

NOVARTIS AG desarrolla, produce y comercializa fármacos, productos oftalmológicos y, medicamentos genéricos. Tiene 164 plantas en todo el mundo y 19 centros de investigación en Asia, América y Europa.

¿Por qué nos gusta? Una evolución positiva del sector farmacéutico, tanto desde el punto de vista del descubrimiento de nuevos fármacos como del desarrollo sostenible de los mismos, tiene un impacto directo en la calidad de vida de los ciudadanos. Novartis desarrolla fármacos vitales especialmente en áreas como la oncología. Tiene una de las carteras de nuevos proyectos más potente del sector. Está desarrollando actualmente más de 130 nuevos proyectos, que le permitirán gestionar el vencimiento de patentes al que se enfrenta la industria los próximos años. Además tiene dos divisiones adicionales. Sandoz, de genéricos, le ayuda a suavizar la volatilidad de los resultados anuales por el vencimiento de patentes. Alcon, líder oftalmológico, le da acceso a un mercado que crece por el envejecimiento de la población.

Valoración fundamental Utilizamos las estimaciones de consenso que esperan un crecimiento de ventas medio anual del 2,6% hasta 2018 y un margen operativo que mejora hasta el 31%. Las necesidades de inversión (CAPEX) se mantienen entorno al 5%/ventas y las necesidades de capital de trabajo entorno al 19% s/ventas. Para el valor terminal utilizamos un g del 2% y una CFLO medio de 10 años (2010-2019) de 12,0Bn USD. Con un WACC del 8% y una tasa impositiva del 15% (la actual de la empresa) obtenemos un valor teórica de la acción de 106CHF. [DCF en la página 2](#)

Calidad de la Empresa Endeudamiento moderado (1x EBITDA). S&P ha mantenido el rating de AA-/ESTABLE incluso con el incremento de deuda que ha comportado la operación con Glaxo en 2015.

Riesgos El crecimiento de los ingresos depende del éxito de medicamentos en fase de desarrollo. Los Gobiernos están reduciendo los gastos en Sanidad lo que reduce la cantidad de medicamentos cuyo coste asumen las Administraciones Públicas.

Últimos Resultados Los ingresos del 1T16 crecen un 1% impulsados por oncología (+9%), aunque como pasó el trimestre anterior si no tenemos en cuenta los dos fármacos oncológicos que adquirieron a Glaxo (empezaron a consolidarlos en marzo de 2015), el crecimiento del trimestre habría sido ligeramente negativo. Los medicamentos nuevos (lanzados después de 2011) han tenido una buena evolución pero solo ha servido para parar el impacto de la pérdida de la patente de Gleevec en EEUU y Europa. El 1er trimestre de ventas de Cosentyx ha sido mejor de lo esperado. Por otro lado todavía dentro de Farma los medicamentos específicos y los consolidados siguen lastrando los ingresos. En ambos grupos tienen fármacos con las patentes vencidas y con un nivel de competencia elevado. Más detalle: www.robustglobal.com/novartis-resultados-1t-2016/

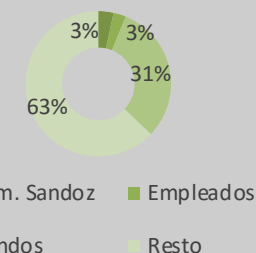
RSC (1)Ambiental: Consumo de agua en 2011 16Mn de m3 vs. 15,1 en 2010, energía 17,4Mn de GJ vs. 17,6 en 2010, gases de efecto invernadero (GHG) 1,46Mn de t vs. 1,51 en 2010 y residuos no reciclables 142m t vs. 154 en 2010. **(2)Gobernanza:** El Consejo está formado por 11 consejeros, 10 de ellos independientes. Su remuneración es transparente. Han activado cinco comités: auditoría, remuneraciones, gobernanza, riesgo y dirección. **(3)Social:** La empresa realiza 13 proyectos de donaciones y suministro de medicamentos sin coste con un valor equivalente al 20% del beneficio (destaca el programa para la Malaria). El 20% de los 225mil proveedores (los principales) han sido informados del código de la empresa. Mantiene una política estricta de test con animales. Des de 2007 han mantenido en número de test a pesar de un incremento en I+D del 33%. **(4)Reporting:** Utiliza el estándar GRI con una calificación A+. Mantiene varias webs de información de RSC.

NOVARTIS

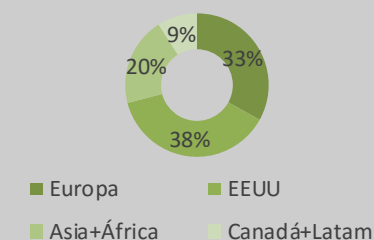
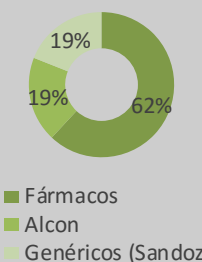
Cotización
74,25CHF

Capitalización: 176.000Mn CHF
Trabajadores: 120.000

Accionistas



Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2014	2015	2016E	2017E
en millones de USD				
INGRESOS	53,634	50,306	48,576	50,564
<i>Incremento (%)</i>	-9.7%	-6.2%	-3.4%	4.1%
EBITDA	16,792	15,391	14,589	15,479
<i>Incremento (%)</i>	-4.0%	-8.3%	-5.2%	6.1%
<i>Margen s/ventas</i>	31.3%	30.6%	30.0%	30.6%
RESULTADO	10,210	12,171	11,361	12,256
<i>Incremento (%)</i>	12.0%	19.2%	-6.7%	7.9%
BPA	4.39	5.02	4.83	5.28
<i>Incremento (%)</i>	14.8%	14.4%	-3.9%	9.3%
RATIOS				
PER	-	14.8x	15.4x	14.0x
Dividendo	-	3.8%	3.8%	4.1%
Deuda Neta/EBITDA	1.0x	1.0x	1.1x	1.0x

VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS actualización: 26/04/2016

Novartis AG	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	TACC	
												2015-19	2005-15
INGRESOS	43,400	50,711	58,846	56,712	58,043	58,098	50,352	48,887	50,568	52,990	55,703	2.6%	4.6%
% crecimiento	3.0%	16.8%	16.0%	-3.6%	2.3%	0.1%	-13.3%	-2.9%	3.4%	4.8%	5.1%		
I+D	7,469	9,070	9,583	9,332	9,071	9,086	8,738	-	-	-	-		
% s/ingresos	17%	18%	16%	16%	16%	16%	17%	-	-	-	-		
EBITDA	12,537	15,746	17,406	17,210	16,854	17,426	15,873	14,463	15,375	17,880	19,402	5.1%	6.3%
% crecimiento	6.2%	25.6%	10.5%	-1.1%	-2.1%	3.4%	-8.9%	-8.9%	6.3%	16.3%	8.5%		
% margen	28.9%	31.1%	29.6%	30.3%	29.0%	30.0%	31.5%	29.6%	30.4%	33.7%	34.8%		
D&A	2,429	2,624	2,976	3,490	3,782	3,681	3,190	3,097	3,204	3,357	3,529		
% s/ingresos	5.6%	5.2%	5.1%	6.2%	6.5%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%		
EBIT	10,108	13,123	14,430	13,720	13,072	14,417	13,900	11,852	12,787	14,553	17,408	5.8%	6.8%
% crecimiento	7.2%	29.8%	10.0%	-4.9%	-4.7%	10.3%	-3.6%	-14.7%	7.9%	13.8%	19.6%		
% margen	23.3%	25.9%	24.5%	24.2%	22.5%	24.8%	27.6%	24.2%	25.3%	27.5%	31.3%		
Impuesto efectivo	14.8%	14.8%	14.2%	14.1%	13.9%	12.6%	13.6%	-	-	-	-		
IS modelo 15%	1,516	1,968	2,164	2,058	1,961	2,162	2,085	1,778	1,918	2,183	2,611		
NOPLAT (EBIT-TAX)	11,021	13,778	15,242	15,152	14,893	15,935	15,005	13,171	14,072	15,727	18,325	5.1%	7.1%
% s/capitalización	6%	7%	8%	8%	7%	8%	8%	7%	7%	8%	9%		
CAPEX ajustado	-2,733	-2,232	-2,281	-2,380	-2,745	-2,900	-2,303	-2,432	-2,526	-2,600	-2,612		
% s/ingresos	6.3%	4.4%	3.9%	4.2%	4.7%	5.0%	4.6%	5.0%	5.0%	4.9%	4.7%		
Δ WC ajustado (media 10a)	294	1612	1644	-458	277	10	-1541	-284	326	470	526		
% s/ingresos	23%	22%	20%	21%	21%	17%	20%	19%	19%	19%	19%		
CF Libre Operativo (CFLO)	7,993	9,934	11,316	13,231	11,871	13,025	14,244	11,023	11,220	12,657	15,187	1.6%	10.8%
% crecimiento	11.2%	24.3%	13.9%	16.9%	-10.3%	9.7%	9.4%	-22.6%	1.8%	12.8%	20.0%		
Balance													
Total Debt	13,908	22,943	20,199	19,564	17,915	20,359	21,901						
CFLO/TotDebt ▼	57%	43%	56%	68%	66%	64%	65%						
Deuda Neta	-3,466	21,382	15,220	11,723	8,948	6,934	16,675						
Valoración													
WACC 8%													
Crecimiento perpétuo 2%													
CFLO medio 10a (para valor teminal)											12,371		
CFLO 2016/2018 - valor presente											41,037		
CFLO terminal - valor presente											143,130		
Enterprise Value											184,168		
Deuda Neta											16,675		
Otros (participaciones,...)											13000		
Equity Value											180,493		
Número acciones (outstanding)											2374		
Precio actual acción											74.25		
Valor Objetivo											106.45		
Upside/(Downside)											43%		
Precio Objetivo Consenso											88.92		
Múltiplos								2016E	2017E	2018E	2019E		
PER								11.0x	10.1x	9.0x	8.0x		
PER ajustado x deuda								12.5x	11.4x	10.1x	9.1x		
EV/EBITDA								9.9x	9.3x	8.0x	7.3x		

Thomson Reuters Eikon, ROBUST GLOBAL INVESTMENT

CUADRO RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPROATIVA actualización: 30/06/2016

	2015	2014	NOTAS	
MEDIO AMBIENTE				
		Δ	OBJETIVOS	
Emisiones GHG s1 y s2 (1.000t)	1,351	1,362	-30% 2020 vs 2010	-
vs 2008	-21%		-17% 2015 vs 2008	
Coste emisiones CO2 (USD/t)	100	-	Han definido un coste interno de las emisiones de CO2.	
Consumo de agua de uso (Mn m3)	16.6	-2%	17	√ sustancial en 2020
vs 2011	-3%			
Cosumo de agua de procesos	91.9	-1%	92.5	√ sustancial en 2020
vs 2011	-3%			
Basura no reciclable peligrosa	56.3	-6%	60.2	-30% 2020 vs 2010
vs 2010	-22%			-10% 2015 vs 2010
Basura no reciclable no peligrosa	20.5	-3%	21.2	-30% 2020 vs 2010
vs 2010	-23%			-15% 2015 vs 2010
Energía (Mn GJ)	17.1	1%	17	-
vs 2011	0%			
TEST CON ANIMALES				
No. de animales (en miles)	ND	700	En 2015 Novartis vendió su división de Salud Animal.	
vs 2006	-	-15%		
Gasto en I+D (en Mn USD)	-	9,098		
vs 2006	-	82%		
Animal Welfare Officers	40	-	Han activado una Organización que supervisa el trato animal.	
SOCIAL				
PROVEEDORES				
De riesgo	475	428	-	
Con seguimiento activo	249	222	-	
Auditados	100	98	Derechos trabajadores, HSE y trato de los animales	
GÉNERO				
% de mujeres directivas	41%	40%	-	
% de mujeres en el Consejo	27%	18%	-	
AYUDA				
Novartis Access (No. Países)	2	-	Nuevo programa para proveer 15 medicamentos de enfermedades crónicas a 1EUR/mes a 30 países	
I+D (Mn USD)	42	-	Para enfermedades tropicales y poco investigadas	
Asistencia (Mn USD)	2,406	-	Malaria, Cáncer, Lepra, Oftalmología	
Sistemas sanitarios (Mn USD)	19	-	-	
ÉTICA				
Violaciones código conducta	1,299	1,547	Fraude, malas prácticas, relaciones, conflictos interés, protección información,...	
Sustanciadas	755	1,131		
Despidos relacionados	343	620		
GOVERNANZA				
ÓRGANOS DE DIRECCIÓN				
Estructura	-	-	Consejo y Comité Ejecutivo	
Miembros del Consejo	11	-	En 2016 añade 2 más tras el análisis de un experto que recomendaba más knowhow en finanzas y dirección	
Independientes	9	-	Según los inversores principales y los proxys. La empresa considera que todos son independientes.	
Representación trabajadores	0	0		
Comités	5	-	Remuneración, auditoria, riesgo, I+D (nuevo) y Governanza.	
Comité I+D (No. Reuniones)	4	-		
Límite años en el Consejo	NO	NO	Se han establecido a partir de 2016 siguiendo la iniciativa Minder	
Golden Parachutes Directivos	NO	-	Se han eliminado siguiendo la iniciativa Minder y tras el escándalo de 2013.	
Salarios				
CEO - incentivo anual vs s.base	150%	-	Optaba a un incentivo máximo del 300% (150%*200% performance)	
CEO - incentivo 3 años (LTPP)	-	-	Opta a un incentivo del 400% en 2017	
CEO - incentivo relativo	-	-	Opta a un incentivo máximo del 200% en 2017	
CEO - variable total vs base	9x	-	Máximo variable que puede conseguir. Ethosfund propone un máximos de 3x	
Compensación C. Ejecutivo (Mn USD)	51.9	69.2		
Sobre EBIT	0.37%	0.48%		
Compensación Consejo (Mn USD)	7.8	8.8		
Sobre EBIT	0.06%	0.06%		
Relación sueldo CEO/media	NO	NO		
JUNTA				
Votación electrónica via Proxy	SI	NO		
Voto sueldo Consejo	SI	SI	Los accionistas votan el valor total que se destina a pagar los Consejeros	
Voto sueldo Comité Ejecutivo	SI	SI	Los accionistas votan sobre el total y es vinculante. No es correcto sin embargo que incluya el variable.	
Desglose voto sueldo Variable	NO	NO	Al no desglosar el voto se obliga a los accionistas a pronunciarse sobre un desempeño futuro.	
Voto Informe Salarios	-	-	Los accionistas votan sobre el diseño de los salarios. Es consultivo.	
TRANSPARENCIA				
EFPIA Code	SI	NO	Requiere publicar cualquier pago que se realice a los médicos y publicarlo online a partir de 2016.	
Sueldos ejecutivos públicos	SI	SI		
TRIBUNALES				
Acuerdo litigio Farmacias independientes NYC (2004-2013)			Pagan 290Mn USD + gastos abogado y amplian acuerdo de integridad con la OIGUSDHHS	
REPORTING				
RSC assurance Auditor	SI	-	Price Waterhouse Coopers	
CR Performance Report	-	-	Dentro del Anual	
Carbon Disclosure Project (CDP)	SI	-	Desde 2003	
CDP - Water	B	-	Rating por encima de la media del sector. Utilizan el estándar CDP desde 2010.	
GRI	G4	-	Nivel "comprehensive" (el 1o de las farmas)	
Web CR Performance Report	-	-	www.novartis.com/sites/www.novartis.com/files/novartis-cr-performance-report-2015.pdf	
Web test con animales	-	-	www.novartis.com/our-work/research-development/animals-research/animal-research-novartis#ui-id-1=0	
Web objetivos RSC	-	-	www.novartis.com/about-us/corporate-responsibility/cr-at-novartis/targets-results	

Siglas (por orden alfabético)

- EFPIA - European Federation of Pharmaceutical Industries and Associations
- HSE - Health, Sustainability and Environment
- WHO - World Health Organization
- OIGUSDHHS - Office of the Inspector General of the US Department of Health and Human Services.
- LTPP - Long Term Performance Plan
- LTRPP - Long Term Relative Performance Plan