

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 tener una división potente de genéricos en su portafolio creemos que le ayuda a suavizar la volatilidad de los resultados anuales en caso que haya vencimientos de patentes.

Valoración fundamental Utilizamos las estimaciones de consenso que esperan un crecimiento de ventas medio anual del 0,6% hasta 2018 (debido al impacto de la divisa este 2015) y un margen operativo que mejora hasta el 30% (ya llevan 2 trimestres a estos niveles) que el margen operativo incrementa hasta el 26% (25% en 2013). Las necesidades de inversión (CAPEX) se mantienen entorno al 5% s/ventas y las necesidades de capital de trabajo entorno al 20% s/ventas. Para el valor terminal utilizamos un g del 2% y una CFLO medio de 10 años (2009-2018) de 12,3Bn 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 109CHF. Ver DCF en la página 2

Calidad de la Empresa Endeudamiento moderado (0,7x EBITDA), rating S&P de AA-/ESTABLE.

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 3T15 de las operaciones continuadas (post operación con Glaxo y Elli Lilly) han crecido un 6% sin tener en cuenta el impacto del repunte del CHF y del USD. La mitad del crecimiento (aprox. Unos 500Mn USD) sin embargo se debe a que contabilizan ya la cartera oncológica que han adquirido a Glaxo. Por esta razón la división de Oncología es la que impulsa el crecimiento (+27% ex impacto divisa). El crecimiento del resto de medicamentos principales es bueno a excepción de Diovan, Exgorfe y Ritalin que han perdido la patente. Por otra parte Alcon también ha registrado ingresos débiles (-2% ex impacto divisa). La división de Genéricos (Sandoz) ha sido el 2º de los motores de crecimiento este trimestre (+9% ex impacto divisa). Más detalle:

www.robustsicav.com/novartis-resultados-3t-2015/

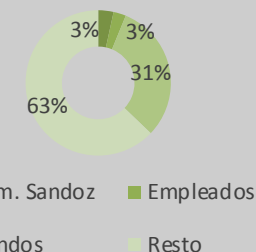
RSC (1)Ambiental: Consumo de agua en 2011 16Mn de m3 vs. 15,1 en 2010, energía 17,4Mn de GJ vs. 17,6 en 2010, gases de efecto invernadero (GHG) 1,46Mn de t vs. 1,51 en 2010 y residuos no reciclables 142m t vs. 154 en 2010. **(2)Gobernanza:** El Consejo está formado por 11 consejeros, 10 de ellos independientes. 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

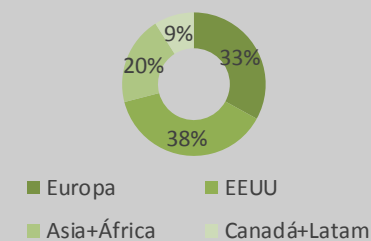
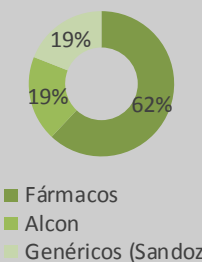
Cotización
89,6CHF

Capitalización: 240.000Mn CHF
Trabajadores: 120.000

Accionistas



Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2014	2015E	2016E	2017E
en millones de USD				
INGRESOS	53.634	50.635	51.518	55.029
Incremento (%)	-9.7%	-5.6%	1.7%	6.8%
EBITDA	16.792	15.717	16.434	18.063
Incremento (%)	-4.0%	-6.4%	4.6%	9.9%
Margen s/ventas	31.3%	31.0%	31.9%	32.8%
RESULTADO	10.210	12.424	12.965	14.442
Incremento (%)	12.0%	21.7%	4.4%	11.4%
BPA	4.39	5.08	5.38	6.11
Incremento (%)	14.8%	15.6%	5.9%	13.6%
RATIOS				
PER	-	17.6x	16.7x	14.7x
Dividendo	-	3.1%	3.3%	3.6%
Deuda Neta/EBITDA	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x

Flujo de caja

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	TACC		
														2014-18	2004-14	
INGRESOS	Thomson	38.167	42.138	43.400	50.711	58.846	56.712	58.043	58.098	50.990	51.845	54.993	58.981	0.4%	7.6%	
% crecimiento	Calculation	3.6%	10.4%	3.0%	16.8%	16.0%	-3.6%	2.3%	0.1%	-12.2%	1.7%	6.1%	7.3%			
EBITDA	Thomson	10.162	11.806	12.537	15.746	17.406	17.210	16.854	17.426	16.183	17.006	18.569	20.575	4.2%	8.1%	
% crecimiento	Calculation	-0.6%	16.2%	6.2%	25.6%	10.5%	-1.1%	-2.1%	3.4%	-7.1%	5.1%	9.2%	10.8%			
% margen	Calculation	26.6%	28.0%	28.9%	31.1%	29.6%	30.3%	29.0%	30.0%	31.7%	32.8%	33.8%	34.9%			
BENEFICIO	Thomson	7.487	8.698	9.086	11.755	13.148	12.139	12.094	12.717	12.749	12.974	14.276	16.289	6.4%	8.1%	
% crecimiento	Calculation	3.1%	16.2%	4.5%	29.4%	11.9%	-7.7%	-0.4%	5.2%	0.2%	1.8%	10.0%	14.1%			
BPA	Thomson	3.24	4.08	4.49	5.15	5.50	5.25	5.01	5.24	5.08	5.37	6.01	6.82	6.8%	8.4%	
% crecimiento	Calculation	2.9%	25.9%	10.0%	14.7%	6.8%	-4.5%	-4.6%	4.6%	-3.1%	5.8%	11.9%	13.4%			
D&A	Thomson	2.048	2.373	2.429	2.624	2.976	3.490	3.782	3.681	3.230	3.284	3.484	3.736			
% s/ingresos		5.4%	5.6%	5.6%	5.2%	5.1%	6.2%	6.5%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%			
EBIT	Thomson	8.114	9.433	10.108	13.123	14.430	13.720	13.072	14.417	14.311	13.725	15.285	17.862	5.5%	8.0%	
% crecimiento	Calculation	-4.0%	16.3%	7.2%	29.8%	10.0%	-4.9%	-4.7%	10.3%	-0.7%	-4.1%	11.4%	16.9%			
% margen	Calculation	21.3%	22.4%	23.3%	25.9%	24.5%	24.2%	22.5%	24.8%	28.1%	26.5%	27.8%	30.3%			
Impuesto efectivo	Thomson	12.6%	14.1%	14.8%	14.8%	14.2%	14.1%	13.9%	12.6%							
IS modelo	Data Input	15%	1.217	1.415	1.516	1.968	2.164	2.058	1.961	2.162	2.147	2.059	2.293	2.679		
NOPLAT (EBIT-TAX)	Calculation	8.945	10.391	11.021	13.778	15.242	15.152	14.893	15.935	15.394	14.951	16.476	18.920	4.4%	8.6%	
% s/capitalización	Calculation	4%	4%	5%	6%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	7%	8%			
CAPEX ajustado		-3.133	-2.316	-2.733	-2.232	-2.281	-2.380	-2.745	-2.900	-2.428	-2.585	-2.621	-2.624			
% s/ingresos	Calculation	8%	5%	6%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	5%	4%			
Δ WC ajustado (media 10a)		312	888	294	1612	1644	-458	277	10	-1416	170	627	795			
% s/ingresos		24%	22%	23%	22%	20%	21%	21%	17%	20%	20%	20%	20%			
CF Libre Operativo (CFL)	Calculation	5.499	7.187	7.993	9.934	11.316	13.231	11.871	13.025	14.383	12.195	13.228	15.501	4.4%	10.8%	
% crecimiento	Calculation	-6.0%	30.7%	11.2%	24.3%	13.9%	16.9%	-10.3%	9.7%	10.4%	-15.2%	8.5%	17.2%			

Capital de trabajo

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Deudores		6.648	7.026	8.310	9.873	12.373	12.545	12.628	10.258				
Receivables - % of sales		17%	17%	19%	19%	21%	22%	22%	18%				
Inventarios		5.455	5.792	5.830	6.093	5.930	6.744	7.267	6.093				
Inventories - % of sales		14%	14%	13%	12%	10%	12%	13%	10%				
Acreeedores		3.018	3.395	4.012	4.788	6.411	7.112	7.810	6.189				
Payables - % of sales		8%	8%	9%	9%	11%	13%	13%	11%				
Total CT		9.085	9.423	10.128	11.178	11.892	12.177	12.085	10.162	10.161	10.332	10.959	11.754
% s/ingresos		23.8%	22.4%	23.3%	22.0%	20.2%	21.5%	20.8%	17.5%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%
Δ Capital de Trabajo		2.375	338	705	1.050	714	285	-92	-1.923	-1	170	627	795
CT - Thomson		-2.187	-2.908	-1.711	-2.064	-4.236	-3.454	-3.904	-4.083				

Valoración

	Thomson	
WACC	Data Input	8%
Crecimiento perpétuo	Data Input	2%
CFLO medio 10a (para v)	Calculation	12.268
CFLO 2015/2018 - valor	Calculation	48.381
CFLO terminal - valor p	Calculation	150.371
Enterprise Value	Calculation	198.752
Deuda Neta	Thomson	16.600
Equity Value	Calculation	195.752
Número acciones		2415.2
Precio actual acción	Thomson	89.70
Capitalización		216.641
Valor Objetivo		113.47
Upside/(Downside)		27%
Precio Objetivo Consenso		115.00

Múltiplos

	Thomson	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
PER										17.6x	16.7x	14.9x	13.2x
PER ajustado x deuda										19.0x	18.0x	16.1x	14.2x
EV/EBITDA										14.4x	13.7x	12.6x	11.3x
CFLO YIELD										6.0%	5.1%	5.5%	6.5%
Dividendo										2.8	3.0	3.2	3.7
DVD YIELD										3.1%	3.3%	3.6%	4.1%
DN/EBITDA										1.0x	1.0x	0.9x	1.6x

Fuente: Thomson Reuters Eikon, ROBUST GLOBAL INVESTMENT