de la adquisición de Getronics (EUR 85,75 millones), CIB amplió su capital en 9.159.303 nuevas acciones (EUR 0,50 de valor nominal más EUR 4,59 de prima de emisión; en julio de 2007 la Compañía realizó un split de 2x1 de sus acciones) por un total de EUR 46,6 millones para financiar el pago en efectivo, mientras que tiene pendiente realizar una nueva emisión por EUR 30,45 millones (6,81 millones de acciones a un precio de EUR 4,47 por acción) para hacer frente al pago en acciones. Con todo ello, CIB no sólo ha conseguido limitar el uso de la deuda para

financiarse, sino que ha conseguido incrementar su base de capital de manera que le permitirá financiar nuevas operaciones en los próximos ejercicios. Con ello, tal y como se muestra en el gráfico n. 2, el apalancamiento del Grupo en términos de deuda neta/patrimonio neto es reducido y seguirá reduciéndose si no se llevan a cabo nuevas adquisiciones (que no conlleven ampliaciones de capital). En concreto, esperamos que pase del 32,8% en 2006 al 33,3% en 2007 y 27,5% al cierre de 2008. Si bien con estas cifras podría argumentarse que la Compañía podría haber sido más agresiva en la utilización de deuda para financiar sus operaciones, hemos de señalar que medido en términos de generación de caja el nivel de apalancamiento financiero del Grupo ha sido más bien elevado, con 6,7 veces deuda neta/EBITDA en 2006 y 4,3 veces en los que esperamos que finalice 2007, lo que justificaría este mayor conservadurismo. En cualquier caso, al incrementarse los resultados tras la integración de Getronics el apalancamiento financiero en términos de deuda neta/EBITDA descenderá a niveles mínimos ya a partir de 2008, tal y como mostramos en el gráfico n. 3.

Gráfico n. 3

EVOLUCION DEL APALANCAMIENTO FINANCIERO EN TERMINOS DE EBITDA (2005-2008E)



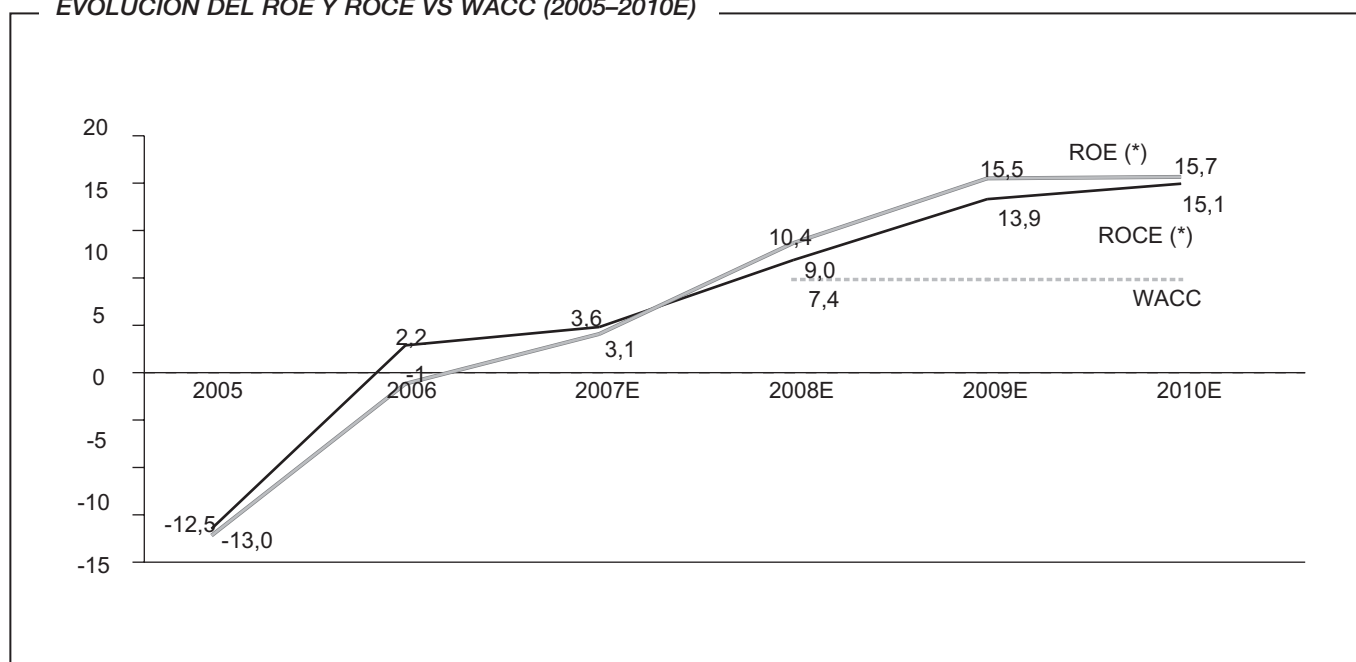
Fuente: Tecnocon. Elaboración y estimaciones propias.

Este bajo apalancamiento financiero, de mantenerse en el tiempo limitará la rentabilidad de los fondos propios medios (ROE), que se situará sólo ligeramente por encima de la rentabilidad del capital invertido medio (ROCE) desde el año 2008, ejercicio a partir del cual, por otro lado, esperamos que el Grupo empiece a crear valor en términos de Economic Value Added

(EVA), al situarse el ROCE por encima del coste de capital medio ponderado (WACC) que hemos calculado para CIB. Señalar que el examen de los ejercicios anteriores, en los que el nuevo Grupo se ha encontrado en pleno proceso de construcción, tiene una escasa aportación a nuestro análisis.

Gráfico n. 4

EVOLUCION DEL ROE Y ROCE VS WACC (2005-2010E)



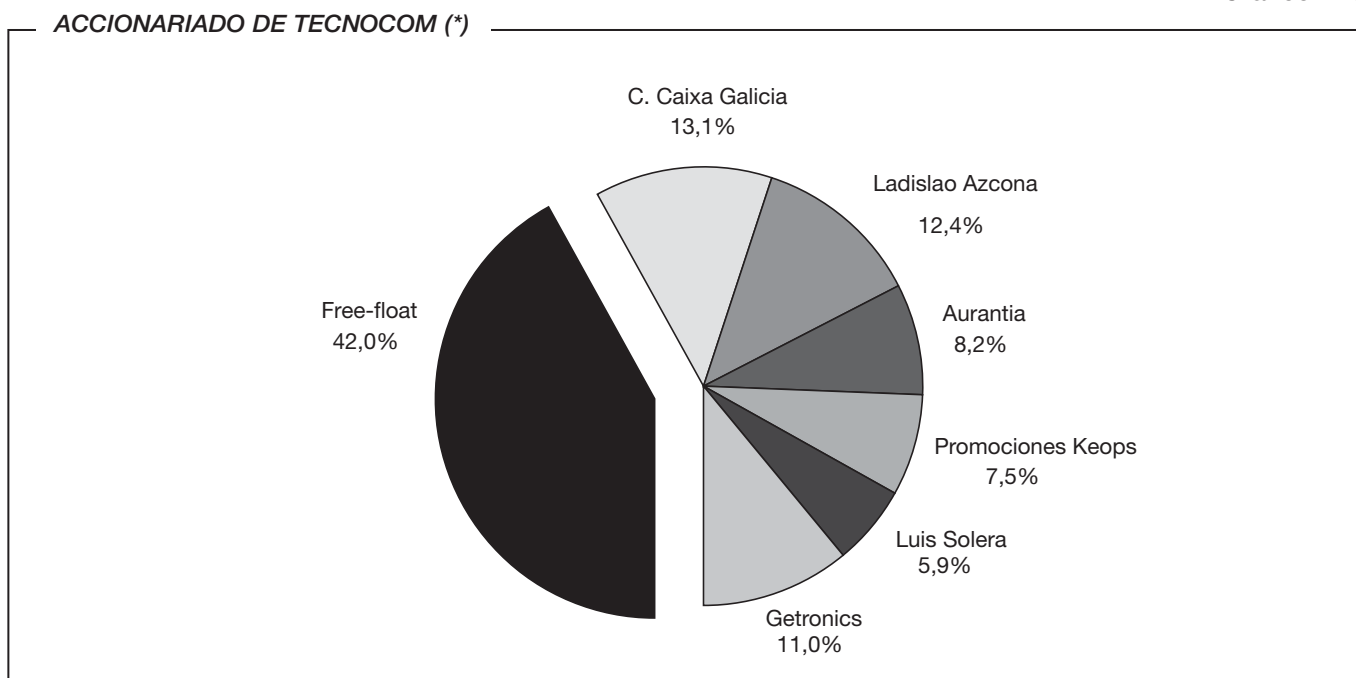
Fuente: Tecnocon. Estimaciones y elaboración propias.
(*) Cifras ajustadas descontando resultados extraordinarios

CONSIDERAMOS QUE EL MAL COMPORTAMIENTO DE LA COTIZACIÓN DE TECNOCOM SE DEBE EN PARTE A FACTORES EXTERNOS A LA COMPAÑÍA

Las acciones de CIB cotizan en el bolsa española, formando parte del Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM) y del Tecnología y Telecomunicaciones, subíndice de Telecomunicaciones y Otros (si bien, en nuestra opinión, tras la transformación que ha experimentado el Grupo éste presenta más similitudes con las empresas englobadas en el subíndice Electrónica y Software). Su frecuencia de contratación es del 100% y su volumen diario ha sido en los últimos doce meses de 171.358 acciones, lo que equivale a EUR 927.173. La capitalización bursátil de CIB es al precio actual de unos EUR 236,86 millones (incluyendo las nuevas acciones que va a emitir la Compañía).

El free-float (porcentaje que cotiza libremente en Bolsa) del valor será del 42% tras la incorporación de Getronics (la matriz) al accionariado del Grupo, estando el resto del capital repartido entre accionistas estables con presencia en el Consejo de Administración, tal y como se muestra en el gráfico a continuación. Algunos de estos accionistas, como ya hemos señalado en este informe, se han incorporado al accionariado del Grupo dentro del proceso de adquisiciones que éste ha llevado a cabo en los últimos años. En principio la presencia de estos accionistas en el Grupo tiene carácter estable, si bien no podemos descartar que la recién incorporada Getronics, tras haber sido adquirida por la multinacional KPN, no cambie su posición. En cualquier caso, tal y como ya hemos mencionado, esperamos que de desinvertir en CIB, Getronics lleve a cabo el proceso de forma ordenada.

Gráfico n. 5

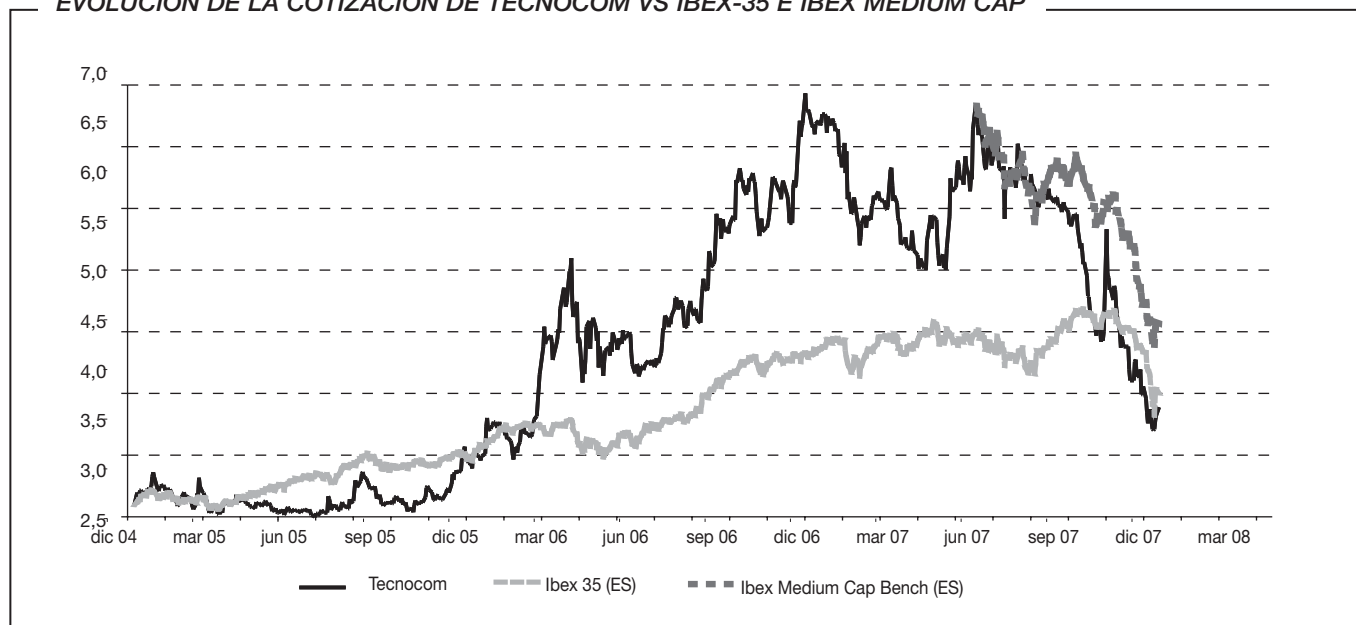


Fuente: Tecnocom. (*) Post ampliaciòn.

Por último, señalar que en los últimos meses las acciones de CIB han sufrido un fuerte castigo, consecuencia de las fuertes revalorizaciones que experimentó el valor tras poner en práctica su nueva estrategia, y de la toma de beneficios que ha sufrido posteriormente ante la inestabilidad que están atravesando los mercados financieros, toma de beneficios que consideramos ha sido excesiva. Hemos de señalar que el descenso que ha experimentado la cotización de CIB en los últimos meses, aunque de una magnitud muy significativa, tal y como se muestra en el gráfico n. 6, ha sido compartido por gran parte de los valores de pequeña

y mediana capitalización del mercado bursátil español, en lo que consideramos que es una huída hacia la liquidez y hacia valores de corte más defensivo por parte de los inversores, en un entorno macroeconómico plagado de incertidumbres. Con todo ello, consideramos que este mal comportamiento de las acciones de CIB en las últimas semanas no se debe a los fundamentales del negocio del Grupo, y por tanto debería ser temporal. Así, esperamos que una vez que la transformación del Grupo se vea reflejada en su cuenta de resultados las acciones de CIB retomen el favor del mercado.

EVOLUCION DE LA COTIZACION DE TECNOCOM VS IBEX-35 E IBEX MEDIUM CAP



Fuente: JCF Quant.

HEMOS ESTABLECIDO UN PRECIO OBJETIVO 12 MESES PARA LAS ACCIONES DE TECNOCOM DE EUR 5,11 RESPECTO AL CUAL ESTAS ESTAN COTIZANDO EN LA ACTUALIDAD CON UN DESCUENTO DE MAS DEL 25%

- Hemos valorado CIB 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 349,91 millones, lo que supone un precio por acción de EUR 5,64. A esta valoración le hemos aplicado un descuento del 20%, resultando en un valor de EUR 279,93 o EUR 4,51 por acción, debido a que la pequeña capitalización del Grupo, 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 2007-2010. El coste medio ponderado del capital del Grupo (wacc: weighted average cost of capital), tasa a la que descontamos los flujos de caja estimados, es del 7,42% (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 24,24 millones (EUR 0,39 por acción). Asimismo, hemos incorporado el valor de los activos que quedan todavía por vender de la división industrial (EUR 5,5 millones o EUR 0,09 por acción).

Finalmente, puntualizar que hemos realizado nuestra valoración incluyendo los 6,81 millones de acciones que CIB va a emitir para hacer frente al pago en acciones que tiene pendiente de la adquisición de Getronics.

- Asimismo, hemos valorado CIB 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 CIB, a pesar de que la Compañía se encuentra integrada en el subíndice de Telecomunicaciones y Otros y Amper (AMP) e Indra (IDR) en el subíndice Electrónica y Software, tal y como hemos señalado antes—según las estimaciones del consenso de analistas JCF Quant para el ejercicio 2009. Hemos de señalar que con el fin de que los resultados sean comparables hemos corregido los de CIB excluyendo el efecto de la aplicación de bases imponibles negativas en el ejercicio; posteriormente, a la valoración obtenida le hemos sumado el valor actual de los créditos fiscales. El número de acciones final del Grupo es el mismo que el calculado para la valoración por descuento de flujos de caja. Aplicando este método, tal y como se muestra en el cuadro adjunto, hemos alcanzado un precio para las acciones de CIB de EUR 5,70 por acción, lo que supone valorar el Grupo en EUR 353,42 millones.
- Combinando ambos métodos de valoración obtenemos un valor para CIB de EUR 316,67 millones y un precio objetivo 12 meses para sus acciones de EUR 5,11, respecto al cual las acciones de CIB están cotizando con un descuento de más del 25% en la actualidad.

VALORACION DE TECNOCOM POR MULTIPLICADORES BURSATILES

30/01/2008	PER 09E	PCF 09E	EV/EBITDA 09E
AMPER (AMP)-veces	13,1	9,8	7,5
INDRA (IDR)-veces	13,5	11,1	8,4
Media-veces	13,3	10,5	7,9
Valoración CIB (EUR /acción)	4,24	5,63	5,40
Valoración Media (EUR/acción)			5,09
Créditos fiscales			0,61
Valoración final de CIB (EUR/acción)			5,70

Fuente: JCF Quant. Elaboración propia.

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 CIB 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.

Tras digerir su última y más importante adquisición, Getronics, CIB prevé continuar realizando nuevas adquisiciones en el sector que complementen su posicionamiento en productos y mercados y consoliden su presencia en el sector, con el fin de convertirse en la compañía local líder en la Península Ibérica y Latinoamérica. En este sentido, debemos señalar que en la actualidad el sector en España está muy fragmentado, contando con un gran número de pequeñas compañías que, por su reducido tamaño, tienen dificultades para competir con los líderes locales del sector y, por tanto, están llamadas a formar parte del proceso de concentración que esperamos tenga lugar a medio plazo en éste.

Por otro lado, hemos de señalar que una parte del pago de las adquisiciones realizadas se ha llevado a cabo mediante acciones de nueva emisión de CIB. Esto, unido a otra ampliación de capital monetaria que realizó el Grupo en 2007, ha fortalecido la base de capital de CIB. Por ello, a pesar del fuerte esfuerzo inversor

del Grupo en los últimos dos años, el apalancamiento financiero de CIB es reducido, lo que le permite tener capacidad para financiar las nuevas oportunidades de inversión que considere interesantes.

La reciente adquisición de Getronics impulsará los resultados del Grupo. Además, esperamos una importante mejoría de los márgenes de explotación de CIB gracias a varios factores: i) las mejoras de eficiencia derivadas de la mayor masa crítica del Grupo así como en la propia Getronics gracias a su integración en éste; ii) el despegue del proyecto Metrocall, cuyos costes se refieren principalmente a la inversión en red; y iii) la apuesta del Grupo por las soluciones de mayor valor añadido. Con ello, esperamos que el EBIT pase de EUR 5,40 millones en el ejercicio 2007 a EUR 34,87 millones en 2010.

Hemos establecido un precio objetivo 12 meses para las acciones de CIB de EUR 5,11 respecto al cual éstas están cotizando en la actualidad con un interesante descuento de más del 25%, después de que el valor haya descendido casi un 45% en los últimos seis meses. En nuestra opinión, este fuerte descenso de la cotización de CIB es excesivo, y se ha acentuado, en parte, y sobre todo en las últimas semanas, debido a factores externos a la Compañía y, en concreto, debido a la huida hacia la liquidez y hacia valores de corte más defensivo que están realizando los inversores ante las incertidumbres macroeconómicas que existen en la actualidad. Por ello, esperamos que a medio plazo las acciones de la Compañía recuperen parte del excesivo castigo que han sufrido, por lo que consideramos los niveles actuales del valor como una excelente oportunidad de compra. No obstante, queremos señalar que CIB es una Compañía en plena transformación, que todavía tiene que consolidar y digerir las inversiones que ha realizado. Esto, unido a que su actividad es cíclica y depende de los presupuestos de inversión del sector empresarial y está, además, concentrada en España, hace que calificuemos el riesgo de la inversión en el valor como ALTO. Con todo ello, reiniciamos nuestra cobertura del valor con una recomendación de COMPRAR/

ANEXO nº 1

PRINCIPALES RATIOS ECONOMICO-FINANCIEROS - Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) (Evolución 2004/2006; Proyecciones 2007/2010)

	2010E	2009E	2008E	2007E	2006	2005	2004
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO							
• Ratio de solvencia (acir/pcir)	2,01	1,84	1,69	1,42	1,63	2,97	1,71
• Activo disponible (ef+real)/pcirc	0,09	0,08	0,07	0,06	0,15	0,88	0,26
• Fondo de maniobra operativo (Euro. mill.)	120,83	114,03	106,74	104,42	43,99	17,06	26,53
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO							
• F.Propios+Int.Min./pasivo total	0,52	0,48	0,44	0,35	0,46	0,48	0,50
• F.Propios+Int.Min./pasivo l/p	0,73	0,69	0,66	0,59	0,73	0,86	0,76
• F.Propios+Int.Min./activo fijo	1,19	1,10	1,01	0,82	1,16	2,04	1,21
• Fondos accionista/activo fijo	1,24	1,16	1,08	0,85	1,24	2,11	1,28
• Recursos permanentes/activo fijo	1,64	1,59	1,53	1,40	1,59	2,36	1,59
• Recursos ajenos/activo total	0,17	0,19	0,20	0,23	0,14	0,06	0,13
• Deuda neta/fondos accionista	-0,04	0,09	0,26	0,32	0,31	-0,13	0,27
• EBIT/gastos financieros brutos	-77,61	-14,04	-6,21	-2,52	-1,55	8,44	1,23
• Gastos financieros netos/ventas n.	0,00	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
• CF explot./gtos.financieros netos	-109,46	-19,96	-10,30	-4,70	-2,70	4,92	-1,71
RENDIMIENTO INVERSION							
• ROA (**)	8,0%	7,3%	4,0%	1,2%	neg.	neg.	n.s.
• ROE (**)	15,7%	15,5%	10,4%	3,1%	neg.	neg.	n.s.
• ROCE	15,1%	13,9%	9,0%	3,6%	2,2%	neg.	n.s.
• BAI/fondos accionista (A)	15,2%	14,9%	9,7%	3,0%	0,7%	neg.	n.s.
• BAI/recursos permanentes (A1)	11,5%	11,5%	7,6%	3,3%	2,8%	neg.	n.s.
• A/A1	132,6%	129,3%	126,9%	90,6%	25,1%	n.s.	n.s.
RESULTADOS EXPLOTACION							
• Margen bruto	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,5%	38,8%	43,8%
• Ebitda/ventas	10,1%	9,8%	7,1%	5,9%	3,3%	-7,1%	1,8%
• Margen explotación	7,2%	6,9%	4,3%	3,2%	1,9%	-12,3%	-1,3%
• BAI/ventas	7,1%	6,4%	3,6%	1,9%	0,4%	-9,2%	-2,8%
• B°Neto/ventas	6,9%	6,2%	1,7%	2,2%	2,8%	-19,7%	2,4%
UTILIZACION DEL ACTIVO							
• Ventas/tesorería	50,00	50,00	50,00	20,00	12,01	6,11	n.s.
• Ventas/cuentas a cobrar	2,68	2,69	2,64	1,46	2,71	2,86	n.s.
• Ventas/existencias	10,73	10,77	10,54	6,08	8,42	4,17	n.s.
• Ventas/activo total	1,13	1,14	1,12	0,62	0,90	0,65	n.s.
DATOS POR ACCION							
• Beneficio neto por acción (Euro)	0,54	0,45	0,12	0,07	0,08	(0,34)	0,07
• Dividendo por acción (Euro)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
• Cash-flow por acción (Euro)	0,77	0,67	0,32	0,16	0,13	(0,25)	0,18
• Valor contable por acción (Euro)	3,76	3,21	2,74	2,37	1,92	1,22	1,62
• Precio/valor contable (*)	1,02	1,19	1,40	1,61	3,20	2,54	1,88
RATIOS BURSATILES							
• Precio 31.12 (Euro) (*)	3,82	3,82	3,82	3,82	6,15	3,10	3,05
• PER (veces)	7,1	8,4	32,4	57,0	77,4	neg.	44,3
• Precio/Cash-flow	4,9	5,7	12,0	24,1	48,3	neg.	17,0
• Rentabilidad por dividendo	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

(*) La cotización utilizada para los ejercicios 2007-2010 es la actual.

(**) Ajustados descontando resultados extraordinarios

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

ANEXO nº 2

CUENTA DE PERDIDAS Y GANANCIAS - Grupo Consolidado - Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) (Evolución 2004/2006; Proyecciones 2007/2010)

EUR millones	2010E	2009E	2008E	2007E	2006	2005	2004
Total Ventas	484,65	457,39	428,12	169,83	117,25	60,13	84,46
Variación de existencias	0,00	0,00	0,00	0,00	(0,30)	1,92	(1,70)
Coste de Ventas	(290,79)	(274,43)	(256,87)	(101,90)	(69,63)	(37,98)	(46,47)
MARGEN BRUTO	193,86	182,96	171,25	67,93	47,32	24,06	36,29
Gastos Explotación	(149,52)	(142,85)	(145,16)	(59,53)	(44,46)	(29,13)	(35,00)
Otros ingresos explotación	4,85	4,57	4,28	1,70	1,03	0,78	0,22
CASH-FLOW DE EXPLOTACION (EBITDA)	49,18	44,68	30,37	10,10	3,89	(4,29)	1,51
Amortización inmovilizado	(14,31)	(13,26)	(12,06)	(4,69)	(1,66)	(3,08)	(2,60)
BENEFICIO EXPLOTACION	34,87	31,42	18,31	5,40	2,22	(7,37)	(1,09)
Rdos. financieros netos	(0,45)	(2,24)	(2,95)	(2,15)	(1,77)	1,85	(1,31)
Rdos. No recurrentes	0,00	0,00	(8,00)	0,50	3,83	(6,23)	4,15
Impuesto de sociedades	0,00	0,00	0,00	0,00	(0,89)	(0,07)	0,00
BENEFICIO NETO	34,42	29,19	7,36	3,76	3,40	(11,81)	1,75
Minoritarios	(1,20)	(0,99)	(0,05)	(0,08)	(0,09)	(0,02)	0,29
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	33,23	28,19	7,31	3,68	3,30	(11,83)	2,04
EBITDA	49,18	44,68	30,37	10,10	3,89	(4,29)	1,51
EBIT	34,87	31,42	18,31	5,40	2,22	(7,37)	(1,09)
Cash-flow ejercicio	47,94	41,84	19,74	8,72	5,30	(8,54)	5,29

BALANCE DE SITUACION - Grupo Consolidado - Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) (Evolución 2004/2006; Proyección 2007/2008)

EUR millones	2008E	2007E	2006	2005	2004
ACTIVOS NO CORRIENTES	168,28	158,64	68,59	20,57	39,58
ACTIVOS CORRIENTES	218,69	214,34	101,28	41,09	56,24
OPERACIONES DISCONTINUADAS	1,24	1,24	2,34	26,42	0,00
TOTAL ACTIVO	388,21	374,22	172,20	88,09	95,82

EUR millones	2008E	2007E	2006	2005	2004
PATRIMONIO NETO	169,61	130,21	79,83	42,04	47,88
PASIVOS NO CORRIENTES	88,14	91,91	29,37	6,61	15,03
PASIVOS CORRIENTES	129,71	151,35	62,16	13,81	32,91
OPERACIONES DISCONTINUADAS	0,75	0,75	0,84	25,63	0,00
TOTAL PASIVO	388,21	374,22	172,20	88,09	95,82
Número acciones (millones) (*)	62,00	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 nº 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 31/12/08E	167,43	75%	8,62%	--	8,62%	6,49%
Deuda bruta 31/12/08E (EUR millones)	55,09	25%	5,40%	30,0%	3,78%	0,94%
Total	222,51	100%				7,42%

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

VALORACION DE LA COMPAÑIA - PRINCIPALES PARAMETROS APLICADOS

		Valor inversiones no explotación	Deuda Bruta	Valor compañía
DCF ajustado (EUR millones)	25,48			
Valor residual	349,78			
Total	375,25	29,74	(55,09)	349,91
Valoración por acción - Euro (*)				5,64
Valoración tras descuento por acción - Euro (*)				4,51

Tir bono 10 años:	4,15%
g (crecimiento perpétuo):	2,00%
Prima mercado:	4,47%
Beta:	1,00
Prima de riesgo:	4,47%
PER Residual:	18,4

(*) Número de acciones considerado: 62,00 millones

CALCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACION AJUSTADO A IMPUESTOS (Evolución 2004/2006; Proyecciones 2007/2010)

EUR millones	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
Beneficio explotación (EBIT)	(1,09)	(7,37)	2,22	5,40	18,31	31,42	34,87
Impuestos imputables al EBIT	0,00	0,00	(0,46)	0,00	0,00	0,00	(10,46)
EBIT ajustado (NOPLAT)	(1,09)	(7,37)	1,76	5,40	18,31	31,42	24,41
Amortización	2,60	3,08	1,66	4,10	10,87	11,72	12,49
Otros cargos	0,65	0,21	0,33	0,35	0,37	0,39	0,40
Cash-flow explotación ajustado	2,16	(4,08)	3,76	9,85	29,55	43,53	37,30



"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"