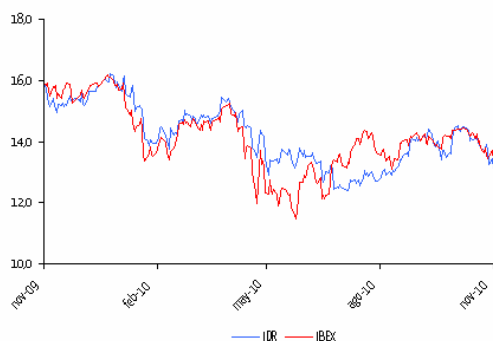


Último Precio **13,08 €**  
 Precio Objetivo **17,00 €**  
 Potencial **30,0%**

**SOBREPONDERAR**

Analista Marta Gómez  
 Tel. 34 91 338 39 20  
 Correo mgomezar@banesto.es

## EVOLUCIÓN GRÁFICA



Evolución 1 mes	-9,5%
Evolución 6 meses	-2,6%
Evolución desde 1 enero	-20,6%

## Datos bursátiles

Número de acciones (mn)	164,13
Capitalización (€ mn)	2.146
Valor de empresa (€ mn)	2.317
Vol. medio diario (miles acc)	1.261
Rotación diaria	0,8%
Código Bloomberg	IDR SM
Peso Ibex-35	0,60%
Peso DJ Euro Stoxx 50	
Máximo 52 semanas (€)	17,3
Mínimo 52 semanas (€)	12,2

## Principales accionistas

Caja Madrid	20,0%
Alba	10,0%
Casa Grande de Cartagena	5,7%
CajAstur	5,0%
Free-float	59,3%

Fuente: Bloomberg y Datastream

## El crecimiento vendrá del exterior

### ▶ La estrategia de internacionalización de la compañía será el motor de crecimiento en 2010

El negocio internacional representa ya el 38% de las ventas de IDR (9M10). Con crecimientos en el entorno de los dos dígitos (sobre todo por Latinoamérica) parece ser un factor fundamental para el cumplimiento del guidance de la compañía (+2% en ventas) reiterado en la publicación de los resultados de 3T10.

### ▶ La cartera de pedidos aporta visibilidad para 2011

Con una cartera de pedidos de €2.818mn a cierre de 3T10 que equivale a 1.1x las ventas de los últimos 12 meses, la compañía ha anunciado que la cobertura del objetivo de ventas para 2010 es del 97% y además €1.000mn se ejecutarán en el ejercicio 2011 (cto +3% s/9M09 y más del 40% s/vtas últimos 12 meses).

### ▶ Sólido balance con un bajo nivel de deuda

Con una deuda neta 2010e de €219mn el ratio Deuda Neta/Ebitda 2010e se sitúa en el 0.7x y el Ebitda/Gastos Financieros en 14x.

### ▶ La elevada exposición a España y al Sector Público, su mayor riesgo

A pesar de la estrategia de internacionalización de la compañía España sigue representando el 62% de las ventas (9M10) y el Sector Público aproximadamente un 60%. Los recortes presupuestarios ya anunciados a nivel nacional en Seguridad & Defensa en España no favorecerán a IDR.

### ▶ Revisamos valoración 17€/acc (-2%) y recomendamos Sobreponderar

Rebajamos el precio objetivo de IDR hasta los 17€/acc (17.35€/acc anterior) y la recomendación a Sobreponderar desde Comprar. A pesar de la ausencia de catalizadores en el corto plazo presenta un potencial del 30% s/precio objetivo y descuentos respecto al sector (dto 20% PER vs. prima histórica del 6x y prima EV/Ebitda 17% vs. media histórica de 55%) que no creemos estén justificados a pesar de su exposición a España y al Sector Público. Esperamos la publicación del guidance 2011 en el mes de enero.

## Datos financieros

Ejercicio a 31 de diciembre	2008	2009	2010e	2011e
Ventas (€ mn)	2.379,6	2.513,3	2.563,6	2.640,5
EBITDA (€ mn)	308,2	327,4	313,1	331,0
Bº neto (€ mn)	182,4	195,6	186,9	197,8
BPA (€)	1,11	1,19	1,14	1,21
DPA (€)	0,49	0,63	0,66	0,66
Crecim. EBITDA	12,7%	6,2%	-4,4%	5,7%
Crecim. BPA	16,7%	7,2%	-4,4%	5,8%
Margen EBITDA	13,0%	13,0%	12,2%	12,5%
Apalancamiento	17%	13%	20%	17%
Ebitda/Gtos financieros	13,5	13,1	14,3	17,0
ROCE	21,4%	20,7%	17,2%	16,6%
PER	15,0	13,0	11,5	10,8
PER ordinario	15,0	13,0	11,5	10,8
P/CF	12,5	10,7	9,4	8,9
P/BV	3,2	2,7	2,1	1,9
EV/Ventas	1,2	1,1	0,9	0,9
EV/EBITDA	8,9	8,6	7,4	7,0
Rentabilidad por dividendo	2,9%	4,1%	5,1%	5,1%

Fuente: compañía y estim. Banesto Bolsa

## Tesis de inversión

Con este informe revisamos nuestras estimaciones y la valoración de Indra. Rebajamos el precio objetivo a 17€/acc (17,35€/acc anterior) y la recomendación a Sobreponderar desde Comprar.

### Lo que nos gusta de Indra

- ▶ **Mayor internacionalización.** La internacionalización llevada a cabo por la compañía en los últimos años implica que el 38% de las ventas del grupo (9M10) se realicen ya en el extranjero (36% 2009 y 34% 2008). En general los crecimientos en el área internacional llegan a alcanzar el doble dígito y destaca sobre todo la evolución de la actividad en Latinoamérica (14% s/total ventas 9M10).
- ▶ **Relativa visibilidad en 2011 por la cartera de pedidos.** A cierre de 3T10 contaba con una cartera de pedidos de €2.818mn equivalente a 1.1x las ventas de los últimos 12M, más de €1.000mn son ventas a ejecutar durante 2011.
- ▶ **Indra ha cotizado históricamente con prima sobre el sector.** En términos de PER la prima cotizada (2005-10) ha estado en el 6% frente a un descuento 2010e del 20% y 2011e del 3%. En términos EV/Ebitda (2005-10) la prima cotizada ha estado en el 50% y ahora cotiza con una prima del 17% 2010e y del 30% 2011e. Aunque la situación de mercado, su exposición a España y el mayor peso que está ganando el segmento de servicios probablemente ya no justifiquen primas tan altas, lo cierto es que las diferencias existentes se nos antojan elevadas.
- ▶ **Sólido balance con baja deuda.** Con una deuda neta 2010e de €219mn el ratio Deuda Neta/Ebitda 2010e se sitúa en el 0.7x y el Ebitda/Gastos Financieros en 14x.

### Principales riesgos de invertir en Indra

- ▶ **Elevada exposición a España.** El 62% de las ventas de IDR (9M10) siguen proviniendo de España. En los últimos 9M este porcentaje se ha reducido en 2pp (64% 2009) por las reducciones presupuestarias en el sector público y por el aplazamiento de las decisiones de inversión en nuevos proyectos de tecnología por parte de clientes corporativos, que en parte se ha visto compensado por una cada vez mayor externalización en los servicios y la concentración de proveedores.
- ▶ **Elevada exposición al Sector Público.** Aproximadamente el 60% de los ingresos de IDR provienen del sector público (aproximadamente 22% s/total ingresos España). La reducción presupuestaria vivida en el último año continuará previsiblemente en 2011. En España ya se ha anunciado un recorte en la inversión en nuevos proyectos del 25%-30% en Seguridad y Defensa.
- ▶ **La necesidad de circulante persistirá.** La reducción de los anticipos de clientes llevará a una mayor necesidad de circulante que debería verse traducida en un incremento en los días de circulante (90-95 días guidance IDR 2010e y 92 días BTO estim.).
- ▶ **Deterioro de márgenes** por la creciente presión en los precios y un deterioro en el mix de negocio. El crecimiento en servicios se ve traducido en una caída en los márgenes. Margen Ebit 2010e 10.6% (afectado además por gastos extraordinarios) y 2011e 10.9% vs. 11.4% en 2009.
- ▶ **Perfil defensivo.** Indra habitualmente se comporta peor que el mercado en momentos de recuperación; pero de momento no vemos recuperación a nivel nacional (62% ventas 9M10). A una caída en presupuesto para Seguridad & Defensa en España del 6% en 2010 (-25% en nuevos proyectos) seguirá una caída del 7% en 2011 (entre -25% y -30% en nuevos proyectos).

**Valoramos IDR por DCF (Descuento de Flujos de Caja) en 17.0€/acc y rebajamos la recomendación de Comprar a Sobreponderar.** En el corto plazo no vemos drivers en el sector salvo posibles nuevos anuncios que pueda hacer la compañía de nuevos contratos. La compañía reiteró su guidance para 2010 con una cobertura s/ventas del 97% en el mes de noviembre y en enero está previsto que anuncie el guidance para el año 2011. No obstante, cotiza con descuentos respecto al sector (dto 20% PER vs. prima histórica del 6x y prima EV/Ebitda 17% vs. media histórica de 55%) que no creemos estén justificados a pesar de su exposición a España y al Sector Público.

## Estrategia

Indra es una multinacional tecnológica con fuerte presencia en mercados internacionales, sobre todo en Latinoamérica. Desarrolla su actividad a partir de dos segmentos (soluciones y servicios) y está presente en una amplia gama de sectores con cliente tanto público como privado.

### • Dos segmentos: Soluciones y Servicios

Indra sigue una estrategia de oferta de gestión global de las necesidades del cliente, desde el diseño de una solución, pasando por su desarrollo e implantación, hasta su gestión operativa. Ofrece a sus clientes soluciones (71% 9M10 y 73% 2009) llave en mano, desde la estrategia y conceptualización, hasta el desarrollo final de la solución. Además, ofrece servicios (29% 9M10 y 27% 2009) que permiten externalizar tareas y procesos, donde por su tamaño y especialización ofrece ventajas de alto valor añadido.

### • Negocio diversificado

VENTAS POR NEGOCIOS	2008	%	2009	%	9M10	%	2010e	%
Transporte y tráfico	433,5	18,2%	497,6	19,8%	415,1	22,1%	547,9	21,4%
Incr. %	10,0%		14,8%		9,1%		10,1%	
Telecom y media	244,3	10,3%	270,2	10,8%	228,9	12,2%	305,1	11,9%
Incr. %	13,8%		10,6%		10,7%		12,9%	
AAPP y Sanidad	331,7	13,9%	347,5	13,8%	263,1	14,0%	357,9	14,0%
Incr. %	12,0%		4,8%		3,0%		3,0%	
Servicios Financieros	312,4	13,1%	334,4	13,3%	286,5	15,3%	368,8	14,4%
Incr. %	13,3%		7,0%		9,0%		10,3%	
Energía e Industria	374,0	15,7%	381,6	15,2%	258,9	13,8%	362,5	14,1%
Incr. %	5,7%		2,0%		-10,9%		-5,0%	
Defensa	683,7	28,7%	682,0	27,1%	426,1	22,7%	621,4	24,2%
Incr. %	8,0%		-0,2%		-11,7%		-8,9%	
<b>VENTAS TOTALES</b>	<b>2.379,6</b>	<b>100%</b>	<b>2.513,3</b>	<b>100%</b>	<b>1.878,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.563,6</b>	<b>100%</b>
Incr. %	9,8%		5,6%		0,0%		2,0%	

Fuente: Banesto Bolsa y Compañía

La diversificación de la compañía le ha llevado a estar presente en casi todos los sectores destacados de actividad. Destaca el crecimiento de alrededor del 10% (9M10) que se registra en Transporte & Tráfico, Telecom & Media y Servicios Financieros.

### • Exposición a cliente público

Estimamos que un 60% de los ingresos de IDR procede de Administraciones Públicas, de las cuales el 36% pertenece a AAPP españolas (22% s/ total ingresos).

### • Internacionalización.

La internacionalización llevada a cabo por la compañía en los últimos años implica que el 38.4% de las ventas del grupo (9M10) se realicen ya en el extranjero (36% 2009). Por áreas geográficas destaca Latinoamérica por el crecimiento de la demanda de servicios TI y de Soluciones Tecnológicas para infraestructuras. Brasil, Perú, Chile y México son los países que presentan las mayores tasas de crecimiento y se espera se mantenga en próximos trimestres. En Europa destacan los proyectos plurianuales en defensa y de gestión de tráfico aéreo en Reino Unido y Alemania. Continúa el crecimiento en Oriente Medio (+2%).

### DESGLOSE GEOGRÁFICO DE NEGOCIO DE INDRA

	2008	%	2009	%	9M10	2010	%	
Mercado Nacional	1.567,3	65,9%	1.613,0	64,2%	1.156,7	61,6%	1.576,6	61,5%
Incr. %	6,6%		2,9%		-4,5%		-2,3%	
Internacional	812,3	34,1%	900,2	35,8%	721,9	38,4%	987,0	38,5%
Incr. %	16,4%		10,8%		8,1%		9,6%	
* Europa	386,5	16,2%	448,5	17,8%	329,9	17,6%		
Incr. %	8,2%		16,0%		99,7%			
* EEUU y Canadá	53,4	2,2%	31,6	1,3%	19,0	1,0%		
Incr. %	-6,3%		-40,8%		-31,9%			
* Latinoamérica	229,3	9,6%	264,0	10,5%	258,5	13,8%		
Incr. %	16,2%		15,1%		31,2%			
* Otros	143,1	6,0%	156,1	6,2%	114,6	6,1%		
<b>TOTAL</b>	<b>2.379,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.513,2</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.878,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.563,6</b>	<b>100,0%</b>
<b>Incr. %</b>	<b>9,8%</b>		<b>5,6%</b>		<b>0,0%</b>		<b>2,0%</b>	

Fuente: Banesto Bolsa y Compañía

## Análisis operativo

El guidance inicial dado por la compañía para 2010 contempla: i) crecimiento en ventas del 2%-4%; ii) crecimiento en contratación > 5%; y iii) margen Ebit recurrente en el entorno del 11.4%. En los resultados de 3T10 la compañía reiteró el guidance para 2010 acotando los rangos dados: i) crecimiento en ventas del 2%; ii) crecimiento mínimo en contratación del 7%, superado el objetivo inicial del 5%; y iii) margen Ebit recurrente del 11.2%.

### Principales magnitudes PyG

	2009	2010e	2011e	2012e
Ventas	2.513,3	2.563,6	2.640,5	2.719,7
Incr. %	5,6%	2,0%	3,0%	3,0%
Ebitda	327,4	313,1	331,0	349,6
Incr. %	6,2%	-4,4%	5,7%	5,6%
Margen %	13,0%	12,2%	12,5%	12,9%
Ebit	285,4	270,9	286,5	303,2
Incr. %	5,5%	-5,1%	5,8%	5,8%
Margen %	11,4%	10,6%	10,9%	11,1%
Bº Neto	195,6	186,9	197,8	212,9
Incr. %	7,2%	-4,4%	5,8%	7,6%
Margen %	7,8%	7,3%	7,5%	7,8%

Fuente: Banesto Bolsa y Compañía

- Estimamos un incremento en ventas del 2% en 2010, en línea con la banda baja del guidance de la compañía. Aunque esto implica un fuerte crecimiento en el 4T10 (+8% s/4T09 y +24% s/3T10) creemos que el hecho de que la compañía contara a fecha de publicación de resultados (11-11-10) con un ratio de cobertura del 97% sobre el guidance da la suficiente confianza de cumplimiento. En 2011 esperamos un crecimiento del 3%. El crecimiento en los próximos años debería venir por el mercado internacional, más concretamente por las divisiones de Telecoms & Media y Transporte y Tráfico. En T&M se espera una contribución positiva por la externalización de gestión de aplicaciones que se pondrán en marcha en próximos trimestres. En T&T destacan los contratos conseguidos en China, India, Marruecos y Portugal.

VENTAS POR NEGOCIOS	2008	%	2009	%	9M10	%	2010e	%
Transporte y tráfico	433,5	18,2%	497,6	19,8%	415,1	22,1%	547,9	21,4%
Incr. %	10,0%		14,8%		9,1%		10,1%	
Telecom y media	244,3	10,3%	270,2	10,8%	228,9	12,2%	305,1	11,9%
Incr. %	13,8%		10,6%		10,7%		12,9%	
AAPP y Sanidad	331,7	13,9%	347,5	13,8%	263,1	14,0%	357,9	14,0%
Incr. %	12,0%		4,8%		3,0%		3,0%	
Servicios Financieros	312,4	13,1%	334,4	13,3%	286,5	15,3%	368,8	14,4%
Incr. %	13,3%		7,0%		9,0%		10,3%	
Energía e Industria	374,0	15,7%	381,6	15,2%	258,9	13,8%	362,5	14,1%
Incr. %	5,7%		2,0%		-10,9%		-5,0%	
Defensa	683,7	28,7%	682,0	27,1%	426,1	22,7%	621,4	24,2%
Incr. %	8,0%		-0,2%		-11,7%		-8,9%	
<b>VENTAS TOTALES</b>	<b>2.379,6</b>	<b>100%</b>	<b>2.513,3</b>	<b>100%</b>	<b>1.878,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>2.563,6</b>	<b>100%</b>
<b>Incr. %</b>	<b>9,8%</b>		<b>5,6%</b>		<b>0,0%</b>		<b>2,0%</b>	

Fuente: Banesto Bolsa y Compañía

**Transporte & Tráfico.** Buena evolución (+9% ventas 9M10) por el mercado internacional (45% s/total), en el mercado nacional continúan las tasas negativas. La expectativa para cierre de 2010 es que cierre con crecimientos superiores a los registrados en 9M10.

**Telecom & Media.** El motor es también el mercado internacional, se espera un mayor crecimiento a final de año (+11% 9M10) por incremento en el mercado nacional por contratos de outsourcing firmados en el sector de media y por la integración de diversas actividades externalizadas en el sector de telecoms.

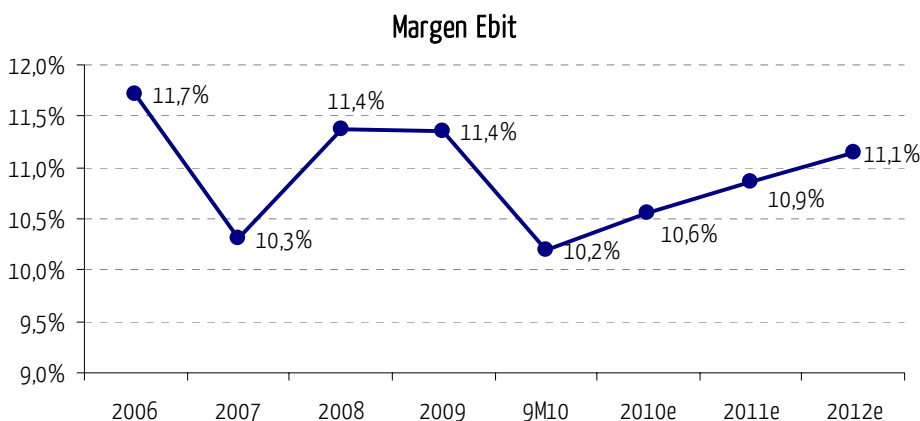
**Servicios financieros.** Con crecimiento positivo tanto a nivel nacional como internacional se espera que se mantengan los crecimientos registrados hasta ahora (+9%). A nivel internacional destaca la evolución de la banca en Latinoamérica. A nivel nacional la actividad se ha visto favorecida por el proceso de concentración de suministradores iniciado en algunos clientes y por la externalización de procesos, que incluso en ocasiones conlleva el traspaso completo de algunas áreas de back-office.

**Administraciones Públicas & Sanidad.** Buena evolución en el mercado internacional, sobre todo Latinoamérica donde se han conseguido contratos relevantes y donde se esperan oportunidades en el ámbito de la sanidad en los próximos meses. El mercado doméstico sigue deprimido por las reducciones presupuestarias tanto en la administración central como en las regionales.

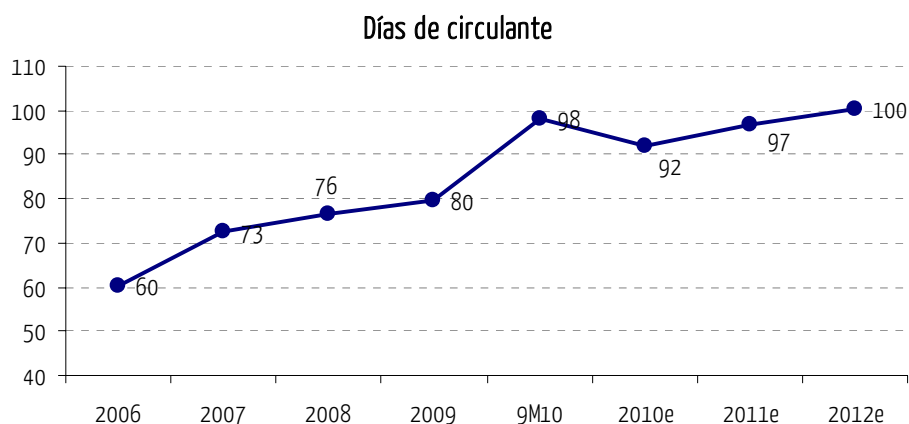
**Energía & Industria.** Mantiene un comportamiento negativo (-11% 9M10) por el proceso de concentración de operadores. Se espera ligera mejora para final de año.

**Seguridad & Defensa.** Registra una caída en ventas del 12% a 9M10, se ha visto fuertemente afectada por la reducción del presupuesto de inversiones del Ministerio de Defensa español.

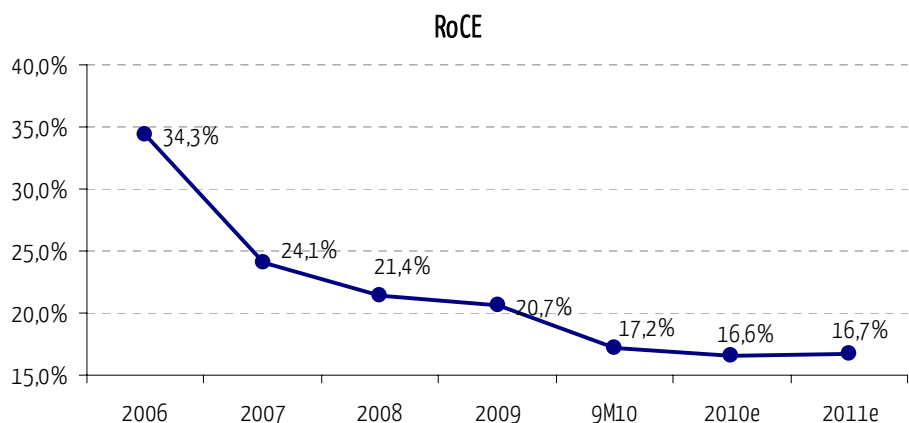
- En 2010 esperamos que se contabilicen **gastos extraordinarios** por importe de €15.3mn con lo que el **margen Ebit** estimamos que se situará en niveles del 10.6% (después de extraordinarios) vs. 11.4% en 2009 y 11.2% target 2010 (margen recurrente) publicado por la compañía. Esperamos que el margen vaya mejorando en próximos ejercicios.



- La reducción de los anticipos de clientes llevará a una mayor necesidad de circulante que debería verse traducida en un incremento en los días de circulante (90-95 días guidance IDR 2010e y 92 días BTO estim.).



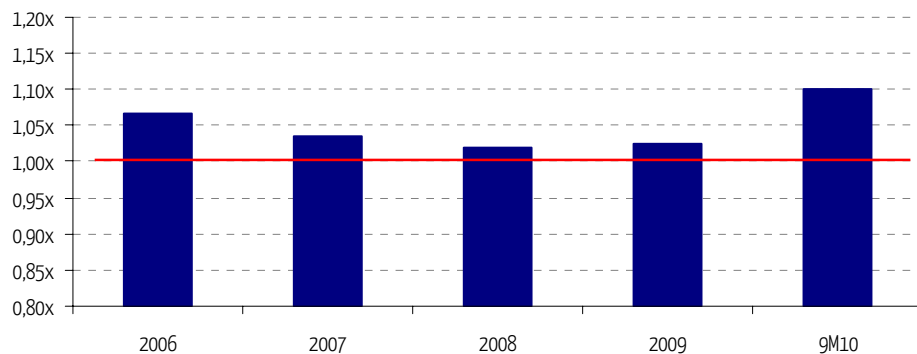
- Deterioro en RoCE por una mayor contribución en los segmentos con menor margen que debería estabilizarse en los próximos años.



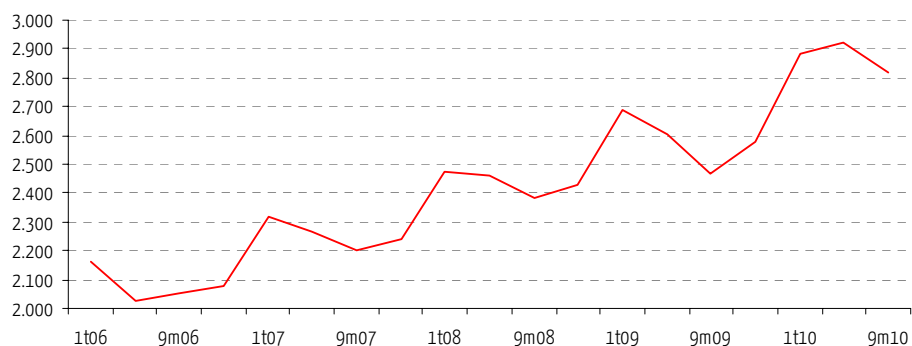
- La evolución de la contratación y de la cartera de pedidos es un punto clave a la hora de analizar el futuro de la compañía. A 9M10 la contratación en la compañía creció un 8% sobre el mismo periodo del año anterior hasta los €2.112mn. El crecimiento ha venido sobre todo del ámbito internacional (+18%) si bien en España también se registraron tasas positivas de crecimiento (+2%). En cuanto a la cartera de pedidos se ha incrementado un 14% en 9M10 hasta los €2.818mn y representaba 1.1x las ventas de los últimos 12 meses (1.03x a cierre de 2009).

Para cierre del ejercicio 2010 la compañía estima un crecimiento mínimo del 7% en la contratación, lo que representa 1.1x las ventas 2010e y cumple el objetivo establecido por la compañía de que la contratación supere a las ventas.

CARTERA / VENTAS 12 MESES (x)



CARTERA DE PEDIDOS (Eur mn)



- El compromiso de pago de dividendo por parte de la compañía sitúa el pay out en el entorno del 50%-60%.
- IDR cuenta con un balance saneado. Estimamos una deuda neta en 2010 de €219mn que esperamos se reduzca a niveles del €185mn en 2011 por una menor necesidad de circulante y de capex. El ratio de cobertura de intereses (Ebitda/Intereses) estimamos que estará en 2010e en 14.3x y en 2011e en 17x.

### Valoración

Valoramos IDR por DCF (Descuento de Flujos de Caja) y añadimos una estimación del valor de la compañía atendiendo a los múltiplos históricos cotizados por ella y por el sector.

#### DCF

Hemos valorado Indra por DCF (Descuento de Flujos de Caja) descontando los flujos a una WACC del 8.62% y utilizando una "g" del 2%.

DCF	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA	331,0	349,6	369,0	389,1	410,1
Amorts y Provs.	-44,4	-46,3	-48,0	-49,5	-50,8
EBIT	286,5	303,2	320,9	339,6	359,3
Incr. %		5,8%	5,8%	5,8%	5,8%
Tasa impositiva	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Impuestos	-71,6	-75,8	-80,2	-84,9	-89,8
Amorts y Provs.	44,4	46,3	48,0	49,5	50,8
<b>CASH FLOW</b>	<b>259,3</b>	<b>273,8</b>	<b>288,7</b>	<b>304,2</b>	<b>320,3</b>
Incr. %		5,6%	5,5%	5,4%	5,3%
Inversiones en Inmov.	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0
Variación del circul.	-52,4	-48,2	-50,5	-52,8	-55,3
<b>CASH FLOW LIBRE</b>	<b>146,9</b>	<b>165,6</b>	<b>178,3</b>	<b>191,4</b>	<b>205,0</b>
Incr. %		12,7%	7,7%	7,4%	7,1%
<b>CFL actualizado</b>	146,9	152,4	151,1	149,4	147,3
<b>Valor residual</b>					3.159
<b>Valor residual actualizado</b>	2.269				
<b>Valor total</b>	<b>3.016</b>				
-Deuda neta	219				
<b>Valor del equity</b>	<b>2.798</b>				
Nº acciones	164				
<b>P. acc</b>	<b>17,0</b>				

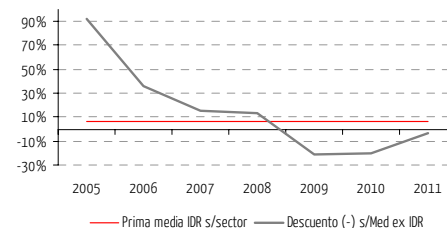
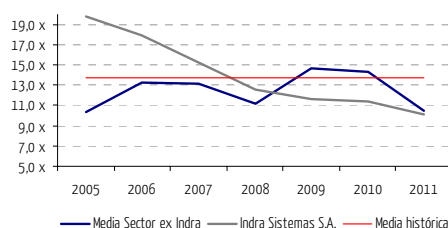
Fuente: Estimaciones Banesto Bolsa

Valoramos IDR en 17€/acc, lo que supone un potencial de revalorización del 30% sobre la cotización actual (13.07€/acc). Esta valoración implica unos múltiplos implícitos EV/Ebitda 2011e de 9.1x y PER 2011e de 15.2x, múltiplos que consideremos razonables dado el track record histórico del sector IT y de la propia compañía.

#### Múltiplos comparables

Históricamente IDR ha cotizado con una prima del 6% (2005-2010) en términos de PER sobre el sector y en la actualidad está cotizando con un descuento del 20% para 2010e y del 3% 2011e.

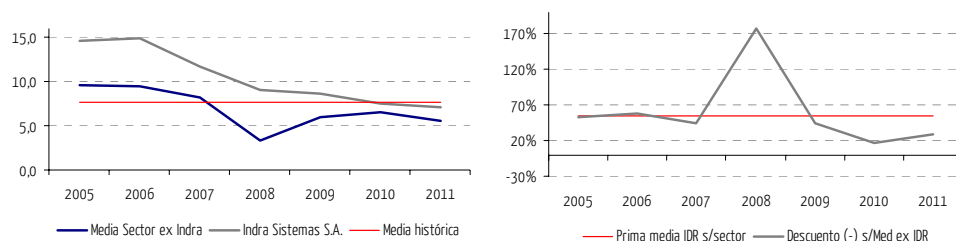
#### PER cotizados en el sector



Fuente: JCF

En términos de EV/Ebitda la prima histórica cotizada (2005-2010) se sitúa en el 55% vs. 17% 2010e y 30% 2011e.

### EV/Ebitda cotizados en el sector



Fuente: JCF

Atendiendo a los múltiplos históricos cotizados por IDR y el sector, la valoración implícita 2011e de la compañía sería de 18.98€/acc.

### Valoración implícita por múltiplos comparables

	2005-2010		2005-2010
PE medio sector	13,00	EV/Ebitda medio sector	7,15
PE medio IDR	13,78	EV/Ebitda medio IDR	11,10

### Valoración Implícita 2011e

PER	16,79
EV/Ebitda	21,17
<b>Valoración media</b>	<b>18,98</b>

Fuente: JCF, Estimaciones Banesto Bolsa

Cuenta de P&G a dic. (€ mn)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Ventas netas	1.079,2	1.202,2	1.406,8	2.167,6	2.379,6	2.513,3	2.563,6	2.640,5	2.719,7
Ventas (% var.)		11,4%	17,0%	54,1%	9,8%	5,6%	2,0%	3,0%	3,0%
otros ingresos	5,3	4,8	6,6	13,6	19,6	60,6	60,6	60,6	60,6
Margen bruto	455,3	511,8	643,3	1.113,8	1.265,3	1.336,5	1.342,4	1.380,8	1.420,4
EBITDA	143,5	159,8	185,6	273,4	308,2	327,4	313,1	331,0	349,6
EBITDA (% var.)		11,4%	16,1%	47,3%	12,7%	6,2%	-4,4%	5,7%	5,6%
Amortizaciones	-20,9	-17,5	-20,8	-49,9	-37,7	-42,0	-42,2	-44,4	-46,3
EBIT	122,6	142,3	164,8	223,5	270,5	285,4	270,9	286,5	303,2
Resultado financiero neto	3,9	4,5	-1,4	-12,7	-22,9	-24,9	-21,9	-19,5	-15,9
Amortización FC	-3,5	0,0	-1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rtdos P.E	-0,5	-1,5	0,2	1,1	3,5	0,2	0,0	0,0	0,0
B° ordinario	122,5	145,3	162,2	211,9	251,1	260,7	249,0	267,0	287,4
Resultados Extraordinarios	-7,5	0,0	-0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado antes de impuestos	115,0	145,3	161,7	212,2	251,1	260,7	249,0	267,0	287,4
Impuestos	-25,1	-37,9	-44,2	-57,4	-65,0	-62,7	-59,8	-66,8	-71,8
Minoritarios	-4,6	-3,4	-3,8	-7,0	-3,7	-2,4	-2,3	-2,4	-2,6
Resultado neto publicado	85,3	104,0	113,7	147,8	182,4	195,6	186,9	197,8	212,9
Rtdo Neto (%Var)		21,9%	9,3%	30,0%	23,4%	7,2%	-4,4%	5,8%	7,6%
Rtdo. neto antes extraordinarios	91,2	104,0	114,0	147,6	182,4	195,6	186,9	197,8	212,9
Rtdo Neto antes extra. (% Var)		14,1%	9,6%	29,4%	23,6%	7,2%	-4,4%	5,8%	7,6%

Origen Aplicación Fondos (€ mn)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
EBITDA	143,5	159,8	185,6	273,4	308,2	327,4	313,1	331,0	349,6
Extraordinarios (cash) y otros	-7,5	0,0	-0,5	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación activo circulante neto	-5,5	-74,4	-103,4	-200,0	-66,3	-49,7	-99,2	-52,4	-48,2
Impuestos (cash)	-25,1	-37,9	-44,2	-57,4	-65,0	-62,7	-59,8	-66,8	-71,8
Rtdo financieros netos	3,9	4,5	-1,4	-12,7	-22,9	-24,9	-21,9	-19,5	-15,9
Cash-flow operativo	109,3	52,0	36,1	3,6	154,0	190,1	132,3	192,3	213,7
CAPEX neto (inversiones/desinversiones)	-12,8	-93,6	-148,6	-361,0	-75,1	-96,9	-70,0	-60,0	-60,0
Adquisiciones/desinversiones (IF)	2,2	13,0	0,6	-7,8	-27,6	51,9	-39,2	0,0	0,0
Ajustes consolidación y tipo cambio	-4,1	53,8	55,8	401,8	30,3	-25,7	0,0	0,0	0,0
Cash-flow libre	94,6	25,2	-56,1	36,6	81,6	119,4	23,1	132,3	153,7
Dividendo	-25,1	-168,9	-57,0	-128,0	-80,0	-104,0	-108,4	-108,8	-117,1
Ampliaciones/disminuciones capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Incremento (disminución) deuda	-69,5	143,7	113,1	91,4	-1,6	-15,4	85,3	-23,5	-36,6

Balance (€ mn)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Inmovilizado material neto	55,0	68,4	94,0	131,1	139,1	140,4	112,2	79,7	45,4
Inmovilizado inmaterial	84,6	122,3	213,9	487,2	519,1	573,8	629,8	677,8	725,8
Inversiones financieras a largo plazo	85,7	97,7	106,3	114,8	139,9	86,9	126,1	126,1	126,1
Existencias	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deudores	690,0	883,4	1.127,6	1.585,7	1.632,0	1.561,4	1.563,8	1.637,1	1.713,4
Otros deudores	34,9	24,7	27,4	77,6	73,2	73,5	73,5	73,5	73,5
Caja e inversiones fin. temporales	276,1	139,0	42,3	32,0	23,1	67,8	67,8	67,8	67,8
Total Activo	1.226,3	1.335,5	1.611,5	2.428,4	2.526,4	2.503,8	2.573,1	2.662,0	2.752,0
Fondos propios	396,3	322,0	385,6	739,5	846,0	946,0	1.024,5	1.113,5	1.209,4
Minoritarios	34,9	19,7	26,3	41,8	42,2	45,3	47,6	50,0	52,6
Provisiones	18,4	68,4	75,1	97,4	66,4	94,4	94,4	94,4	94,4
Deuda financiera a largo plazo	66,7	52,3	54,2	46,5	46,4	101,9	187,2	163,8	127,2
Deuda financiera a corto plazo	11,5	32,5	47,0	135,8	125,4	99,2	99,2	99,2	99,2
Acreedores	635,7	754,7	895,5	1.153,6	1.133,6	1.013,3	916,5	937,4	965,5
Otros acreedores	62,9	85,9	127,9	213,8	266,4	203,7	203,7	203,7	203,7
Total Pasivo	1.226,4	1.335,5	1.611,6	2.428,4	2.526,4	2.503,8	2.573,1	2.662,0	2.752,0
Valor de Empresa (EV)	1.690,9	2.373,3	2.733,6	2.995,1	2.740,7	2.819,7	2.317,5	2.296,4	2.262,5
Deuda neta	-197,9	-54,2	58,9	150,3	148,7	133,3	218,6	195,2	158,6
Capital medio empleado	108,0	127,7	202,2	372,4	510,8	611,8	755,4	852,9	917,8
Fondo de Comercio	60,1	108,7	184,6	424,3	431,8	440,2	440,2	440,2	440,2
Capital medio empleado y fondo comercio	168,3	212,1	348,9	676,9	938,8	1.047,8	1.195,6	1.293,1	1.358,0
Activo circulante neto	26,3	67,5	131,6	295,9	305,2	417,9	517,1	569,5	617,7

Fuente: compañía y estim. Banesto Bolsa

Datos por acción (€)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Número medio de acciones (mn)	154,3	150,2	146,2	155,2	164,1	164,1	164,1	164,1	164,1
No. acciones fin ejercicio (mn)	154,3	146,2	146,2	164,1	164,1	164,1	164,1	164,1	164,1
BPA	0,55	0,69	0,78	0,95	1,11	1,19	1,14	1,21	1,30
BPA (%var.)		25,2%	12,3%	22,5%	16,7%	7,2%	-4,4%	5,8%	7,6%
BPA sin extraordinarios	0,59	0,69	0,78	0,95	1,11	1,19	1,14	1,21	1,30
BPA sin extraordinarios (%var.)		17,2%	12,7%	22,0%	16,8%	7,2%	-4,4%	5,8%	7,6%
Cash-flow	0,71	0,81	0,93	1,27	1,34	1,45	1,40	1,48	1,58
Cash-flow (% var.)		13,7%	14,9%	37,1%	5,2%	8,0%	-3,5%	5,7%	7,0%
Dividendo bruto	0,16	1,16	0,39	0,78	0,49	0,63	0,66	0,66	0,71
Dividendo bruto (% var.)		609,0%	-66,2%	99,9%	-37,5%	30,0%	4,3%	0,4%	7,6%
Valor contable	2,57	2,20	2,64	4,51	5,15	5,76	6,24	6,78	7,37

Valoración	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
PER	19,8	22,2	21,0	19,4	15,0	13,0	11,5	10,8	10,1
PER sin extraordinarios	18,5	22,2	20,9	19,4	15,0	13,0	11,5	10,8	10,1
Precio/Cash-flow	15,4	19,0	17,6	14,5	12,5	10,7	9,4	8,9	8,3
Precio /FCF (x)	17,8	91,8	-42,5	78,3	33,6	21,3	93,0	16,2	14,0
Precio/Valor Contable	4,3	7,0	6,2	4,1	3,2	2,7	2,1	1,9	1,8
Rentabilidad por dividendo	1,5%	7,5%	2,4%	4,2%	2,9%	4,1%	5,1%	5,1%	5,5%
EV/Ventas	1,6	2,0	1,9	1,4	1,2	1,1	0,9	0,9	0,9
EV/EBITDA	11,8	14,9	14,7	11,0	8,9	8,6	7,4	7,0	6,6
EV/EBIT	13,8	16,7	16,6	13,4	10,1	9,9	8,6	8,1	7,6
EV/Cap. empl. inc. fdo. comercio	10,0	11,2	7,8	4,4	2,9	2,7	1,9	1,8	1,7
Cotización - Máx.	12,79	18,45	19,12	20,73	18,38	17,65			
Cotización - Mín.	9,90	12,05	13,74	16,54	13,16	13,34			
Cotización - Media	10,92	15,37	16,31	18,48	16,70	15,51	13,08	13,08	13,08
Cotización - Fin ejercicio	12,57	16,51	18,61	18,58	16,19	16,43	13,08	13,08	13,08

Ratios Rentabilidad y Solvencia	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Rotación existencias (días)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Periodo medio cobro (días)	233,4	268,2	292,6	267,0	250,3	226,8	222,7	226,3	230,0
Periodo medio pago (días)	368,8	396,2	424,4	394,5	364,9	298,9	261,0	259,2	259,2
CAPEX/Amortizaciones	61%	535%	714%	723%	199%	231%	166%	135%	129%
Deuda neta/(FFPP + minoritarios)	-46%	-16%	14%	19%	17%	13%	20%	17%	13%
Ebitda/ gtos financieros				21,5	13,5	13,1	14,3	17,0	22,0
Deuda neta/ Ebitda	(1,4)	(0,3)	0,3	0,5	0,5	0,4	0,7	0,6	0,5
Payout	29%	162%	50%	87%	44%	53%	58%	55%	55%
ROCE medio (inc. fdo. com.)	56,95%	49,60%	34,32%	24,09%	21,35%	20,69%	17,22%	16,62%	16,75%
ROE	21,5%	32,3%	29,5%	20,0%	21,6%	20,7%	18,2%	17,8%	17,6%

Otros Ratios Operativos	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e
Nº empleados medio	6.619,0	8.282,0	14.478,0	23.500,0	24.087,5	24.689,7	25.306,9	25.939,6	26.588,1
Ventas por empleado medio (000s)	163,0	145,2	97,2	92,2	98,8	101,8	101,3	101,8	102,3
Gastos personal/empleado medio (000s)	47,1	42,5	31,6	35,8	39,7	40,9	40,7	40,5	40,3
EBIT por empleado medio (000s)	18,5	17,2	11,4	9,5	11,2	11,6	10,7	11,0	11,4
Margen EBITDA	13,3%	13,3%	13,2%	12,6%	13,0%	13,0%	12,2%	12,5%	12,9%
Margen EBIT	11,4%	11,8%	11,7%	10,3%	11,4%	11,4%	10,6%	10,9%	11,1%
Margen neto	7,9%	8,7%	8,1%	6,8%	7,7%	7,8%	7,3%	7,5%	7,8%
Tasa fiscal	21,8%	26,1%	27,3%	27,0%	25,9%	24,1%	24,0%	25,0%	25,0%

Fuente: compañía y estim. Banesto Bolsa

## ANÁLISIS DE RENTA VARIABLE ESPAÑA Y PORTUGAL

José Luis Barrera, CFA	Director de Análisis	jbarrev@banesto.es	34 91 338 20 19
Luis De Blas	Small Caps, Farma	ldeblasd@banesto.es	34 91 338 90 17
Elena Colombás	Estrategia	ecolomba@banesto.es	34 91 338 29 74
Antonio Cruz-Guzmán	Electricidad y Gas	acruzguz@banesto.es	34 91 338 11 54
Marta Gómez	Renovables, Inmobiliarias	mgomezar@banesto.es	34 91 338 39 20
Robert Jackson	Petróleo, Aceros	rjackson@banesto.es	34 91 338 14 48
María Muñoz-Rojas, CFA	Media, Hoteles, Papel	mmurojas@banesto.es	34 91 338 91 32
Marta Olba	Autopistas, Construcción	molbasub@banesto.es	34 91 338 91 52
Jaime Semelas	Small Caps, Consumo	jsemelas@banesto.es	34 91 338 17 30
Juan Alberto Tuesta	Bancos, Seguros, Holdings	jatuesta@banesto.es	34 91 338 12 56

## EDICIÓN Y DISTRIBUCIÓN

Raquel Cáceres	rcaceret@banesto.es	34 91 338 90 18
----------------	---------------------	-----------------

## DIRECT MARKET ACCESS - CONNECTIVITY (Help Desk btobldma@notes.banesto.es)

Sabrina Bou	sboubran@banesto.es	34 91 338 39 90
Torsten Lange	tlangela@banesto.es	34 91 338 39 90

## INTERMEDIACIÓN RENTA VARIABLE NACIONAL

Enrique Aparicio	Jefe Ventas Nacional	eaparici@banesto.es	34 91 338 45 45
José Luis Barrero		jbarrero@banesto.es	34 91 338 45 45
Juan Pérez		jpcaballero@banesto.es	34 91 338 45 45
José Ramón Tapia		jtapiama@banesto.es	34 91 338 45 45
Eduardo de la Torre		edelator@banesto.es	34 91 338 45 45

## INTERMEDIACIÓN RENTA VARIABLE INTERNACIONAL

Jan Roos	Jefe Ventas Internacional - Europa	janroos@banesto.es	34 91 338 45 40
Olivier Laperche		olaperch@banesto.es	34 91 338 45 40
Dirk Paape		dirpaape@banesto.es	34 91 338 45 40
Antoine Kendis	Jefe Ventas Internacional - USA	akendis@banesto-ny.com	1 212 835 5340

## SALES TRADING

Cristina Serrano	Jefe Ventas - Trading	cserrans@banesto.es	34 91 338 37 90
Alexander King, CFA		akingin@banesto.es	34 91 338 37 90
Paul Miguel Kendal		pkendalk@banesto.es	34 91 338 37 90
Óscar Pérez		osperez@banesto.es	34 91 338 45 45
Fernando Martín		fmartinb@banesto.es	34 91 338 45 45

El presente informe ha sido preparado por Banesto Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. (entidad perteneciente al Grupo Banesto), empresa de servicios de inversión sujeta a la supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y se facilita sólo a efectos informativos. Además, se hace constar que Banco Español de Crédito, S.A. ("Banesto") se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y por el Banco de España. Todas las opiniones y estimaciones que figuran en el presente informe reflejan la opinión técnica personal del analista en relación a los valores o emisores mencionados. La retribución del analista no ha estado, está o estará, directa o indirectamente, vinculada al sentido de las recomendaciones u opiniones contenidas en el presente informe ni a operaciones de Banca de Inversión realizadas por cualquier empresa del Grupo Banesto. El analista responsable del informe hace constar que las opiniones expresadas se corresponden exactamente con su opinión técnica personal en el momento de la publicación. Teniendo en cuenta que las opiniones del analista pueden diferir de otras, miembros del Grupo Banesto podrían tener opiniones o elaborar informes inconsistentes con éste, o llegar a conclusiones diferentes a las del presente documento. Bajo ninguna circunstancia deberá entenderse que el presente informe constituye una oferta de compra, venta, suscripción o negociación de valores o de otros instrumentos. Cualquier decisión de compra o venta por parte del receptor sobre valores emitidos por la/s Compañía/s objeto de este informe de análisis, debería adoptarse en base a la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV, disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras. El inversor que acceda al presente documento deberá tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros. El acuerdo por el analista en recomendaciones pasadas no garantiza el éxito de las futuras. El presente informe no tiene en consideración los objetivos de inversión o las circunstancias particulares de inversor alguno, los inversores deberán asesorarse de forma independiente antes de realizar cualquier inversión. Si algún instrumento financiero mencionado en el presente informe cotizara en una moneda distinta a aquella en la que el inversor realiza habitualmente sus negocios o inversiones, el efecto de del los tipos de cambio y de sus oscilaciones deberían considerarse por el inversor previamente a realizar cualquier inversión. Banesto Bolsa, sociedad de valores, S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de la información ofrecida en este informe. Los precios de los instrumentos financieros mencionados en este informe pertenecen al precio de cierre del día previo a su publicación. Las fórmulas de recomendación utilizadas en el presente informe tienen un horizonte temporal de doce meses, y podrán ser las siguientes: Para valores incluidos en el IBEX-35, y de emisores europeos: Comprar: Cuando el potencial de revalorización de la acción sea superior al 20%. Sobreponderar: Cuando el potencial de revalorización se sitúe entre el 10% y el 20%. Neutral: Cuando el potencial de revalorización se sitúe entre 0% y 10%. Infraponderar: Cuando el potencial de revalorización se sitúe entre -10% y 0%. Vender: Cuando el potencial de revalorización sea de -10% o menor. Para valores de emisores españoles no incluidos en el IBEX-35 (Small Caps), Comprar: Cuando el potencial de revalorización sea superior al 10%. Vender: Cuando el potencial de revalorización sea inferior al 10%. En ambas clasificaciones el Analista tendrá la facultad de hacer el rango flexible, en el sentido de que podrá mantener una recomendación anterior que no cumpla los rangos definidos, siempre que esté debidamente justificada en base a la posición del valor con respecto a los comparables dentro de un mismo sector. Sin perjuicio de que las recomendaciones anteriores se realicen con un horizonte temporal de doce meses, además el Analista podrá realizar recomendaciones de comprar o vender en el corto plazo (periodos inferiores a tres meses), no coincidentes con las anteriores, al referirse cada una de ellas a horizontes temporales distintos. La frecuencia de las puestas al día de los informes de análisis elaborados por Banesto Bolsa, S.V., S.A., está condicionada por la evolución de las circunstancias de mercado, noticias sobre las compañías cubiertas, operaciones corporativas anunciadas y, en general, por la existencia de cualquier evento que pueda ser de interés para sus clientes. Con carácter general los informes de actualización, como mínimo, una vez al año. El Grupo Banesto no tiene obligación de actualizar, modificar o actualizar el presente informe para informar al receptor de cualquier cambio relativo a la información referida en el mismo. La información que se incluye en el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, y aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye el presente informe no sea ni incierta ni equivoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera. El analista autor de este informe no es titular de valores u otros instrumentos financieros emitidos o relacionados con ninguna Compañía objeto de este informe, ni realiza transacciones por cuenta propia o ajena sobre los mismos. Tampoco el analista ni Banesto Bolsa S.A. son parte de un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración del presente informe y recomendación. Banesto Bolsa, S.V., S.A. o cualquier otra entidad del Grupo Banesto, así como sus consejeros, directores o empleados, pueden: Tener una relación comercial relevante con la Compañía a la que se refiere el presente documento; tener posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por la Compañía; negociar con dichos valores o instrumentos por cuenta propia o ajena, incluso actuando como creador de mercado de los mismos; disponer de derechos de cualquier tipo para la adquisición de valores emitidos por la sociedad analizada o vinculados directa y fundamentalmente a ellos; proporcionar servicios de asesoramiento u otros al emisor de dichos valores o instrumentos; tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe.

En los últimos doce meses Banesto Bolsa, sociedad de valores, S.A. o entidades del Grupo Banesto han participado en operaciones de Banca de Inversiones y/o Mercado de Capitales relacionadas con valores cotizados objeto de cobertura emitidos por las siguientes sociedades: Vocento S.A., Tubos Reunidos S.A., Dinamia Capital Privado S.A., y Royal-Urbis S.A. y Grupo San José, S.A.

En los últimos doce meses Banesto Bolsa, sociedad de valores, S.A. o cualquier miembro del Grupo Banesto actúa o ha actuado como director, codirector o asegurador de las siguientes ofertas de valores: Clínica Baviera, Realia Business S.A., Criteria Caixa Corp S.A., Iberdrola Renovables S.A., Zinkia, S.A. e Imaginarium S.A.

Banesto Bolsa, sociedad de valores, S.A. y/o miembros del Grupo Banesto mantiene una participación igual o superior en el 1% en acciones de las siguientes compañías cubiertas: OHL S.A., Metrovacesa S.A., Gas Natural S.A., Bankinter S.A. y B. Popular, S.A.

Alguno de los miembros del Consejo de Administración de Banco Español de Crédito, S.A. o de las demás entidades de su Grupo, forma parte de los Órganos de Gobierno de la sociedad Ferrovial S.A., Acerinox S.A. y Metrovacesa S.A. Banesto Bolsa, S.V., S.A. tiene suscrito un contrato de liquidez o autocartera con las siguientes compañías: General Alquiler de Maquinaria S.A., Unipapel S.A., Afirma S.A., Zinkia, S.A. e Imaginarium S.A.

No obstante lo señalado en el párrafo anterior, el Grupo Banesto tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control que constan en el Código de Conducta del Grupo Banesto en los Mercados de Valores, aplicable a Banesto Bolsa, S.V., S.A., sus consejeros, directivos y empleados, para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, de acuerdo con lo establecido en el art. 83.1 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, así como para evitar los conflictos de interés. Dicho código de conducta puede consultarse en la web corporativa de Banesto. (www.banesto.es). Banesto Bolsa, S.V., S.A. pone a disposición de sus clientes, con carácter trimestral, la proporción que suponen las distintas categorías de recomendación que se hayan realizado, así como la proporción de emisores correspondientes a cada una de estas categorías a las que el Grupo Banesto haya prestado servicios de banca de inversión importantes durante los doce meses previos. Banesto Bolsa, S.V., S.A. (www.banestobolsa.banesto.es).

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banesto Bolsa, sociedad de valores, S.A. (o en Estados Unidos por Banesto Securities). El presente informe se distribuye en Europa por Banesto Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. Cualquier pregunta o comentario de inversores europeos debe dirigirse a Banesto Bolsa S.A., Mesena 80, 28033 Madrid, Spain, or by telephone at 34 91 338 3790.

En Estados Unidos, el informe correspondiente a la compañía/s objeto de este análisis se distribuye a "U.S. Major Institutional Investors" de acuerdo a la Rule 15a-16 de la SEC exclusivamente por Banesto Securities, Inc., que asume la responsabilidad del mismo de acuerdo a la legislación estadounidense. Cualquier pregunta o comentario de los inversores estadounidenses debe dirigirse directamente a Banesto Securities Inc. Suite 701, 730 Fifth Avenue, New York, NY, USA 10019, o al teléfono (212) 835-5340.