

Apple, revisamos la recomendación del valor a COMPRAR con un criterio táctico y fijamos una valoración objetivo en el escenario base en 111\$/acc, potencial de revalorización +16%

Resumen y opinión.-

El mercado ha penalizado a Apple por sus riesgos (compañía monoproducción, resto de producto en fase de maduración, riesgo geográfico, etc.). Sin embargo, las caídas de la cotización en los últimos 6 meses, la ha dejado a unos múltiplos muy atractivos (PER'16e. ajustados por caja 6,4x y EV/Ebitda'16 de 4,8x).

La caja neta, representa el 30% de la capitalización bursátil, hecho que el mercado está pasando por alto. Desde que sacamos el valor de la cartera americana (Top Selección USA), el valor ha recortado un -22%.

Conclusión: a los niveles actuales cambiamos la recomendación a COMPRAR, con carácter táctico, con un precio objetivo de 111\$/acc. (potencial de revalorización: +16%) tomando un escenario conservador (PER'16 de 8x). En un escenario, optimista, consideraríamos un PER'16 de 10x, y el precio objetivo se situaría en 130\$/acc, potencial de revalorización +35%

Inversión con perspectiva

Tras la publicación de los resultados del 3T'15 (22-julio-2015), sacamos Apple de nuestra cartera modelo Top Selección USA. Desde esa fecha (24-julio-2015), la cotización ha pasado desde 124,5\$/acc. hasta 97,34\$/acc. actual (-22,6%). Esto nos ha permitido evitar estas fuertes minusvalías.

Principales riesgos del valor.

Los mayores riesgos del valor son los ya conocidos de los últimos trimestres:

- i) compañía monoproducción, muy dependiente del iPhone;
- ii) estancamiento en las ventas de iPhone, medido en número de unidades;
- iii) últimos lanzamiento sin novedades rompedoras. Principalmente se han focalizado en mejoras respecto a productos anteriores;
- iv) mal comportamiento de las alternativas de venta, en particular Apple TV y Apple Watch;
- v) mayor competencia de los rivales, en particular Samsung.

Tesis de Inversión

Consideramos a Apple como una idea de inversión con carácter táctico. Hay factores, los comentados anteriormente, que suponen un riesgo a largo plazo. Sin embargo, a muy corto plazo los múltiplos a los que cotiza la hacen como una idea táctica de inversión.

El catalizador podrá ser el lanzamiento del nuevo iPhone7, previsto para septiembre/octubre 2016. En función de su evolución, el mercado previsiblemente aplicaría una expansión de múltiplos, que no descartamos que sea a niveles de PER'16 de 10x.

¿Dónde estamos ahora?

Recientemente, la compañía ha publicado los resultados del 1T'16 que no nos gustaron. El mercado también los descontó negativamente (-6,6% el día de publicación).

Sin embargo, desde un punto de la valoración, empieza a mostrar atractivo. Apple no es una compañía de Crecimiento (*Growth*) y a los múltiplos actuales, encajaría más en Valor (*Value*).

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): Analista principal de este informe: Ramón Carrasco <http://broker.bankinter.com/>
 Ramón Forcada Pilar Aranda Rafael Alonso Jesús Amador Esther G. de la Torre
 Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José Ana Achau (Asesoramiento) Avda de Bruselas, 12
 Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP&id=28108> Alcobendas
 Por favor, consulte importantes advertencias legales en: (Madrid)

<http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf>

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

A su vez, la caja neta acumulada hasta el 1T'16 alcanza los 160.035M\$ (28,86\$/acc.), representando el 29,9% de la capitalización bursátil de la compañía a fecha 3 de febrero.

Análisis de su estructura de ventas

Su mercado natural EE.UU. (38,7% de las ventas) ha sufrido una llamativa ralentización en el último trimestre, al igual que las ventas en Japón. Sin embargo este último, apenas representa el 6,3% del total.

Cuadro 1: Desglose Geográfico de Ventas (M\$)

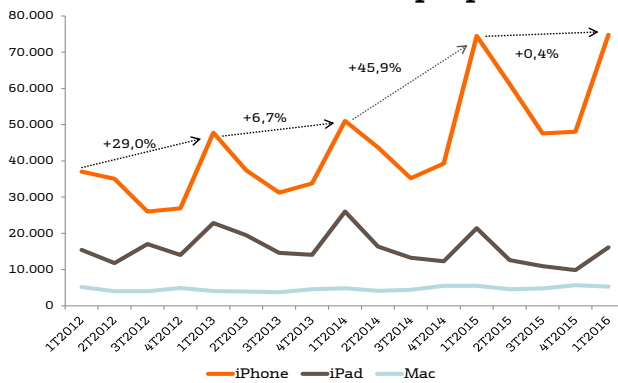
Ventas por área geográfica	2T2015			3T2015			4T2015			1T2016		
	Ingresos	% total	Var. %	Ingresos	% total	Var. %	Ingresos	% total	Var. %	Ingresos	% total	Var. %
EE.UU.	21.316	36,7%	18,5%	20.209	40,7%	15,0%	21.773	42,3%	10,2%	29.325	38,7%	-4,1%
Europa	12.204	21,0%	11,5%	10.342	20,8%	19,4%	10.577	20,5%	2,2%	17.932	23,6%	4,2%
China	16.823	29,0%	71,1%	13.230	26,7%	112,4%	12.518	24,3%	99,0%	18.373	24,2%	13,8%
Japón	3.457	6,0%	-14,6%	2.872	5,8%	9,3%	3.929	7,6%	9,3%	4.794	6,3%	-12,0%
Resto Asia	4.210	7,3%	48,2%	2.952	6,0%	26,0%	2.704	5,3%	26,6%	5.448	7,2%	4,2%
Otros												
TOTAL	58.010	100,0%	27,1%	49.605	100,0%	32,5%	51.501	100,0%	22,3%	75.872	100,0%	1,7%

Fuente: Apple y Analisis Bankinter

El Gráfico 1 muestra la evolución de las ventas, en unidades. Claramente se aprecia que el lanzamiento de los últimos productos (iPhone 6S), apenas ha tenido el impacto esperado. Los mayores desafíos son el Apple TV y Apple Watch.

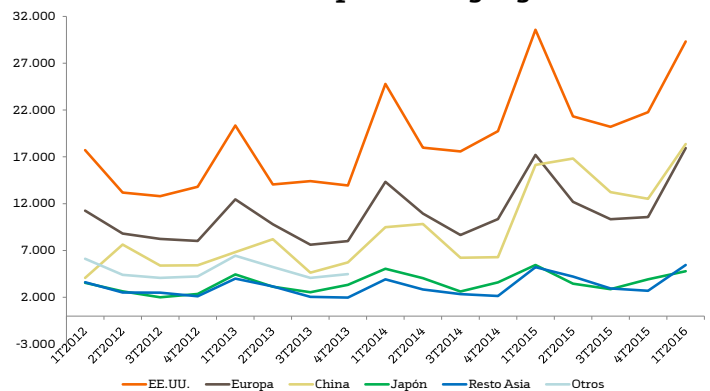
Dado su baja relevancia y aceptación del mercado, por ahora no desagregan sus números.

Gráfico 1: Ventas en M uds por producto



Fuente: Apple y Analisis Bankinter

Gráfico 2: Ventas por áreas geográficas



Fuente: Apple y Analisis Bankinter

Dividendos

La compañía seguirá con su política de dividendos. Las previsiones del consenso de analistas son: DPA'15 de 2,17\$/acc. (+9,6%); *yield* +2,3%. DPA'16e de 2,17\$/acc. (=), *yield* +2,3% y DPA'17e. 2,29\$/acc. (+5,5%), *yield* +2,4%.

Dada la fuerte posición de caja de la compañía, no descartamos que pueda ser revisado al alza.

Valoración

Bankinter Análisis (sujetos al RIC): **Analista principal de este informe:** Ramón Carrasco <http://broker.bankinter.com/>
 Ramón Forcada Pilar Aranda Rafael Alonso Jesús Amador Esther G. de la Torre
 Eva del Barrio Ana de Castro Belén San José Ana Achau (Asesoramiento) Avda de Bruselas, 12
Todos los informes disponibles en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP> 28108 Alcobendas
Por favor, consulte importantes advertencias legales en: <http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+binarios?secc=NRAP&subs=NRAP&nombre=disclaimer.pdf> (Madrid)

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.

A los niveles actuales, Apple cotiza a un:

- PER'16e ajustado por caja neta es de 6,35x.
- La caja neta publicada en los resultados del 1T'16 registrada en la SEC, representa el 29,96% de la capitalización bursátil.
- EV/Ebitda'16 de 4,81x.

Para el BNA'16 estimado, tomamos como referencia el consenso Bloomberg de analistas

Cuadro 2: Múltiplos actuales de cotización con Ebitda y BNA 2016 consenso de mercado

CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL	534.220,6 M\$	BNA'16	50.188 M\$
		EQUITY VALUE	534.221 M\$
IFT	21.385 M\$		
Inver. Financieras a L/P	177.665 M\$	PER'16	10,64 x
Efectivo	16.689 M\$		
Total Liquidez	215.739 M\$	BNA'16	50.188 M\$
<i>(Peso de la caja bruta sobre Cap. Bursatil)</i>	<i>40,4%</i>	EQUITY VALUE ex liquidez	318.482 M\$
EQUITY VALUE ex liquidez	318.482 M\$	PER'16	6,35 x
DEUDA BRUTA			
Deuda C/P	2.500 M\$		
Deuda L/P	53.204 M\$		
Deuda Total Bruta	55.704 M\$		
Deuda Neta	-160.035 M\$		
CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL	534.221 M\$	ENTERPRISE VALUE	374.186 M\$
Deuda Neta	-160.035 M\$	EBITDA'16e.	77.834 M\$
ENTERPRISE VALUE	374.186 M\$	EV/EBITDA'16	4,81 x

Datos a 4 de febrero de 2016

Fuente: SEC y Bankinter

Los datos de IFT, Inversiones Financieras L/P y el Efectivo proceden del balance del 1T'16 registrado en la SEC el pasado 28 de enero.

Valoramos la compañía en 619.739M\$ ó 111,77\$/acc con un potencial de revalorización del +16,0%. De esta forma, cambiamos nuestra recomendación sobre el valor de Vender a Comprar, como idea táctica de inversión.

Adjuntamos cuadros de sensibilidad de valoraciones en función de diversos escenarios de BNA estimado para 2016 y PER objetivo.

Nuestro escenario base para 2016 es el de consenso de mercado para BNA, que asciende a 50.500M\$, y un PER 8,0x que consideramos razonable.

En un escenario optimista, creemos que Apple debería cotizar al menos a un PER'16 de 10 veces. Esto implicaría una valoración de 130\$/acc, con un potencial de revalorización del +33,5%

Cuadro 2: Análisis de sensibilidades a PER y BNA'16

		EQUITY VALUE EXCUIDA LA CAJA												
		PER'16												
		5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0	8,5	9,0	9,5	10,0	10,5	11,0
BNA'16	48.500	242.500	266.750	291.000	315.250	339.500	363.750	388.000	412.250	436.500	460.750	485.000	509.250	533.500
	49.000	245.000	269.500	294.000	318.500	343.000	367.500	392.000	416.500	441.000	465.500	490.000	514.500	539.000
	49.500	247.500	272.250	297.000	321.750	346.500	371.250	396.000	420.750	445.500	470.250	495.000	519.750	544.500
	50.000	250.000	275.000	300.000	325.000	350.000	375.000	400.000	425.000	450.000	475.000	500.000	525.000	550.000
	50.500	252.500	277.750	303.000	328.250	353.500	378.750	404.000	429.250	454.500	479.750	505.000	530.250	555.500
	51.000	255.000	280.500	306.000	331.500	357.000	382.500	408.000	433.500	459.000	484.500	510.000	535.500	561.000
	51.500	257.500	283.250	309.000	334.750	360.500	386.250	412.000	437.750	463.500	489.250	515.000	540.750	566.500
	52.000	260.000	286.000	312.000	338.000	364.000	390.000	416.000	442.000	468.000	494.000	520.000	546.000	572.000
	52.500	262.500	288.750	315.000	341.250	367.500	393.750	420.000	446.250	472.500	498.750	525.000	551.250	577.500

		EQUITY VALUE CON CAJA (M\$)												
		PER'16												
		5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0	8,5	9,0	9,5	10,0	10,5	11,0
BNA'16	48.500	458.239	482.489	506.739	530.989	555.239	579.489	603.739	627.989	652.239	676.489	700.739	724.989	749.239
	49.000	460.739	485.239	509.739	534.239	558.739	583.239	607.739	632.239	656.739	681.239	705.739	730.239	754.739
	49.500	463.239	487.989	512.739	537.489	562.239	586.989	611.739	636.489	661.239	685.989	710.739	735.489	760.239
	50.000	465.739	490.739	515.739	540.739	565.739	590.739	615.739	640.739	665.739	690.739	715.739	740.739	765.739
	50.500	468.239	493.489	518.739	543.989	569.239	594.489	619.739	644.989	670.239	695.489	720.739	745.989	771.239
	51.000	470.739	496.239	521.739	547.239	572.739	598.239	623.739	649.239	674.739	700.239	725.739	751.239	776.739
	51.500	473.239	498.989	524.739	550.489	576.239	601.989	627.739	653.489	679.239	704.989	730.739	756.489	782.239
	52.000	475.739	501.739	527.739	553.739	579.739	605.739	631.739	657.739	683.739	709.739	735.739	761.739	787.739
	52.500	478.239	504.489	530.739	556.989	583.239	609.489	635.739	661.989	688.239	714.489	740.739	766.989	793.239

		PRECIO OBJETIVO POR ACCION												
		PER'16												
		5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0	8,5	9,0	9,5	10,0	10,5	11,0
BNA'16	48.500	82,65	87,02	91,39	95,77	100,14	104,51	108,89	113,26	117,63	122,01	126,38	130,76	135,13
	49.000	83,10	87,52	91,93	96,35	100,77	105,19	109,61	114,03	118,45	122,87	127,28	131,70	136,12
	49.500	83,55	88,01	92,48	96,94	101,40	105,87	110,33	114,79	119,26	123,72	128,19	132,65	137,11
	50.000	84,00	88,51	93,02	97,53	102,03	106,54	111,05	115,56	120,07	124,58	129,09	133,60	138,11
	50.500	84,45	89,00	93,56	98,11	102,67	107,22	111,77	116,33	120,88	125,44	129,99	134,54	139,10
	51.000	84,90	89,50	94,10	98,70	103,30	107,90	112,49	117,09	121,69	126,29	130,89	135,49	140,09
	51.500	85,35	90,00	94,64	99,28	103,93	108,57	113,22	117,86	122,50	127,15	131,79	136,44	141,08
	52.000	85,80	90,49	95,18	99,87	104,56	109,25	113,94	118,63	123,32	128,01	132,69	137,38	142,07
	52.500	86,25	90,99	95,72	100,46	105,19	109,92	114,66	119,39	124,13	128,86	133,60	138,33	143,07

		POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN												
		PER'16												
		5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	7,5	8,0	8,5	9,0	9,5	10,0	10,5	11,0
BNA'16	48.500	-15,1%	-10,6%	-6,1%	-1,6%	2,9%	7,4%	11,9%	16,4%	20,9%	25,3%	29,8%	34,3%	38,8%
	49.000	-14,6%	-10,1%	-5,6%	-1,0%	3,5%	8,1%	12,6%	17,1%	21,7%	26,2%	30,8%	35,3%	39,8%
	49.500	-14,2%	-9,6%	-5,0%	-0,4%	4,2%	8,8%	13,3%	17,9%	22,5%	27,1%	31,7%	36,3%	40,9%
	50.000	-13,7%	-9,1%	-4,4%	0,2%	4,8%	9,5%	14,1%	18,7%	23,4%	28,0%	32,6%	37,2%	41,9%
	50.500	-13,2%	-8,6%	-3,9%	0,8%	5,5%	10,1%	14,8%	19,5%	24,2%	28,9%	33,5%	38,2%	42,9%
	51.000	-12,8%	-8,1%	-3,3%	1,4%	6,1%	10,8%	15,6%	20,3%	25,0%	29,7%	34,5%	39,2%	43,9%
	51.500	-12,3%	-7,5%	-2,8%	2,0%	6,8%	11,5%	16,3%	21,1%	25,9%	30,6%	35,4%	40,2%	44,9%
	52.000	-11,9%	-7,0%	-2,2%	2,6%	7,4%	12,2%	17,1%	21,9%	26,7%	31,5%	36,3%	41,1%	46,0%
	52.500	-11,4%	-6,5%	-1,7%	3,2%	8,1%	12,9%	17,8%	22,7%	27,5%	32,4%	37,2%	42,1%	47,0%

* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link la opción *open weblink in Browser* con el botón derecho de su ratón.