

Apple o el reinado de la tecnología

13 febrero, 2012

[Artículos](#), [Nuestros expertos](#)

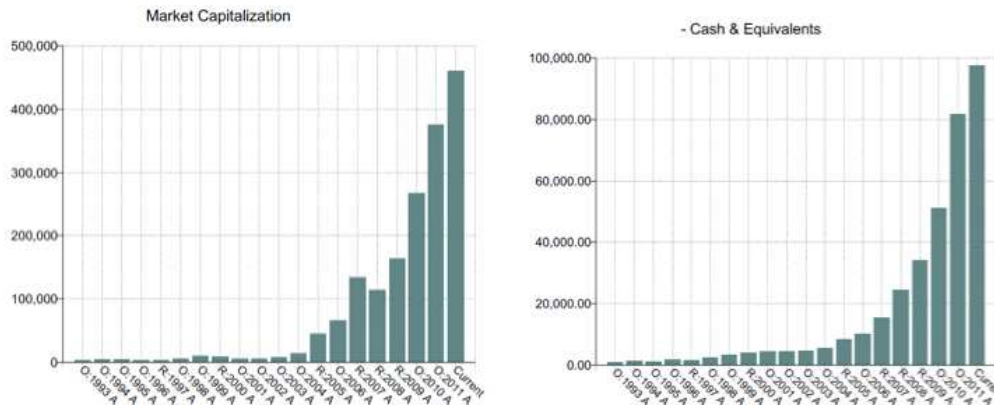
Josep Monsó. *Gestor de GVC Gaesco Gestión.*



Creo que es una compañía en muy buena situación: está sentada encima de una enorme pila de cash, tiene la estructura de márgenes más saneada y rentable de toda la industria, está dirigida por una generación de directivos que crecieron profesionalmente a la sombra de Steve Jobs y que honran su memoria como quien va a misa los domingos, y cada producto que saca al mercado provoca un tsunami en la opinión pública y en las cuotas de mercado. Un solo producto, el iPhone 4S, puede generar una alteración de varios puntos porcentuales en el mercado de “smartphones” en cuestión de pocas semanas: no creo que haya prácticamente ninguna otra empresa en el mercado de la electrónica de consumo capaz a día de hoy de hacer algo así.

[Enrique Dans](#), experto en internet y nuevas tecnologías

El gran cambio de los últimos años en las tecnologías de la información y comunicaciones ha permitido que una empresa tecnológica sea la mayor empresa del mundo, con una capitalización superior a los 460 mil millones de dólares. Cada día parece más claro que el universo [Apple](#) y su modelo de negocio, un modelo cerrado basado en la marca y la fidelización de cliente, que lo arrastra, como algunos “detractores” piensan, a la toma de decisiones irracionales, es un modelo lo suficientemente atractivo como para competir con el modelo abierto de otros competidores. Ahora debemos ver cómo sobrevive a su precursor, [Steve Jobs](#), el hombre que supo hacer cierta la [ley de Say](#) (“**la oferta crea su propia demanda**”), aunque a corto plazo la semilla parece estar ya bien arraigada.



El

modelo de negocio de la compañía de la manzana esta soportado en una plataforma integrada y un hardware de calidad que cuida el diseño de modelos únicos para cada segmento (telefonía –**iPhone**–, tabletas –**iPad**– o ordenadores portátiles y de sobremesa –**Mac**–, además del todavía poco extendido Apple TV) y todo ello soportado por un sistema operativo robusto, el OS en sus distintas modalidades.

La plataforma ofrece para sus distintos productos: (i) la tienda de aplicaciones, tanto para móviles como para **Mac**, (ii) el **iTunes**, líder en contenido multimedia (descarga de películas y música), (iii) **e-books** y libros de texto interactivos. (iv) iCloud, (v) videoconferencia (Facetime) o mensajería instantánea (iMessage) entre usuarios de **Apple** (vi) el Siri para **iPhone4**, que reconoce tu voz y te ayuda en las búsquedas por internet, para concertar una cita, fijar un recordatorio u obtener información del tiempo.

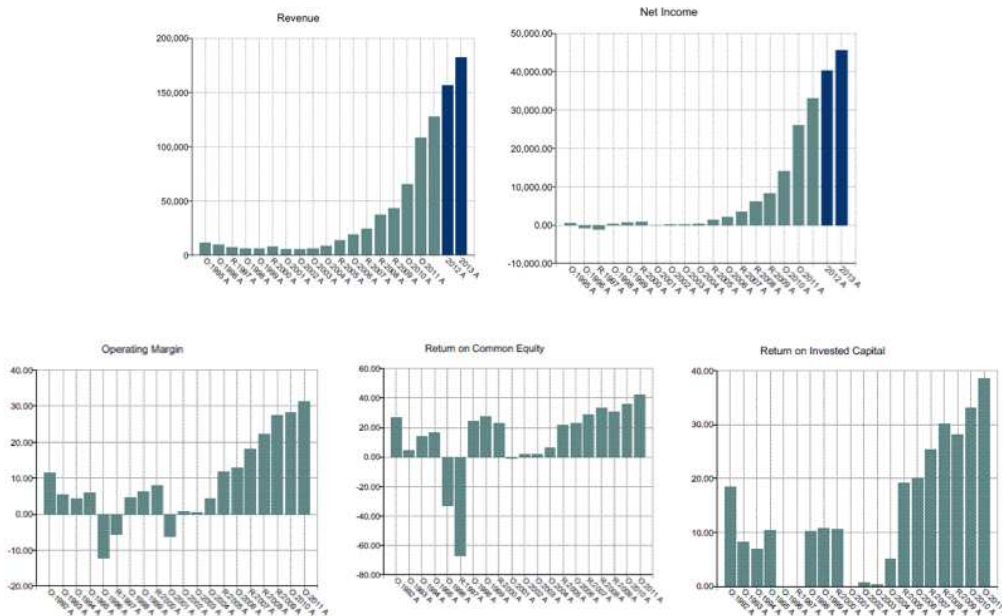
Hoy por hoy, su modelo de negocio integrado compite con el modelo abierto de **Android** (Google y fabricantes de hardware) sobretodo en teléfonos inteligentes y tabletas. En la industria de los teléfonos inteligentes, un mercado de fuerte crecimiento esperado y escasa penetración, el camino hacia el duopolio está apartando otras opciones (46,3% de la cuota en USA para Android, 30% para iOS y 14,9% para RIMM), básicamente por el valor añadido que supone el mayor número de aplicaciones que se crean para estos dos sistemas, lo que supone una ventaja competitiva difícil de recortar por posibles competidores.

Un valor más sutil es la fidelidad de sus clientes. Hoy por hoy más de un 90% de los poseedores de un aparato estarían dispuestos a comprar el equivalente de la marca en el momento del cambio, un ratio de fidelización de clientes incluso más alto que el de los operadores de telefonía. Esto da a la compañía una visibilidad y estabilidad de los **flujos de caja futuros** que no tienen otras compañías del sector, cuya evolución en el **mercado** va siempre ligada al crecimiento de unidades vendidas.

Los analistas de Bernstein han intentado **estimar el valor de un cliente iPhone, iPad y Mac**, considerando un ratio recompra superior al 90% y los resultados son que un cliente **iPhone** supone 700 y 900 dólares (rotación de aparatos cada 2 años), el cliente **iPad** entre 280 y 320 dólares y el cliente **Mac** entre 600 y 650 dólares, estos últimos con una rotación de aparatos de 4 años. Si esto es así y esperando que el número de clientes de **iPhone** en 2014 se acerque a los 353 mll (+84% desde 2012e), los de **iPad** a los 227 mll (+211% desde 2012e) y los de **Mac** a los 75 mll (+27% desde 2012e), el valor de los mismos rondaría los 373 usd por acción. Junto a una caja estimada en 2014 de 163 mil millones de dólares (175 dólares por acción), implica un valor del 90% de

Apple (aquí no se incluye el valor de TV, música, **e-books**, **iCloud**) que rondaría los 550 dólares por acción.

Lo cierto es que **Apple** ha sido la inversión más rentable de la última década, 44% anual desde 2002, convirtiéndose en **la empresa con mayor valor en el mercado del mundo**, amparada en una escalada continuada de **ventas**, **beneficios**, **márgenes**, **rentabilidad** y **eficiencia**, que se disparan exponencialmente tras la crisis tecnológica (2003) y se espera que sigan creciendo los dos próximos años, a ritmos 45% y 16% las ventas y del 55% y 13% los **beneficios**, apalancada en una basa de clientes cada vez mayor, que permite a su vez que el **rendimiento del capital invertido** también lo sea.



El **crecimiento exponencial** que ha supuesto el disruptivo **iPhone**, “un ordenador en tu bolsillo”, no es fácil que se repita, pero el avance en **cuota de mercado** puede y debe seguir. Hay distintos frentes abiertos i la semilla está germinando, por lo que podemos esperar un **crecimiento** más moderado que sustente el **valor de la compañía**.

Aunque el comportamiento de la **acción** produce vértigo, los ratios actuales a los que cotiza la compañía no son nada exigentes dado el crecimiento que se espera de la misma. Yendo a la valoración sobre las estimaciones de consenso de los **analistas**, no nos sería dificultoso justificar un valor de 593 euros por acción (wacc 10%, g 2% y manteniendo a perpetuidad los flujos de caja 2014-15)



	2012e	2013e	2014e
PER	11,61	11,22	10,8
EV/EBITDA	6,33	6,09	5,86

Por tanto, no es de extrañar que si la tecnología de **Apple** no se vuelve obsoleta, sigue manteniendo la fidelidad de clientes, crece en la captación de nuevos y los operadores de telefonía continúan subvencionando la compra de **iPhones** como hacen hasta ahora, **Apple** debiera seguir siendo una **inversión rentable** en los próximos años. **Pero no olvidemos nunca que todo tiene un precio.**

Modelo de valoración:

DO	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	CARG ID-14	CARG ID-13
SALES	20,681	26,499	33,038	42,053	76,283	127,841	160,928	186,386	203,077	27.7%	34.7%
% creix		24.7%	27.3%	81.4%	67.6%	25.9%	15.8%	9.0%			
EBITDA		5,643	9,784	14,139	22,661	45,482	57,665	64,289	70,292	32.7%	41.6%
% creix		73.4%	44.5%	60.3%	100.7%	26.8%	11.5%	9.3%			
D&A	327	496	734	1,027	1,174	2,179	4,428	5,428	8,740		
EBIT	3,028	5,280	9,230	13,364	21,487	43,303	53,237	58,862	61,552	30.1%	39.9%
% creix		74.4%	44.8%	60.8%	101.5%	22.9%	10.6%	4.6%			
TAX	30%	1,584	2,769	4,009	6,446	12,991	15,971	17,659	18,466		
NOPLAT		4,192	7,195	10,382	16,215	32,491	41,694	46,631	51,827	33.7%	42.2%
CAPEX	-717	-822	-1,206	-1,181	-2,843	-4,367	-5,804	-4,811	-9,239		
D WC	-10.7%	-398	-804	3,669	3,033	5,229	3,550	2,731	0	-11%	de les vendes
FCFLO		2,972	5,185	12,870	16,405	33,353	39,439	44,551	42,588	26.9%	39.5%
% creix		297%	538%	1287%	1640%	3335%	3943%	4455%	4258%		
%WC of FCFLO		74.5%	148.2%	27.5%	103.3%	18.2%	13.0%	-4.4%			
sobre mcap		-15.5%	28.5%	18.5%	15.7%	9.0%	6.1%	0.0%			
sobre mcap+deute		1.1%	2.8%	3.6%	7.3%	8.6%	9.7%	9.3%			
		1.4%	3.4%	4.3%	8.8%	10.4%	11.8%	11.3%			
períodes		propi				1	2	3	4	5	
WACC	11.25%	8.0%			11.3%	10.00%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	1
CFLO descomptat						30,321	32,594	33,472	29,088		
NPV	125,475	28%				promig					
NPV terminal	330,071	72%				32,071	41,693	399,386	363,078	330,071	13
Terminal rate	2.0%										
EV	455,546										
Deute Net	-97,601										
Minoritaris	0										
EqV	553,147										
# accions	932										
VO	593.27	20.3%									
	493.17	preu actual									

	2011e	2012e	2013e
EV/EBITDA	10.0	7.9	7.1
PER	16.9	13.9	12.2

	11.25%	11.25%	wacc ke1
	8.00%	8.00%	wacc ke2
	10.00%	10.00%	wacc ke3