Apple: sus motores de crecimiento pierden fuerza.

Cambiamos nuestra recomendación a VENDER (desde COMPRAR) fijando el precio objetivo en 104$/acc. (vs 111$/acc. anterior), potencial -0,8%.

Resumen y opinión.-

Los resultados del 2T'16 han defraudado en todas las líneas: ventas, márgenes, beneficio por acción y unidades vendidas. De esta forma, se han puesto en valor todas las dudas y temores acerca de la compañía (mono producto, madurez de los mismo y carencia de "pipeline").

Las perspectivas para el 3T'16 son, incluso más negativas a nivel de ventas y márgenes, que lo visto en 2T'16. Apple ha dejado de ser una compañía de crecimiento.

Desde que entramos en el valor (5/02/2016) el valor ha subido +11%.

Inversión con perspectiva

El pasado 5 de febrero revisamos al alza la recomendación a Comprar (desde Vender) fijando el precio objetivo en 111$/acc, con un potencial de revalorización del 16%. Desde esa fecha el valor ha subido +11% hasta 104,35$/acc.

Sin embargo, con la publicación de resultados ayer se ha producido un cambio significativo.

Los principales riesgos del valor están aflorando.

Los mayores riesgos del valor eran conocidos y en el 2T'16 han aflorando:

i) compañía monoproducto, muy dependiente del iPhone (65% de las ventas);
ii) caída de las ventas de iPhone (unidades -16% y en ingresos -18%)
iii) últimos lanzamiento sin novedades rompedoras. Modelo iPhone 5S, pocas características técnicas nuevas, salvo que es más pequeño (pantalla de 4 pulgadas) y más barato (399$ vs 649$ del iPhone 6).
iv) mal comportamiento de las alternativas de venta, en particular Apple TV y Apple Watch. Aunque crecen al +30%, estas apenas representan el 4% del total del grupo.
v) mayor competencia de los rivales, en particular Samsung, con una mayor gama de productos (Galaxy S7, S7 Hedge, etc.).

Tesis de Inversión

Consideramos a Apple ha dejado de ser una compañía de crecimiento que, ante la carencia de un nuevo producto o gama de nuevos productos con impacto de mercado, lo previsible es que continúe la presión en ventas y márgenes.

En el medio plazo, el posible catalizador podría ser el lanzamiento del nuevo iPhone7, previsto para septiembre/octubre 2016. Sin embargo, es pronto para estimar su impacto en ventas. Ante esta baja visibilidad bajamos la recomendación a Vender.

¿Dónde estamos ahora?

Ha publicado (27/04/2016) unos resultados flojos. Caída en ventas y erosión en márgenes.

Resultados frente a consenso Bloomberg: Ventas 50.557M$ (-12,8%) vs 52.000M$ esperado; Margen bruto: 39,4% (vs 40,8% en 2T'15) y 39,5% esperado; BNA 10.516M$ (-22,5%), BPA 1,90$/acc (-18,5%) vs 2,00$ esperado.

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
28108 Alcobendas
(Madrid)

Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
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.

Esta tendencia negativa continuará en 3T2016:

- Ingresos entre 41.000M$ y 43.000M$ (vs 47.400M$ esperado);
- Margen bruto entre 37,5% y 38%

Los motores de crecimiento…pierden fuerza.

Continúa la desaceleración de todos sus mercados, en particular los que más peso tiene desde el punto de vista de las ventas: EE.UU. (37,8% de las ventas) -10,4% y China (24,7% de las ventas) -25,8%.

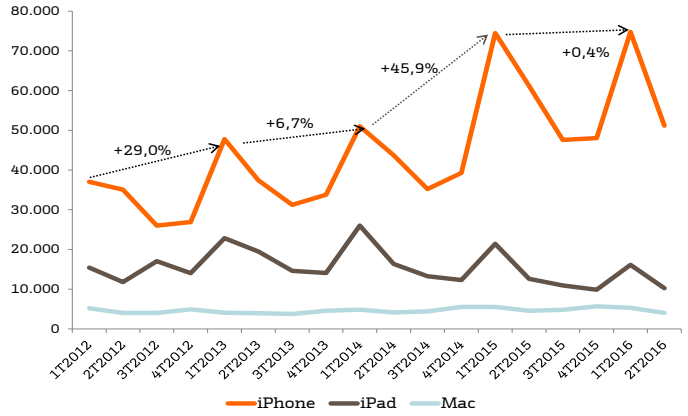
Cuadro 1: Desglose Geográfico de Ventas (M$)

	3T2015			4T2015			1T2016			2T2016		
	Ingresos	*% total*	*Var. %*	Ingresos	*% total*	*Var. %*	Ingresos	*% total*	*Var. %*	Ingresos	*% total*	*Var. %*
Ventas por área geográfica												
EE.UU.	20.209	*40,7%*	*15,0%*	21.773	*42,3%*	*10,2%*	29.325	*38,7%*	*-4,1%*	19.096	*37,8%*	*-10,4%*
Europa	10.342	*20,8%*	*19,4%*	10.577	*20,5%*	*2,2%*	17.932	*23,6%*	*4,2%*	11.535	*22,8%*	*-5,5%*
China	13.230	*26,7%*	*112,4%*	12.518	*24,3%*	*99,0%*	18.373	*24,2%*	*13,8%*	12.486	*24,7%*	*-25,8%*
Japón	2.872	*5,8%*	*9,3%*	3.929	*7,6%*	*9,3%*	4.794	*6,3%*	*-12,0%*	4.281	*8,5%*	*23,8%*
Resto Asia	2.952	*6,0%*	*26,0%*	2.704	*5,3%*	*26,6%*	5.448	*7,2%*	*4,2%*	3.159	*6,2%*	*-25,0%*
Otros												
TOTAL	**49.605**	*100,0%*	*32,5%*	**51.501**	*100,0%*	*22,3%*	**75.872**	*100,0%*	*1,7%*	**50.557**	*100,0%*	*-12,8%*

Fuente: Apple y Analisis Bankinter

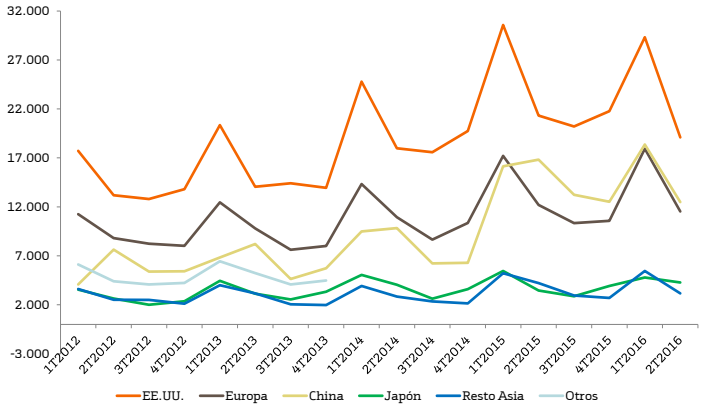
El Gráfico 1 muestra la evolución de las ventas, en unidades. Claramente se aprecia que el lanzamiento de los últimos productos (iPhone 6S), apenas ha tenido el impacto esperado. A su vez, las ventas de iPad están a la baja tocando el nivel más bajo desde 1T2012.

Gráfico 1: Ventas en M uds por producto



Fuente: Apple y Análisis Bankinter

Gráfico 2: Ventas por áreas geográficas



Fuente: Apple y Análisis Bankinter

Dividendos

La compañía seguirá con su política de dividendos. Las previsiones del consenso de analistas son: DPA'15 de 2,08$/acc. DPA'16e de 2,28$/acc. (+10%), *yield* 2,18% y DPA'17e. 2,29$/acc. (+0,43%), *yield* 2,17%.

Esta rentabilidad por dividendo no es muy atractiva si la ponemos en referencia con la rentabilidad del T-Bond americano: 1,89%.

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
28108 Alcobendas
(Madrid)
Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
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.

Valoración

A los niveles actuales, Apple cotiza a un:

- PER'16e ajustado por caja neta de 8,73x.
- La caja neta publicada en los resultados del 2T'16 registrada en la SEC, representa el 27,8% de la capitalización bursátil.
- EV/Ebitda'16 de 5,76x.

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 BURSATIL		**578.579 M$**	BNA'16	47.826 M$	
			EQUITY VALUE	578.579 M$	
IFT	33.769 M$				
Inver. Financieras a L/P	177.645 M$		**PER'16 sin ajuste de caja**	**12,10 x**	
Efectivo	21.514 M$				
Total Liquidez		**232.928 M$**	BNA'16	47.826 M$	
(Peso de la caja bruta sobre Cap. Bursatil)		*40,3%*	EQUITY VALUE ex liquidez	417.525 M$	
EQUITY VALUE ex liquidez		**345.651 M$**	**PER'16 con ajuste de caja**	**8,73 x**	
DEUDA BRUTA					
Deuda C/P	2.500 M$				
Deuda L/P	69.374 M$				
Deuda Total Bruta		**71.874 M$**			
CAJA NETA		**161.054 M$**			
CAPITALIZACIÓN BURSATIL		578.579 M$	ENTERPRISE VALUE	417.525 M$	
CAJA NETA		161.054 M$	EBITDA'16e.	72.446 M$	
(Peso de la caja neta sobre Cap. Bursatil)		*27,8%*			
			EV/EBITDA'16	**5,76 x**	
ENTERPRISE VALUE		**417.525 M$**			

Datos a 27 abril de 2016

Fuente: SEC y Bankinter

Los datos de IFT, Inversiones Financieras L/P y el Efectivo proceden del balance del 2T'16 registrado en la SEC el pasado 26 de abril.

Valoramos la compañía en 573.912M$ ó 103,51$/acc (vs 111$/acc anterior) con un potencial de revalorización del -0,8% tomando como referencia el cierre (104,35$/acc) del 26 de abril de 2016. De esta forma, cambiamos nuestra recomendación sobre el valor a Vender desde Comprar.

Conclusión: tras la publicación de los resultados del 2T'16 hacen de Apple una compañía de valor. Consideramos que el precio objetivo en un escenario realista es de 103,51$. Sin embargo, no es descartable un escenario positivo, donde los catalizadores pudieran ser: nuevos productos, mejora

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
28108 Alcobendas
(Madrid)
Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
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.

de la remuneración al accionistas, potenciales adquisiciones, etc. En este caso, la horquilla de valoración se situaría entre 103,5$/acc (parte baja) y 116,45$/acc (parte alta).

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

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

EQUITY VALUE SIN AJUSTE DE CAJA (M$)

BNA'16e \ PER'16e	9,0	9,5	10,0	10,5	11,0	11,5	12,0	12,5	13,0	13,5	14,0	14,5	15,0
45.826	412.434	435.347	458.260	481.173	504.086	526.999	549.912	572.825	595.738	618.651	641.564	664.477	687.390
46.326	416.934	440.097	463.260	486.423	509.586	532.749	555.912	579.075	602.238	625.401	648.564	671.727	694.890
46.826	421.434	444.847	468.260	491.673	515.086	538.499	561.912	585.325	608.738	632.151	655.564	678.977	702.390
47.326	425.934	449.597	473.260	496.923	520.586	544.249	567.912	591.575	615.238	638.901	662.564	686.227	709.890
47.826	430.434	454.347	478.260	502.173	526.086	549.999	573.912	597.825	621.738	645.651	669.564	693.477	717.390
48.326	434.934	459.097	483.260	507.423	531.586	555.749	579.912	604.075	628.238	652.401	676.564	700.727	724.890
48.826	439.434	463.847	488.260	512.673	537.086	561.499	585.912	610.325	634.738	659.151	683.564	707.977	732.390
49.326	443.934	468.597	493.260	517.923	542.586	567.249	591.912	616.575	641.238	665.901	690.564	715.227	739.890
49.826	448.434	473.347	498.260	523.173	548.086	572.999	597.912	622.825	647.738	672.651	697.564	722.477	747.390

EQUITY VALUE CON AJUSTE DE CAJA (M$)

BNA'16e \ PER'16e	9,0	9,5	10,0	10,5	11,0	11,5	12,0	12,5	13,0	13,5	14,0	14,5	15,0
45.826	251.380	274.293	297.206	320.119	343.032	365.945	388.858	411.771	434.684	457.597	480.510	503.423	526.336
46.326	255.880	279.043	302.206	325.369	348.532	371.695	394.858	418.021	441.184	464.347	487.510	510.673	533.836
46.826	260.380	283.793	307.206	330.619	354.032	377.445	400.858	424.271	447.684	471.097	494.510	517.923	541.336
47.326	264.880	288.543	312.206	335.869	359.532	383.195	406.858	430.521	454.184	477.847	501.510	525.173	548.836
47.826	269.380	293.293	317.206	341.119	365.032	388.945	412.858	436.771	460.684	484.597	508.510	532.423	556.336
48.326	273.880	298.043	322.206	346.369	370.532	394.695	418.858	443.021	467.184	491.347	515.510	539.673	563.836
48.826	278.380	302.793	327.206	351.619	376.032	400.445	424.858	449.271	473.684	498.097	522.510	546.923	571.336
49.326	282.880	307.543	332.206	356.869	381.532	406.195	430.858	455.521	480.184	504.847	529.510	554.173	578.836
49.826	287.380	312.293	337.206	362.119	387.032	411.945	436.858	461.771	486.684	511.597	536.510	561.423	586.336

PRECIO OBJETIVO POR ACCION

BNA'16e \ PER'16e	9,0	9,5	10,0	10,5	11,0	11,5	12,0	12,5	13,0	13,5	14,0	14,5	15,0
45.826	74,38	78,52	82,65	86,78	90,91	95,05	99,18	103,31	107,44	111,58	115,71	119,84	123,97
46.326	75,20	79,37	83,55	87,73	91,91	96,08	100,26	104,44	108,62	112,79	116,97	121,15	125,33
46.826	76,01	80,23	84,45	88,68	92,90	97,12	101,34	105,57	109,79	114,01	118,23	122,46	126,68
47.326	76,82	81,09	85,36	89,62	93,89	98,16	102,43	106,69	110,96	115,23	119,50	123,76	128,03
47.826	77,63	81,94	86,26	90,57	94,88	99,20	103,51	107,82	112,13	116,45	120,76	125,07	129,39
48.326	78,44	82,80	87,16	91,52	95,87	100,23	104,59	108,95	113,31	117,66	122,02	126,38	130,74
48.826	79,25	83,66	88,06	92,46	96,87	101,27	105,67	110,08	114,48	118,88	123,28	127,69	132,09
49.326	80,07	84,51	88,96	93,41	97,86	102,31	106,75	111,20	115,65	120,10	124,55	129,00	133,44
49.826	80,88	85,37	89,86	94,36	98,85	103,34	107,84	112,33	116,82	121,32	125,81	130,30	134,80

POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN

BNA'16e \ PER'16e	9,0	9,5	10,0	10,5	11,0	11,5	12,0	12,5	13,0	13,5	14,0	14,5	15,0
45.826	-28,7%	-24,8%	-20,8%	-16,8%	-12,9%	-8,9%	-5,0%	-1,0%	3,0%	6,9%	10,9%	14,8%	18,8%
46.326	-27,9%	-23,9%	-19,9%	-15,9%	-11,9%	-7,9%	-3,9%	0,1%	4,1%	8,1%	12,1%	16,1%	20,1%
46.826	-27,2%	-23,1%	-19,1%	-15,0%	-11,0%	-6,9%	-2,9%	1,2%	5,2%	9,3%	13,3%	17,4%	21,4%
47.326	-26,4%	-22,3%	-18,2%	-14,1%	-10,0%	-5,9%	-1,8%	2,2%	6,3%	10,4%	14,5%	18,6%	22,7%
47.826	-25,6%	-21,5%	-17,3%	-13,2%	-9,1%	-4,9%	-0,8%	3,3%	7,5%	11,6%	15,7%	19,9%	24,0%
48.326	-24,8%	-20,7%	-16,5%	-12,3%	-8,1%	-3,9%	0,2%	4,4%	8,6%	12,8%	16,9%	21,1%	25,3%
48.826	-24,0%	-19,8%	-15,6%	-11,4%	-7,2%	-3,0%	1,3%	5,5%	9,7%	13,9%	18,1%	22,4%	26,6%
49.326	-23,3%	-19,0%	-14,7%	-10,5%	-6,2%	-2,0%	2,3%	6,6%	10,8%	15,1%	19,4%	23,6%	27,9%
49.826	-22,5%	-18,2%	-13,9%	-9,6%	-5,3%	-1,0%	3,3%	7,6%	12,0%	16,3%	20,6%	24,9%	29,2%

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
28108 Alcobendas
(Madrid)

Todos los informes disponibles en: http://broker.bankinter.com/www/es-es/cgi/broker+asesoramiento?secc=NRAP&subs=NRAP
Por favor, consulte importantes advertencias legales en:
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.