

APPLE Inc. diseña y produce software y equipos electrónicos (iPod, iPad, iPhone, Mac, Watch,...) de alta calidad y muy innovadores en diseño y tecnología. También ofrece servicios. El principal es de música y vídeo via la plataforma iTunes. Recientemente ha lanzado Apple Health y Apple Pay.

¿Por qué nos gusta? Apple es una marca líder que cuenta con un mayor grado de satisfacción entre los clientes (el 84% de los usuarios se declara muy satisfecho frente al 62% del competidor más cercano) y sus productos están mejor valorados que los de la competencia en términos de prestaciones, usabilidad y diseño. El mercado de los *smartphones*, el principal de la empresa ahora mismo, registra todavía un ritmo alto de crecimiento. Paralelamente la empresa innova en productos (Watch, TV) y en Servicios (iTunes, Pay,...) creando sistemáticamente nuevas categorías que complementan el crecimiento de su cartera. El segmento de Mac es muy estable y recientemente está registrando nuevas tasas de crecimiento.

Valoración fundamental Utilizamos los datos de consenso que estiman un crecimiento anual de los ingresos del 10% hasta 2018 (va decreciendo año tras año), y un margen operativo que se reduce hasta el 27% (29% actualmente). El CAPEX es estable del 5% sobre ventas y las necesidades de Capital de Trabajo son negativas por lo que suponemos 0 en nuestras proyecciones. Para el valor terminal utilizamos el CFLO promedio de 4 años (2015-2018, 50Bn USD) debido al perfil de crecimiento de la empresa (normalmente utilizamos 10 años). Con un WACC del 8%, g del 2% y tasa impositiva del 26% obtenemos una valoración de 166USD. Ver DCF en la página 2.

Calidad de la Empresa Balance saneado con una caja neta de 152.000Mn USD.

Riesgos Elevada competencia del sector, penetración elevada de los smartphones de gama alta, sobrecostes de fabricación.

Últimos Resultados Los ingresos del 3t15 han registrado un buen ritmo de crecimiento (+22%).

Destaca el crecimiento del iPhone (+34%) en unidades y en precio representando el 91% del incremento de las ventas del periodo. El Watch ha aportado el 18%, la división Servicios (iTunes, Apple Pay, Apple Care, etc.) un 5%, Mac se mantiene prácticamente plano y el iPad decrece. Por regiones destaca de nuevo el crecimiento en China (+117%) que duplica los ingresos respecto al año anterior. El 62% de las ventas provienen de fuera de EEUU. Un 50% de las ventas provienen de nuevos clientes, lo que pone de manifiesto una vez más la capacidad de la compañía para seguir atrayendo nuevos clientes y ampliando su cuota de mercado. El margen bruto se mantiene en niveles altos (39,9% vs 38,0%): <http://www.robustsiv.com/apple-resultados-3t-2015/>

RSC (1) Ambiental: La telefonía móvil se ha convertido en un elemento de consumo masivo con un gran impacto ambiental asociado a una producción intensiva en consumo de energía y en emisiones de efecto invernadero. Apple mide su huella ambiental y pone en práctica políticas de reducción de emisiones de CO2 medidas en Tn/Empleado (7'5 en 2010 vs. 5 en 2011). El consumo eléctrico por empleado se mantiene constante. **(2) Social:** Desde 2006 empieza a auditar proveedores ante la problemática en Asia. En 2012 realiza 393 auditorias (un 72% más): el nivel de cumplimiento del límite de horas (60 semanales) es del 92%. En 2012 se asocia con la FLA (*Fair Labor Association*) y consigue que Foxconn se comprometa a un plan de mejora de 360 puntos. **(3) Gobernanza:** Comités independientes de auditoría, de nombramientos y de remuneración. Los miembros del Consejo cobran con acciones de la compañía (objetivos alineados). **(4) Reporting:** Siguiendo estándares GRI. Publica un informe anual sobre proveedores.

Fuente: Thomson Reuters Eikon, datos Compañía y ROBUST GLOBAL INVESTMENT

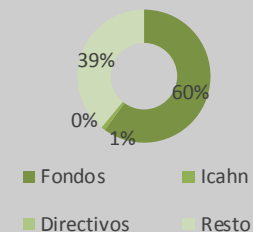
Elaborado por ROBUST GLOBAL INVESTMENT

APPLE

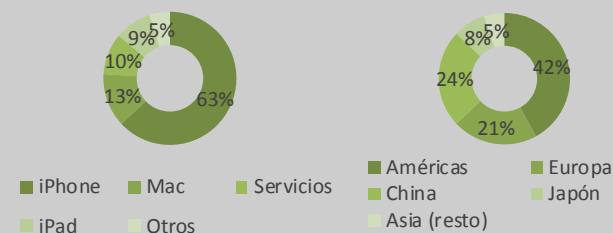
Cotización
120,53USD

Capitalización: 671.995Mn USD
Trabajadores: 110.000

Accionistas



Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2014	2015E	2016E	2017E
en millones de USD				
INGRESOS	182.795	233.715	245.280	259.787
Incremento (%)	68,9%	27,9%	4,9%	5,9%
EBITDA	60.503	81.730	83.860	87.643
Incremento (%)	69,9%	35,1%	2,6%	4,5%
Margen s/ventas	33,1%	35,0%	34,2%	33,7%
RESULTADO	39.510	53.394	54.508	58.019
Incremento (%)	52,4%	35,1%	2,1%	6,4%
BPA	6,49	9,28	9,86	10,84
Incremento (%)	62,0%	42,9%	6,3%	9,8%
RATIOS				
PER	-	-	12,2x	11,1x
Dividendo	-	-	1,8%	2,0%
Deuda Neta/EBITDA	-	-	0,3x	0,3x

VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS actualización: 30/10/2015

Flujo de caja	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	TACC	
													2014-18	2004-14
INGRESOS	23.870	32.628	35.894	63.737	109.451	156.274	170.371	180.468	233.288	245.280	259.787	266.305	10,2%	36,4%
% crecimiento	24,7%	36,7%	10,0%	77,6%	71,7%	42,8%	9,0%	5,9%	29,3%	5,1%	5,9%	2,5%		
EBITDA	4.719	6.693	8.138	19.650	35.735	58.218	55.009	59.874	81.525	83.860	87.643	96.227	12,6%	63,6%
% crecimiento	77,0%	41,8%	21,6%	141,5%	81,9%	62,9%	-5,5%	8,8%	36,2%	2,9%	4,5%	9,8%		
% margen	19,8%	20,5%	22,7%	30,8%	32,6%	37,3%	32,3%	33,2%	34,9%	34,2%	33,7%	36,1%		
BENEFICIO	3.348	4.703	5.341	13.460	26.005	41.863	36.802	38.875	52.715	54.508	58.019	59.705	11,3%	-
% crecimiento	76,6%	40,5%	13,6%	152,0%	93,2%	61,0%	-12,1%	5,6%	35,6%	3,4%	6,4%	2,9%		
BPA	0,56	0,77	0,90	2,16	3,95	6,31	5,68	6,34	9,13	9,86	10,84	11,74	16,6%	61,2%
% crecimiento	73,1%	36,4%	17,4%	140,9%	82,7%	59,5%	-10,0%	11,6%	44,1%	8,0%	9,8%	8,3%		
D&A	380	542	844	1.641	2.648	3.298	6.393	5.290	6.838	7.190	7.615	7.806		
% s/ingresos	1,6%	1,7%	2,4%	2,6%	2,4%	2,1%	3,8%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%		
EBIT	4.340	6.152	7.294	18.009	33.088	54.920	48.616	51.632	70.724	72.370	75.738	78.081	10,9%	67,1%
% crecimiento	77,7%	41,8%	18,6%	146,9%	83,7%	66,0%	-11,5%	6,2%	37,0%	2,3%	4,7%	3,1%		
% margen	18,2%	18,9%	20,3%	28,3%	30,2%	35,1%	28,5%	28,6%	30,3%	29,5%	29,2%	29,3%		
Impuesto efectivo	30,2%	31,6%	31,8%	24,4%	24,2%	25,2%	26,2%	26,1%						
IS modelo	26%	1.128	1.599	1.896	4.682	8.603	14.279	12.640	13.424	18.388	18.816	19.692	20.301	
NOPLAT (EBIT-TAX)	3.591	5.094	6.241	14.968	27.133	43.939	42.369	43.498	59.174	60.744	63.661	65.587	10,8%	61,6%
% s/capitalización	1%	1%	1%	2%	4%	7%	6%	6%	9%	9%	9%	10%		
CAPEX ajustado	-986	-1.199	-1.213	-2.121	-3.565	-7.129	-9.092	-9.161	-11.117	-12.577	-13.269	-15.068		
% s/ingresos	4%	4%	3%	3%	3%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	6%		
Δ WC ajustado (media 10a)	-118	-82	-8	-454	-893	-507	3	0	0	0	0	0		
% s/ingresos	-2%	-1%	0%	-2%	-2%	-1%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%		
CF Libre Operativo (CFLO)	2.723	3.977	5.036	13.301	24.461	37.317	33.273	34.337	48.057	48.166	50.392	50.518	10,1%	63,4%
% crecimiento	88,0%	46,1%	26,6%	164,1%	83,9%	52,6%	-10,8%	3,2%	40,0%	0,2%	4,6%	0,2%		
Capital de trabajo	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E		
Deudores	4.029	4.704	5.057	9.924	11.717	18.692	20.641	27.219						
Receivables - % of sales	17%	14%	14%	16%	11%	12%	12%	15%						
Inventarios	346	509	455	1.051	776	791	1.764	2.111						
Inventories - % of sales	1%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	1%						
Acreedores	4.970	5.520	5.601	12.015	14.632	21.175	22.367	30.196						
Payables - % of sales	21%	17%	16%	19%	13%	14%	13%	17%						
Total CT	-595	-307	-89	-1.040	-2.139	-1.692	38	-866	-1.198	-1.259	-1.334	-1.367		
% s/ingresos	-2,5%	-0,9%	-0,2%	-1,6%	-2,0%	-1,1%	0,0%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,5%		
Δ Capital de Trabajo	-320	288	218	-951	-1.099	447	1.730	-904	-332	-62	-74	-33		
CT - Thomson	1.321	2.045	-586	1.212	5.757	-299	6.478	7.047						
Valoración														
WACC	8%													
Crecimiento perpetuo	2%													
CFLO medio 4a (para valor teminal)												49.283		
CFLO 2015/2018 - valor presente												172.609		
CFLO terminal - valor presente												604.087		
Enterprise Value												776.696		
Deuda Neta												-152.000		
Equity Value												928.696		
Número acciones												5578,8		
Precio actual acción												120,53		
Capitalización												672.407		
Valor Objetivo												166,47		
Upside/(Downside)												38%		
Precio Objetivo Consenso												148,88		
Múltiplos	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E		
PER									13,2x	12,2x	11,1x	10,3x		
PER ajustado x deuda									10,2x	9,5x	8,6x	7,9x		
EV/EBITDA									6,4x	6,2x	5,9x	5,4x		
CFLO YIELD									7,2%	7,2%	7,5%	7,5%		
Dividendo									2,0	2,2	2,4	2,4		
DVD YIELD									1,6%	1,8%	2,0%	2,0%		
DN/EBITDA									-1,9x	-1,8x	-1,7x	-3,2x		

Fuente: Thomson Reuters Eikon, ROBUST GLOBAL INVESTMENT