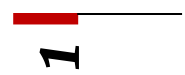


juhr Θμ”,’ – ”



	Scoring	Calidad	Crecimiento	Valoración	Momentum
EPAM Systems	2	12	6	70	3

Contenido

- Modelo de negocio 1
 - ❖ Servicios de ingeniería2
 - ❖ Servicios de funcionamiento3
 - ❖ Servicios de optimización3
 - ❖ Servicios de consultoría y diseño.....3
- Clientes.....5
- Ventajas competitivas.....8
- Competencia9
- Análisis de la empresa10
- Análisis de la valoración12
- Gesem Scoring13
- Conclusión13

Modelo de negocio

Epam Systems es una empresa estadounidense que ofrece servicios un gran abanico de servicios tecnológicos. Básicamente, combina servicios de

ingeniería y de consultoría. El desglose de sus servicios según la compañía sería la siguiente:

❖ **SERVICIOS DE INGENIERÍA**

Estos servicios se pueden dividir en 3 categorías:

- **EXPLORACIÓN:** Estos servicios están encaminados en la búsqueda de nuevos productos, soluciones para sus clientes. Entre ellos, podemos encontrar la oferta de laboratorios de desarrollos de productos, donde las empresas cliente pueden probar sus prototipos bien sean físicos o digitales. También nos encontramos con servicios de “productivización” de la tecnología, es decir, el desarrollo de un producto o servicio que emergen de una tecnología en particular. Por último, la empresa ofrece servicios de internet de las cosas, a través de la interconexión de diferentes dispositivos y servicios de implementación de la realidad virtual y aumentada en los negocios de sus clientes.
- **METODOLOGÍA:** En esta categoría encontramos servicios orientados a la mejora en la eficiencia de los sistemas de sus clientes. Entre ellos, tenemos el desarrollo de aplicaciones a través de la metodología *agile*, mejora en la ciberseguridad de la empresa, optimización o implementación de fábricas inteligentes, perfeccionamiento de la ingeniería de la empresa y soluciones de arquitectura tecnológica.
- **MEJORA EN LA ESCALABILIDAD DE LOS SISTEMAS:** Por último, como no podía ser de otra forma, la empresa ayuda a sus clientes en la mejora de la escalabilidad de sus sistemas. Para ello construye sistemas de recopilación de datos, crea estructuras de bases de datos, establece jerarquías y relaciones entre esos datos y poco a poco ayuda

a la empresa a dar el paso hacia lo digital, con todas las ventajas que ello conlleva (ahorro en costes, optimización de procesos gracias al tratamiento de datos, escalabilidad del negocio, etc). Para aquellos clientes que ya cuenten con sus sistemas con un buen nivel de escalabilidad, ofrece servicios de optimización de ecosistemas MACH, que sería el siguiente paso y el que encaminaría a las empresas a la innovación constante.

❖ **SERVICIOS DE FUNCIONAMIENTO**

A través de estos servicios sus clientes podrán mejorar sus metodologías de trabajo. De poco vale tener una empresa que por fuera reluce si por dentro sus componentes son malos o su funcionamiento no es del todo preciso. Para mejorar esto, la empresa se centra en el desarrollo e implementación de nuevas formas de trabajo ofreciendo: centros de desarrollo dedicados donde los clientes pueden hacer uso de sus equipos para el desarrollo de productos, mejora de los equipos de ingeniería y desarrollo de modelos operativos.

❖ **SERVICIOS DE OPTIMIZACIÓN**

En esta categoría, la empresa engloba todos los servicios que permiten automatizar y digitalizar procesos. Estos, parten desde automatizar las tareas y procesos más básicos hasta los más complejos.

❖ **SERVICIOS DE CONSULTORÍA Y DISEÑO**

Finalmente, la empresa combina todos los servicios mencionados anteriormente y los ofrece como packs, combinando todo su conocimiento tecnológico con su conocimiento de negocio.

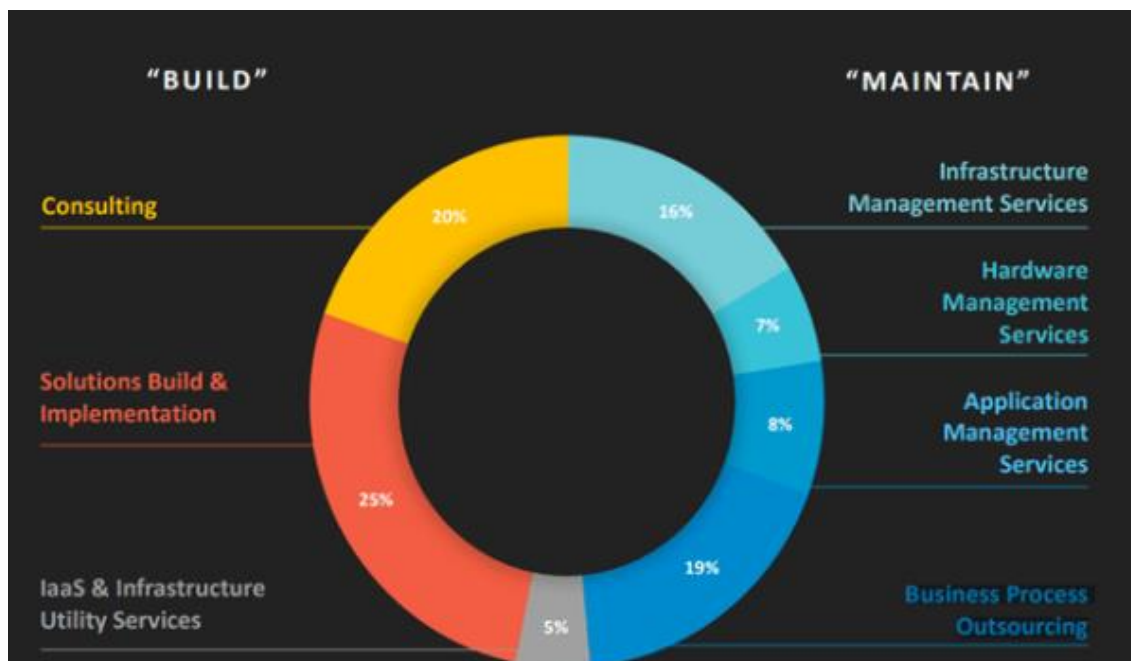
Concretamente, la empresa ofrece soluciones para que las empresas puedan adaptarse a este nuevo paradigma. Un paradigma donde la digitalización, la automatización de procesos, la innovación y, en definitiva, la eficiencia tienen un papel cada vez más importante. La empresa ayuda a sus clientes a mejorar sus modelos de negocio, de forma que puedan ofrecer bienes y/o servicios disruptivos, innovadores o que solucionen aquellas necesidades de sus clientes que, hoy en día, no pueden satisfacer.

Para lograr esto, EPAM trata de hacer entender a sus clientes que sus empresas son ecosistemas, de forma que todas sus partes incluyendo componentes internos (activos, recursos, inmuebles) y externos (socios, competidores, proveedores, clientes). De esta forma, trata de reorganizar este ecosistema optimizando al máximo la eficiencia de la empresa.

Los servicios que prestan incluyen: el propio rediseño del negocio en su totalidad; el desarrollo de una estrategia de marca basado en aspectos psicológicos y una estrategia de marketing optimizada por el uso de datos, transformación de la experiencia de usuario teniendo en cuenta los empleados (formándolos) de sus clientes; el diseño de la experiencia, el rediseño de los espacios físicos de sus clientes y el propio diseño del producto o servicio; habilitación organizacional, es decir, reestructuración de la forma y filosofía de trabajo dentro de una empresa; estrategia de producto y plataforma y que incluye todo el proceso: desarrollo, gestión, arquitectura y estrategia API; optimización de procesos y adaptación de la empresa para el uso de big data e inteligencia artificial.

Todos estos servicios, vistos desde un prisma superior se pueden clasificar también como servicios de construcción de relación con los clientes y

servicios de fidelización de la relación con los clientes. Estas dos categorías están muy bien diversificadas si vemos las aportaciones a sus ingresos totales:



(Fuente: Página de EPAM, presentación de inversores 3Q)

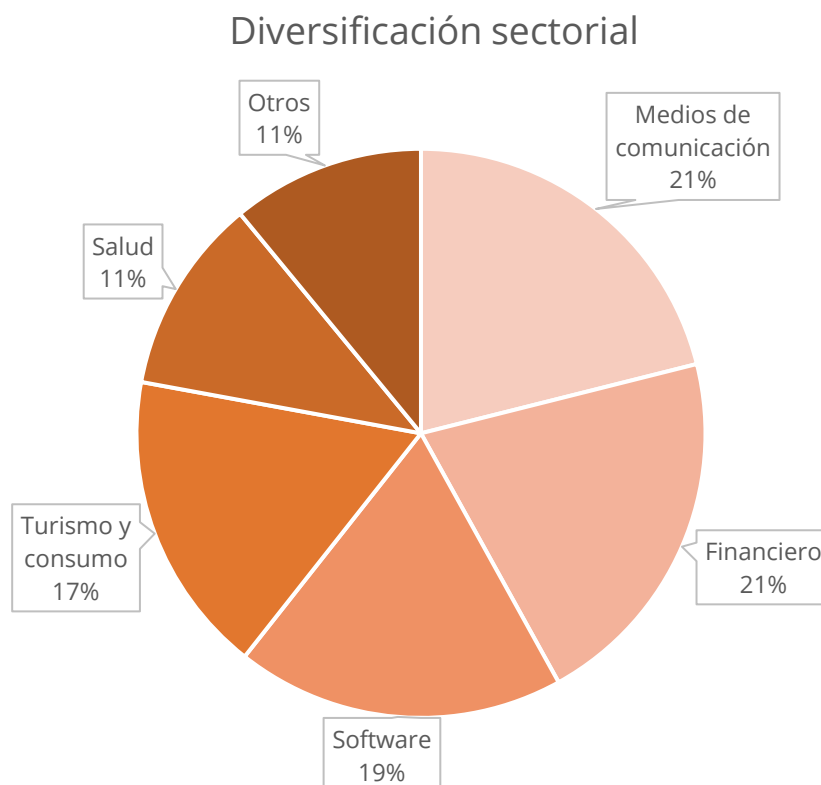
Clientes

Debido a la amplitud de servicios, no están enfocados en ninguna industria o sector en específico. De hecho, la empresa se nutre de la transformación tecnológica de todo tipo de empresas. Sin embargo, tienen especial experiencia en los siguientes sectores:

- **FINANCIERO**, ayudando a bancos e instituciones financieras a lidiar con problemas regulatorios y de cumplimiento normativo a la vez que impulsan su productividad y eficiencia.

- **TURISMO Y CONSUMO**, centrándose en la mejora de la eficiencia y, especialmente, la experiencia de usuario que sus clientes dan a sus consumidores.
- **SOFTWARE**, ofreciendo servicios que engloban el ciclo de vida completo de desarrollo de software y que tratan de optimizar no solamente la estructura del código, sino también las metodologías de trabajo.
- **MEDIOS DE COMUNICACIÓN**, ayudándoles en la transición hacia medios digitales que está surgiendo en el sector, a través del desarrollo de modernas plataformas web y móviles donde controlen de forma óptima: la creación, el almacenamiento y la gestión de sus contenidos, así como de su éxito.
- **SALUD**, aportando sofisticadas soluciones tecnológicas que permiten a sus clientes acelerar los procesos de investigación y, por tanto, los tiempos de salida de nuevos fármacos al mercado.
- **OTROS**, donde se incluyen el sector automovilístico telecomunicaciones, industrias o fábricas e incluso gobiernos.

Además, el peso que cada sector tiene en la empresa está muy bien diversificado, por lo que problemas puntuales en estos sectores tendrán un impacto mínimo en los resultados de la empresa.

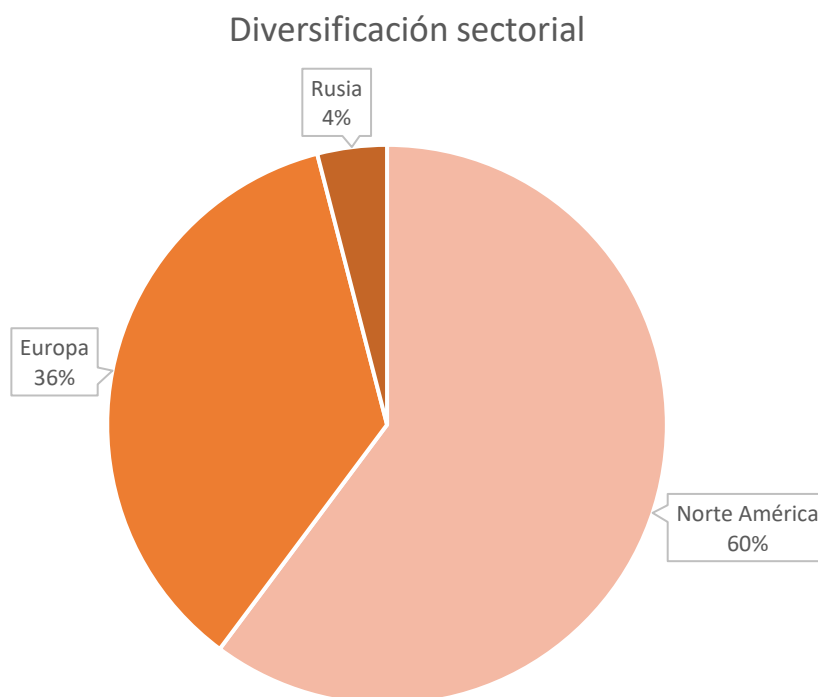


Como dato positivo, podemos ver que el 58,5% de sus ingresos provienen de clientes que llevan al menos 5 años con ellos y el 26,1% de aquellos cuya antigüedad como clientes es superior a los 10 años.

Además, sus clientes, a pesar de ser grandes empresas en general, no suelen tener un peso importante de forma individual en sus ingresos. El top 5 de sus clientes suponen el 22% mientras que el top 10 es el 30,9%.

Tenemos, por tanto, una clientela fiel y diversificada, tanto por el peso que cada empresa supone en sus ingresos como por los sectores a los que se dirige.

Geográficamente, sus clientes están mayormente ubicados en Norte América, seguido de Europa y Rusia. En concreto el 60% de sus ingresos provienen de Norte América, el 36% de Europa y el 4% restante de Rusia



Ventajas competitivas

Una de sus principales ventajas competitivas de la empresa es su capital humano. Actualmente cuenta con más de 41.000 empleados en todo el mundo y, gracias a la inversión en formación y sus programas de fidelización de trabajadores, estos ofrecen servicios de muy alta calidad.

Además, tiene una gran ventaja frente a su competencia en cuanto a los costes, ya que la mayoría de sus trabajadores trabajan desde Bielorrusia, Ucrania y Rusia. Esto les permite ofrecer salarios acordes a sus residencias pero que, comparativamente son muy inferiores a los que paga su competencia por emplear a gente estadounidense.

Esta diferencia en costes le permite invertir en formación y especialización de sus trabajadores, y aun así sigue siendo más eficiente que la competencia

Por otro lado, también cuenta con una alta reputación dentro del mercado. Con empresas como Epic Games, Adobe, Procter & Gamble y 160 empresas líderes mundiales respaldando el éxito de sus servicios y con numerosos premios internacionales y menciones en revistas especializadas, la empresa tiene una fuerte imagen de marca. A su vez, esta ventaja retroalimenta a la primera, permitiéndole atraer capital humano.

Competencia

Si analizamos la competencia, vemos que su principal competidor son Accenture e Infosys. Por la calidad de estas 3 empresas, cualquiera de ellas podría ser una buena candidata. Sin embargo, estas empresas tienen cualidades diferentes sin entrar en profundidad en el análisis de Infosys y Accenture.

De estas, EPAM es la más pequeña de todas en capitalización con 28 mil millones de dólares, seguido de Infosys que capitaliza 80 mil millones y Accenture que supera los 180 mil millones de dólares.

Sus modelos de negocios son muy similares, acudiendo prácticamente a los mismos mercados. En el caso de Accenture, quizás sea el que mejor compite contra EPAM, estando también presente en diferentes industrias, con una alta calidad de sus servicios y un correcto grado de diversificación. La empresa subdivide sus clientes entre las industrias: medios de comunicación, servicios financieros, sector salud, sector productos (donde la empresa engloba empresas retail, de turismo, industrial y productos farmacéuticos) y energético. Accenture, además, está también muy bien diversificada en estos sectores, por lo que el riesgo de que problemas

puntuales en sectores concretos afecten a los resultados de la empresa es mínimo.

Infosys, por su parte, también acude a los mismos sectores, aunque en este caso está especialmente concentrado en el sector financiero, viniendo el 65% de sus ingresos de este sector, por lo que podemos esperar que su cotización esté más vinculado al comportamiento de este sector.

Así, podemos básicamente comparar a EPAM con Accenture e incluso tomar como referencia a Accenture de lo que podría llegar a ser EPAM.

Análisis de la empresa

Los números de EPAM corresponden con la calidad de sus servicios y del valor que aportan. Analizando la solvencia o liquidez de la empresa, vemos que no tiene ningún tipo de problema – ni se le espera. La empresa cuenta con activos por valor de 2.721 millones de dólares, de los cuales 1.322 millones los tiene en liquidez y en el lado del pasivo tiene una deuda de 738 millones de dólares.

Como vemos, la empresa está completamente saneada y cargada de liquidez para realizar inversiones o adquisiciones que le permitan mantener las altas tasas de crecimiento que veremos más adelante.

Este tipo de empresas apenas tienen necesidades de capital, por lo que es normal verlas acumular altos niveles de liquidez a la espera de oportunidades que le permitan seguir creciendo. Esto, sin embargo, puede llegar a ser un problema en caso de no buscarle un destino a esos excedentes de capital. A los inversores no les gustan las empresas tacañas que acumulan

grandes cantidades de liquidez, prefieren empresas que inviertan o que repartan ese beneficio en forma de dividendo.

Hasta ahora, la empresa no ha hecho grandes adquisiciones y sus crecimientos se han debido especialmente a crecimientos orgánicos. Aun así, la empresa es consciente de lo altamente competitivo que es el sector y se espera que vaya encontrando formas de invertir ese dinero de forma rentable y que creen valor para los accionistas.

De no ser así, el mercado podría revisar a la baja las expectativas de crecimiento de la empresa y los elevados ratios a los que cotiza que veremos más adelante ya no compensarían.

La empresa cuenta con amplios márgenes. Concretamente, los últimos 5 años ha mantenido unos márgenes netos superiores al 10% y márgenes EBITDA cercanos al 20%.

También tienen altos retornos de doble dígito situando el ROE en 16, el ROA en 14 y el ROIC en 19.

Por último, la empresa mantiene unos crecimientos muy elevados, superando el 20% anual de media los últimos 5 años y con expectativas de mantener estos crecimientos.

Cabe destacar de nuevo que estos crecimientos son mayormente orgánicos y que les han aportado grandes cantidades de liquidez que podrían utilizar para crecer mediante adquisiciones sin comprometer la solvencia de la empresa. Esto elevaría aún más sus expectativas de crecimiento y es un escenario que se refleja en sus valoraciones.

Este aumento en crecimiento, seguido de unos márgenes constantes e incluso crecientes en algunos años, se traduce en crecimientos del BPA medio del 30% en los últimos 5 años.

Análisis de la valoración

Este es uno de los aspectos más negativos de la empresa y es que, dado las expectativas de crecimiento que se tiene en la empresa, las valoraciones a las que cotiza son muy exigentes.

En concreto, la empresa cotiza con un P/E para el año que viene de 65x, muy por encima del P/E de Accenture, que cotiza a 30x. Aunque, para ser justos, podemos utilizar el ratio PEG, que compara el P/E con las estimaciones de crecimiento y vemos que en este caso están los dos valorados en torno 3x, por lo que realmente no hay gran diferencia de valoración entre ambas empresas.

La diferencia, por tanto, se debe a esas expectativas de crecimiento que será lo que tengamos que valorar nosotros si consideramos realistas, optimistas o pesimistas.

Si observamos los crecimientos esperados de cara a los próximos 5 años, vemos que se espera, de media, un crecimiento anual en las ventas del 26% y en el caso del BPA superiores al 30%, gracias a una mejora en los márgenes netos de 200 puntos básicos de aquí a 2025.

Desde luego podemos decir ya que estimaciones pesimistas no parecen y, a priori, parecen muy optimistas. Es cierto que el sentimiento acompaña, ya hemos visto que gracias a la pandemia las empresas se han visto obligadas a actualizarse y apostar por estos modelos de negocio donde la tecnología

tiene un mayor peso. Esto ha supuesto tirar la primera ficha de domino, ya que los competidores tendrán que dar también estos pasos si no quieren quedarse atrás. Falta ver el recorrido que esta fila de fichas de domino tiene o si algún suceso interrumpe este efecto en cadena.

Como decía, estas estimaciones son optimistas, pero es que así lo es el futuro y, tomando como referencia Accenture y viendo los niveles de facturación que esta empresa tiene, a pesar de que se trata de un mercado aún en expansión, no es descabellado pensar en que estas estimaciones puedan cumplirse. No obstante, el riesgo está ahí.

Gesem Scoring

Aplicando nuestro modelo de análisis cuantitativo, la empresa aparece en el percentil 2 en un universo de 3118 empresas, por delante de Accenture que se sitúa en el percentil 16.

	<i>Scoring</i>	<i>Calidad</i>	<i>Crecimiento</i>	<i>Valoración</i>	<i>Momentum</i>
EPAM Systems	2	12	6	70	3
Accenture	16	6	77	55	35

Como vemos, el principal – y único – punto negativo de la empresa es su valoración, situándose en el percentil 70.

Conclusión

EPAM es una empresa que ha demostrado tener un alto *know-how* que, combinado con una demanda creciente acelerado por la pandemia, apunta a tener unos años de fuertes crecimientos. Cuenta con el respaldo de muchas empresas que confían en sus servicios y con una fuerte ventaja competitiva

en costes por el alto porcentaje de la plantilla contratados en Bielorrusia, Rusia y Ucrania.

Por tanto, creemos que la cotización de la empresa tendrá un comportamiento por encima de su sector, aunque habrá que estar atento a sus publicaciones de resultados ya que, con esas valoraciones tan exigentes, presentaciones de resultados por debajo de estimaciones pueden ocasionar fuertes caídas.