



***ICADE BUSINESS SCHOOL***

**MÁSTER UNIVERSITARIO EN FINANZAS**

# **VALORACIÓN DE INDRA DESPUÉS DE LA ADQUISICIÓN DE TECNOCOM**

**Autor:** Rodrigo Yagüe Juárez

**Director:** Juan Molina Huertas

Madrid

Julio 2017

Rodrigo

Yagüe

Juárez

# VALORACIÓN DE INDRA DESPUÉS DE LA ADQUISICIÓN DE TECNOCOM



## RESUMEN

El presente trabajo tiene como objetivo determinar el valor intrínseco de las acciones de Indra y su comparación con su valor de mercado y, de esta forma, poder emitir una recomendación de compra, de venta o de mantener dichas acciones.

Para ello, la investigación se centrará en su mayoría en la adquisición de TecnoCom por parte de Indra en noviembre de 2016. Esta operación corporativa tendrá un impacto fundamental sobre los estados financieros de Indra y, por tanto, sobre la cotización de la misma.

Se realizará un repaso teórico sobre las operaciones de fusiones y adquisiciones: motivos, efectos, consecuencias, creación de valor, etc. Más adelante se relacionará esta teoría con la situación de las dos empresas analizadas teniendo en cuenta tanto el perfil de cada una de las dos compañías antes de la fusión, como sus planes estratégicos, como el momento coyuntural del sector en el que ambas empresas operan o como el contexto en el que se desarrolla la operación.

Por último, se realizará un análisis fundamental sobre ambas empresas a través del método de descuento de flujos de caja y aplicando un conjunto de herramientas financieras, identificando a su vez el efecto de la fusión. Teniendo en cuenta este análisis, se emitirá una recomendación.

**Palabras clave:** valor intrínseco, Oferta Pública de Adquisición, descuento de flujos de caja, comparables, creación de valor

## ABSTRACT

The purpose of this paper is to determine the intrinsic value of Indra's shares and their comparison with their market value and, in this way, to issue a recommendation: buy, sell or maintain such shares.

To this end, the research will mainly focus on the acquisition of TecnoCom by Indra in November 2016. This corporate operation will have a fundamental impact on the financial statements of Indra and, therefore, on the price of itself.

A theoretical review will be made of mergers and acquisitions: motives, effects, consequences, value creation, etc. Later, this theory will be related to the situation of the two companies analyzed taking into account both the profile of each of the two companies before the merger, as well as their strategic plans, as the conjunctural moment of the sector in which both companies operate or as the context in which the operation is developed.

Finally, a fundamental analysis will be carried out on both companies through the discounting of cash flows method and applying a set of financial tools, identifying in turn the effect of the merger. Taking this analysis into account, a recommendation will be issued.

**Key words:** intrinsic value, takeover bid, discounted cash flows, comparable, value creation



# ÍNDICE DE CONTENIDOS

<b>1. INTRODUCCIÓN.....</b>	<b>9</b>
<b>1.1 Propósito general y objetivo del trabajo .....</b>	<b>9</b>
<b>1.2 Justificación del tema elegido.....</b>	<b>9</b>
<b>2. METODOLOGÍA .....</b>	<b>10</b>
<b>2.1 Metodología de investigación .....</b>	<b>10</b>
<b>2.2 Recopilación de datos .....</b>	<b>10</b>
<b>2.3 Análisis de datos .....</b>	<b>10</b>
<b>3. MARCO TEÓRICO.....</b>	<b>11</b>
<b>3.1 Visión conceptual de la combinación de empresas.....</b>	<b>11</b>
3.1.1 Concepto de creación de valor.....	11
3.1.2 Motivos para la combinación de empresas .....	12
3.1.3 Tipos de combinaciones.....	13
3.1.4 Efectos y consecuencias .....	14
3.1.5 Proceso.....	14
<b>3.2 Factores que afectan a la transacción de fusiones y adquisiciones .....</b>	<b>15</b>
<b>3.3 Casusas de éxito y fracaso .....</b>	<b>16</b>
<b>4. SECTOR DE LAS TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN Y LA COMUNICACIÓN .....</b>	<b>17</b>
<b>4.1 Definición y contexto económico.....</b>	<b>17</b>
<b>4.2 Principales variables económicas.....</b>	<b>18</b>
4.2.1 Cifra de negocios .....	18
4.2.2 Inversión.....	19
4.2.3 Número de empresas.....	20
4.2.4 Empleo.....	20
<b>4.3 Conclusión del sector TIC.....</b>	<b>21</b>
<b>4.4 Principales competidores .....</b>	<b>22</b>
<b>5. SITUACIÓN ACTUAL DE INDRA Y TECNOCOM.....</b>	<b>23</b>
<b>5.1 Perfil de las empresas .....</b>	<b>23</b>
5.1.1 Indra .....	23
5.1.2 Tecnocom Telecomunicaciones y Energía SA.....	23
<b>5.2 Posicionamiento de mercado .....</b>	<b>24</b>
5.2.1 Indra .....	24
5.2.2 Tecnocom Telecomunicaciones y Energía SA.....	25
<b>5.3 Plan estratégico de las compañías .....</b>	<b>27</b>
5.3.1 Indra .....	27

5.3.2	Tecnocom .....	28
<b>5.4</b>	<b>Antecedentes y evolución de Indra.....</b>	<b>29</b>
<b>5.5</b>	<b>Análisis de los Estados Financieros .....</b>	<b>30</b>
5.5.1	Cuenta de pérdidas y ganancias.....	30
5.5.2	Balance de situación.....	31
<b>5.6</b>	<b>Contexto en el que se desarrolló la fusión: finalidad y planes estratégicos perseguidos con la adquisición .....</b>	<b>33</b>
<b>6.</b>	<b>TRANSACCIÓN A VALORAR .....</b>	<b>35</b>
6.1	Valoración de Indra.....	35
6.2	Valoración de Tecnocom .....	39
6.3	Valoración post-fusión .....	43
6.4	Efecto de la fusión sobre el beneficio por acción (BPA).....	46
6.5	Evolución bursátil de Indra .....	47
<b>7.</b>	<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>48</b>
7.1	Principales conclusiones.....	48
7.2	Recomendación al inversor .....	48
<b>8.</b>	<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>49</b>
<b>8.</b>	<b>ANEXOS .....</b>	<b>50</b>

## ÍNDICE DE TABLAS

TABLA 1.	CIFRA DE NEGOCIO DEL SECTOR TIC .....	18
TABLA 2.	INVERSIÓN DEL SECTOR TIC .....	19
TABLA 3.	ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES DE INDRA .....	22
TABLA 4.	INGRESOS DE TECNOCOM POR SECTORES.....	26
TABLA 5.	NEGOCIO DE INDRA POR SECTORES.....	29
TABLA 6.	CUENTA DE RESULTADOS DE INDRA .....	35
TABLA 7.	BALANCE DE SITUACIÓN DE INDRA.....	36
TABLA 8.	FLUJO DE CAJA DE INDRA.....	37
TABLA 9.	VALOR TERMINAL DE INDRA .....	38
TABLA 10.	DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA DE INDRA .....	38
TABLA 11.	VALORACIÓN DE INDRA .....	38
TABLA 12.	ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DE INDRA .....	39
TABLA 13.	CUENTA DE RESULTADOS DE TECNOCOM .....	40
TABLA 14.	BALANCE DE SITUACIÓN DE TECNOCOM.....	40
TABLA 15.	FLUJO DE CAJA DE TECNOCOM.....	41
TABLA 16.	VALOR TERMINAL DE TECNOCOM .....	42
TABLA 17.	FLUJO DE CAJA DESCONTADO DE TECNOCOM .....	42
TABLA 18.	VALORACIÓN DE TECNOCOM.....	42
TABLA 19.	ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DE TECNOCOM .....	43
TABLA 20.	CUENTA DE RESULTADOS POST-FUSIÓN.....	43
TABLA 21.	BALANCE DE SITUACIÓN POST-FUSIÓN .....	44
TABLA 22.	FLUJO DE CAJA POST-FUSIÓN.....	44
TABLA 23.	VALOR TERMINAL POST-FUSIÓN.....	45
TABLA 24.	FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS .....	45
TABLA 25.	VALORACIÓN POST-FUSIÓN .....	46
TABLA 26.	ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD POST-FUSIÓN.....	46
TABLA 27.	BENEFICIO POR ACCIÓN .....	46

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

ILUSTRACIÓN 1.	CIFRA DE NEGOCIO DEL SECTOR TIC .....	18
ILUSTRACIÓN 2.	INVERSIÓN DEL SECTOR TIC .....	19
ILUSTRACIÓN 3.	NÚMERO DE EMPRESAS DEL SECTOR TIC .....	20
ILUSTRACIÓN 4.	NÚMERO DE EMPLEADOS DEL SECTOR TIC.....	21
ILUSTRACIÓN 5.	VENTAS DE INDRA 2016 .....	24
ILUSTRACIÓN 6.	EMPLEADOS DE INDRA 2016.....	24
ILUSTRACIÓN 7.	ACCIONARIADO DE INDRA .....	25
ILUSTRACIÓN 8.	INGRESOS DE TECNOCOM POR SECTORES.....	26
ILUSTRACIÓN 9.	FLUJOS DE CAJA DE INDRA .....	37
ILUSTRACIÓN 10.	FLUJOS DE CAJA TECNOCOM .....	41
ILUSTRACIÓN 11.	FLUJOS DE CAJA POST-FUSIÓN.....	45
ILUSTRACIÓN 11.	EVOLUCIÓN BURSÁTIL DE INDRA.....	47





# 1. INTRODUCCIÓN

## 1.1 Propósito general y objetivo del trabajo

En los últimos años, y especialmente desde la crisis, muchas empresas han notado el descenso de su actividad económica, lo cual ha repercutido directamente en su volumen de negocio. Esto ha sido uno de los motivos por el cual muchas empresas toman la decisión de combinarse con otra, con el objetivo de sobrevivir en dentro de la industria. Este documento se centra en un caso de adquisición de una empresa por otra.

Las empresas objeto de estudio son Indra y TecnoCom. Ambas empresas son españolas, enfocadas al sector de servicios de la información y ambas cotizan en el IBEX 35.

El objetivo principal del trabajo es emitir una recomendación de compra, de venta o de mantener la posición en cartera sobre las acciones de Indra. En este caso, es importante realizar primeramente un análisis del entorno macroeconómico y de los sectores donde las empresas realizan su actividad, así como un profundo estudio de las empresas, basándose en sus perfiles, sus planes estratégicos, sus expectativas, etc. Una vez hecho este análisis, se procederá a hacer una valoración de las empresas objetivo. Para ello se realizará un análisis fundamental de Indra y de TecnoCom a través de un descuento de flujos de caja para valorar ambas empresas por separado. Posteriormente, se incluirá el efecto de la adquisición sobre los estados financieros de Indra, así como la repercusión que esto tiene para el accionista.

Las operaciones corporativas tienen como objetivo principal la creación de valor para los accionistas de las empresas. En concreto, las operaciones de fusiones y adquisiciones están adquiriendo una creciente importancia durante los últimos años. En este caso, existen varias formas de crear valor, destacando principalmente las sinergias, que se explicarán más adelante.

Dado el impacto de las operaciones de fusiones y adquisiciones, este trabajo pretende examinar si Indra ha creado o creará valor con la operación de adquisición y, si éste se está reflejando en el precio de la acción de Indra. Analizar la operación de adquisición de TecnoCom por parte de Indra es un tema clave para la valoración, ya que puede suponer una creación o destrucción de valor para los accionistas de ambas empresas, dependiendo de varios factores que se analizarán posteriormente. Esto tendrá un gran impacto sobre el precio de las acciones y, por lo tanto, sobre la recomendación a emitir.

## 1.2 Justificación del tema elegido

Debido a la creciente globalización, al desarrollo tecnológico y al aumento de la competencia, existen cambios en las estructuras corporativas de las empresas. Un buen ejemplo son las fusiones y adquisiciones, el asesoramiento estratégico o las reestructuraciones. En este tipo de operaciones es necesario hacer una valoración de la empresa objetivo, lo cual requiere una serie de hipótesis.

El objetivo personal de este trabajo es poner en valor todos los conocimientos adquiridos durante el máster, especialmente los relacionados con las finanzas corporativas, tratando de poner en práctica los distintos métodos de valoración aprendidos, así como el análisis de estados financieros y el desarrollo y entendimiento de procesos de fusiones y adquisiciones.

## 2. METODOLOGÍA

### 2.1 Metodología de investigación

Para que el trabajo tenga consistencia y se apoye en fundamentos sólidos, la investigación sobre este trabajo se basará en una serie de procedimientos con la intención de asegurar que se correspondan entre sí. Es necesario recopilar la información de tal forma que se diferencie la información que es útil y veraz y la información que no lo es de entre tanta información de la que se dispone.

La metodología debe comenzar con un amplio estudio del marco teórico referido a la información que afecta a las operaciones de fusiones y adquisiciones, así como del perfil de las empresas objeto de estudio, su cultura organizativa, su estrategia empresarial o su modelo de negocio. Además, se recopilará información acerca del estado actual de las empresas, tanto a nivel financiero como estratégico. De la misma forma, se recopilará información necesaria relativa al sector en el que las empresas involucradas operan, así como su tendencia. La investigación y el análisis de la competencia son un factor clave para el entendimiento de la situación de las empresas a analizar.

### 2.2 Recopilación de datos

La recopilación de los datos necesarios para la elaboración de la investigación se realizará de distintas formas. Por un lado, me apoyaré en el software *Thomson Reuters Eikon*, tanto para la obtención de datos financieros como de datos de carácter cualitativo. Esta fuente tiene un alto grado de confianza al ser una de las más agencias de noticias más conocidas por suministrar información sobre los mercados financieros. Adicionalmente, se obtendrán datos de las propias páginas web de las compañías, donde se publica toda la información relativa a los estados financieros, como información relevante acerca de su estrategia y su gobierno corporativo. Para la recopilación de datos acerca del marco teórico sobre el que se basa el trabajo se examinarán distintas páginas webs donde la obtención de datos sea objetiva y siempre contrastando la información, así como libros de texto escritos enfocados a las finanzas corporativas. Para analizar los datos relativos a la industria y su tendencia la búsqueda de información se basará en instituciones como el Ministerio de Industria.

### 2.3 Análisis de datos

Una vez recopilados los datos, se procederá analizar dichos datos. La mayoría del análisis de datos se centra en la valoración de las empresas implicadas. Para dicha valoración, se empleará el método de descuento de flujos de caja. Esos flujos deben ser descontados al valor presente para lo cual es necesario una tasa de descuento. Esta tasa de descuento será el WACC, que se explicará con más detalle más adelante. El coste de capital requerido para calcular dicha tasa de descuento se obtendrá con la aplicación del modelo CAPM, así como el coste de la deuda en el que incurren las empresas se obtendrá mediante otro método.

## 3. MARCO TEÓRICO

### 3.1 Visión conceptual de la combinación de empresas

#### 3.1.1 Concepto de creación de valor

El principio rector de la creación de valor se define como la maximización de la riqueza de los accionistas en función de parámetros como la rentabilidad, el riesgo, el crecimiento o la liquidez. Como el valor intrínseco de una compañía depende de la generación de flujos de caja futuros, la creación de valor está relacionada con las expectativas que tenga la empresa. Para la creación de valor es necesario que la rentabilidad de los accionistas sea superior a la rentabilidad exigida por éstos, lo que se conoce como el coste de capital (Gutierrez, 2002). El coste de capital es el rendimiento mínimo exigido por un inversor para realizar una inversión dada (Mascareñas, 1990). Pues bien, cuanto más rápido pueda una inversión aumentar sus ingresos y desplegar su capital a niveles de rendimiento atractivos, más valor se crea. Las compañías solo serán capaces de crear valor si poseen una ventaja competitiva bien definida (Koller, 2010).

La competencia tiende a destruir las ventajas competitivas de las empresas en el largo plazo y, por lo tanto, a reducir el valor que estas ventajas crean. Es por ello que las empresas tienen que buscar continuamente nuevas ventajas competitivas para poder crear valor en el largo plazo. De esta forma, no es aconsejable que los directivos se dejen llevar por impulsos o presiones de accionistas cortoplacistas que tanto influyen las transacciones. Al contrario, todas las decisiones importantes han de estar orientadas al largo plazo.

La medición de la creación de valor tiene bastante dificultad, y tradicionalmente se utilizan dos tipos de medida:

1. Indicadores basados en la contabilidad: son fáciles de obtener y de analizar puesto que esta información se supone conocida tanto por los inversores como por los directivos. Las ratios comúnmente más utilizadas son: ROIC, ROE, Beneficio por acción (EPS) y Valor de mercado sobre valor contable. Sin embargo, estas medidas tienen una clara desventaja: la contabilidad está basada en datos históricos con pocas posibilidades de poder mirar al futuro, por lo que esta medida de valor es desaconsejable si se quiere valorar una empresa mediante proyecciones a futuro.
2. Indicadores basados en el mercado: para obtener una mejor aproximación sobre la creación de valor, existen indicadores que no están basados en datos históricos, sino que están basados en datos de mercado. Algunos de las ratios más utilizadas son el Valor Económico Añadido (EVA) o el Valor de Mercado Añadido (MVA).

Es importante distinguir en este punto valor de creación de valor. Una empresa puede tener un valor muy alto y, sin embargo, estar destruyendo valor y viceversa (Gutierrez, 2002).

Por tanto, lo que determina la creación de valor para el accionista no es la mejora de la situación de la empresa, como se afirma con frecuencia, sino que el rendimiento obtenido de las inversiones de la empresa sea capaz de superar sus expectativas; y ello con independencia de que dicho progreso se materialice en los resultados contables del período analizado (Gutierrez, 2002).

### 3.1.2 Motivos para la combinación de empresas

Existen varios motivos por los cuales dos empresas deciden integrarse en una sola. Normalmente, las compañías tienden a justificar sus operaciones en la existencia de oportunidades de crecimiento acelerado, o bien en la mejora de rendimiento conjunto. Principalmente, dichos motivos podrían dividirse en dos tipos, como bien se indica en uno de los trabajos de (Braun, 2015): *razones estratégicas* y *razones financieras*. Por un lado, están los motivos financieros y, por otro, los motivos estratégicos.

En cuanto a los **motivos financieros**, éstos se basan en la aportación de capital o simplemente en la aportación de conocimientos financieros, ya que dos empresas juntas pueden llegar a reducir su coste de capital haciendo que el rendimiento exigido por los accionistas sea menor debido al menor riesgo que supone, en principio, la integración de dos empresas para sus estados financieros. Normalmente, las empresas que optan por este tipo de motivos tienen el objetivo de aumentar el valor de la empresa para, posteriormente, venderla y sacar un rendimiento de la operación.

Por otro lado, están los **motivos estratégicos**, los cuales tienen como objetivo crear valor principalmente a través la combinación de actividades que dan lugar a la aparición de sinergias. Éstas a su vez pueden ser de dos tipos: producidas por el incremento de ingresos o producidas por la reducción de costes mediante economías de escala. Al contrario que los compradores financieros, los compradores estratégicos tienen el objetivo de permanecer dentro de la empresa intentando consolidar su posición en el mercado.

Ambas dos razones tienen objetivos diferentes, pero tienen la finalidad última de crear valor para el accionista. Dentro de estos dos tipos, existen varias razones subyacentes de por qué las compañías se involucran en procesos de fusiones y adquisiciones según un trabajo de (Elvis Picardo, 2014).

1. **Hacerse más grandes:** Muchas compañías lo hacen para crecer en tamaño y superar a sus rivales. Aunque puede costar años o décadas duplicar el tamaño de una empresa a través del crecimiento orgánico, esto puede lograrse más rápidamente mediante fusiones o adquisiciones.
2. **Adelantarse a la competencia:** esta es una motivación muy poderosa para este tipo de operaciones, y es la razón principal por la que esta actividad ocurre en ciclos distintos, ya que existen incentivos de apoderarse de una empresa con una atractiva cartera de activos antes de que un rival. Un buen ejemplo de este tipo de operaciones en momentos de ciclo distintos incluye las empresas puntocom y las empresas de telecomunicaciones a finales de los años noventa, así como los productores de productos básicos y energéticos en 2006-2007 o las empresas de biotecnología en 2012-14.
3. **Sinergias y economías de escala:** las empresas también se fusionan para aprovechar las sinergias y las economías de escala. Las sinergias ocurren cuando dos compañías con negocios similares se combinan, ya que pueden consolidar (o eliminar) recursos duplicados como sucursales y oficinas regionales, instalaciones de fabricación, proyectos de investigación, etc

4. **Ganar cuota de mercado:** las empresas también se involucran en operaciones de fusión para dominar su sector. Sin embargo, dado que una combinación de dos gigantes daría lugar a un monopolio potencial, tal transacción tendría que correr el control de un escrutinio intenso por parte de los organismos de control anti-competencia y las autoridades reguladoras.
5. **Motivos fiscales:** Las empresas también se combinan con propósitos fiscales, aunque esto puede ser un motivo implícito y no explícito. Por ejemplo, dado que Estados Unidos tiene la tasa impositiva corporativa más alta del mundo, algunas de las compañías estadounidenses más conocidas han recurrido a "inversiones" corporativas. Esta técnica involucra a una compañía estadounidense comprando a un competidor extranjero más pequeño y moviendo el hogar fiscal de la entidad fusionada en el extranjero a una jurisdicción de menor tributación, con el fin de reducir sustancialmente su factura de impuestos.

Otras razones económicas existentes para la combinación de empresas son: apertura a nuevos mercados, diversificación de productos (reducción de riesgo para el accionista y posibilidad de acceder a industrias más beneficiosas), mejora en la gestión de los recursos o canales de distribución o simplemente para poder sobrevivir.

### 3.1.3 Tipos de combinaciones

Es importante distinguir los tipos de combinaciones que existen, ya que esto tendrá una relevancia muy importante sobre el proceso a seguir, el cumplimiento normativo o el impacto financiero.

En primer lugar, una **fusión** se basa en la integración de dos empresas en una sola, pudiendo cambiar su nombre e incluso su estructura legal. Normalmente, ambas empresas entregan sus acciones y se reciben unas nuevas acciones emitidas por la nueva compañía.

En el caso de que una empresa decida comprar total o parcialmente otra empresa asumiendo el control, estamos en el caso de una **adquisición**. Normalmente, la empresa adquirida recibe dinero en efectivo para sus accionistas a cambio de la cesión de sus acciones, aunque también puede realizarse la operación mediante un intercambio de acciones o de forma mixta.

Una vez vistos los dos tipos de combinaciones, existen varios tipos de fusiones (o adquisiciones): **horizontales, verticales o de conglomerado**. Las operaciones *horizontales* son relativas a combinaciones dentro de la misma industria o sector donde producen los mismos productos u ofrecen los mismos servicios. En este caso, ambas empresas son competidoras, por lo que el objetivo que se persigue es muy variado, a saber: ampliar el nicho de mercado, poder expandir su oferta de productos, aumentar la cuota de mercado, sobrevivir en un entorno muy competente o entrar en mercados geográficos diferentes. Por otro lado, las operaciones *verticales* combinan empresas que se sitúan en diferentes puntos de la cadena de valor, y tienen una relación de comprador-vendedor. El objetivo perseguido es el de aumentar la eficiencia en la cadena de suministro reduciendo así los costes de transacción. De esta forma, se podrán ajustar sus costes operativos y podrán conseguir ser más competitivas. Por último, un *conglomerado* es una operación donde se producen tanto combinaciones verticales como horizontales, es decir, entre dos compañías que normalmente no son competidoras ni tienen una relación directa en la cadena de valor. Típicamente, los componentes de la empresa dedicados a diferentes negocios e industrias operan de manera individual.

### **3.1.4 Efectos y consecuencias**

Este tipo de operaciones corporativas tienen un efecto sobre las empresas implicadas en cuanto a sus perspectivas de crecimiento, especialmente a largo plazo. Afectará de igual manera a su estructura de capital y a su posición financiera.

Para la empresa adquiriente, el efecto de la operación dependerá principalmente de lo grande que sea la empresa adquirida, ya que el riesgo de la operación está vinculado al tamaño de la empresa objetivo, pues a mayor tamaño mayor riesgo existe en la operación. Si la operación se realiza liquidando las acciones de la empresa adquiriente y entregándole efectivo a los accionistas, existirá un efecto sobre la estructura de capital de la nueva empresa, ya que normalmente se contrae deuda para el pago por las acciones. Esto puede aumentar el riesgo de solvencia de la empresa.

Para la empresa adquirida, el efecto de la transacción aportará una gran remuneración a sus accionistas, pues reciben o bien dinero directamente, o bien acciones a cambio, o bien una combinación de ambas. Todo ello contando con una prima que paga la empresa adquiriente, debido a la creación de valor que ésta estima obtener por la compra.

Además de las consecuencias directas de la operación, también han de tenerse en cuenta factores indirectos como la reacción del mercado ante la noticia, las cuales pueden ser vistas de manera diferente dependiendo de muchos factores como el contexto en el que se desarrolla la operación o la prima pagada. Otro de los factores indirectos es la perspectiva de crecimiento futuro que se obtenga de la transacción. En la mayoría de los casos, la compañía objetivo suele experimentar un crecimiento en el valor de sus acciones una vez anunciada la intención de la fusión, ya que esto es percibido por el mercado como una situación de mejora de dicha empresa. En cuanto a la compañía adquiriente, el precio de sus acciones podría bajar en caso de que el mercado considerase que el precio por el que están dispuestos a pagar es demasiado alto o si el mercado percibe que la operación no aportará ningún beneficio al accionista en términos de Beneficio por Acción (BPA) o incluso si el mercado considera que la empresa está incurriendo en demasiada deuda para financiar la operación mediante el pago en efectivo. Sin embargo, a largo plazo y si la operación ha tenido éxito, el aumento de valor de la compañía será reflejado en el mercado.

### **3.1.5 Proceso**

A la hora de realizar un proceso de fusión o adquisición, es necesario que la empresa con intenciones de ser comprada contacte con una entidad dedicada a la banca de inversión, la cual guiará el proceso. Este proceso se divide en varias fases desde que surge la intención hasta que se completa el proceso. Basándome principalmente en uno de los trabajos de una red de asesores independientes de M&A, las fases identificables en un proceso de fusión o adquisición son las siguientes (Corporate Finance in Europe, 2017):

1. Preparación de la oferta: durante esta fase se definirá el perfil de empresa que se quiere buscar, así como los objetivos que se pretenden conseguir.
2. Búsqueda: una vez definido el perfil de la empresa que se quiere buscar, se procede a la búsqueda activa.

3. **Contacto:** una vez se haya obtenido una lista de empresas objetivo, se procede a contactar con dichas empresas enviando información resumida sobre el perfil de la empresa y sobre la transacción propuesta, haciendo hincapié en los puntos fuertes que ofrece dicha transacción.
4. **Acuerdo de confidencialidad:** si la empresa compradora muestra interés por la información recibida, se firmará un acuerdo de confidencialidad para poder compartir información relevante de carácter privado.
5. **Negociación:** con la información recibida se procederá a valorar ambas empresas y la empresa compradora decidirá si le interesa hacer una oferta o no.
6. **Declaración de intenciones:** si la empresa compradora está interesada en adquirir la empresa, se firmará una declaración de intenciones donde se detallará la oferta propuesta.
7. **Due diligence:** se refiere a las tareas financieras, legales y operacionales para que el comprador pueda examinar a fondo la empresa que va a adquirir y poder confirmar así que no existen datos ocultos.
8. **Contrato de adquisición:** se realiza con la ayuda de un asesor legal externo firmando ambas empresas frente a notario y se produce el intercambio de acciones y dinero.
9. **Integración posterior:** después de las firmas necesarias deben hacerse una serie de ajustes por parte del comprador para asegurarse de que la empresa comprada se integre dentro de la empresa matriz.

## 3.2 Factores que afectan a la transacción de fusiones y adquisiciones

Cuando se produce una operación de fusión o de adquisición, existen varios factores que afectan a la transacción:

1. **El precio:** uno de los factores más importantes a la hora de valorar una transacción de este tipo es el precio máximo dispuesto a pagar. En la mayoría de las operaciones, el precio que se paga no suele ser el precio de mercado de la empresa a adquirir, sino que se paga una prima adicional para compensar el control que quedaría en manos de la empresa adquirente. De esta forma, la prima a pagar se convierte en un factor determinante a la hora de realizar una transacción de este tipo, pues una prima excesiva debería de poder compensarse con una alta creación de valor mediante sinergias. De no ser así, la empresa estaría destruyendo valor y viceversa.
2. **Método de pago:** en este caso el pago en efectivo o como intercambio de acciones también tiene repercusión sobre la creación de valor. El pago en efectivo es el método preferido por el vendedor, ya que es una operación sin riesgo. El pago mediante la emisión de nuevas acciones es el método preferido por los compradores en el caso de que el precio de sus acciones sea relativamente bajo, pues la compañía estaría haciendo un desembolso inferior al precio objetivo. La mayoría de operaciones suele hacerse mediante una combinación de ambos métodos, un intercambio de acciones y un pago en efectivo.
3. **Problemas de agencia:** es importante que tanto el objetivo de los nuevos accionistas como el del equipo directivo de la empresa adquirida sean compartidos para que la creación de valor sea máxima.

### 3.3 Casusas de éxito y fracaso

Pese a todos los motivos por los cuales una combinación de empresas es susceptible de crear valor, lo cierto es que en muchas ocasiones se destruye, ya que hay muchas variables que influyen sobre la operación, haciendo que ésta pueda terminar siendo un fracaso.

Una de las variables que suele afectar negativamente al éxito de la operación es la **sobreestimación de las sinergias**. Las sinergias están basadas en estimaciones y éstas pueden llegar a no materializarse según se tenía previsto y, de esta forma, quizás no se consiga alcanzar las economías de escala previstas. Cuando la nueva empresa no es capaz de reducir sus costes unitarios y aumentar con ello sus márgenes de contribución con el aumento de la producción, las economías de escala no se materializarán y la operación no lograría una creación de valor por esta vía.

Otra de las variables relevantes es el **precio pagado**. Esto suele ocurrir cuando la empresa compradora tiene unas perspectivas sobre la empresa objetivo demasiado altas. Si el precio pagado es demasiado alto, se estarían pagando primas excesivas y la valoración de la compañía a adquirir será demasiado alta, con lo que la operación resultaría un fracaso en términos de creación de valor, donde se verían afectados sus estados financieros. Esto se vería reflejado en un recorte de su cotización en bolsa por parte de los inversores que se habrían percatado del sobreprecio de la operación.

También debe tenerse en cuenta la **integración cultural** y los valores de ambas sociedades. Para que la operación sea un éxito ambas empresas deben tener unos valores y una cultura que se complementen. De no ser así, existirían disparidades y conflictos de intereses que terminarían por afectar negativamente a la operación.

Además, otra razón que conlleva al fracaso es tener un **plan de integración deficiente** o la dificultad que existe a veces a la hora de liderar y comunicar dentro de la empresa resultante. Un plan de integración debe ser diseñado, implementado y controlado de manera correcta para que la operación tenga efectos positivos.

Por último, otro factor influyente a destacar, y probablemente el más determinante es que la operación haya tenido una **pobre justificación estratégica**, pues ésta guía el comportamiento de la operación tanto antes como después de la adquisición. Una operación de fusión o de adquisición debe tener una justificación estratégica claramente definida y minuciosamente cuantificada. Este es un aspecto muy importante que ha de tenerse en cuenta ya que uno de los principales motivos por el cual se realizan este tipo de operaciones suelen ser por motivos estratégicos, como se ha comentado anteriormente.



## 4. SECTOR DE LAS TECNOLOGÍAS DE LA INFORMACIÓN Y LA COMUNICACIÓN

### 4.1 Definición y contexto económico

El sector de las Tecnologías de la Información y la Comunicación (TIC) es un destacado sector dentro de la actividad empresarial que ha experimentado un grandísimo crecimiento en los últimos años, teniendo un papel fundamental dentro de la sociedad, ya que es una actividad que repercute directamente en los demás sectores de actividad, modificando la forma de trabajar de las empresas. El objetivo principal de las TIC se basa en la rápida y sencilla accesibilidad a la información, la cual permite a las distintas compañías elevar su nivel de productividad.

Las TIC han ido desarrollándose de forma exponencial en los últimos años gracias a la innovación introducida por parte de las empresas. Las TIC se están convirtiendo cada vez más en una herramienta fundamental para mejorar la calidad de vida de la sociedad y aumentando la competitividad entre empresas. Es por ello que las empresas que están presentes en este sector aportan valor a todas las demás industrias, por lo que tienen una gran influencia dentro de la sociedad.

Este sector es altamente procíclico, es decir, evoluciona en función de la evolución de la economía. En momentos de bonanza las empresas obtienen mayores ganancias y, por tanto, pueden permitirse el lujo de invertir más dinero en investigación y desarrollo. De esta forma, las empresas adquieren una mayor innovación para sus negocios operativos, lo cual permite aumentar los márgenes operativos al ser capaces de reducir costes. Además, dentro del contexto globalizado en el que se encuentra la sociedad actual, resulta muy sencillo imitar las nuevas tecnologías de las empresas rivales. Es por ello que el sector de las TIC es un sector altamente competitivo, como bien demuestran los reducidos márgenes de beneficio de las empresas y las altas barreras de entrada. Además, el sector tecnológico se concentra en una etapa de madurez donde cada vez resulta más difícil innovar y diferenciarse del resto de competidores debido principalmente a largo y ascendiente recorrido que han experimentado estas empresas desde los años noventa hasta la actualidad.

La crisis de 2008 afectó a todos los sectores de la economía, y en concreto al sector de las TIC, ya que es un sector procíclico, como se ha mencionado anteriormente. La recuperación económica que comenzó en 2013 está experimentando un gran aceleramiento a nivel mundial y, especialmente, a nivel nacional dentro de España. Se están consolidando las tasas de crecimiento del PIB debido al aumento simultáneo del consumo final, de la inversión y del comercio exterior. Además, la evolución del empleo también está siendo favorable, lo cual contribuye al círculo virtuoso del aumento de la actividad económica.

Dentro de este contexto económico favorable que se está desarrollando en los últimos años tanto a nivel internacional como nacional, el sector de las TIC ha podido experimentar un aumento de su actividad de negocio, un aumento de las empresas dentro del sector, un aumento de la inversión y un aumento del empleo, mejorando así significativamente los resultados de las empresas del sector.

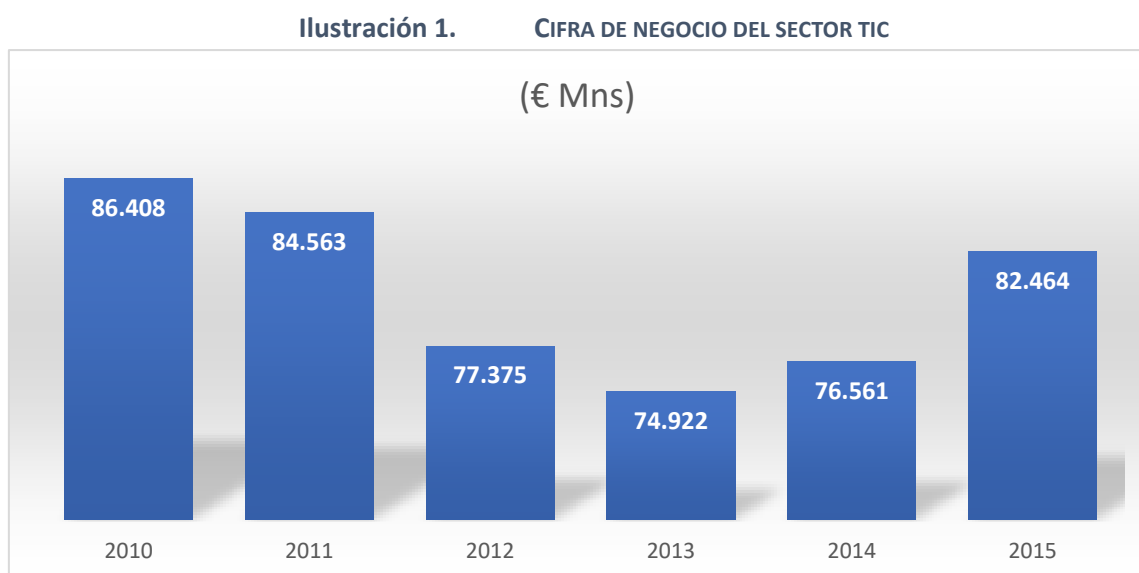
## 4.2 Principales variables económicas

A continuación, se analizará la evolución de las principales variables económicas que afectan al sector de las TIC en España para comprender en qué situación se encuentran actualmente las empresas dedicadas a proporcionar este tipo de servicios. Para ello, se ha llevado a cabo un estudio sectorial basado en la información proporcionada por el *Informe Anual del sector TIC y de los Contenidos en España*, donde se detallan la evolución de las principales variables hasta el año 2015. Este informe ha sido proporcionado por el Ministerio de Energía, Turismo y Agenda Digital (Observatorio Nacional de las Telecomunicaciones y de la SI, 2016).

### 4.2.1 Cifra de negocios

Desde 2013, la cifra de negocios del sector de las TIC mantiene una tasa de crecimiento positiva, consolidando la recuperación de una industria que se había visto muy afectada por la crisis. La cifra de negocios en 2015 aumentó un 7,7% hasta los 82.464 millones de euros.

En el siguiente gráfico se muestra dicha evolución:



Sin embargo, no todos los segmentos del sector contribuyen al crecimiento de igual manera. En la siguiente tabla se mostrarán los resultados de las cifras de negocio desglosados en las diferentes ramas dentro del sector de las TIC:

**TABLA 1. CIFRA DE NEGOCIO DEL SECTOR TIC**

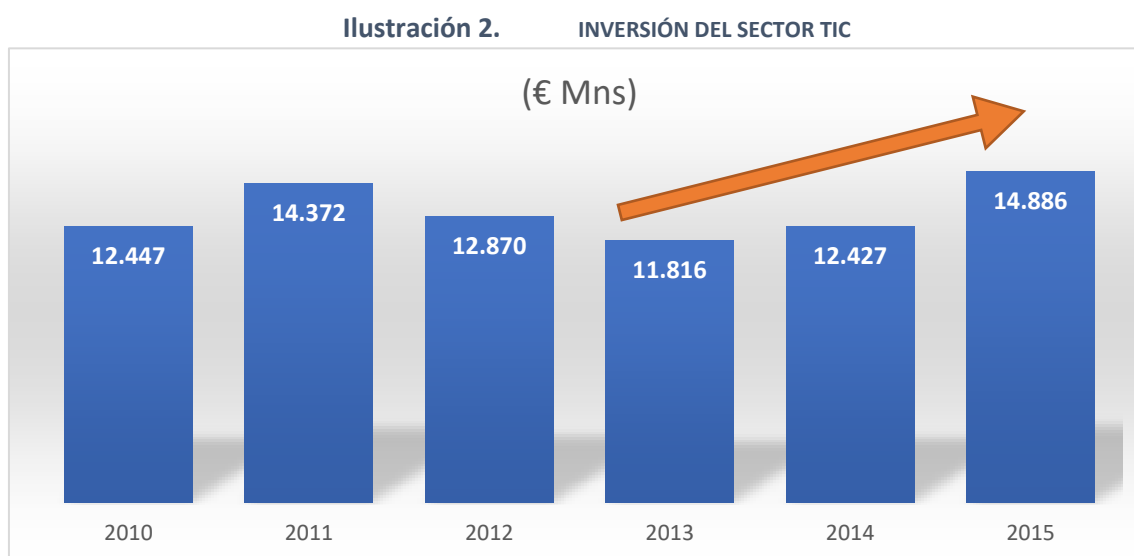
(€ Mns)	2010	% total	2011	% total	2012	% total	2013	% total	2014	% total	2015	% total
Comercio	15.950	18,5%	15.723	18,6%	14.125	18,3%	14.179	18,9%	15.927	20,8%	17.747	21,5%
Actividades informáticas	27.110	31,4%	27.679	32,7%	26.895	34,8%	26.913	35,9%	28.478	37,2%	32.655	39,6%
Telecomunicaciones	39.128	45,3%	37.148	43,9%	33.923	43,8%	31.452	42,0%	29.215	38,2%	28.679	34,8%
Fabricación	4.220	4,9%	4.013	4,7%	2.433	3,1%	2.378	3,2%	2.941	3,8%	3.383	4,1%
<b>TOTAL</b>	<b>86.408</b>		<b>84.563</b>		<b>77.376</b>		<b>74.922</b>		<b>76.561</b>		<b>82.464</b>	

De la siguiente tabla se pueden extraer varias conclusiones. No sólo vemos como el total de la cifra de negocio ha aumentado en los últimos 2 años, sino que la evolución de cada rama de actividad ha seguido una evolución diferente. El sector de las telecomunicaciones es el más afectado por la crisis y el único que no logra recuperarse. Es más, cada año se obtiene una menor cifra de negocio, disminuyendo su importancia dentro del total del sector. La principal razón de esta caída es debido al descenso de los precios de los servicios de telecomunicación que ofrecen las empresas. Por otra parte, tanto la rama del comercio como, especialmente, la rama de las actividades informáticas ha experimentado un crecimiento en sus cifras de negocio desde el 2013, aumentando su importancia dentro del sector de las TIC.

## 4.2.2 Inversión

Al igual que ocurre con la cifra de negocios, la inversión sigue la misma tendencia al alza desde el 2013. En el último año la inversión en el sector aumentó un 20% hasta los 14.886 millones de euros, alcanzando la cifra más alta de todo el periodo analizado.

Dicha evolución se muestra en el siguiente gráfico:



No obstante, existen diferencias en la contribución de las diferentes ramas al sector de las TIC.

En la siguiente tabla se mostrará la evolución de la inversión perteneciente a cada una de las ramas que componen el sector:

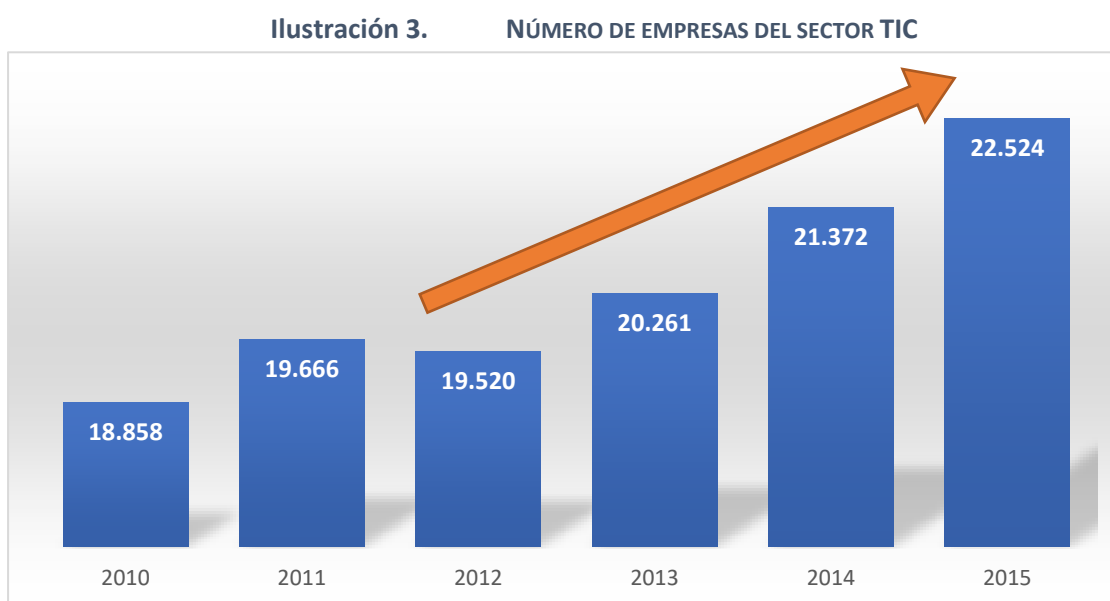
**TABLA 2. INVERSIÓN DEL SECTOR TIC**

(€ Mns)	2010	% total	2011	% total	2012	% total	2013	% total	2014	% total	2015	% total
Comercio	757	6,1%	895	6,2%	683	5,3%	667	5,6%	761	6,1%	972	6,5%
Actividades informáticas	6.751	54,2%	7.209	50,2%	7.636	59,3%	6.810	57,6%	6.247	50,3%	7.827	52,6%
Telecomunicaciones	4.415	35,5%	5.774	40,2%	4.068	31,6%	3.936	33,3%	5.133	41,3%	5.688	38,2%
Fabricación	524	4,2%	494	3,4%	483	3,8%	403	3,4%	286	2,3%	399	2,7%
<b>TOTAL</b>	<b>12.447</b>		<b>14.372</b>		<b>12.870</b>		<b>11.816</b>		<b>12.427</b>		<b>14.886</b>	

Como puede apreciarse en la tabla, los servicios que mayor tasa de crecimiento de la inversión registraron fueron el comercio y las actividades informáticas con más de un 25%, destacando ésta última que representa más de la mitad de la inversión de todo el sector de las TIC. Este crecimiento vino conducido especialmente por la inversión realizada en el procesamiento de datos (Big Data) que tanto protagonismo está cogiendo dentro del sector. En el caso de la inversión en telecomunicaciones, es llamativo como aumenta durante los dos últimos años, sin embargo, a pesar de esta inversión la cifra de negocios se ha ido reduciendo año a año.

### 4.2.3 Número de empresas

Entre 2010 y 2015 se produjo un aumento del 20% en el número de empresas que operan dentro del sector. En el siguiente gráfico se muestra la evolución experimentada durante dicho periodo:

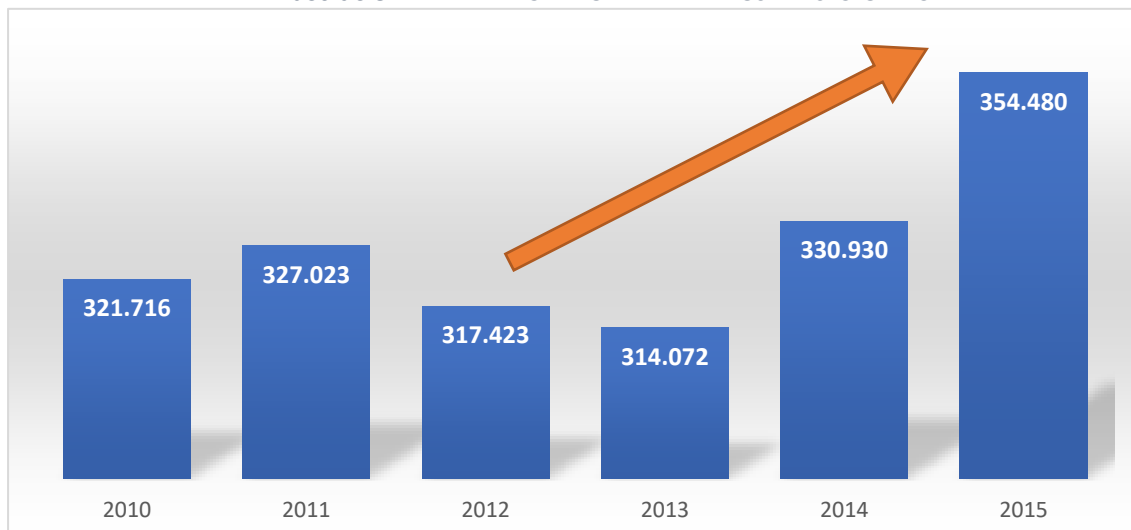


Como se aprecia en el gráfico, el número de empresas que existen sigue una tendencia creciente a lo largo del periodo de 2010 a 2015, salvo la excepción de 2012, donde se destruyen más empresas de las que se crean. Especialmente relevante es el caso de las empresas de la rama de actividades informáticas que aumentó más de un 65% en el último año.

### 4.2.4 Empleo

El sector de las TIC consiguió generar más puestos de trabajo de los que se destruyeron durante el periodo analizado de 2010 a 2015. Concretamente, se generaron más de 30.000 empleos dentro del sector, donde el impulso de la contratación está concentrado en los años 2014 y 2015, el cual representa un 10% de crecimiento y, todo ello, dentro de un contexto económico desfavorable. A continuación, se muestra un gráfico mostrando la evolución del empleo anteriormente descrito:

Ilustración 4. NÚMERO DE EMPLEADOS DEL SECTOR TIC



### 4.3 Conclusión del sector TIC

Después del estudio de las principales variables económicas relacionadas con el sector TIC, se concluye que la recuperación económica experimentada en España desde el año 2013 está dando sus frutos dentro del sector, como bien refleja el aumento de empresas y trabajadores dentro del sector o el incremento del volumen de negocio y la inversión por parte de las empresas. Por tanto, es un buen momento para las empresas del sector en términos de crecimiento, pero sin olvidar que el sector de las TIC es un sector maduro y que la búsqueda de innovación y diferenciación por parte de las compañías juega un papel crítico.

Sin duda que la tendencia es positiva en el sector, no obstante, hay que estar atentos al futuro próximo que marcará la tendencia de este sector. Hay áreas a las que las empresas deben prestar especial atención para poder innovar y lograr diferenciarse del resto. Estas áreas, de acuerdo con un artículo publicado por la plataforma de entorno directivo *Dir&ge Executive network* (DirectivosyGerentes, 2016), son las siguientes:

1. El impulso de la inteligencia de la seguridad cibernética como elemento predictivo.
2. La integración de las máquinas en el entorno laboral.
3. Internet de las Cosas, fuente del Big Data.
4. Tecnología de almacenamiento, clave para las TI híbridas.

Estas áreas de negocio dentro del sector TIC son áreas relativamente recientes que tienen un potencial enorme y unas expectativas muy altas sobre el retorno de inversión en este tipo de subnegocios. Por tanto, el éxito de las empresas dentro del sector vendrá determinado en parte por la capacidad de adaptación a los nuevos modelos de negocio exigen y por la capacidad de innovación que puedan proporcionar los competidores del sector.

## 4.4 Principales competidores

Dentro de España, la empresa líder indiscutible dentro del sector de las TIC es Indra, ya que es la empresa con mayor tamaño. No obstante, dentro de un marco internacional, obviamente Indra no disfruta de tanto poder de mercado si se tiene en cuenta la competencia tan enorme que existe dentro del sector. Esta dura competencia desemboca en una reducción de precios para poder ser competitivos y, por tanto, en una reducción de los márgenes de beneficio para las empresas. Las corporaciones más grandes se benefician de las economías de escala por lo que son las más competitivas del mercado, mientras que las empresas más pequeñas para ser competitivas deben basar su estrategia en la innovación tecnológica y en la rapidez y capacidad de adaptarse a las nuevas demandas. Dentro de esta gran competencia, Indra ha podido sacar partido de su gran especialización en ciertas áreas que no han sido de tanto interés para sus principales competidores.

Como el análisis de este trabajo consta sobre la empresa Indra, se van a identificar los principales competidores de ésta dentro del sector de las TIC, descartando a las empresas más pequeñas. Algunos de los máximos competidores dentro del marco europeo que se le pueden asignar a Indra son: Atos, Sopra Steria y Accenture. A continuación, se procederá a hacer un análisis de estas empresas para detectar alguna diferencia con Indra.

Estos datos económicos están representados en la siguiente tabla:

**TABLA 3. ANÁLISIS DE LOS COMPETIDORES DE INDRÁ**

€ Mns	Indra				Atos			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Ingresos	2.914	2.938	2.850	2.709	8.615	9.051	10.686	11.717
Margen operativo	226	204	45	162	645	702	959	1.104
como % ingresos	7,8%	6,9%	1,6%	6,0%	7,5%	7,8%	9,0%	9,4%
EBIT	198	-43	-641	162	417	440	589	813
B neto	116	-92	-641	71	262	265	406	567
como % ingresos	4,0%	-3,1%	-22,5%	2,6%	3,0%	2,9%	3,8%	4,8%
Flujo de caja libre	134	119	13	184	365	367	393	579
como % margen op.	59%	58%	29%	114%	57%	52%	41%	52%
€ Mns	Sopra Steria				Accenture			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Ingresos	2.280	3.370	3.584	3.741	28.600	30.002	31.047	32.882
Margen operativo	193	231	246	301	4.347	7.812	7.942	8.362
como % ingresos	8,5%	6,9%	6,8%	8,0%	15,2%	26,0%	25,6%	25,4%
EBIT	148	156	152	240	N/A	4.300	4.435	4.810
B neto	98	92	84	150	N/A	3.175	3.273	4.349
como % ingresos	4,3%	2,7%	2,3%	4,0%	0,0%	10,6%	10,5%	13,2%
Flujo de caja libre	27	-26	49	150	2.900	-26	3.700	4.100
como % margen op.	14%	-11%	20%	50%	67%	0%	47%	49%

Analizando algunas de las variables económicas principales de estas compañías pueden sacarse algunas conclusiones: mientras todos los competidores de Indra aumentan su cifra de negocio cada año, Indra lo reduce en los dos últimos años. Como consecuencia, el margen operativo a la vez que el beneficio neto disminuye, mientras que en el caso de sus competidores tiende a aumentar.

## 5. SITUACIÓN ACTUAL DE INDRA Y TECNOCOM

### 5.1 Perfil de las empresas

#### 5.1.1 Indra

La mayoría de la información sobre el perfil de Indra ha sido sacada de la página web corporativa de la compañía y de información proporcionada por *Reuters*.

Indra es una empresa creada en 1992 después de una integración de cuatro empresas españolas destacadas dentro del sector. Indra opera en el sector de las tecnologías de la información y contenidos (TIC). Es una empresa que cotiza en Madrid y forma parte del colectivo del Ibex 35, siendo la compañía líder del sector dentro de España.

Indra tiene 34.000 empleados, presencia en más de 140 países y unos ingresos de 2,7 billones de euros.

La compañía divide sus áreas de actuación en dos segmentos: Soluciones y Servicios. En el segmento de las soluciones, Indra ofrece soluciones de consultoría y tecnología tales como sistemas y componentes para compilar, procesar, transmitir y presentar datos para su uso en los procesos de control y gestión. El segmento de Servicios ofrece la externalización de TIC y procesos de negocio. La Compañía está presente en diversos sectores, como transporte, energía e industria, administración pública y sanidad, finanzas, seguridad y defensa, telecomunicaciones y turismo. La Compañía es matriz de numerosas subsidiarias, que operan en Europa, África, América del Norte y del Sur, Asia, así como en Oriente Medio y la región del Pacífico.

Indra pretende enfocarse en sistemas y soluciones (incluyendo el outsourcing y el mantenimiento de aplicaciones) y procesos de negocios donde la tecnología es un elemento estratégico y diferenciador.

Aproximadamente un tercio de los ingresos anuales de la compañía provienen de los mercados internacionales. Por áreas geográficas, Europa y Estados Unidos son los dos mercados internacionales con mayor peso y crecimiento para Indra. América Latina es también un área geográfica en la que Indra está operando y creciendo bastante.

#### 5.1.2 TecnoCom Telecomunicaciones y Energía SA

Al igual que en el caso de Indra, la mayoría de la información sobre el perfil de TecnoCom ha sido sacada de su página web corporativa, así como de *Reuters*.

TecnoCom es una multinacional española que cotiza en la Bolsa de Madrid desde 1987. En 2006, TecnoCom inició un proceso Corporativo de expansión con el objetivo de llegar a ser líder en el mercado de la tecnología de la información español. La empresa principalmente se dedica a la tecnología de la información (TI), centrándose en el desarrollo de soluciones empresariales, consultoría y servicios de outsourcing, así como en la gestión de infraestructura de TI. Su cartera de servicios incluye servicios de consultoría en ingeniería de tecnologías y sistemas de telecomunicaciones, diseño e implementación de servicios para aplicaciones de

banda ancha y redes, así como comercialización, instalación, soporte y mantenimiento de sistemas de software y hardware, entre otros.

Las actividades de la Compañía se dividen en cuatro segmentos de negocio: Banca y Seguros, ofreciendo soluciones para el sector bancario y financiero; Telco, Medios y Energía, dirigida a operadores de telecomunicaciones y servicios públicos; Industrial, prestando servicios a empresas turísticas, comerciales, manufactureras y de transporte, y Administración Pública, incluyendo gobiernos locales y ayuntamientos o municipios, entre otros.

Su presencia regional incluye España, Portugal y América Latina (Chile, Colombia, México, Perú y República Dominicana) y en EEUU, Miami.

## 5.2 Posicionamiento de mercado

### 5.2.1 Indra

Indra tiene presencia en el mercado en más de 140 países. Las ventas de 2016 dentro del territorio español representan un 43%. En el caso de las ventas en América, éstas representan un 24%. Un 19% en el caso de las ventas en Europa y un 14% en el caso de Asia y África. El número de empleados en es de 18.951 en España, 12.091 en América, 1.632 en Europa y 1.620 en Asia y África. Estos datos se representan en las siguientes gráficas:

Ilustración 5. VENTAS DE INDRA 2016

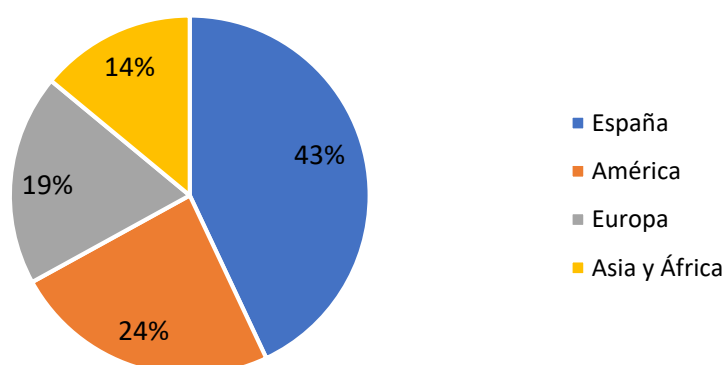
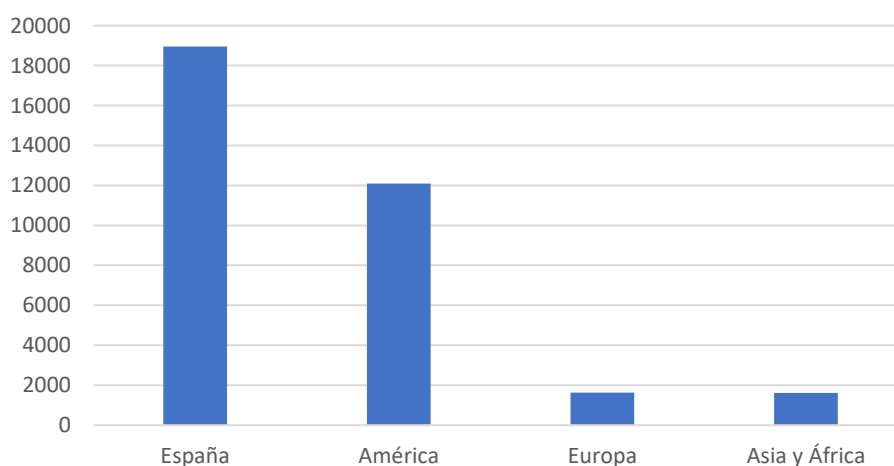
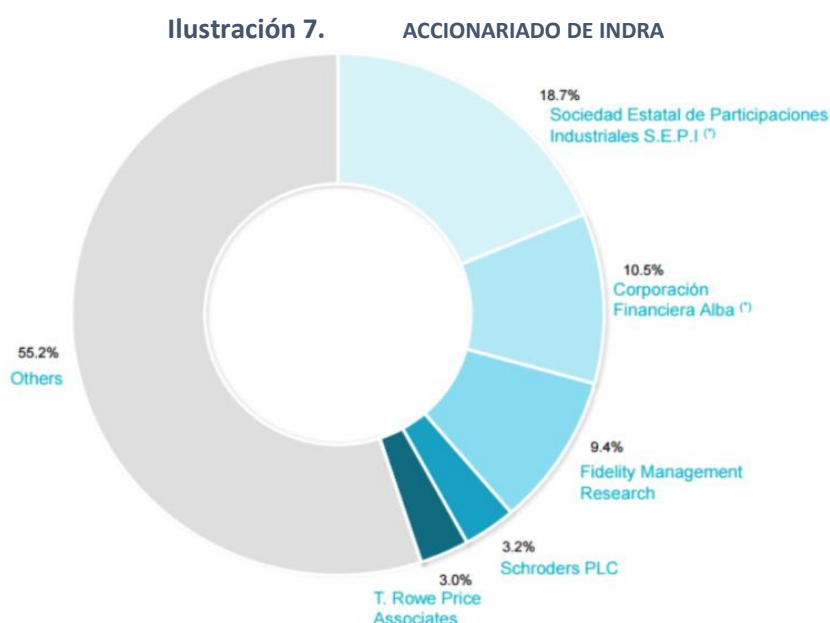


Ilustración 6. EMPLEADOS DE INDRA 2016





El free-float, con un 55,2% de participaciones, y el SEPI, con un 18,7%, controlan una gran parte de la compañía. La estructura accionarial completa se representa en la siguiente gráfica:



Indra tiene, por tanto, un posicionamiento internacional importante donde provienen la mayoría de sus ingresos. Este aspecto es muy positivo ya que existe un riesgo más diversificado que una empresa que tenga un enfoque nacional.

## 5.2.2 Tecnom Telecomunicaciones y Energía SA

Según informa la propia compañía en su página web, la empresa tiene unas cifras de negocio dentro del territorio español que representan el 81% del total de ingresos, mientras que el restante 19% corresponde a ingresos en territorio internacional.

- Mercado nacional:** Los resultados de 2016 continúan mostrando una tendencia positiva de ingresos (+4,3%) gracias al carácter altamente recurrente del negocio tradicional, al buen posicionamiento construido por Tecnom en los últimos años y a la mejora que se viene produciendo en las inversiones en tecnología desde la parte final del año anterior. En el análisis por sectores, en 2016 destaca la evolución de los ingresos por el sector Industria (+9,2%) fundamentalmente gracias al incremento progresivo de la inversión por parte de los clientes clave y a la apertura de nuevos clientes relevantes. Por otro lado, el sector de Banca-Seguros muestra una evolución muy positiva en el año (+7,1%) debido al aumento que se ha producido en la inversión de las entidades financieras y a la recurrencia del negocio tradicional. El sector TME, por su parte, registra un ligero descenso (-1,2%) en 2016, año que ha estado marcado por la evolución estable del área de servicios y por el descenso en las áreas de negocio vinculadas con productos de terceros. Finalmente, el sector de AAPP presenta un descenso del (-4,7%) en 2016 debido en buena medida a la penalización que ha supuesto el retraso de determinadas decisiones de inversión como consecuencia del retraso en la formación de Gobierno.

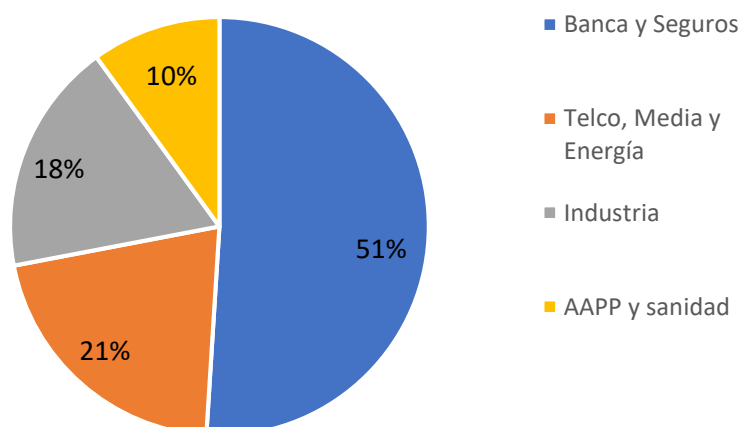
- Mercado internacional:** TecnoCom desde 2015 está centrando sus esfuerzos en este mercado en el desarrollo de un crecimiento más selectivo, priorizando la rentabilidad y la calidad de los proyectos. Este enfoque, está permitiendo mejorar significativamente la rentabilidad del mercado internacional (Margen Bruto +1.070 pb) si bien penaliza transitoriamente los ingresos a corto plazo (-5,8% en moneda constante en 2016) como consecuencia de una política de contratación más selectiva. Los ingresos del mercado Latinoamericano, están liderados por el crecimiento reportado por los sectores Industria (+10,7%) y Financiero (+7,7%). El sector TME por su parte, muestra una caída de ingresos (-33,3%) que contrasta con el aumento significativo de la rentabilidad de las operaciones, fruto de la mejora de la productividad en la ejecución de proyectos y de una política de contratación más selectiva. Los ingresos en Portugal registran un ligero crecimiento (+1,1%) destacando especialmente la buena evolución de los sectores Financiero e Industria. En resumen, la actividad de TecnoCom en el mercado internacional registra un resultado muy positivo en rentabilidad y un descenso en ingresos (-5,8% excluyendo efecto divisa) como consecuencia de la reorientación estratégica hacia un crecimiento más rentable y sostenible.

En cuanto a los ingresos por sectores, la Banca y Seguros representan más de la mitad de ingresos. En la siguiente tabla se representan los ingresos divididos por sectores:

**TABLA 4. INGRESOS DE TECNOCOM POR SECTORES**

(%)	2015	2016
Banca y Seguros	48%	51%
Telco, Media y Energía	25%	21%
Industria	16%	18%
AAPP y sanidad	11%	10%

**Ilustración 8. INGRESOS DE TECNOCOM POR SECTORES**



A diferencia de Indra, TecnoCom tiene un negocio mucho más dependiente del mercado nacional, lo que implica un mayor riesgo ante posibles efectos coyunturales negativos dentro de España.

## 5.3 Plan estratégico de las compañías

### 5.3.1 Indra

El plan estratégico de Indra 2015-2018 tiene un objetivo claro que se basa en aumentar la competitividad, la rentabilidad y el crecimiento de forma sostenible del grupo. Tomando como base los datos financieros de 2014, la compañía se fija unos determinados objetivos financieros para el año 2018. Estos objetivos se recogen en el comunicado de prensa (Indra, Comunicado de Prensa, 2015) del plan estratégico de la propia compañía colgado en su página web, que más adelante se examinará si están cumpliendo con sus objetivos:

- Un aumento de las ventas anual entre el 2,5 y el 4,5%.
- Un margen de EBIT recurrente entre el 10-11%
- Una generación de flujos de caja libre de aproximadamente 200 millones de euros
- Obtener una ratio de deuda financiera neta/EBITDA de alrededor de un 1x

Además de estos objetivos financieros, la compañía aparte pretende realizar **mejoras en la cartera de productos y proyectos, mejorar la estrategia comercial y el modelo de suministro** como base de un crecimiento sostenible y rentable. Además, se pretende un desarrollo en nuevos negocios como acelerador de del crecimiento y un cambio cultural para enfocar la empresa hacia la senda de la rentabilidad.

Para lograr las **mejoras en la cartera de productos y proyectos**, según palabras del presidente Abril-Martorell, Indra basará su estrategia en su posición singular, compuesta por cuatro pilares fundamentales:

- El liderazgo tecnológico para las operaciones en los negocios clave.
- Una cartera equilibrada y firme, compuesta por industrias diferentes con ciclos e impulsores clave diversos, como Defensa, Seguridad, Transporte y Tráfico y Tecnologías de la información.
- Una fuerte orientación al cliente, con importantes componentes de adaptación y asociación y un enfoque en inversiones conjuntas y trabajos coordinados con clientes.
- La fortaleza de los equipos de profesionales, con un fuerte conocimiento de las tecnologías clave en industrias verticales y equipos que combinan experiencia global con implementación local.

A la hora de llevar a cabo su **estrategia comercial**, Indra debe reforzar su capacidad comercial en productos de valor añadido, la evaluación de la conformidad de riesgos y precios, refuerzo de las capacidades de los equipos comerciales, incremento de ingresos por cliente, complementar estrategias de mercado de geografías con negocios especializados para maximizar la rentabilidad de la cartera objetivo y apoyo selectivo en canales de terceros.

En cuanto al **modelo de suministro**, supondrá para Indra un aumento de la rentabilidad y un mejor posicionamiento con los clientes, a través de palancas como productos estandarizados (que se desarrollarán con costes, alcances y tiempos más eficientes); nuevas herramientas y procesos de alta calidad para la gestión de proyectos; reducción de errores y sobrecostes; y continua mejora de la experiencia del cliente para aumentar fidelización.

Por otra parte, para lograr dichos objetivos, se ha elaborado un plan de ahorro de costes que asciende a 180-200 millones de euros, basado en cuatro pilares:

- Reestructuración organizativa (120 millones de euros)
- Costes de producción (30 millones de euros)
- Reducción de sobrecostes y pérdidas en proyectos (20-40 millones de euros)
- Optimización del modelo de entrega (10 millones de euros)

### 5.3.2 TecnoCom

TecnoCom presentó su Plan de Horizonte (TecnoCom, 2016) el año pasado con vistas al año 2018, el cual tiene como objetivo principal la creación de valor en el largo plazo. La compañía presentó unos resultados en 2015 donde se observaba una mejora generalizada en las principales magnitudes financieras, que unido a las perspectivas positivas para el periodo 2016-2018, TecnoCom consideró conveniente presentar a sus inversores unas determinadas líneas estratégicas y objetivos para ese periodo. Basándose en el documento del Plan de Horizonte de TecnoCom, se analizan los pilares sobre los que se sostiene dicha estrategia:

- Una sólida **propuesta de valor** basada en soluciones propias y en su excelente posicionamiento sectorial, lo que proporciona una posición óptima para ayudar a sus clientes en su proceso de transformación digital.
- Nueva etapa de **diversificación y crecimiento orgánico** basada en incrementar su internacionalización, con un enfoque conservador y selectivo, y consolidar su posición de liderazgo en España.
- **Mejora de la rentabilidad** gracias al aumento de la productividad y eficiencia mediante el foco en actividades de mayor valor, incrementando la excelencia operativa, calidad del servicio y fomentando nuevos modelos de producción.
- Mayor **especialización y soluciones propias** en la parte alta de la cadena de valor como palancas para incrementar la rentabilidad y recurrencia del negocio.
- Promover la **innovación** como fuente generadora de propuestas de valor diferenciales que proveen crecimiento y sostenibilidad a largo plazo.
- Apuesta por **negocios de alta recurrencia**, como estrategia de fidelización de clientes, enfocada en servicios de alto valor añadido.
- Gestión continúa del negocio con un enfoque de **prudencia financiera** constante, protegiendo liquidez y disminuyendo apalancamiento hasta niveles reducidos.

En cuanto a los objetivos financieros que se plantea la compañía, éstos se resumen en:

- Crecimiento de los ingresos del 7,5%-10,0% anual en el periodo 2016-2018.
- Incremento de la rentabilidad, de forma que en el año 2018 el margen EBITDA se sitúe en 7,5%-8,5%.
- ROCE (Rentabilidad sobre el Capital Empleado) de 2018 supere el 12%.
- Mantener una política de endeudamiento prudente, de forma que en 2018 la Deuda Financiera Neta no supere las 1,0 veces el EBITDA, en un escenario que contempla la remuneración al accionista como parte del atractivo de la Compañía

## 5.4 Antecedentes y evolución de Indra

Acorde a la información publicada en la memoria de Indra, las unidades de negocio tienen una contribución determinada a los ingresos de la compañía. Estas contribuciones vienen definidas en la siguiente tabla:

**TABLA 5. NEGOCIO DE INDRA POR SECTORES**

	2012	2013	2014	2015	Distribución 2015
<b>Transporte y Tráfico</b>	667,1	479,5	473	437	<b>15%</b>
<b>Telecom y Media</b>	369	470,1	485	497	<b>17%</b>
<b>AA.PP. y Sanidad</b>	516,9	355,3	322	273	<b>10%</b>
<b>Servicios Financieros</b>	464,4	503,3	529	468	<b>16%</b>
<b>Energía e Industria</b>	460,4	611,1	620	633	<b>22%</b>
<b>Seguridad y Defensa</b>	463,2	494,8	509	542	<b>19%</b>
<b>TOTAL</b>	2.941	2.914	2.938	2.850	

Se pueden obtener varias conclusiones de los resultados de esta tabla. La primera de todas es que las unidades de negocio que se han visto mermadas han sido las administraciones públicas y sanidad, además de negocio del transporte y el tráfico. Paralelamente, en detrimento de éstas se han desarrollado otras áreas como las telecomunicaciones, la seguridad y defensa o la energía y la industria. Como cómputo global, se aprecia como los ingresos se han visto perjudicados y la compañía ha sido incapaz de remontar el vuelo. Por ello, se diseñó el Plan estratégico antes estudiado. Bien es cierto que la coyuntura económica, tanto en España (donde posee casi la mitad de su negocio) como en el extranjero, ha lastrado el negocio de Indra. Sin embargo, a partir de 2013, el sector fue creciendo en volumen de negocio como se ilustraba anteriormente pero no lo hizo Indra. Uno de los lastres que ha sufrido Indra ha sido la poca capacidad de inversión en investigación y desarrollo, ya que el sector es muy cíclico y en épocas de dificultad es una de las partidas que antes se recorta. Además, hay que recordar que Indra está participada en un 20% por el SEPI, el cual es propiedad del Estado, del cual recibía muchas ayudas en épocas de bonanza. Una de las estrategias que siguió la compañía en respuesta a la crisis fue la internacionalización de su negocio a través de la reducción de inversiones en el sector público.

Este dato demuestra el notable proceso de internacionalización que han llevado a cabo a nivel estratégico en respuesta a la caída del mercado español, a causa de la reducción de inversión en el Sector Público, que de hecho, sumaba un total del 40% antes de iniciarse la crisis, mientras que en la actualidad sólo alcanza un 15%.

## 5.5 Análisis de los Estados Financieros

### 5.5.1 Cuenta de pérdidas y ganancias

#### ➤ Indra:

Los resultados han sido obtenidos de la página web de la compañía y se encuentran en el anexo. Los resultados se resumen en la siguiente tabla:

**TABLA 6. CUENTA DE RESULTADOS INDRA 2013-2016**

Cuenta de resultados (m €)	2013	2014	2015	2016
Ingresos	2.989.200	3.031.200	2.936.800	2.772.200
<i>Crecimiento</i>	0,0%	0,8%	-3,0%	-5,0%
Costes directos	-1.333.000	-1.353.500	-1.368.900	-1.199.100
<b>Margen operativo</b>	<b>1.656.200</b>	<b>1.677.700</b>	<b>1.567.900</b>	<b>1.573.100</b>
Costes indirectos	-1.378.100	-1.409.600	-1.437.300	-1.343.700
<b>EBITDA</b>	<b>278.100</b>	<b>268.100</b>	<b>130.600</b>	<b>229.400</b>
<i>Margen operativo</i>	9,3%	8,8%	4,4%	8,3%
Amortización	-51.914	-64.232	-85.480	-67.800
<b>EBIT recurrente</b>	<b>226.186</b>	<b>203.868</b>	<b>45.120</b>	<b>161.600</b>
Gastos no recurrentes	-27.900	-246.400	-686.600	0
<b>EBIT no recurrente</b>	<b>198.286</b>	<b>-42.532</b>	<b>-641.480</b>	<b>161.600</b>
<i>Margen</i>	7,6%	6,7%	1,5%	5,8%
Gastos financieros	-64.000	-54.300	-56.200	-39.300
<b>EBT</b>	<b>134.286</b>	<b>-96.832</b>	<b>-697.680</b>	<b>122.300</b>
<i>Margen</i>	4,5%	-3,2%	-23,8%	4,4%
Impuestos	-30.868	5.100	64.800	-53.100
<b>Resultado neto</b>	<b>103.418</b>	<b>-91.732</b>	<b>-632.880</b>	<b>69.200</b>
<i>Margen</i>	3,5%	-3,0%	-21,5%	2,5%

Viendo la tabla que resume la cuenta de resultados de Indra en el periodo 2013-2016 pueden sacarse varias conclusiones:

1. Una caída de los ingresos durante el periodo analizado, especialmente en los dos últimos años aun cuando el sector y todos sus competidores incrementaban esta variable.
2. Los costes iban en aumento aminorando el margen operativo desde un 8% hasta el 2% en 2015. En 2016, Indra redujo los gastos en personal con un ERE para poder elevar sus márgenes.
3. En el año 2015 el tremendo resultado negativo se debe a unas indemnizaciones que tuvo que pagar la empresa que lastró los resultados de la compañía ese año. Sin embargo, en términos de EBIT recurrente el resultado no es negativo, aunque bien es cierto que aislando estos gastos no recurrentes, Indra en 2015 no logra un buen resultado comparado con años anteriores

Aunque el 2015 ha sido un mazazo para la compañía, ésta ha tenido la capacidad financiera de aguantarlo. Esto unido al buen resultado de 2016 y las buenas previsiones para el futuro, hace que la compañía no se encuentra en una situación de alarma.

#### ➤ Tecocom:

Los resultados se han obtenido de la página web de la compañía y aparecen en el anexo. En forma de resumen se incorpora la siguiente tabla:

**TABLA 7. CUENTA DE RESULTADOS TECNOCOM 2013-2016**

<b>(m €)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Ingresos	386.227	379.763	412.920	421.150
<i>Crecimiento</i>	0,0%	-1,7%	8,8%	2,5%
Costes directos	-97.273	-93.609	-108.579	-102.457
<b>Margen operativo</b>	<b>288.954</b>	<b>286.154</b>	<b>304.341</b>	<b>318.693</b>
Costes indirectos	-268.323	-269.554	-282.323	-288.144
<b>EBITDA</b>	<b>20.631</b>	<b>16.600</b>	<b>22.018</b>	<b>30.549</b>
<i>Margen operativo</i>	5,3%	4,4%	5,3%	7,3%
Amortización	-8.646	-8.589	-10.131	-10.506
<b>EBIT recurrente</b>	<b>11.985</b>	<b>8.011</b>	<b>11.887</b>	<b>20.043</b>
Gastos no recurrentes	-454	-1.179	-316	-2.050
<b>EBIT no recurrente</b>	<b>11.531</b>	<b>6.832</b>	<b>11.571</b>	<b>17.993</b>
<i>Margen</i>	3,1%	2,1%	2,9%	4,8%
Gastos financieros	-7.214	-6.612	-5.551	-4.468
<b>EBT</b>	<b>4.317</b>	<b>220</b>	<b>6.020</b>	<b>13.525</b>
<i>Margen</i>	1,1%	0,1%	1,5%	3,2%
Impuestos	-3.927	-13.270	-2.902	-13.160
<b>Resultado neto</b>	<b>390</b>	<b>-13.050</b>	<b>3.118</b>	<b>365</b>
<i>Margen</i>	0,1%	-3,4%	0,8%	0,1%

Los resultados de TecnoCom no difieren demasiado de los resultados de Indra. En este caso, la cifra de negocios va en aumento año a año. Sin embargo, los gastos no recurrentes pueden lastrar el resultado neto de un periodo, como es el caso de 2014 y 2015. También ha de tenerse en cuenta que el resultado negativo de 2014 y el bajo resultado de 2016 han estado determinados por el pago de impuestos tan alto correspondiente a esos años.

## 5.5.2 Balance de situación

### ➤ Indra:

Los datos del balance de situación fueron sacados de su página web y se muestran en el anexo. A continuación se muestra una tabla resumen:

**TABLA 8. BALANCE DE SITUACIÓN INDRA 2013-2016**

<b>Balance de situación (m €)</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
Activos no corrientes	1.202.563	1.206.053	1.146.693	1.223.574
Activos corrientes (excl. Caja)	2.203.714	1.973.710	1.576.052	1.434.549
Caja y equivalentes	370.643	301.506	341.554	673.901
<b>Total activo</b>	<b>3.776.920</b>	<b>3.481.269</b>	<b>3.064.299</b>	<b>3.332.024</b>
FFPP	1.134.662	953.574	307.646	377.962
Deuda a corto plazo	195.674	130.862	79.377	60.715
Deuda a largo plazo	817.925	856.714	994.298	1.232.010
Proveedores	1.180.397	1.175.343	1.173.181	1.173.525
Otros pasivos	448.262	364.776	509.797	487.812
<b>Total pasivo &amp; Deuda</b>	<b>3.776.920</b>	<b>3.481.269</b>	<b>3.064.299</b>	<b>3.332.024</b>

La compañía en el último año logró reducir su deuda financiera neta hasta un 25% gracias a la generación de caja.

El activo fijo de la compañía aumenta con los años, a pesar del mazazo que se llevó en 2015. Habría que ver si ese aumento está justificado con inversiones en CAPEX y cómo se ha podido financiar esa inversión habiendo tenido resultados tan negativos. Otra posibilidad sobre el aumento del activo puede ser que se sobrevalorasen estos activos, ya que toda el activo intangible es difícil de valorar.

En cuanto al activo circulante, destaca la partida de clientes, la cual implica una contribución muy alta en el activo. Esta cifra tan alta es debido a los retrasos en el pago de los clientes, lo cual hace que Indra requiera de necesidades de fondos operativos. Esta necesidad de fondos requiere por parte de la empresa un mayor endeudamiento en el caso de que no genere la caja suficiente.

Otro detalle importante es la disminución progresiva de los fondos propios. La causa de este desplome han sido los malos resultados cosechados en los últimos años, en especial en 2015.

Con todo esto, el mayor problema de Indra en este momento con lo que a su balance respecta es el excesivo periodo de cobro que tiene que no está compensado con el periodo de pago a proveedores, de tal forma que una de las medidas a tomar, y que de hecho tienen recogido en su plan estratégico, es la de gestionar mejor el fondo de maniobra para no tener tantas necesidades de fondos.

➤ **Tecnocom:**

Los resultados han sido obtenidos de la página web de la compañía y se representan en la siguiente tabla:

(m €)	2013	2014	2015	2016
Activos no corrientes	175.610	172.253	165.537	152.982
Activos corrientes (excl. Caja)	144.756	138.848	143.268	127.944
Caja y equivalentes	13.242	32.835	50.434	58.099
<b>Total activo</b>	<b>333.608</b>	<b>343.936</b>	<b>359.239</b>	<b>339.025</b>
FFPP	169.336	158.403	160.321	161.996
Deuda a corto plazo	25.002	19.869	25.820	9.158
Deuda a largo plazo	31.732	54.705	51.695	57.287
Proveedores	45.416	40.263	44.584	33.646
Otros pasivos	62.122	70.696	76.819	76.938
<b>Total pasivo &amp; Deuda</b>	<b>333.608</b>	<b>343.936</b>	<b>359.239</b>	<b>339.025</b>

Tecnocom redujo su Deuda Financiera Neta en un 76,4% gracias, al igual que en el caso de Indra, a la fuerte generación de flujo de caja en 2016 y a la reducción de la deuda a corto plazo. En este sentido, la mejora de la actividad, el aumento de la rentabilidad y la gestión optimizada del circulante han favorecido el elevado grado de conversión en caja de los resultados.



## 5.6 Contexto en el que se desarrolló la fusión: finalidad y planes estratégicos perseguidos con la adquisición

El día 29 de noviembre de 2016 Indra solicita la autorización de la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de TecnoCom. Indra en su momento acuerda adquirir 39.540.186 acciones de TecnoCom que representan el 52,702% de su capital social al precio de 4,25 euros por acción dividido en dos partes: 2,55 euros en efectivo y 0,1727 acciones de Indra por cada acción de TecnoCom. La oferta, por tanto, tiene un carácter mixto.

Según comunica Indra, considera que los negocios de TecnoCom e Indra son altamente complementarios. Su combinación permitiría, por un lado, potenciar el crecimiento de ambas compañías desde un punto de vista industrial y, por otro, alcanzar sinergias tanto de ingresos como de costes. A continuación se va a especificar la finalidad que persigue Indra replicando un folleto explicativo publicado en su página web (Indra, Folleto explicativo de la OPA sobre TecnoCom formulada por Indra, 2017):

Desde un **punto de vista industrial**, se conseguiría:

1. Mejorar el posicionamiento en el mercado de Tecnologías de la Información español a través de un significativo aumento de sus ventas, que permitirá a Indra reforzar su posición, mejorando las economías de escala de sus operaciones, aumentando la productividad de su negocio e incrementando la exposición de Indra al sector privado.
2. Incremento de la oferta de soluciones propias y de entorno digital que ofrece Indra mediante la incorporación de las soluciones de medios de pago del Grupo TecnoCom. Indra considera que el mercado de sistemas de pago es un nicho de negocio elevado crecimiento y alto potencial de penetración en países en los que Indra está presente.
3. Complementariedad de la base de clientes. La integración de TecnoCom en Indra permitirá la posibilidad de ventas cruzadas a los clientes de ambas compañías, sobre la base de una amplia gama de soluciones integradas y complementarias.
4. Mejora de la eficiencia en la producción de ambas compañías por la posibilidad de internacionalizar e incrementar la plataforma de *near y offshoring*, esto es, la externalización de servicios llevando su producción a zonas o a geografías con menos coste en función de la proximidad y capacidad necesarias.

Desde el **punto de vista de sinergias**, se conseguiría:

La integración también permitirá alcanzar sinergias tanto de ingresos como de costes. Sin perjuicio del análisis exhaustivo que se llevara a cabo durante el proceso de integración, Indra ha estimado, en principio, las siguientes sinergias:

1. Sinergias de ingresos: 10,5 millones de euros anuales antes de impuestos. A través de una mejora del posicionamiento competitivo en base al solapamiento geográfico de ambos negocios, a la complementariedad de la base de clientes y a la posibilidad de realizar ventas cruzadas de productos y servicios. El cálculo de estas sinergias se ha estimado mediante un análisis de los mercados y/o clientes en los que existe potencial de venta cruzada, en base a las soluciones de medios de pago y al portfolio de soluciones propias de Indra.

2. Sinergias de costes: 30,5 millones de euros anuales antes de impuestos. Sinergias obtenibles a través de la optimización de los costes comerciales y de estructura actuales. Además, se abordará un proceso de obtención de ahorros de costes derivados de una mayor industrialización de la producción conjunta del grupo integrado, incluyendo la optimización de recursos inmobiliarios y procesos productivos y mejoras en la gestión con proveedores. Para el cálculo de estas sinergias se ha realizado un análisis de las posibles estructuras redundantes y se ha asignado un porcentaje de optimización en base a la naturaleza de cada coste y/o su función (incluyendo personal).

Indra considera que los costes de implementación de todas las sinergias podrían ascender a 61 millones de euros (el doble de las sinergias de coste estimadas), siendo estos costes de naturaleza no recurrente, es decir se materializaran en un único momento.

Además, Indra considera que las sinergias anuales estimadas se puedan obtener íntegramente pasados 24 meses desde la integración de ambas compañías. Dichas sinergias no están tomando en consideración los potenciales costes de implementación que la mismas pudieran conllevar.

En este sentido, Indra tiene la intención de llevar a cabo una integración operativa de las actividades de explotación de ambas compañías con el objetivo de combinar y potenciar la oferta de productos y soluciones que ambas compañías ofrecen a sus clientes, así como de simplificar las operaciones conjuntas y conseguir un uso eficiente de los recursos. Es posible que de dicha integración se derive algún cambio en el plan de negocio del grupo integrado a formular por Indra tras la liquidación de la Oferta, en el que se reflejará la adquisición de TecnoCom.

Indra estima que la integración de ambas compañías conllevará una mejora en el beneficio neto por acción de Indra igual o superior a un 10% del beneficio neto por acción de Indra antes de la integración a partir del primer año desde la finalización de la Oferta. En esta estimación a futuro no se incluyen los costes de implementación de las sinergias (estimados en 61 millones de euros), ya que son de naturaleza no recurrente e impactaran solo en el beneficio neto de los ejercicios 2017 y 2018. En consecuencia, teniendo en cuenta estos costes de integración no se espera un incremento del beneficio neto por acción en el 2017.

Indra tiene intención de realizar una revisión detallada de las actividades, medios y condiciones (incluyendo laborales) del equipo directivo y del personal del grupo integrado. Esta revisión abarcará las áreas comerciales, de producción y corporativas y estará orientada a optimizar los recursos existentes evitando duplicidades y maximizando la eficiencia en los distintos procesos y geografías. Como consecuencia de esta revisión, Indra analizará qué cambios resultan necesarios para asegurar la maximización de las sinergias indicadas y adoptará las decisiones que procedan respecto del grupo combinado. Al final del periodo de integración, se espera tener un equipo directivo unificado y equipos comerciales, de producción y corporativos.

El impacto que tendrá la OPA sobre las principales magnitudes financieras de Indra se recogerá en las cuentas anuales individuales de Indra y en las consolidadas de Indra del ejercicio 2017.

## 6. TRANSACCIÓN A VALORAR

A continuación, se va a proceder a valorar las dos compañías analizadas. Primero se ha realizado una valoración individual de cada una de las dos empresas por separado para estimar un valor de cada empresa. A continuación, he integrado ambas dos empresas dentro de un solo modelo financiero para estimar el valor conjunto de Indra tras adquirir a TecnoCom, con el objetivo de comparar la creación de valor que haya podido surgir de la fusión de ambas empresas.

### 6.1 Valoración de Indra

Para proceder a la valoración de Indra, primeramente, han de proyectarse los estados financieros necesarios para realizar dicha valoración. Los ingresos por ventas de Indra sufrieron una caída desde el año 2015 debido a todos los problemas en los que se envolvía la compañía. Sin embargo, debido a toda su reestructuración y al plan estratégico presentado por la compañía, he decidido proyectar los ingresos por ventas con un crecimiento anual del 1% respecto al año 2016 (2.709.300 €) para los próximos cinco años. En cuanto a los costes directos, se ha mantenido como proyección el porcentaje anterior del gasto en aprovisionamientos respecto de los ingresos totales, el cual ascendía en 2016 al 43.3%. En cuanto a los costes indirectos, es decir, los gastos en personal y administración, he decidido mantenerlos constantes, ya que, aunque es cierto que se prevé que el volumen de negocio aumente y con ello estos costes indirectos, por otra parte los gastos en personal se reducirían ya que al incorporar a parte de la plantilla de TecnoCom y la generación de sinergias, se explotaría una eficiencia que resultaría en un menor uso de mano de obra. En cuanto a la amortización, ésta se basa en la amortización pasada (60.000€ anuales) y en la generación de amortización nueva de tal forma que la inversión en Capex se amortice a 20 años. De esta forma, la amortización anual coincide con la inversión en activo fijo que realizará Indra de tal manera que se invierte la misma cantidad que se deprecia cada año. El resultado financiero está calculado de tal forma que depende directamente de la deuda financiera neta que tenga la compañía en cada año y del coste financiero de ésta, que he establecido en un 3% basándome en datos pasados (3-5%) y en el plan estratégico de la compañía que cita que quieren reducir su deuda neta en los primeros años y a la vez su coste financiero. De esta forma, tenemos toda la cuenta de resultados proyectada, la cual se muestra en esta tabla:

**TABLA 9. CUENTA DE RESULTADOS DE INDRÁ**

<b>(m€)</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
Ingresos	2.799.293	2.826.657	2.854.294	2.882.208	2.910.402
<i>Crecimiento</i>		1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Costes directos	-1.210.819	-1.222.655	-1.234.610	-1.246.684	-1.258.878
<b>Margen operativo</b>	<b>1.588.474</b>	<b>1.604.001</b>	<b>1.619.685</b>	<b>1.635.524</b>	<b>1.651.523</b>
Costes indirectos	-1.343.700	-1.343.700	-1.357.137	-1.370.708	-1.384.415
<b>EBITDA</b>	<b>244.774</b>	<b>260.302</b>	<b>262.548</b>	<b>264.817</b>	<b>267.108</b>
<i>Margen operativo</i>	8,7%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Amortización	-63.158	-66.482	-69.981	-73.664	-77.541
<b>EBIT</b>	<b>181.616</b>	<b>193.820</b>	<b>192.567</b>	<b>191.152</b>	<b>189.566</b>
<i>Margen</i>	6,5%	6,9%	6,7%	6,6%	6,5%
Gastos financieros	-16.577	-16.739	-17.274	-17.871	-18.769
<b>EBT</b>	<b>165.039</b>	<b>177.081</b>	<b>175.293</b>	<b>173.281</b>	<b>170.798</b>
<i>Margen</i>	5,9%	6,3%	6,1%	6,0%	5,9%
Impuestos	-51.112	-54.724	-54.188	-53.584	-52.839
<b>Resultado neto</b>	<b>113.927</b>	<b>122.357</b>	<b>121.105</b>	<b>119.697</b>	<b>117.959</b>

Por otra parte, el balance de situación se proyecta en el modelo financiero de la siguiente manera:

1. El activo fijo se incrementa en función de las inversiones en Capex proyectadas. Sin embargo, en mi modelo financiero he considerado las inversiones en Capex iguales a la amortización, por lo que el movimiento neto de activo fijo se mantiene constante.
2. El activo corriente se producen dos movimientos: el movimiento de clientes que varía en función de la política de cobros a dichos clientes. Dentro del plan estratégico de la compañía se contempla que la política de cobros se va a acortar progresivamente, lo cual esto reducirá las necesidades operativas de fondos y aumentará el flujo de caja. Por otra parte, está el movimiento de la caja dentro del balance que se determinará en el flujo de caja libre.
3. Las deudas a largo plazo se proyectan de tal forma que van aumentando, pero a una tasa decreciente, de tal forma que unido a la generación de caja, la deuda neta se mantenga en un nivel aceptable después de reducirse bastante el primer año.
4. El pasivo circulante se determina de forma similar al activo corriente. Esto es, se calculan los gastos incurridos que implican una obligación de pago no financiera (casi todos los gastos exceptuando los gastos de personal) y la cifra del pasivo circulante dependerá de los días de pago a los proveedores. Como en el plan estratégico no se especifica nada y la media de días de pago a proveedores en los últimos años es parecida, he mantenido el mismo porcentaje de % pasivo circulante/ingresos.

A continuación, se expondrán en la siguiente tabla todas las proyecciones del balance de situación:

**TABLA 10. BALANCE DE SITUACIÓN DE INDRA**

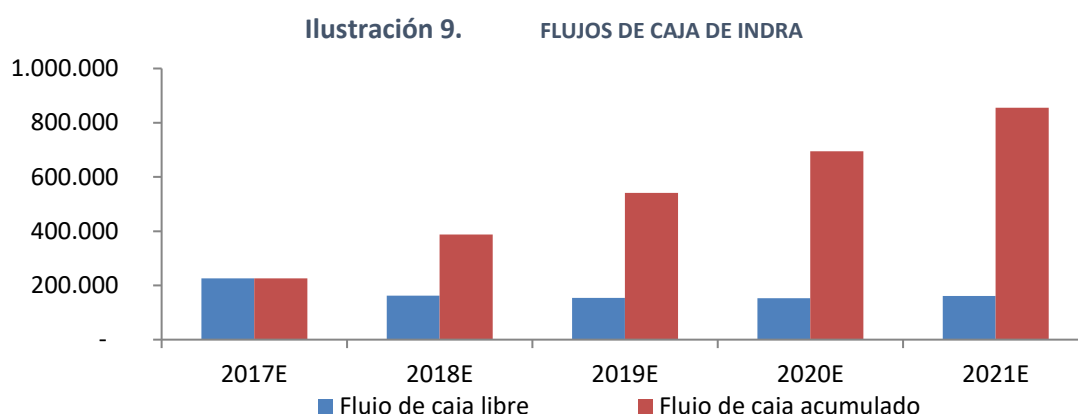
(m€)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Activos no corrientes	1.223.574	1.223.574	1.223.574	1.223.574	1.223.574
Activos corrientes (excl. Caja)	1.401.786	1.390.537	1.386.698	1.382.666	1.370.527
Caja y equivalentes	900.317	1.061.980	1.215.654	1.368.827	1.529.302
<b>Total activo</b>	<b>3.525.677</b>	<b>3.676.090</b>	<b>3.825.926</b>	<b>3.975.067</b>	<b>4.123.404</b>
FFPP	491.889	614.246	735.351	855.048	973.006
Deuda a corto plazo	61.688	61.688	61.688	61.688	61.688
Deuda a largo plazo	1.244.241	1.257.558	1.271.250	1.285.360	1.300.098
Proveedores	1.240.047	1.254.786	1.269.825	1.285.159	1.300.799
Otros pasivos	487.812	487.812	487.812	487.812	487.812
<b>Total pasivo &amp; Deuda</b>	<b>3.525.677</b>	<b>3.676.090</b>	<b>3.825.926</b>	<b>3.975.067</b>	<b>4.123.404</b>
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>552.569</b>	<b>557.967</b>	<b>575.808</b>	<b>595.710</b>	<b>625.617</b>
<b>FFPPP/Deuda financiera neta</b>	0,9x	1,1x	1,3x	1,4x	1,6x

Una vez realizadas todas las proyecciones de la cuenta de resultados y del balance, se procederá a calcular los flujos de caja para posteriormente valorar la empresa. En la tabla siguiente se muestra todo el procedimiento del cálculo del flujo de caja libre.

**TABLA 11. FLUJO DE CAJA DE INDRA**

<b>1.- Flujo de caja operativo</b>					
EBIT	181.616	193.820	192.567	191.152	189.566
Impuestos pagados	-54.485	-58.146	-57.770	-57.346	-56.870
NOPAT	127.131	135.674	134.797	133.807	132.697
Amortizaciones	63.158	66.482	69.981	73.664	77.541
<b>NOF</b>					
Clientes generados	-1.247.521	-1.236.272	-1.232.433	-1.228.401	-1.216.262
Clientes cobrados	1.280.284	1.247.521	1.236.272	1.232.433	1.228.401
Proveedores generados	1.240.047	1.254.786	1.269.825	1.285.159	1.300.799
Proveedores cobrados	-1.173.525	-1.240.047	-1.254.786	-1.269.825	-1.285.159
<b>Total NOFs</b>	99.285	25.989	18.877	19.366	27.779
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>289.574</b>	<b>228.145</b>	<b>223.655</b>	<b>226.837</b>	<b>238.017</b>
<b>2.- Flujo de inversión</b>					
Inversiones	-63.158	-66.482	-69.981	-73.664	-77.541
Desinversiones	0	0	0	0	0
<b>Flujo de caja pre-financiero</b>	<b>-63.158</b>	<b>-66.482</b>	<b>-69.981</b>	<b>-73.664</b>	<b>-77.541</b>
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>226.416</b>	<b>161.663</b>	<b>153.674</b>	<b>153.173</b>	<b>160.475</b>
<b>3.- Flujo de caja financiero</b>					
Resultado financiero	-16.577	-16.739	-17.274	-17.871	-18.769
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flujo de caja financiero</b>	<b>-16.577</b>	<b>-16.739</b>	<b>-17.274</b>	<b>-17.871</b>	<b>-18.769</b>
<b>Flujo de caja libre para los accionistas</b>	<b>209.839</b>	<b>144.924</b>	<b>136.400</b>	<b>135.302</b>	<b>141.707</b>

Como se puede apreciar, el flujo de caja es positivo para todos los años proyectados, y más grande en el primer año debido a la política de acortar los días de cobro de las facturas de Indra. Esta proyección de flujos de caja se resume en la siguiente gráfica:



Una vez estimados los flujos de caja libres para los próximos cinco años, el siguiente paso es calcular el valor terminal del año 2021. Para ello, es necesario antes calcular antes dos de las variables clave para este cálculo: la tasa de descuento y la tasa de crecimiento a perpetuidad. He escogido un 2% como tasa de descuento a perpetuidad, considerando que esta cifra

equivale a la inflación prevista para España por el Banco de España en un escenario neutral. Para el cálculo de la tasa de descuento (WACC) he considerado una composición de deuda/Fondos Propios objetivo del 50%, una prima de riesgo del 6%, una beta no apalancada de 0.8 (aproximadamente la media del sector), una rentabilidad libre de riesgo del 3% y un tipo impositivo del 30%. Con todos estos datos, se calcula la beta apalancada (1.16) y de esta forma, el coste de capital es igual al 10%. Esto, junto al coste de la deuda al que se financia Indra, calculado anteriormente para calcular el coste financiero, es suficiente para calcular la tasa de descuento (WACC). El resultado es una tasa de descuento igual al 6.88%. Ahora ya puede calcularse el valor terminal del año 2021, el cual es igual a 3.351 Mns €. La siguiente tabla resume el cálculo del valor terminal:

**TABLA 12. VALOR TERMINAL DE INDRA**

	(miles €)
Flujo de caja 2021	160.475
Tasa de crecimiento a perpetuidad	2%
Tasa de descuento	6,88%
<b>Valor terminal 2021</b>	<b>3.351.284</b>

Una vez hallado el valor terminal, se procederá a descontar este valor además de los demás flujos a la tasa de descuento pertinente (WACC). En la siguiente tabla se representa el flujo de caja descontado:

**TABLA 13. DESCUENTO DE FLUJOS DE CAJA DE INDRA**

Descuento de flujo de caja (€)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Flujo de caja	226.416	161.663	153.674	153.173	160.475
Valor terminal					3.351.284
Tasa de descuento	6,9%				
Crecimiento a perpetuidad	2,0%				
Factor de descuento	0,94	0,88	0,82	0,77	0,72
<b>Flujo de caja descontado</b>	<b>211.833</b>	<b>141.508</b>	<b>125.852</b>	<b>117.362</b>	<b>2.517.423</b>

El valor presente de estos flujos resultará en el valor de la compañía (VC). A este valor le descontamos la deuda neta y obtendremos el Valor de la empresa para los accionistas. Este proceso se simplifica en la siguiente tabla:

**TABLA 14. VALORACIÓN DE INDRA**

	(miles €)
Tasa de descuento 2017E – 2021E	6,88%
Valor presente de los flujos 2017E – 2021E	596.555
Valor presente del valor terminal	2.517.423
<b>Valor de la compañía</b>	<b>3.113.978</b>
Deuda neta 2016	618.824
<b>Valor de los FFPP</b>	<b>2.495.154</b>

Considerando que Indra tiene 164.133.000 acciones, el precio por acción correspondiente al valor de los Fondos Propios de Indra es de **15,2 €**.

Además, se ha realizado un análisis de sensibilidad para analizar como varía el precio de la acción según varíen la tasa de descuento (WACC) y el crecimiento a perpetuidad. Esto se muestra en la siguiente tabla:

**TABLA 15. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DE INDRA**

	5,88%	6,38%	6,88%	7,38%	7,88%
1,00%	€ 15,87	€ 14,08	€ 12,60	€ 11,34	€ 10,27
1,50%	€ 17,68	€ 15,53	€ 13,78	€ 12,32	€ 11,09
2,00%	€ 19,97	€ 17,31	€ 15,20	€ 13,48	€ 12,05
2,50%	€ 22,93	€ 19,55	€ 16,95	€ 14,88	€ 13,19
3,00%	€ 26,91	€ 22,46	€ 19,15	€ 16,60	€ 14,57

Partiendo de un precio de 15,20 € por acción, el riesgo de que la tasa de descuento aumente (+1%) y disminuya a su vez la tasa de crecimiento a perpetuidad (-1%), la valoración de Indra se encontraría en el peor de los escenarios con un precio de 10,27€, produciéndose un downside del 48%. Por el contrario, si se diera el mejor de los casos analizados en el escenario, es decir, partir de un aumento en la tasa de crecimiento a perpetuidad de un 1% y una disminución de un 1% en la tasa de descuento, el precio objetivo sería 26,91€, el cual tiene un upside de un 77%.

## 6.2 Valoración de TecnoCom

Una vez valorada Indra se procederá a valor TecnoCom. En este caso, no se explicará con tanto detalle el procedimiento de valoración de TecnoCom ya que la forma de proceder es idéntica. Sin embargo, se explicarán los detalles concretos de la compañía a efectos de valoración. El caso de TecnoCom es diferente a Indra en el sentido de que no atravesó los problemas que atravesó Indra y, por lo tanto, las proyecciones diferirán ligeramente. En este caso, los ingresos de TecnoCom experimentaron un aumento considerable, por lo que la tasa de crecimiento de ingresos proyectada se ha fijado en un 2% anual. Al igual que en el caso de Indra, la proyección de los costes directos se realiza en función del peso que representen estos costes respecto al total de ingresos. Durante los últimos años TecnoCom ha ido reduciendo el peso de estos costes siendo más eficiente, por lo que he escogido un porcentaje ligeramente menor (24%) al obtenido en 2016 (24,3%). El aumento de costes indirectos está fijado en un 2% ya que, al contrario que Indra, TecnoCom no se ha planteado ningún recorte de plantilla en los últimos años. De hecho, desde 2013 lleva aumentando estos costes a razón de un 3-4%. En el caso de la amortización y los gastos financieros, éstos se calculan exactamente de la misma forma que se calcularon para el caso de Indra. A continuación, se expone un resumen de las proyecciones de la cuenta de resultados en la siguiente tabla:

**TABLA 16. CUENTA DE RESULTADOS DE TECNOCOM**

(m€)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Ingresos	429.531	438.079	446.798	455.691	464.763
<i>Crecimiento</i>		2%	2%	2%	2%
Costes directos	-103.087	-105.139	-107.232	-109.366	-111.543
<b>Margen operativo</b>	<b>326.443</b>	<b>332.940</b>	<b>339.566</b>	<b>346.326</b>	<b>353.220</b>
Costes indirectos	-293.232	-298.421	-303.715	-309.114	-314.621
<b>EBITDA</b>	<b>33.211</b>	<b>34.518</b>	<b>35.852</b>	<b>37.212</b>	<b>38.599</b>
<i>Margen operativo</i>	7,7%	7,9%	8,0%	8,2%	8,3%
Amortización	-10.526	-11.080	-11.664	-12.277	-12.924
<b>EBIT</b>	<b>22.685</b>	<b>23.438</b>	<b>24.188</b>	<b>24.934</b>	<b>25.675</b>
<i>Margen</i>	5,3%	5,4%	5,4%	5,5%	5,5%
Gastos financieros	-443	-292	-416	-380	-398
<b>EBT</b>	<b>22.242</b>	<b>23.146</b>	<b>23.772</b>	<b>24.554</b>	<b>25.277</b>
<i>Margen</i>	5,2%	5,3%	5,3%	5,4%	5,4%
Impuestos	-7.299	-7.571	-7.759	-7.993	-8.210
<b>Resultado neto</b>	<b>14.942</b>	<b>15.575</b>	<b>16.013</b>	<b>16.561</b>	<b>17.067</b>
<i>Margen</i>	3,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,7%

Las proyecciones del balance de situación de Tecnocom se elaboran con el mismo modelo financiero, es decir, siguiendo los mismos pasos. Por tanto, las explicaciones anteriormente mencionadas valen también en este caso. A continuación, se mostrará una tabla con el resumen de las proyecciones de dicho balance. Un aspecto destacable de Tecnocom es la escasa deuda financiera que tiene el grupo, que se ha ido reduciendo aún más en los últimos años gracias a la generación de altos flujos de caja por parte de la compañía, cuya ratio FFPP/Deuda neta era de 4x en 2013, de 20x en 2016 y se espera que las generaciones de flujos de caja positivos eleven aún más esta ratio hasta niveles de 35x.

**TABLA 17. BALANCE DE SITUACIÓN DE TECNOCOM**

(m€)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Activos no corrientes	152.982	152.982	152.982	152.982	152.982
Activos corrientes (excl. Caja)	129.701	127.267	126.540	125.749	123.608
Caja y equivalentes	87.697	107.407	125.958	145.118	166.174
<b>Total activo</b>	<b>370.381</b>	<b>387.656</b>	<b>405.480</b>	<b>423.850</b>	<b>442.763</b>
FFPP	176.938	192.513	208.527	225.087	242.154
Deuda a corto plazo	9.158	9.158	9.158	9.158	9.158
Deuda a largo plazo	58.224	59.056	59.974	60.868	61.773
Proveedores	49.122	49.991	50.883	51.799	52.740
Otros pasivos	76.938	76.938	76.938	76.938	76.938
<b>Total pasivo &amp; Deuda</b>	<b>370.381</b>	<b>387.656</b>	<b>405.480</b>	<b>423.850</b>	<b>442.763</b>
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>7.391</b>	<b>4.867</b>	<b>6.940</b>	<b>6.341</b>	<b>6.630</b>
<b>FFPPP/Deuda financiera neta</b>	23,9x	39,6x	30,0x	35,5x	36,5x

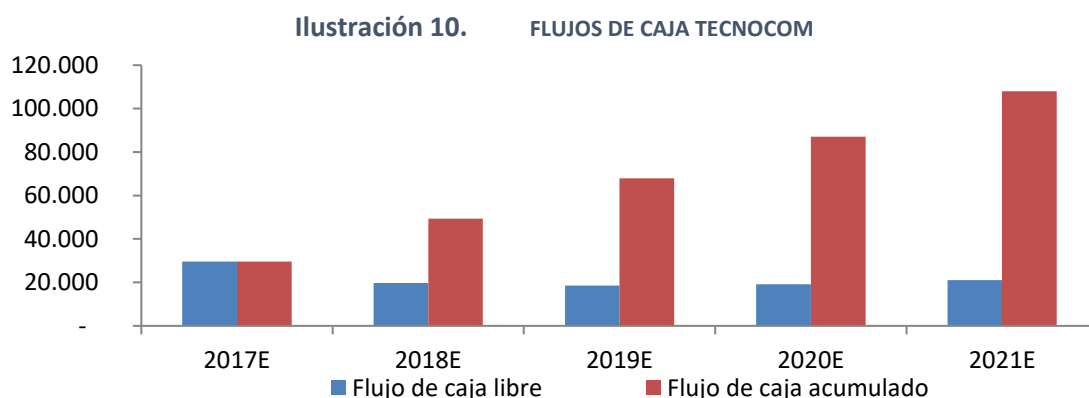
Al igual que en el caso anterior, una vez proyectados el balance de situación y la cuenta de resultados, se proyectarán los flujos de caja. Se representan en la siguiente tabla:



**TABLA 18. FLUJO DE CAJA DE TECNOCOM**

(m€)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>1.- Flujo de caja operativo</b>					
EBIT	22.685	23.438	24.188	24.934	25.675
Impuestos pagados	-6.806	-7.031	-7.256	-7.480	-7.703
NOPAT	15.880	16.407	16.932	17.454	17.973
Amortizaciones	10.526	11.080	11.664	12.277	12.924
<b>NOF</b>					
Clientes generados	-120.235	-117.801	-117.074	-116.283	-114.142
Clientes cobrados	118.478	120.235	117.801	117.074	116.283
Proveedores generados	49.122	49.991	50.883	51.799	52.740
Proveedores cobrados	-33.646	-49.122	-49.991	-50.883	-51.799
<b>Total NOFs</b>	13.719	3.303	1.619	1.707	3.083
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>40.125</b>	<b>30.790</b>	<b>30.214</b>	<b>31.438</b>	<b>33.979</b>
<b>2.- Flujo de caja pre-financiero</b>					
Inversiones	-10.526	-11.080	-11.664	-12.277	-12.924
Desinversiones	0	0	0	0	0
<b>Flujo de caja pre-financiero</b>	<b>-10.526</b>	<b>-11.080</b>	<b>-11.664</b>	<b>-12.277</b>	<b>-12.924</b>
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>29.598</b>	<b>19.710</b>	<b>18.550</b>	<b>19.161</b>	<b>21.055</b>
<b>3.- Flujo de caja financiero</b>					
Resultado financiero	-443	-292	-416	-380	-398
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flujo de caja financiero</b>	<b>-443</b>	<b>-292</b>	<b>-416</b>	<b>-380</b>	<b>-398</b>
<b>Flujo de caja libre para los accionistas</b>	<b>29.155</b>	<b>19.418</b>	<b>18.134</b>	<b>18.780</b>	<b>20.658</b>

Como se puede apreciar, el flujo de caja es positivo para todos los años proyectados, y más grande en el primer año debido a la política de acortar los días de cobro de las facturas de Tecnomcom, al igual que ocurría en el caso de Indra. Esta proyección de flujos de caja se resume en la siguiente gráfica:



Una vez calculados los flujos de caja libre, se procede a valorar la compañía. Al igual que en el caso de Indra, he considerado la tasa de crecimiento a perpetuidad de un 2% y la tasa de descuento ligeramente superior, ya que el coste de la deuda de Tecnomcom es más alto (6%) y la estructura de deuda objetivo es más baja (20%). Con todos los demás valores iguales (beta

desapalancada, rentabilidad libre de riesgo y tipo impositivo) se calcula la beta desapalancada (0,94) y, posteriormente, el coste de capital (8,6%). Por último, se calcula la tasa de descuento (WACC) que es 7,75%. Con todo esto, ya se puede calcular el valor terminal en el año 2021 de Tecnocom, el cual es 373.376 m€. Se resume este resultado en la siguiente tabla:

**TABLA 19. VALOR TERMINAL DE TECNOCOM**

	(miles €)
Flujo de caja 2021	21.055
Tasa de crecimiento a perpetuidad	2%
Tasa de descuento	7,75%
<b>Valor terminal 2021</b>	<b>373.376</b>

Calculados los flujos de caja libre y el valor terminal a 2021, se descuentan al WACC se calculan los flujos de caja descontados, como se muestra en la siguiente tabla:

**TABLA 20. FLUJO DE CAJA DESCONTADO DE TECNOCOM**

Descuento de flujo de caja (€)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Flujo de caja	29.598	19.710	18.550	19.161	21.055
Valor terminal					373.376
Tasa de descuento	7,8%				
Crecimiento a perpetuidad	2,0%				
Factor de descuento	0,93	0,86	0,80	0,74	0,69
<b>Flujo de caja descontado</b>	<b>27.469</b>	<b>16.976</b>	<b>14.828</b>	<b>14.214</b>	<b>271.547</b>

La suma de los flujos de caja descontados más el valor terminal descontado, dan como resultado el valor de la compañía, y restándole la deuda obtenemos el flujo de caja libre para el accionista. Se resume en la siguiente tabla:

**TABLA 21. VALORACIÓN DE TECNOCOM**

	(miles €)
Tasa de descuento 2017E – 2021E	7,75%
Valor presente de los flujos 2017E – 2021E	73.486
Valor presente del valor terminal	271.547
<b>Valor de la compañía</b>	<b>345.033</b>
Deuda neta 2016	8.346
<b>Valor de los FFPP</b>	<b>336.687</b>

Al tener Tecnocom 75.025.000 acciones, el precio por acción correspondiente a la valoración es de **4,5€**.

Además, se ha realizado un análisis de sensibilidad para analizar como varía el precio de la acción según varíen la tasa de descuento (WACC) y el crecimiento a perpetuidad. Esto se muestra en la siguiente tabla:

**TABLA 22. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD DE TECNOCOM**

	6,75%	7,25%	7,75%	8,25%	8,75%
1,00%	€ 4,65	€ 4,27	€ 3,95	€ 3,68	€ 3,44
1,50%	€ 5,00	€ 4,57	€ 4,20	€ 3,89	€ 3,62
2,00%	€ 5,44	€ 4,92	€ 4,49	€ 4,13	€ 3,82
2,50%	€ 5,97	€ 5,34	€ 4,83	€ 4,41	€ 4,06
3,00%	€ 6,65	€ 5,87	€ 5,25	€ 4,75	€ 4,34

Partiendo de un precio de 4,49 € por acción, el riesgo de que la tasa de descuento aumente (+1%) y disminuya a su vez la tasa de crecimiento a perpetuidad (-1%), la valoración de Indra se encontraría en el peor de los escenarios con un precio de 3,44 €, produciéndose un downside del 30%. Por el contrario, si se diera el mejor de los casos analizados en el escenario, es decir, partir de un aumento en la tasa de crecimiento a perpetuidad de un 1% y una disminución de un 1% en la tasa de descuento, el precio objetivo sería 26,91€, el cual tiene un upside de un 48%.

### 6.3 Valoración post-fusión

Para hacer la valoración post-fusión se ha integrado dentro del modelo de valoración de Indra todas las proyecciones elaboradas anteriormente de ambas compañías de manera que todas las partidas de la cuenta de resultados y del balance de situación de 2017-2021 se adicionan. De esta forma, partiendo de los datos históricos de Indra se ve en el modelo el efecto en los estados financieros de la integración de TecnoCom en Indra a partir de 2017. El aumento de ventas del negocio conjunto en 2017 respecto del negocio aislado de Indra en 2016, ha sido de un 17%, a lo que hay que aumento del margen operativo. Análogamente, el EBITDA se ve afectado en un +21% con un margen de EBITDA superior a los años anteriores. El resumen de la cuenta de pérdidas y ganancias se muestra en la siguiente tabla:

**TABLA 23. CUENTA DE RESULTADOS POST-FUSIÓN**

(m€)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Ingresos	2.772.200	3.228.824	3.264.736	3.301.092	3.337.900	3.375.164
Crecimiento		16,8%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Costes directos	-1.199.100	-1.313.906	-1.327.794	-1.341.841	-1.356.050	-1.370.421
<b>Margen operativo</b>	<b>1.573.100</b>	<b>1.914.917</b>	<b>1.936.942</b>	<b>1.959.251</b>	<b>1.981.850</b>	<b>2.004.743</b>
Costes indirectos	-1.343.700	-1.636.932	-1.642.121	-1.660.852	-1.679.822	-1.699.037
<b>EBITDA</b>	<b>229.400</b>	<b>277.985</b>	<b>294.820</b>	<b>298.400</b>	<b>302.028</b>	<b>305.706</b>
Margen operativo	8,3%	8,6%	9,0%	9,0%	9,0%	9,1%
Amortización	-67.800	-73.684	-77.562	-81.645	-85.942	-90.465
<b>EBIT</b>	<b>161.600</b>	<b>204.301</b>	<b>217.258</b>	<b>216.755</b>	<b>216.086</b>	<b>215.241</b>
Margen	5,8%	6,3%	6,7%	6,6%	6,5%	6,4%
Gastos financieros	-39.300	-14.960	-15.470	-16.602	-18.002	-19.302
<b>EBT</b>	<b>122.300</b>	<b>189.341</b>	<b>201.788</b>	<b>200.153</b>	<b>198.084</b>	<b>195.939</b>
Margen	4,4%	5,9%	6,2%	6,1%	5,9%	5,8%
Impuestos	-53.100	-59.029	-62.764	-62.273	-61.652	-61.009
<b>Resultado neto</b>	<b>69.200</b>	<b>130.312</b>	<b>139.025</b>	<b>137.880</b>	<b>136.432</b>	<b>134.930</b>
Margen	2,5%	4,0%	4,3%	4,2%	4,1%	4,0%

Del mismo modo se proyectan las partidas del balance de situación, donde se aprecia tanto en el activo como en el pasivo la integración de TecnoCom en Indra. Estas proyecciones se muestran en la siguiente tabla a continuación:

**TABLA 24. BALANCE DE SITUACIÓN POST-FUSIÓN**

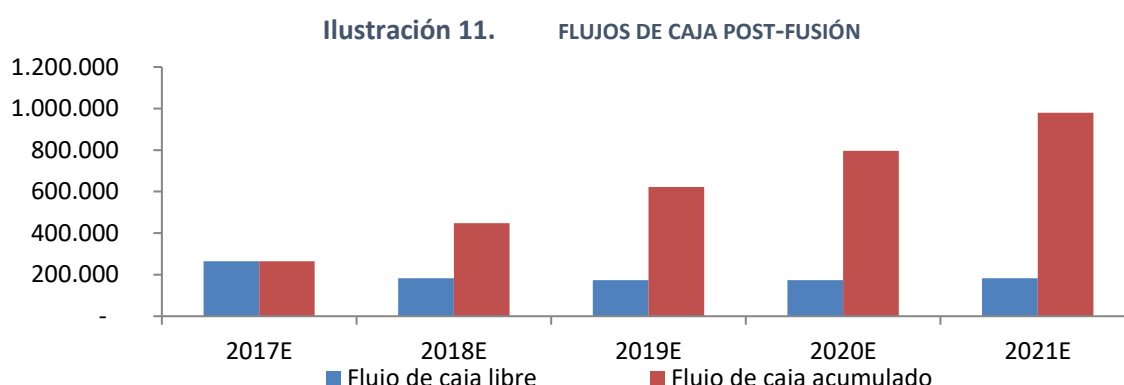
(m€)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Activos no corrientes	1.223.574	1.376.556	1.376.556	1.376.556	1.376.556	1.376.556
Activos corrientes (excl. Caja)	1.434.549	1.531.488	1.517.803	1.513.238	1.508.415	1.494.135
Caja y equivalentes	673.901	988.014	1.169.387	1.341.612	1.513.945	1.695.476
<b>Total activo</b>	<b>3.332.024</b>	<b>3.896.058</b>	<b>4.063.746</b>	<b>4.231.406</b>	<b>4.398.916</b>	<b>4.566.167</b>
FFPP	377.962	668.828	806.759	943.877	1.080.135	1.215.160
Deuda a corto plazo	60.715	70.846	70.846	70.846	70.846	70.846
Deuda a largo plazo	1.232.010	1.302.465	1.316.614	1.331.225	1.346.228	1.361.871
Proveedores	1.173.525	1.289.169	1.304.777	1.320.708	1.336.958	1.353.539
Otros pasivos	487.812	564.750	564.750	564.750	564.750	564.750
<b>Total pasivo &amp; Deuda</b>	<b>3.332.024</b>	<b>3.896.058</b>	<b>4.063.746</b>	<b>4.231.406</b>	<b>4.398.916</b>	<b>4.566.167</b>
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>618.824</b>	<b>498.670</b>	<b>515.651</b>	<b>553.398</b>	<b>600.081</b>	<b>643.407</b>
<b>FFPPP/Deuda financiera neta</b>	0,6x	1,3x	1,6x	1,7x	1,8x	1,9x

Se calcula ahora el flujo de caja libre correspondiente al periodo 2017-2021 de la misma manera que en los casos anteriores de Indra y TecnoCom. Resultados que se muestran en la siguiente tabla:

**TABLA 25. FLUJO DE CAJA POST-FUSIÓN**

(m€)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
<b>1.- Flujo de caja operativo</b>					
EBIT	204.301	217.258	216.755	216.086	215.241
Impuestos pagados	-61.290	-65.177	-65.027	-64.826	-64.572
NOPAT	143.011	152.081	151.729	151.260	150.669
Amortizaciones	73.684	77.562	81.645	85.942	90.465
<b>NOF</b>					
Clientes generados	-1.367.757	-1.354.072	-1.349.507	-1.344.684	-1.330.404
Clientes cobrados	1.280.284	1.367.757	1.354.072	1.349.507	1.344.684
Proveedores generados	1.383.320	1.400.592	1.418.233	1.436.239	1.454.624
Proveedores cobrados	-1.173.525	-1.383.320	-1.400.592	-1.418.233	-1.436.239
<b>Total NOFs</b>	122.322	30.957	22.205	22.829	32.666
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>339.018</b>	<b>260.600</b>	<b>255.579</b>	<b>260.031</b>	<b>273.800</b>
<b>2.- Flujo de caja pre-financiero</b>					
Inversiones	-73.684	-77.562	-81.645	-85.942	-90.465
Desinversiones	0	0	0	0	0
<b>Flujo de caja pre-financiero</b>	<b>-73.684</b>	<b>-77.562</b>	<b>-81.645</b>	<b>-85.942</b>	<b>-90.465</b>
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>265.333</b>	<b>183.037</b>	<b>173.934</b>	<b>174.089</b>	<b>183.335</b>
<b>3.- Flujo de caja financiero</b>					
Resultado financiero	-14.960	-15.470	-16.602	-18.002	-19.302
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flujo de caja financiero</b>	<b>-14.960</b>	<b>-15.470</b>	<b>-16.602</b>	<b>-18.002</b>	<b>-19.302</b>
<b>Flujo de caja libre para los accionistas</b>	<b>250.373</b>	<b>167.568</b>	<b>157.332</b>	<b>156.087</b>	<b>164.033</b>

Este flujo de caja libre proyectado se representa en la siguiente gráfica:



De la misma manera se calcula en valor terminal. En este caso, la tasa de descuento y el crecimiento a perpetuidad es considerado el mismo que se calculó para valorar Indra individualmente, es decir, un 6,88%. De esta forma, el valor terminal asciende a 3.828.664 m€. Se representa este cálculo en la tabla de debajo:

**TABLA 26. VALOR TERMINAL POST-FUSIÓN**

	<i>(miles €)</i>
Flujo de caja 2021	183.335
Tasa de crecimiento a perpetuidad	2%
Tasa de descuento	6,88%
<b>Valor terminal 2021</b>	<b>3.828.664</b>

Ahora se descuentan tanto los flujos de caja generados como el valor terminal del año 2021. Esta operación se refleja en la siguiente tabla:

**TABLA 27. FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS**

Descuento de flujo de caja (€)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Flujo de caja	265.333	183.037	173.934	174.089	183.335
Valor terminal					3.828.664
Tasa de descuento	6,9%				
Crecimiento a perpetuidad	2,0%				
Factor de descuento	0,94	0,88	0,82	0,77	0,72
<b>Flujo de caja descontado</b>	<b>248.244</b>	<b>160.218</b>	<b>142.444</b>	<b>133.388</b>	<b>2.876.023</b>

La suma de estos flujos es el valor de la compañía que, restando la deuda neta de dicho valor se obtiene el valor de los fondos propios. Sin embargo, deben hacerse ciertos ajustes en el modelo financiero que han de tenerse en consideración de acuerdo a las condiciones de la transacción. Esto es, por una parte, el número de acciones es mayor ya que se intercambiaron las acciones de TecnoCom por acciones de Indra a razón de 0,1727 acciones de Indra por cada una de TecnoCom, aumentando el número de acciones en 13.306 por un valor total de 3.435,7 m€. Por otra parte, hay de tenerse en cuenta que el 60% de la operación se realiza mediante el

pago en efectivo a los accionistas de TecnoCom. De esta manera, son 191.314 m€ los que salen de la compañía. Se resume la operación en la siguiente tabla:

**TABLA 28. VALORACIÓN POST-FUSIÓN**

VALOR POST FUSIÓN	
Valor Empresa (miles €)	3.432.040
Deuda Neta (miles €)	-627.170
Valor FFPP	2.804.870
Número de acciones (miles)	177.438
Precio por acción	15,8 €

El precio objetivo de la acción de Indra post-fusión con TecnoCom es de **15,8 €**, suponiendo esto un upside de un 20% sobre el precio actual de 13,1 €.

**TABLA 29. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD POST-FUSIÓN**

	5,88%	6,38%	6,88%	7,38%	7,88%
1,00%	16,51 €	14,62 €	13,05 €	11,73 €	10,60 €
1,50%	18,43 €	16,16 €	14,30 €	12,76 €	11,47 €
2,00%	20,84 €	18,04 €	15,81 €	13,99 €	12,48 €
2,50%	23,97 €	20,41 €	17,66 €	15,47 €	13,69 €
3,00%	28,18 €	23,48 €	19,98 €	17,28 €	15,14 €

Partiendo de un precio de 15,81 € por acción, el riesgo de que la tasa de descuento aumente (+1%) y disminuya a su vez la tasa de crecimiento a perpetuidad (-1%), la valoración de Indra se encontraría en el peor de los escenarios con un precio de 10,6 €, produciéndose un downside del 50%. Por el contrario, si se diera el mejor de los casos analizados en el escenario, es decir, partir de un aumento en la tasa de crecimiento a perpetuidad de un 1% y una disminución de un 1% en la tasa de descuento, el precio objetivo sería 28,18 €, el cual tiene un upside de un 78%.

## 6.4 Efecto de la fusión sobre el beneficio por acción (BPA)

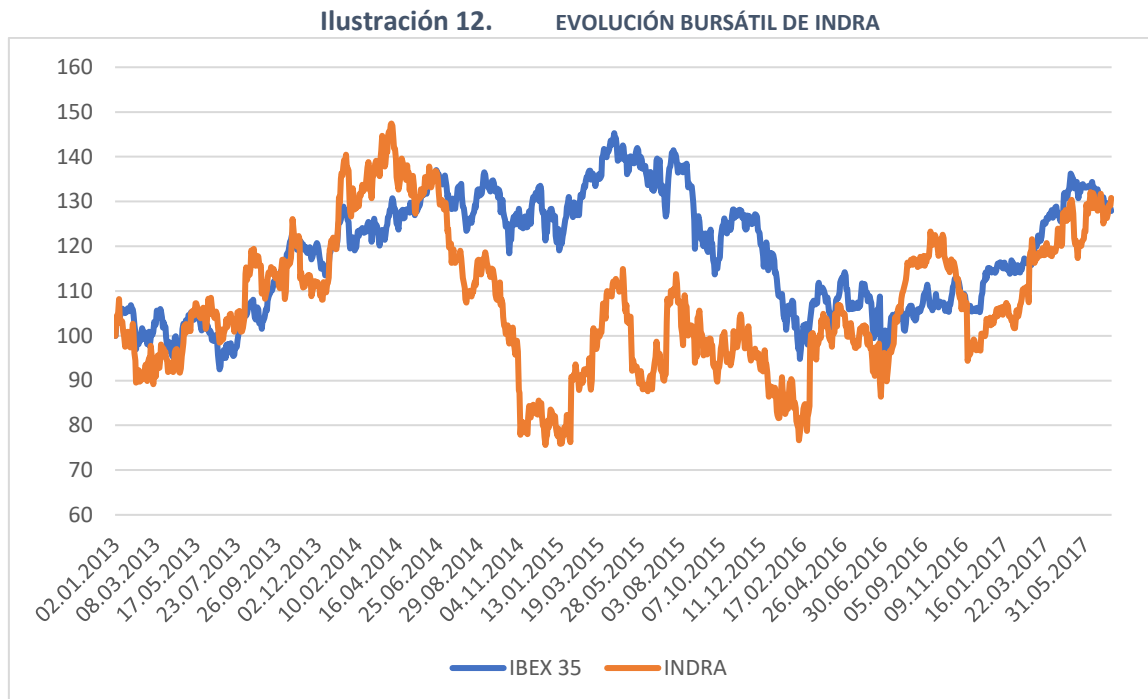
Uno de los efectos más importantes a la hora de analizar una combinación de empresas es el beneficio por acción (BPA). Cuando dos empresas se combinan, si el proceso se lleva a cabo de forma satisfactoria, se producirá un beneficio conjunto superior al beneficio obtenido por las dos empresas separadas, debido a las sinergias. De esta forma, es importante analizar el efecto que tiene la fusión sobre el interés del accionista de Indra, materializado en el beneficio por acción. He calculado el beneficio por acción que tendría Indra considerando a la empresa sola y, por otra parte, se ha calculado a su vez el beneficio por acción de las dos empresas integradas. Según las proyecciones analizadas, el beneficio por acción se ve incrementado por el efecto de la fusión en un 5-6% cada año. En la siguiente tabla se disponen las cifras calculadas.

**TABLA 30. BENEFICIO POR ACCIÓN**

	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
Beneficio por acción (BPA) INDRA	0,69 €	0,75 €	0,74 €	0,73 €	0,72 €
Beneficio por acción (BPA) INDRA + TECNOCOM	0,73 €	0,78 €	0,78 €	0,77 €	0,76 €
Aumento BPA post fusión	6%	5%	5%	5%	6%

## 6.5 Evolución bursátil de Indra

A continuación se mostrará en un gráfico la evolución bursátil que ha experimentado Indra desde comienzos de 2013 hasta hoy en día en comparación con el IBEX 35, ambos medidos en base 100.



Puede observarse como la evolución bursátil es un reflejo de las operaciones diarias de la compañía. En 2013 Indra sigue a tendencia del Ibex hasta que en 2014 comienzan a conocerse los malos resultados de la compañía y ello se refleja en el precio de la acción. Desde que Indra anunció la OPA por Tecnocom, la cotización que tanto se había resentido volvía a seguir la estela del Ibex, revalorizándose un 35% desde el 30 de noviembre de 2016. Esto indica que los inversores dan por buena la operación de Indra donde se producirá una creación de valor que el precio de la acción va determinando.

## 7. CONCLUSIONES

### 7.1 Principales conclusiones

Tras concluir con todo el análisis del trabajo es momento de sacar conclusiones acerca de él:

- ✓ El sector de las TIC está ofreciendo una clara recuperación como muestran los datos a partir de 2013. Esto lleva a pensar que al ser un sector procíclico, la recuperación económica, tanto nacional como internacional, impulsará al sector a elevar sus cifras de negocio a corto plazo, aunque siendo conscientes de que es un mercado saturado con alto grado de madurez y que Indra deberá innovar y apostar por áreas de negocio como la seguridad cibernética, el Big Data o la tecnologías de almacenamiento.
- ✓ Será muy importante que Indra consiga cumplir los objetivos que incorporaba a su Plan Estratégico. No obstante, estos objetivos no están llegando a cumplirse en su totalidad. Las ventas este último año no han cumplido los requisitos mencionados. Preveían un aumento de ventas anual entre el 2,5 y el 4,5% con un margen de EBIT recurrente sobre el 10% que en 2016 ha sido del 6%, así como una generación de caja inferior a lo propuesto. Tampoco han conseguido un ratio deuda financiera neta/EBITDA de 1x. Aunque estos resultados no se hayan conseguido, Indra atraviesa una senda de recuperación y con algo más de tiempo podría lograr sus objetivos.
- ✓ Otro aspecto importante que debe tener en cuenta Indra es el manejo de sus necesidades de fondos operativas. Es importante que pueda negociar el periodo de pago de sus deudas, así como implementar un sistema de cobro que pueda acortar el periodo de cobro a sus clientes.
- ✓ Indra necesita abrir más sus horizontes, internacionalizándose y penetrando en otros mercados con mayores expectativas a los que actualmente opera, consiguiendo mayor rentabilidad y mayor diversificación del riesgo de su negocio. A su vez, debe consolidarse en los mercados donde tiene mucha presencia como el mercado latinoamericano o el mercado local. La adquisición de TecnoCom permitirá a Indra ser el líder indiscutible del mercado español gracias a la amplia cartera de clientes españoles de los que dispone TecnoCom.
- ✓ La evolución bursátil de Indra está siendo favorable desde que se anunció la adquisición, lo cual indica que la transacción ha sido vista con buenos ojos por los inversores, los cuales esperan un aumento de la generación de flujos de caja.
- ✓ La valoración de la compañía según las previsiones concluye que la acción está infravalorada y tiene un upside de un 20%.

### 7.2 Recomendación al inversor

Una vez repasadas las conclusiones y vista la valoración de la empresa, el valor teórico de la acción asciende a 15,8€. El precio de mercado de la acción de Indra cotiza a 13,2€, luego el potencial de revalorización del 20%. Por lo tanto, la recomendación es de COMPRAR.



## 8. BIBLIOGRAFÍA

- Braun, D. (2015). *Acquisition Strategy*.
- Corporate Finance in Europe, A. (2017). *El proceso de compra de un negocio*. Obtenido de <http://www.corporatefinanceineurope.eu/es/proceso-compra-negocio.htm>
- DirectivosyGerentes, E. N. (7 de Diciembre de 2016). *Directivos y gerentes*. Obtenido de <http://directivosygerentes.es/digital/articulos-digital/las-tendencias-del-sector-tic-2017>
- Elvis Picardo, C. (2014). *How Mergers and Acquisitions Can Affect A Company*.
- Gutierrez, A. M. (Abril de 2002). *Diez conceptos clave para entender la creación de valor*. Obtenido de Altair Consultores: <http://www.altair-consultores.com/images/stories/articulos/co/co03.pdf>
- Indra. (2015). *Comunicado de Prensa*.
- Indra. (2015). Plan estratégico de Indra. *Comunicado de Prensa*.
- Indra. (2017). *Folleto explicativo de la OPA sobre TecnoCom formulada por Indra*.
- Koller, T. G. (2010). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. Nueva York, Estados Unidos.
- Mascareñas, J. (1990). *El coste del capital*. Universidad Complutense de Madrid.
- Observatorio Nacional de las Telecomunicaciones y de la SI, O. (2016). *Informe Anual del sector TIC y de los contenidos en España*.
- TecnoCom. (2016). *Plan de Horizonte*.
- Peter Tsvetkov. (2012). *Mergers and Acquisitions: An Energy Sector Case Study*
- Accounting Financial & Tax. (Agosto de 2018). *Types Of Merger and Acquisition (M&A) Activity*. Obtenido de <http://accounting-financial-tax.com/2008/08/types-of-merger-and-acquisition-ma-activity/>
- Investopedia. (2014). *How Mergers and Acquisitions Can Affect A Company*
- Tapies, J. *Los procesos de fusión y adquisición en empresas familiares*
- Bases de datos:
- Thomson Reuters Eikon

## 9. ANEXOS

CUENTA DE RESULTADOS INDRA				
Mns €	2013	2014	2015	2016
Ingresos ordinarios	2.914,1	2.937,9	2.850,4	2.709,3
Otros ingresos	75,1	93,3	86,4	62,9
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación	-1.333,0	-1.353,5	-1.368,9	-1.199,1
Gastos de personal	-1.453,6	-1.405,5	-1.436,2	-1.342,2
Otros resultados	75,5	-4,1	-1,1	-1,5
<b>Resultado Bruto de Explotación (EBITDA) recurrente</b>	<b>278,1</b>	<b>268,2</b>	<b>130,7</b>	<b>229,4</b>
Amortizaciones	-51,9	-64,2	-85,5	-67,8
<b>Resultado Operativo recurrente (EBIT a/cte. no rec.)</b>	<b>226,2</b>	<b>203,9</b>	<b>45,2</b>	<b>161,5</b>
<b>Margen EBIT recurrente (a/ cte. no rec.)</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>2%</b>	<b>6%</b>
Costes no recurrentes	-27,9	-246,4	-686,6	0,0
<b>Resultado Operativo (EBIT)</b>	<b>198,3</b>	<b>-42,5</b>	<b>-641,5</b>	<b>161,5</b>
<b>Margen EBIT</b>	<b>0,1</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,1</b>
<b>Resultado Financiero</b>	<b>-64,0</b>	<b>-54,3</b>	<b>-56,2</b>	<b>-39,3</b>
Resultados de entidades valoradas por el método de la participación	12,4	-0,2	-8,3	1,7
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>146,7</b>	<b>-97,0</b>	<b>-705,9</b>	<b>123,9</b>
Impuesto de sociedades	-30,0	6,6	64,1	-53,5
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>116,7</b>	<b>-90,4</b>	<b>-641,9</b>	<b>70,4</b>
Resultado atribuible a socios externos	-0,9	-1,5	0,7	-0,4
<b>Resultado neto</b>	<b>115,8</b>	<b>-91,9</b>	<b>-641,2</b>	<b>69,9</b>

CUENTA DE RESULTADOS TECNOCOM				
Mns €	2013	2014	2015	2016
Ingresos ordinarios	396,3	383,6	414,9	424,7
Variación de existencias	-6,2	-3,3	-2,4	-7,7
Aprovisionamientos y otros gastos de explotación	-100,9	-97,1	-108,2	-98,3
Gastos de personal	-227,7	-233,0	-243,9	-254,4
Otros resultados	-41,1	-37,7	-38,7	-35,8
<b>Resultado Bruto de Explotación (EBITDA) recurrente</b>	<b>20,4</b>	<b>12,5</b>	<b>21,7</b>	<b>28,5</b>
Amortizaciones	-8,6	-8,7	-10,1	-10,5
<b>Resultado Operativo recurrente (EBIT a/cte. no rec.)</b>	<b>11,5</b>	<b>6,8</b>	<b>11,6</b>	<b>18,0</b>
<b>Margen EBIT recurrente (a/ cte. no rec.)</b>	<b>3%</b>	<b>2%</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>
Costes no recurrentes	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Resultado Operativo (EBIT)</b>	<b>11,5</b>	<b>6,8</b>	<b>11,6</b>	<b>18,0</b>
<b>Margen EBIT</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Resultado Financiero</b>	<b>-7,2</b>	<b>-6,6</b>	<b>-5,6</b>	<b>-4,5</b>
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>4,3</b>	<b>0,2</b>	<b>6,0</b>	<b>13,5</b>
Impuesto de sociedades	-3,2	-12,6	-2,3	-12,5
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>1,1</b>	<b>-12,4</b>	<b>3,8</b>	<b>1,0</b>

<b>BALANCE DE SITUACIÓN INDRA</b>				
<b>M€</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Inmovilizado material	144,141	127,348	136,9	103,4
Otros activos intangibles	285,926	289,833	289,2	284,9
Participadas y otros inmovilizados financieros	79,459	89,547	50,1	184,9
Fondo de Comercio	605,943	583,285	470,4	471,9
Activos por impuestos diferidos	175,045	116,04	200	178,4
<b>Activos no corrientes</b>	<b>1.290,51</b>	<b>1.206,05</b>	<b>1.146,70</b>	<b>1.223,60</b>
Activos netos no corrientes mantenidos para la venta	7,572	7,656	0,4	31,2
Activo circulante operativo	2.059,85	1.841,16	1.462,00	1.271,80
Otros activos corrientes	143,866	132,547	112,4	131,5
Inversiones financieras a corto plazo	0			0
Efectivo y equivalentes	363,071	293,85	341,6	673,9
<b>Activos corrientes</b>	<b>2.574,36</b>	<b>2.275,22</b>	<b>1.916,30</b>	<b>2.108,50</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.864,87</b>	<b>3.481,27</b>	<b>3.063,00</b>	<b>3.332,00</b>
Capital y Reservas	1125,24	942,541	297,1	368,3
Acciones propias	-1,258	-1,642	-3,1	-3,4
<b>Patrimonio atrib. Sdad. Dominante</b>	<b>1123,982</b>	<b>940,899</b>	<b>294</b>	<b>364,9</b>
Socios externos	10,68	12,675	13,6	13
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>1134,662</b>	<b>953,574</b>	<b>307,6</b>	<b>378</b>
Provisiones para riesgos y gastos	99,338	40,394	103,4	99,2
Deuda financiera a largo plazo	789,857	825,73	961,9	1.136,00
Otros pasivos financieros	4,028	8,896	11,5	9,4
Pasivos por impuestos diferidos	104,094	1,821	3,3	12,4
Otros pasivos no corrientes	40,009	35,046	26,8	89,4
<b>Pasivos no corrientes</b>	<b>1.037,33</b>	<b>911,89</b>	<b>1.107,00</b>	<b>1.346,40</b>
Deuda financiera a corto plazo	195,674	130,862	79,4	60,7
Pasivo Circulante Operativo	1.191,41	1.192,99	1.230,40	1.238,40
Otros pasivos corrientes	305,804	291,959	338,6	308,6
<b>Pasivos corrientes</b>	<b>1.692,88</b>	<b>1.615,81</b>	<b>1.648,40</b>	<b>1.607,70</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>3.864,87</b>	<b>3.481,27</b>	<b>3.063,00</b>	<b>3.332,00</b>
<b>Deuda neta</b>	<b>622,46</b>	<b>662,742</b>	<b>-699,7</b>	<b>-522,8</b>

**BALANCE DE SITUACIÓN TECNOCOM**

<b>M€</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
Inmovilizado intangible	20,8	23,7	20,2	17,4
Inmovilizado material	10,9	10,7	10,6	10,7
Inversiones inmobiliarias	4,1	4	4	3,8
Fondo de Comercio	95,8	96,1	96,7	96,9
Activos por impuestos diferidos	42,8	36,3	33,2	23,3
Activos financieros no corrientes	1,1	1,2	0,9	0,7
<b>Activos no corrientes</b>	<b>175,5</b>	<b>172</b>	<b>165,5</b>	<b>153</b>
Existencias	46,5	45,3	42,7	30,6
Deudores comerciales y otras cuentas a cobrar	81,4	79,5	88,8	87,9
Activos por impuestos corrientes	5,6	4,9	5,9	2,7
Otros activos corrientes	11,2	8,9	5,9	6,7
Efectivo y equivalentes	13,2	32,8	50,4	58,1
<b>Activos corrientes</b>	<b>157,9</b>	<b>171,4</b>	<b>193,7</b>	<b>186</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>333,4</b>	<b>343,4</b>	<b>359,2</b>	<b>339</b>
Capital y Reservas			156,8	157,9
<b>Patrimonio atrib. Sdad. Dominante</b>	<b>166</b>	<b>154,4</b>	<b>156,8</b>	<b>157,9</b>
Socios externos	3,3	3,9	3,5	4,1
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>169,3</b>	<b>158,3</b>	<b>160,3</b>	<b>162</b>
Provisiones no corrientes	1,9	0,9	0,5	0,4
Obligaciones y otros valores negociables	0	34,5	34,7	34,8
Deudas con entidades de crédito	31,6	20,1	17	22,5
Pasivos por derivados financieros	0,1	0	0	0
Pasivos por impuestos diferidos	0	3,2	1,5	1,4
Otros pasivos no corrientes	1,9	1,7	2,6	2,2
<b>Pasivos no corrientes</b>	<b>35,5</b>	<b>60,4</b>	<b>56,3</b>	<b>61,3</b>
Provisiones a corto plazo	0,4	0	0	0,1
Deudas con entidades de crédito	24,6	19,9	25,8	9
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	45,4	40,2	44,6	33,6
Pasivos por impuestos corrientes	17,1	19,5	20	20,2
Otros pasivos corrientes	41	45,3	52,3	52,7
<b>Pasivos corrientes</b>	<b>128,5</b>	<b>124,9</b>	<b>142,6</b>	<b>115,8</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO</b>	<b>333,3</b>	<b>343,6</b>	<b>359,2</b>	<b>339</b>

