

**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% hasta 2019 y un margen operativo que mejora hasta el 27%. 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). Con un WACC del 8% y una tasa impositiva del 15% (la actual de la empresa) obtenemos un valor teórica de la acción de 90CHF. *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 3T16 caen un 1%, ligeramente por debajo de las expectativas del mercado. De las tres divisiones la que más ha retrocedido ha sido de nuevo Alcon. Destaca el crecimiento de los medicamentos nuevos (Gilenya, Tasinga, Cosentyx, Exjade, Xolair, Votrient, Tafinlar, Promacta y Jakavi) que crecen un 21% y compensan la caída de los medicamentos que han perdido la patente (Glivec en especial). También destaca dentro de Sandoz la evolución del negocio de los biosimilares, que crece un 41% y se acercan a la marca del 1Bn USD. Los ingresos de Cosentyx ya son de 300Mn USD y va camino de convertirse en blockbuster al cabo de un año de ser aprobado. Siguen trabajando por estabilizar la evolución de Alcon (el negocio de las lentes de contacto ya lleva dos trimestres creciendo de nuevo) aunque todavía les queda espacio por recorrer. Resultados completos en: [www.robustglobal.com/novartis-resultados-3t-2016/](http://www.robustglobal.com/novartis-resultados-3t-2016/)

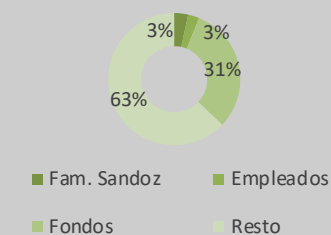
**RSC (1)Ambiental:** Consumo de agua en 2011 16Mn de m3 vs. 15,1 en 2010, energía 17,4Mn de GJ vs. 17,6 en 2010, gases de efecto invernadero (GHG) 1,46Mn de t vs. 1,51 en 2010 y residuos no reciclables 142m t vs. 154 en 2010. **(2)Gobernanza:** El Consejo está formado por 11 consejeros, 10 de ellos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

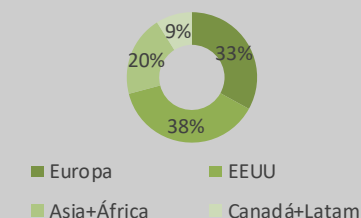
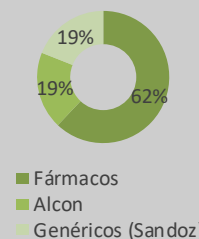
Cotización  
71,20CHF

Capitalización: 187.000Mn CHF  
Trabajadores: 120.000

## Accionistas



## Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2015	2016E	2017E	2018E
en millones de USD				
<b>INGRESOS</b>	50.359	48.726	49.665	52.356
<i>Incremento (%)</i>	-15,2%	-3,2%	1,9%	5,4%
<b>EBITDA</b>	15.228	14.200	14.690	16.347
<i>Incremento (%)</i>	-12,9%	-6,8%	3,5%	11,3%
<i>Margen s/ventas</i>	30,2%	29,1%	29,6%	31,2%
<b>RESULTADO</b>	17.783	11.303	11.718	13.153
<i>Incremento (%)</i>	95,1%	-36,4%	3,7%	12,2%
<b>BPA</b>	2,92	4,75	4,96	5,63
<i>Incremento (%)</i>	-23,7%	62,7%	4,4%	13,4%
<b>RATIOS</b>				
PER	-	15,0x	14,4x	12,7x
Dividendo	-	3,9%	4,2%	4,5%
Deuda Neta/EBITDA	-	1,1x	1,1x	1,0x

# VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS actualización: 28/10/2016

Novartis AG	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	TACC	
										2015-19	2005-15
<b>INGRESOS</b>	58.846	56.712	58.043	58.098	50.352	48.886	49.797	52.375	53.982	1,8%	4,6%
% crecimiento	16,0%	-3,6%	2,3%	0,1%	-13,3%	-2,9%	1,9%	5,2%	3,1%		
<b>EBITDA</b>	17.406	17.210	16.854	17.426	15.873	14.812	15.263	16.771	16.421	0,9%	6,3%
% crecimiento	10,5%	-1,1%	-2,1%	3,4%	-8,9%	-6,7%	3,0%	9,9%	-2,1%		
% margen	29,6%	30,3%	29,0%	30,0%	31,5%	30,3%	30,7%	32,0%	30,4%		
<b>D&amp;A</b>	2.976	3.490	3.782	3.009	1.972	2.544	2.592	2.726	2.809		
% s/ingresos	5,1%	6,2%	6,5%	5,2%	3,9%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%		
<b>EBIT</b>	14.430	13.720	13.072	14.417	13.900	11.633	12.047	13.439	14.532	1,1%	6,8%
% crecimiento	10,0%	-4,9%	-4,7%	10,3%	-3,6%	-16,3%	3,6%	11,6%	8,1%		
% margen	24,5%	24,2%	22,5%	24,8%	27,6%	23,8%	24,2%	25,7%	26,9%		
Impuesto efectivo	14,2%	14,1%	13,9%	12,6%	13,6%	-	-	-	-		
IS modelo	15%	2.164	2.058	1.961	2.162	2.085	1.745	1.807	2.016	2.180	
<b>NOPLAT (EBIT-TAX +D&amp;A)</b>	15.242	15.152	14.893	15.263	13.788	12.432	12.832	14.149	15.161	2,4%	6,2%
% s/capitalización	8%	8%	8%	8%	7%	7%	7%	8%	8%		
<b>CAPEX</b>	-2.387	-3.068	-3.378	-3.404	-3.505	-2.251	-2.329	-2.449	-2.367		
% s/ingresos	4,1%	5,4%	5,8%	5,9%	7,0%	4,6%	4,7%	4,7%	4,4%		
<b>Δ Capital de Trabajo (media 3a)</b>	1644	-458	277	10	-1541	-284	177	500	312		
% s/ingresos	20%	21%	21%	17%	20%	19%	19%	19%	19%		
<b>CF Libre Operativo (CFLO)</b>	11.210	12.542	11.238	11.850	11.824	10.466	10.326	11.200	12.483	1,4%	8,8%
% crecimiento	12,8%	11,9%	-10,4%	5,4%	-0,2%	-11,5%	-1,3%	8,5%	11,5%		
<b>Capital de trabajo</b>	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E		
<b>Deudores</b>	12.373	12.545	12.628	10.258	10.553						
Receivables - % of sales	21%	22%	22%	18%	21%						
<b>Inventarios</b>	5.930	6.744	7.267	6.093	6.226						
Inventories - % of sales	10%	12%	13%	10%	12%						
<b>Acreeedores</b>	6.411	7.112	7.810	6.189	6.763						
Payables - % of sales	11%	13%	13%	11%	13%						
<b>Total CT</b>	11.892	12.177	12.085	10.162	10.016	9.484	9.661	10.161	10.473		
% s/ingresos	20,2%	21,5%	20,8%	17,5%	19,9%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%		
<b>Δ Capital de Trabajo</b>	714	285	-92	-1.923	-146	-532	177	500	312		
CT - Thomson	-4.236	-3.454	-3.904	-4.083	-4.704						
<b>Balance</b>	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E		
<b>Total Debt</b>	20.199	19.564	17.915	20.359	21.901						
CFLO/TotDebt	56%	64%	63%	58%	54%						
<b>Deuda Neta</b>	15.220	11.723	8.948	6.934	16.675						
<b>Valoración</b>											
WACC	8%										
Crecimiento perpétuo	2%										
CFLO medio 10a (para valor teminal)									11.307		
CFLO 2016/2019 - valor presente									38.785		
CFLO terminal - valor presente									138.598		
<b>Enterprise Value</b>									177.383		
Deuda Neta									16.675		
Participaciones									13.000		
<b>Equity Value</b>									173.708		
Número acciones									2.684		
Capitalización									187.557		
Precio actual acción									71,20		
<b>Valor Objetivo</b>									90,60		
Upside/(Downside)									27%		
Precio Objetivo Consenso									85,56		
<b>Múltiplos</b>						2016E	2017E	2018E	2019E		
PER						10,8x	10,3x	9,1x	8,3x		
PER ajustado x deuda						12,1x	11,5x	10,2x	9,3x		
EV/EBITDA						10,3x	10,0x	9,1x	9,3x		
CFLO YIELD						7,8%	7,7%	8,4%	9,3%		

# CUADRO RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA actualización: 30/06/2016

	2015	2014	NOTAS	
<b>MEDIO AMBIENTE</b>				
		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%			
<b>TEST CON ANIMALES</b>				
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.	
<b>SOCIAL</b>				
<b>PROVEEDORES</b>				
De riesgo	475	428	-	
Con seguimiento activo	249	222	-	
Auditados	100	98	Derechos trabajadores, HSE y trato de los animales	
<b>GÉNERO</b>				
% de mujeres directivas	41%	40%	-	
% de mujeres en el Consejo	27%	18%	-	
<b>AYUDA</b>				
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	-	-	
<b>ÉTICA</b>				
Violaciones código conducta	1,299	1,547	Fraude, malas prácticas, relaciones, conflictos interés, protección información,...	
Sustanciadas	755	1,131		
Despidos relacionados	343	620		
<b>GOVERNANZA</b>				
<b>ÓRGANOS DE DIRECCIÓN</b>				
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, auditoría, 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.	
<b>Salarios</b>				
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		
<b>JUNTA</b>				
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.	
<b>TRANSPARENCIA</b>				
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		
<b>TRIBUNALES</b>				
Acuerdo litigio Farmacias independientes NYC (2004-2013)			Pagan 290Mn USD + gastos abogado y amplian acuerdo de integridad con la OIGUSDHHS	
<b>REPORTING</b>				
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