

INDRA (IDR.MC / IDR SM)

TECNOLOGÍA/ España

Capitalización. 1.763 Mns €
Free float: 50%
Volumen medio diario: 1.754.905 acc.

INFRAPONDERAR

Recomendación previa: Infraponderar vigente desde: 16/03/09

P. Objetivo: 11,7 €/acc

Precio al cierre del 16/11/2011: 10,74 €/acc

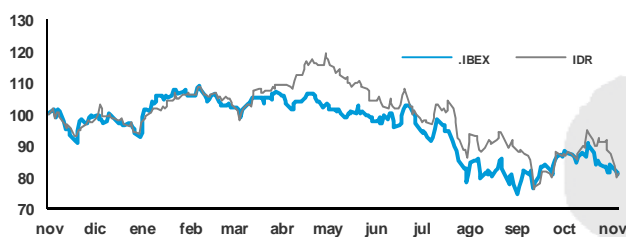
Ratios	2011e	2012e	2013e
PER	9,4x	9,3x	9,2x
EV/Ebitda	7,4x	7,2x	6,8x
EV/Ebit	8,7x	8,6x	8,2x
P/CF	7,6x	7,2x	7,0x
DPA	0,66€	0,63€	0,64€
Rentab. Div.	6,1%	5,9%	6,0%
FCF Yield	5,9%	6,3%	6,4%
ROCE (%)	9,8%	9,4%	9,5%

Fuente: "la Caixa"

Buscando el refuerzo internacional

Recomendación de inversión

- **2011: se cerrará sin sorpresas**, con un crecimiento algo superior en ventas (2.671 Mns €, +4,4%/vtas 11 vs +2% estimación anterior) por el efecto de las adquisiciones (aportación 63 Mns € adicionales). Las rentabilidades se verán afectadas (10% EBIT/Ventas vs 11,2% EBIT/Vtas 10 recurrente), por la menor rentabilidad operativa de las compañías adquiridas, los costes de integración y ejecución de estas transacciones y por unas condiciones de mercado difíciles y de fuerte competencia en precios.
- **En 2012, la actividad doméstica continuará presionada a la baja.** Las Administraciones Públicas seguirán profundizando en sus recortes; además los clientes corporativos mantendrán la tónica de seguir retrasando sus inversiones en tecnología, aunque compensadas en parte por la externalización de servicios y la concentración de proveedores que se han llevado a cabo en los sectores Financiero y Seguros y Telecom y Media, donde se han visto favorecidas, principalmente, las grandes compañías de IT.
- **No obstante, la incorporación de las compras de Galileo y Politec**, permitirán una evolución positiva de las ventas (2.784 Mns €, +4,3%, -2,2% ex – compras), con una contribución de 234 Mns € (8%/vtas 12e) según nuestras estimaciones. En relación a los márgenes, éstos tocarán suelo en 2012 (en conjunto 9,7% EBIT/Ventas vs 10% EBIT/Ventas 11e), penalizados por un mantenimiento de la presión en márgenes a nivel doméstico y por la todavía menor aportación de las compañías adquiridas.
- **Accionariado.** La participación de las entidades financieras (Bankia 20% y CajAstur 5% seguirá siendo un foco de incertidumbre en el actual escenario de reestructuración del sector. Alba (10%) y Casa Grande Cartagena (5%), completarán el núcleo accionarial de la compañía.
- **Valoración.** Tras incluir en nuestras cifras las adquisiciones realizadas, una mayor presión en la actividad doméstica y aplicar el *roll over*, hemos valorado la compañía por DCF (2/3) y por multiplicadores (1/3), lo que resulta un precio objetivo de 11,7 €/acc (potencial +9% vs 12,9 €/acc anterior), manteniendo la recomendación de la compañía en INFRAPONDERAR. A pesar del potencial que ofrece la valoración, el flujo de noticias de cara a los próximos meses no pensamos que vaya a ser positivo fundamentalmente por la escasa visibilidad en relación al alcance de los recortes presupuestarios y por la todavía inferior aportación en términos de rentabilidades de Galileo y Politec.



Fuente: Reuters

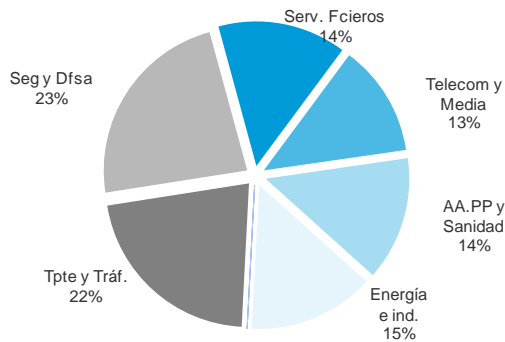
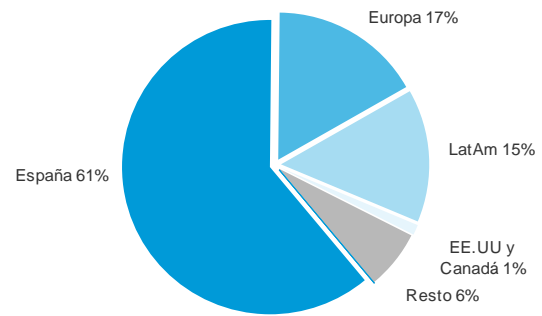
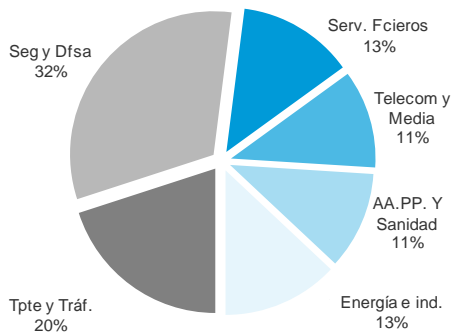
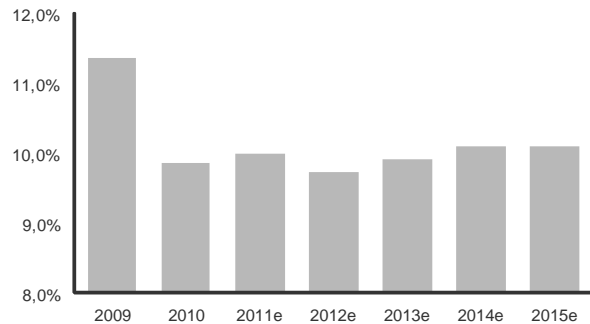
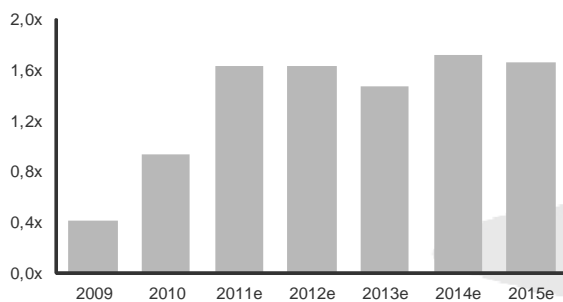
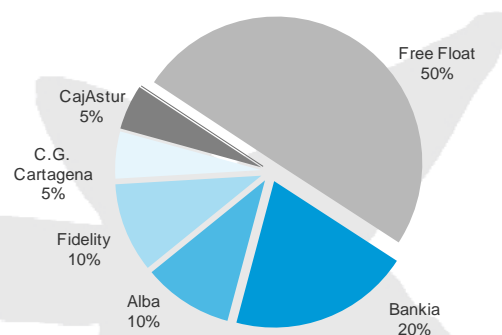
P&L	2011e	2012e	2013e
Ventas	2.671	2.784	2.844
Cto	4,4%	4,3%	2,1%
EBITDA	312	326	342
Cto	5,8%	4,4%	5,1%
Margen	11,7%	11,7%	12,0%
BDI	188	189	191
Cto	-0,1%	0,2%	1,1%
Margen	7,1%	6,8%	6,7%

Fuente: "la Caixa"

Iciar Gómez. Analista de Renta Variable lacaixa_analisis@lacaixa.es 91 557 69 41

DESCRIPCION GENERAL

Indra es una compañía global de tecnología enfocada a soluciones y servicios de alto valor añadido. Su modelo de negocio incluye el diseño de una solución, su implantación, desarrollo y gestión operativa, para los sectores de Transporte y Tráfico, Seguridad y Defensa, Servicios Financieros, Telecom y Media, Administración Pública y Sanidad y Energía e Industria. En el medio plazo el crecimiento orgánico de la compañía estará liderado por la actividad internacional, que representa un 39% del negocio de la compañía y operando en más de 100 países. A nivel de adquisiciones podremos seguir viendo compras selectivas que complementen soluciones o incorporen nuevos clientes, siempre con ese perfil de ir reforzando presencia en el mercado exterior, que permita compensar un peor escenario doméstico.

Distribución Ingresos'10 Actividad

Distribución Geográfica Ingresos'10

Distribución Operativa'10 Actividad

Evolución del Margen Operativo

Nivel de apalancamiento DFN/EBITDA

Accionariado


Fuente: Estimaciones "la Caixa"

PRINCIPALES VARIABLES A TENER EN CONSIDERACION

- 1.- Dependencia de los presupuestos de defensa y Administraciones Públicas
- 2.- Elevado contenido tecnológico, significativas barreras de entrada
- 3.- Reducción de competencia a nivel doméstico
- 4.- Bancos, eléctricas y telecoms seguirán impulsando crecimiento internacional
- 5.- Situación financiera saneada
- 6.- Calidad del management

Presidente **Javier Monzón**
 CEO **Javier de Andrés**

IR **Javier Marín/Cristina Álvarez-Quiñones**
www.indracompany.com

Por múltiplos, Indra cotiza con prima respecto a sus comparables tanto en términos de PER (9,3x 12e IDR vs 8,0x media del sector), como en términos de EV/EBIT (8,6x 12 IDR vs 5,6x 12e del sector).

Tabla 3.

Comparativa por múltiplos

	Capitaliz.	PER			EV/EBIT		
		2011e	2012e	2013e	2011e	2012e	2013e
Cap Gemini	4.208	11,1x	10,2x	9,0x	5,6x	4,8x	3,7x
Atos	2.735	10,4x	8,5x	7,3x	7,6x	5,2x	4,0x
Tieto	855	10,6x	10,1x	9,3x	8,4x	7,7x	n.a.
Logica	1.217	6,4x	6,1x	5,6x	5,9x	5,2x	4,5x
Media IT	2.254	9,6x	8,8x	7,8x	6,9x	5,7x	4,0x
Thales	4.878	9,7x	8,5x	7,2x	6,9x	5,6x	4,5x
Finmeccanica	1.965	n.a.	5,7x	4,5x	n.a.	5,8x	5,1x
BAE Systems	9.044	7,0x	6,7x	6,6x	5,2x	4,9x	n.a.
Media Defensa	5.296	8,4x	7,0x	6,1x	6,0x	5,4x	4,8x
Media comparables	3.557	9,2x	8,0x	7,1x	6,6x	5,6x	4,4x
Indra	1.763	9,4x	9,3x	9,2x	8,7x	8,6x	8,2x

Fuente: Estimaciones "la Caixa"



2. Resultados 9M11

Resultados sin sorpresas, en general, en línea con nuestras estimaciones y con la actividad internacional soportando la cifra de ventas de la compañía (1.930 Mns €, +2,7% vs +2,5%e). Se ha incorporado en este trimestre la adquisición de Galyleo (10 Mns € vtas).

Por el lado de las rentabilidades, el crecimiento del EBIT (+6,1% vs +5,4%e), recoge los gastos extraordinarios (15,3 Mns €) que la compañía se imputó en 9M10. Excluyendo dicho impacto la variación en términos de EBIT se sitúa en -1,7%, con unos márgenes EBIT del 10,5% vs 11% margen EBIT recurrente 9M10.

Objetivos 2011. Tras la incorporación de Galyleo, el próximo trimestre se suma Politec. Incluyendo las dos adquisiciones, la compañía ha anunciado unas ventas en torno a 2.675 Mns € y unos márgenes EBIT/Ventas del 10% (vs 10,5% ex – adquisiciones). Las compras realizadas tendrán un impacto negativo de 7 Mns € en términos de EBIT, según nuestras estimaciones, vinculado a los costes de integración y ejecución de las transacciones y a una menor rentabilidad de las compañías adquiridas. No se prevén costes extraordinarios adicionales relacionados con la realización de dichas compras.

Tabla 4.

Previsiones resultados 9M11

	1T11	2T11	3T11	9M11	9M10	Var.% 9M11/9M10	9M11e	Var.% 9M11e/9M10
Ventas	658	696	576	1.930	1.879	2,7%	1.925	2,5%
EBIT	69	73	61	203	191	6,1%	201	5,3%
EBIT/Ventas	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,2%		10,4%	
BN	50	56	40	145	143	1,0%	146	1,8%
BN/Ventas	7,6%	8,0%	6,9%	7,5%	7,6%		7,6%	

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

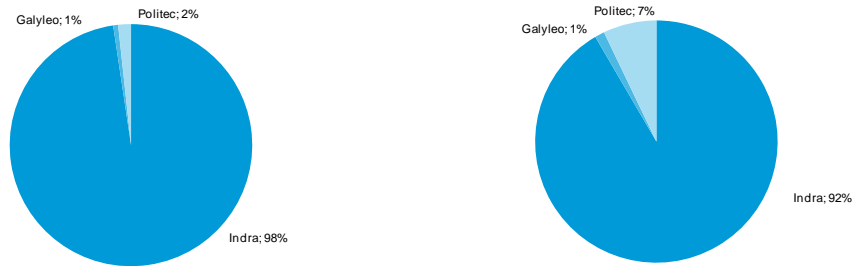
3. Creciendo en Brasil y en Italia: Politec y Galyleo

En el año 2011, la compañía ha realizado dos adquisiciones a nivel internacional, en Italia (Galyleo) y en Brasil (Politec).

Politec, reforzando posicionamiento en Brasil. El pasado mes de julio, Indra anunció la adquisición de Politec, compañía de servicios de TI en Brasil, con presencia en los segmentos de Energía e Industria, Servicios Financieros y Administraciones Públicas y una facturación en 2010 de unos 400 MR\$ (180 Mns €). La operación permitirá incorporar las soluciones de Indra a la base de clientes de Politec y ampliará la presencia comercial de Indra en el país. El importe de la operación asciende a 100 Mns €, realizándose el pago en dos etapas: en el momento del cierre de la operación se pagarán 4,5 MR\$ (aprox. 2 Mns €) y el 93,4% restante se efectuará en 2014 a un precio de 220 MRS (aprox. 98 Mns €), sobre la base de un escenario medio, que será ajustable al alza o a la baja en función a la obtención de determinados niveles de ventas y de márgenes EBIT en 2013. Esta operación entra en vigor a partir del 30/09, por lo que sólo consolidará 3 meses en este ejercicio.

Galyleo, una compra selectiva para ganar posicionamiento en Italia. A finales del pasado mes de junio, Indra anunció la adquisición del 100% de Galyleo compañía italiana presente en el mercado de servicios de TI, con el objetivo de contar con una plataforma en el mercado italiano para desarrollar su presencia en clientes relevantes expuestos a sectores donde participa Indra (Energía, Telecom y Media, Financiero y Seguros,...). La operación se ha valorado en 21 Mns € (EV por el 78% de las acciones de Galyleo, 0,6x vtas 10), adquiriéndose el 22% restante bajo un esquema de retribución variable que la compañía no ha detallado (se materializará en 2016 y su importe no debería ser muy significativo). Las ventas de Galyleo en 2010 se han situado en los 36 Mns € y la operación entrará en vigor a partir del 1 de julio.

Gráfico 1.

Desglose ventas IDR vs Galyleo vs Politec 2011e/2012e


Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tras estas dos adquisiciones, la exposición internacional alcanzaría un peso en ventas en 2012 del 48% (vs 43% en 2011). Según nuestras estimaciones, Politec+Galyleo, aportarán en 2012 una cifra de ingresos de unos 234 Mns € (8%/vtas totales 12e). Los márgenes irán de menos a más en la medida en que las compañías adquiridas se vayan adaptando a los estándares de gestión de Indra (6% EBIT/Ventas 12e vs 8% EBIT/Ventas 13e).

4. Pero el negocio doméstico continuará presionado a la baja

La elevada exposición doméstica de la compañía, seguirá en nuestra opinión afectando a la evolución de la actividad. Por un lado, las áreas de actividad vinculadas a las administraciones públicas (Seguridad y Defensa, Transporte y Tráfico y Administraciones Públicas) seguirán profundizando en sus recortes (aunque el impacto definitivo dependerá de las partidas que finalmente se vean más afectadas), y por otro, los clientes corporativos, continuarán rebajando su inversión en tecnología, aunque parte se verá compensado por los procesos de externalización de servicios y de concentración de proveedores que se han llevado a cabo en las áreas de Financiero y Seguros y Telecom y Media. Con la actividad dando todavía señales de debilidad, las condiciones de mercado seguirán siendo difíciles, de fuerte competencia en precios, por lo que pensamos que la presión en márgenes continuará.

En conjunto, para 2011, esperamos unas ventas de 2.671 Mns € (+4,4% vs +2% estimado anteriormente), cifra que incluye una aportación de 63 Mns € por las compras realizadas. Excluyendo las adquisiciones, las ventas se situarían en los 2.608 Mns €.

Mirando al 2012, pensamos que el panorama a nivel doméstico seguirá estando complicado, aunque sin embargo las compras permitirán crecimientos en términos de ventas (+4,3% vtas 12, -2,2% ex – Politec y Galyleo). Un entorno debilitado y unos niveles de las adquisiciones todavía bajos penalizarán los márgenes, que podrían tocar suelo en dicho ejercicio (10% EBIT/Ventas 11e vs 9,7% EBIT/Ventas 12e vs 9,9% EBIT/Ventas 13e).

Tabla 5.

Revisión de estimaciones

	Nuevo			Anterior		
	2010	2011e	2012e	2010	2011e	2012e
Ventas IDR	2.557	2.608	2.550	2.557	2.607	2.674
Var. %	1,7%	2,0%	-2,2%	1,7%	2,0%	2,6%
Vtas Politec+ Galyleo	0	63	234			
Var. %	n.a.	n.a.	271,4%			
Vtas totales	2.557	2.671	2.784	2.557	2.607	2.674
Var. %	1,7%	4,4%	4,3%	1,7%	2,0%	2,6%
EBIT IDR	252	274	258	252	274	289
Var. %	-11,7%	8,7%	-5,9%	-11,7%	8,8%	5,5%
EBIT Politec+Galileo		-7	13			
Var. %	n.a.	n.a.	n.a.			
EBIT Totales	252	267	271	252	274	289
Var. %	-11,7%	6,0%	1,4%	-11,7%	8,8%	5,5%
Margen EBIT IDR	9,9%	10,5%	10,1%	9,9%	10,5%	10,8%
Margen EBIT Politec+Galyleo	n.a.	-10,6%	5,6%			
Margen EBIT	9,9%	10,0%	9,7%	9,9%	10,5%	10,8%
BDI	189	188	189	189	186	203
Var. %	-3,6%	-0,1%	0,2%	-3,6%	-1,3%	9,1%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 6.

Desglose Ventas doméstico/internacional 2008-12e

Mns €	2008	2009	2010	2011e	2012e
España	1.567	1.613	1.566	1.510	1.450
Var. %		2,9%	-2,9%	-3,6%	-4,0%
Internacional	812	900	991	1.161	1.334
Var.%		10,8%	10,1%	17,1%	15,0%
Total	2.380	2.513	2.557	2.671	2.784
		5,6%	1,7%	4,4%	4,3%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

En la siguiente tabla hemos distribuido la contribución en ventas de Politec y de Galyleo, entre las diferentes divisiones. Se trata de una distribución aproximada, pero permitirá tener una referencia del impacto de las compras en cada área de negocio. Así, el desglose de ventas de Politec es 37% Servicios Financieros, 32% Administraciones Públicas y 31% Industria y Energía, y el reparto de Galyleo, según nuestras estimaciones, es 30% Telecom y Media, 30% Administraciones Públicas, 20% Servicios Financieros y 20% Industria y Energía.

Tabla 7.

Desglose ventas por áreas de negocio 2010-13e

	2010	2011e	2012e	2013e
Transporte y Tráfico	555	585	586	598
Var.%	11%	5%	0%	2%
Defensa y Seguridad	594	511	478	482
Var.%	-13%	-14%	-7%	1%
Telecom y Media	321	388	405	413
Var.%	19%	21%	4%	2%
AA.PP. y Sanidad	357	396	420	430
Var.%	3%	11%	6%	2%
Servicios Financieros	368	408	472	487
Var.%	10%	11%	16%	3%
Energía e Industria	363	384	424	434
Var.%	-5%	6%	10%	2%
Total ventas	2.557	2.671	2.784	2.844
Var.%	2%	4%	4%	2%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Transporte y Tráfico (vtas 11e: +5% vs +5% anterior). Mantenemos nuestras estimaciones anteriores, que se han visto favorecidas por el buen tono del negocio internacional no vinculado a mercados maduros (contratos obtenidos en Asia Pacífico y Golfo Árabe principalmente), en un contexto de debilidad doméstica. En la medida en que planteamos una acentuación de la debilidad del negocio en España y de la actividad vinculada a Europa (retrasos en el desarrollo de los programas europeos de gestión de tráfico aéreo, en nuevas actualizaciones de sistemas...), pensamos que será más difícil para la actividad internacional ex – mercados occidentales el poder mantener el ritmo de crecimiento de ventas de esta división, planteando por tanto un comportamiento plano en la cifra de ingresos (586 Mns €, +0%). Nuestras estimaciones, ya incorporan la reciente adjudicación del AVE La Meca-Medina (aprox. 440 Mns € y una duración del contrato de 12 años, 37 Mns € anuales).

Seguridad y Defensa (vtas 11e: -14% vs -10% anterior). Ajustamos a la baja nuestras estimaciones, ya que a un negocio doméstico prácticamente parado (ligado al presupuesto de inversiones del Ministerio de Defensa), se le ha sumado la reducción de la actividad del Eurofighter, recortándose la producción anual de aviones a cambio de extender la vida de dicho programa. No descartamos, que se puedan tomar medidas adicionales en este sentido y que se siga profundizando en los recortes a nivel doméstico, por lo que estimamos un 2012, en el que continúen las caídas en esta área de negocio (-7% vtas 12e).

Telecom y Media (vtas 11e: +21% vs +11% anterior), será el área con mejor comportamiento beneficiada por los últimos grandes contratos de largo plazo adjudicados (Telefónica, Prisa,...) y que se incorporaron a la cuenta de resultados a partir del 4T10, además de haberse visto favorecida por la mayor concentración de proveedores para la gestión de aplicaciones que se ha llevado a cabo en el sector durante el ejercicio. Esto ha dado lugar a un año de fuertes crecimientos en 2011, que se relajarán de cara al 2012, dónde prevemos unos incrementos más moderados (+4% vtas 12e, +3% excluyendo Galyleo y Politec).

Administraciones Públicas y Sanidad (vtas 11e +11% vs +2% anterior), impulsada por un año electoral, los contratos de mantenimiento perduran pero con fuerte presión en precios. El año 2012, excluyendo las compras, será un año de caídas (346 Mns € 12e, -8%) debido a una comparativa más exigente por las elecciones. Las adquisiciones incorporan a esta división 74 Mns € según nuestras estimaciones, por lo que el efecto conjunto para el año será de unas ventas de 420 Mns € (+6%).

Servicios Financieros (vtas 11e: +11% vs +5% anterior), actividad que también se ha visto beneficiada por la concentración de proveedores en el sector, (aunque el proceso está yendo más lento que *telecoms*), y por los contratos de *outsourcing* y de largo plazo ("la Caixa", Caja Navarra) suscritos. Estos ritmos de crecimiento podrían mantenerse en 2012, por el impacto de las adquisiciones (472 Mns €, +16%, excluyendo dicho efecto +1%).

Energía e Industria (vtas 11e: +6% vs -2% anterior), beneficiados por una favorable comparativa por las malas cifras de 2010, pero con una exposición principalmente doméstica (70%), será una división con crecimiento por la integración de Politec y Galyleo (424 Mns € +10%e, -3% ex – adquisiciones).



5. Anexos financieros

Tabla 8.
Anexos financieros

P & G	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2005-10
Ventas	1.202	1.407	2.168	2.380	2.513	2.557	2.671	2.784	2.844	2.905	18,4%
Cto %	11,4%	17,0%	54,1%	9,8%	5,6%	17%	4,4%	4,3%	2,1%	2,2%	
EBITDA	160	185	273	308	324	295	312	326	342	358	17,7%
Cto %	11,4%	15,5%	48,1%	2,8%	5,2%	-9,0%	5,8%	4,4%	5,1%	4,6%	
EBIT	142	164	240	271	285	252	267	271	282	293	18,4%
Cto %	16,2%	15,1%	46,5%	2,8%	5,5%	-11,7%	6,0%	1,4%	4,3%	3,9%	
BAI	145	162	212	251	261	234	241	246	259	264	17,8%
Cto %	26,5%	11,8%	30,7%	18,4%	3,8%	-10,4%	3,3%	1,8%	5,2%	2,0%	
BDI	104	114	148	183	196	189	188	189	191	195	18,1%
Cto %	22,1%	10,0%	29,2%	23,5%	7,2%	-3,6%	-0,1%	0,2%	1,1%	2,0%	
Cash Flow Neto	122	135	181	220	238	231	233	244	251	260	17,5%
Cto %	14,4%	11,3%	34,0%	21,5%	7,9%	-3,0%	12%	4,5%	2,9%	3,5%	
M ágenes											
EBITDA	13,3%	13,1%	12,6%	13,0%	12,9%	11,5%	11,7%	11,7%	12,0%	12,3%	13,0%
EBIT	11,8%	11,6%	11,1%	11,4%	11,4%	9,9%	10,0%	9,7%	9,9%	10,1%	11,4%
BDI	8,7%	8,1%	6,8%	7,7%	7,8%	7,4%	7,1%	6,8%	6,7%	6,7%	7,8%

BALANCE	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2005-10
Inmovilizado Neto	82	123	194	226	274	368	496	531	556	675	28,1%
Fdo Comercio	109	185	424	432	440	456	469	469	469	469	47,6%
Otros Activos	82	94	149	148	131	173	195	195	195	195	10%
Circulante	885	1.128	1.586	1.633	1.578	1.850	2.023	2.136	2.200	2.262	17,8%
Caja	139	42	32	23	67	129	129	129	129	129	-24,8%
TOTAL	1.297	1.572	2.385	2.463	2.489	2.977	3.312	3.460	3.549	3.730	15,0%
Fondos Propios	283	346	697	781	932	991	1.071	1.155	1.242	1.329	18,3%
Mino ritarios	20	26	42	43	45	23	56	59	62	66	4,8%
Otros Pasivos	130	203	311	333	298	393	340	334	334	280	26,0%
Deuda Largo	85	101	182	172	201	404	632	648	620	735	23,3%
Deuda Corto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	n.a.
Circulante	780	896	1.154	1.133	1.013	1.166	1.213	1.264	1.292	1.319	9,8%
TOTAL	1.297	1.572	2.385	2.463	2.489	2.977	3.312	3.460	3.549	3.730	15,0%
Deuda Neta	-54	59	150	149	135	275	503	519	491	606	n.a.
Capital Empleado	378	634	1.200	1.307	1.409	1.682	1.970	2.067	2.129	2.282	34,0%
Capex	3	15	60	60	80	110	120	80	80	179	n.a.
Fdo Maniobra	105	232	432	500	564	684	810	872	909	943	57,4%

EOAF	2005	2006e	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2005-10
R. Generados	122	135	181	220	235	232	233	244	251	260	17,2%
BDI	104	114	148	183	196	189	188	189	191	195	18,1%
Amort/Prov.	18	21	33	38	39	43	45	55	60	65	13,2%
Inv. Inmovilizado	-23	-150	-399	-77	-78	-195	-207	-90	-85	-184	47,2%
Capex	-3	-15	-60	-60	-80	-110	-120	-80	-80	-179	-250,6%
Otros	-20	-135	-339	-17	2	-85	-87	-10	-5	-5	-162,2%
Financiación	-37	-33	41	-77	-142	-35	-129	-107	-102	-157	40,9%
Var. Capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Dividendos	-57	-113	-82	-100	-108	-108	-108	-104	-105	-107	29,8%
Mino ritarios	-16	7	16	1	2	-22	33	3	3	4	125,0%
Otros	36	73	108	22	-36	95	-53	-6	0	-54	-256,2%
V. circulante	-47	-127	-200	-68	-64	-120	-126	-62	-37	-34	47,0%
Var. Deuda	-15	175	376	1	49	119	229	14	-27	115	-196,1%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 9.

Ratios financieros

RATIOS	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2005-10
Precio (Max)	18,45	19,12	20,73	18,84	17,65	16,89	15,80				
Precio (Min)	12,17	14,05	16,86	13,16	13,77	12,32	10,03				
Precio (31/12)	16,51	19,61	18,58	15,50	16,46	12,79	10,74	10,74	10,74	10,74	5,5%
Nº Accs	145,3	145,3	164,1	164,1	164,1	164,1	164,1	164,1	164,1	164,1	1,7%
Cap. Burs.	2.399	2.850	3.050	2.544	2.702	2.099	1.763	1.763	1.763	1.763	7,3%
Deuda Neta	-54	59	150	149	135	275	503	519	491	606	n.a.
Mino ritarios	20	26	42	43	45	23	56	59	62	66	4,8%
EV	2.365	2.935	3.242	2.736	2.881	2.397	2.322	2.341	2.316	2.435	10,8%
Cap. Empleado	378	634	1200	1307	1409	1682	1970	2.067	2.129	2.282	34,0%
BPA	0,72	0,79	0,90	1,11	1,19	1,15	1,15	1,15	1,16	1,19	16,1%
Cto %	26,8%	10,0%	14,4%	23,5%	7,2%	-3,6%	-0,1%	0,2%	1,1%	2,0%	
BPA ajust.	0,72	0,79	0,90	1,11	1,19	1,15	1,15	1,15	1,16	1,19	16,1%
Cto %	26,8%	10,0%	14,4%	23,5%	7,2%	-3,6%	-0,1%	0,2%	1,1%	2,0%	
DPA	0,39	0,78	0,50	0,61	0,66	0,66	0,66	0,63	0,64	0,65	27,6%
Cto %	100,0%	100,0%	-35,9%	22,0%	8,2%	0,0%	0,0%	-4,2%	1,1%	2,0%	
Payout	54,5%	99,1%	55,5%	54,9%	55,4%	57,5%	57,5%	55,0%	55,0%	55,0%	59,0%
Rentab. Div.	2,4%	4,0%	2,7%	3,9%	4,0%	5,2%	6,1%	5,9%	6,0%	6,1%	3,1%
FCF Yield	-0,2%	-1,8%	3,9%	3,5%	4,8%	1,9%	5,9%	6,3%	6,4%	0,0%	2,0%
EV/CE	6,3x	4,6x	2,7x	2,1x	2,0x	1,4x	1,2x	1,1x	1,1x	1,1x	3,8x
EV/Ventas	2,0x	2,1x	1,5x	1,1x	1,1x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	1,6x
EV/EBITDA	14,8x	15,9x	11,9x	8,9x	8,9x	8,1x	7,4x	7,2x	6,8x	6,8x	12,1x
EV/EBIT	16,6x	17,9x	13,5x	10,1x	10,1x	9,5x	8,7x	8,6x	8,2x	8,3x	13,7x
PER	23,1x	24,9x	20,6x	13,9x	13,8x	11,1x	9,4x	9,3x	9,2x	9,1x	19,8x
PER ajust.	23,1x	24,9x	20,6x	13,9x	13,8x	11,1x	9,4x	9,3x	9,2x	9,1x	19,8x
P/CF	19,7x	21,1x	16,8x	11,6x	11,4x	9,1x	7,6x	7,2x	7,0x	6,8x	16,4x
P/VC	8,5x	8,2x	4,4x	3,3x	2,9x	2,1x	1,6x	1,5x	1,4x	1,3x	5,3x
P/VC ajust. Fdo com.	13,8x	17,7x	11,2x	7,3x	5,5x	3,9x	2,9x	2,6x	2,3x	2,0x	10,2x
ROE	36,7%	33,1%	21,2%	23,4%	21,0%	19,0%	17,6%	16,3%	15,4%	14,6%	26,1%
ROCE	27,6%	18,9%	14,6%	15,4%	15,4%	10,9%	9,8%	9,4%	9,5%	9,3%	20,3%
ROA	8,0%	7,3%	6,2%	7,4%	7,9%	6,3%	5,7%	5,5%	5,4%	5,2%	7,3%
Deuda Neta/FF.PP.	-19,1%	17,0%	21,6%	19,0%	14,4%	27,7%	47,0%	44,9%	39,5%	45,6%	0,3%
Deuda Neta/EV	-2,3%	2,0%	4,6%	5,4%	4,7%	11,5%	21,7%	22,2%	21,2%	24,9%	0,4%
Deuda Neta/EBITDA	-0,3x	0,3x	0,5x	0,5x	0,4x	0,9x	1,6x	1,6x	1,4x	1,7x	0,0%
Deuda Neta/CFN	-0,4x	0,4x	0,8x	0,7x	0,6x	1,2x	2,2x	2,1x	2,0x	2,3x	2,2%
Cobertura Intereses	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 10.

Ratios operativos

OPERATIVOS	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2005-10
Transp y Tráfico			394	434	498	555	585	586	598	610	
Dfsa y Seguridad			633	684	682	594	511	478	482	492	
Telecom y Media			215	244	270	321	388	405	413	421	
AAPP y Sanidad			296	332	348	357	396	420	430	440	
Servicios Fcieros			276	312	334	368	408	472	487	499	
Energía e Industria			354	374	382	363	384	424	434	444	
Total ventas			2.168	2.380	2.513	2.557	2.671	2.784	2.844	2.905	
Transp y Tráfico				10%	15%	11%	5%	0%	2%	2%	
Dfsa y Seguridad				8%	0%	-13%	-14%	-7%	1%	2%	
Telecom y Media				14%	11%	10%	21%	4%	2%	2%	
AAPP y Sanidad				12%	5%	3%	11%	6%	2%	2%	
Servicios Fcieros				13%	7%	10%	11%	16%	3%	2%	
Energía e Industria				6%	2%	-5%	6%	10%	2%	2%	
Total crecimientos				10%	6%	2%	4%	4%	2%	2%	

Fuente: Estimaciones "la Caixa"



Riesgos:

Los principales riesgos que pueden afectar al valor son: reducciones en los presupuestos de defensa, cambios en las perspectivas del ciclo en la zona euro y en Latinoamérica, cambios en el proceso de adjudicación de concursos por parte de las administraciones y riesgos de alargamiento de los períodos medios de cobro, restricciones en inversión en tecnología por parte de los clientes corporativos,...



Sistema de recomendaciones:

El periodo al que se refiere la recomendación se establece entre seis meses y un año. La recomendación está basada en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación. La evolución posterior de alguna de esas variables (como por ejemplo: cambios sobrevenidos en tipos de interés, tipos de cambio, precios de materias primas, y otras variables que pueden ser tanto específicas de la compañía, como generales de su sector) podría motivar un cambio de recomendación mediante un nuevo informe de análisis. En general, se establecen cuatro tipos de recomendación: Comprar: precio objetivo superior en un 15 % de la cotización actual; Sobreponderar: precio objetivo superior entre 0% y 15% de la cotización actual; Infraponderar: precio objetivo inferior entre un 0% y 15% de la cotización actual; Vender: precio objetivo inferior a un 15% de la cotización actual. Sin embargo, y por razones específicas, podremos dar una recomendación más alta o más baja que la que implique la diferencia entre el precio objetivo y la cotización actual de mercado. Excepcionalmente, podremos utilizar las dos siguientes recomendaciones: Sin recomendación; Recomendación en revisión. A 30 de septiembre de 2011 nuestras recomendaciones son las siguientes: Comprar: 49% del total, Sobreponderar: 22% del total, Vender: 7% del total, Infraponderar: 21% del total, En revisión: 0% del total, Acudir a la OPA 0% del total.

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

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

3. El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaboradas por "la Caixa" y están basadas en informaciones de carácter público, y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por "la Caixa", por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección, así como, ni la recomendación ni la valoración han sido revelados al emisor antes de su difusión.

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

5. Los directores o empleados de la "Caixa" pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. CaixaBank dispone de un Reglamento Interno de Conducta aprobado por el Consejo de Administración de la Entidad con fecha 27 de junio de 2011, que establece una serie de medidas destinadas a prevenir y evitar los conflictos de interés en el desarrollo de sus funciones por los empleados de CaixaBank. Dichas medidas incluyen la obligación de los empleados de "la Caixa" de informar de los conflictos de interés a que estén sometidos por sus relaciones familiares, su patrimonio personal o por cualquier otra causa, y mantener dicha información actualizada, así como el establecimiento de barreras y medidas de separación entre las distintas áreas de actividad que desarrolla la entidad relacionadas con valores negociables o instrumentos financieros y con respecto al resto de áreas y departamentos de "la Caixa" de conformidad con lo previsto en la legislación aplicable, a fin de que la información y documentación propia de cada área de actividad se custodie y utilice dentro de ésta y la actividad de cada una de ellas se desarrolle de manera autónoma con respecto a la de las demás. Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de "la Caixa" u otra entidad del grupo "la Caixa" pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo "la Caixa" o cualquier otra entidad del grupo "la Caixa" puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

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

7. Ninguna parte de este informe podrá reducirse, llevarse o transmitirse a los EE.UU. de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los EE.UU. de América.

8. A 30 de septiembre de 2011, "la Caixa" era titular, directa o indirectamente de al menos un 1% del capital social de las siguientes compañías cuyas acciones están admitidas a negociación en algún mercado organizado y que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: CaixaBank, Gas Natural S.D.G., S.A., Repsol YPF, S.A., Bolsas y Mercados Españoles S.A., Telefónica, S.A., Abertis Infraestructuras, S.A., Banco Portugués de Investimento SGPS, S.A., Bank of East Asia, Boursorama S.A., Inmobiliaria Colonial S.A., Erste Group Bank y Grupo Financiero Inbursa. Adicionalmente, "la Caixa" o entidades vinculadas pueden tener financiación concedida a alguno de los emisores mencionados en el presente informe.

9. "la Caixa" es una entidad de crédito sometida a la supervisión del Banco de España y a la CNMV en materias específicas del mercado de valores.

10. "la Caixa" puede ser creador de mercado o proveedor de liquidez en algunos de los valores mencionados en recomendaciones contenidas en este documento. "la Caixa" puede haber sido entidad directora o codirectora durante los 12 meses previos (30 de septiembre de 2011) de una oferta pública de alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este documento. "la Caixa" puede haber prestado servicios bancarios de inversión durante los 12 meses previos a alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este documento siendo las siguientes empresas cotizadas: Gas Natural, Critería, BBVA, Enel Green Power, Enel, Global Payments y Ticketmaster-Livenation. "la Caixa" puede ser parte de un acuerdo con un emisor relativo a la elaboración de la recomendación.

11. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe no está vinculado a operaciones de banca de inversión realizadas por "la Caixa" o por cualquier otra persona jurídica vinculada a ésta.

12. "la Caixa" y el resto de entidades vinculadas que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.