

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 3,6% hasta 2018 y un margen operativo que mejora hasta el 34%. Las necesidades de inversión (CAPEX) se mantienen entorno al 5%/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 12,0Bn 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 113CHF. [Ver 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 4T15 crecen un 4% sin tener en cuenta el efecto divisa que ha tenido un impacto de 8pp. La empresa lleva desde el 1T2014 con impactos por la divisa en torno a los 10pp. Para tener una cifra 100% comparable (la empresa no la facilita) al 4% habría que restar la aportación (entorno al 5%) de los medicamentos oncológicos que compraron a GlaxoSmithKline, por lo que el crecimiento del trimestre sería plano/ligeramente negativo. La división de farma crece un 9% (ex divisa) y un 1,5% (ex medicamentos GSK). El crecimiento de los volúmenes (+14%) compensa el impacto de los genéricos (-5%). Alcon (-6%) encadena el 3er trimestre con crecimiento negativo o estancado. Sandoz (genéricos) por su parte se queda plano (llevaba 5 trimestres creciendo entorno al 10%). Más detalle: www.robustsicav.com/novartis-resultados-4t-2015/

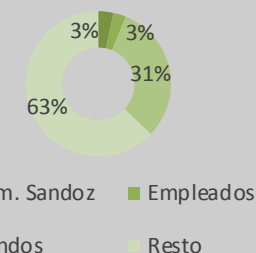
RSC (1)Ambiental: Consumo de agua en 2011 16Mn de m3 vs. 15,1 en 2010, energía 17,4Mn de GJ vs. 17,6 en 2010, gases de efecto invernadero (GHG) 1,46Mn de t vs. 1,51 en 2010 y residuos no reciclables 142m t vs. 154 en 2010. **(2)Gobernanza:** El Consejo está formado por 11 consejeros, 10 de ellos independientes.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

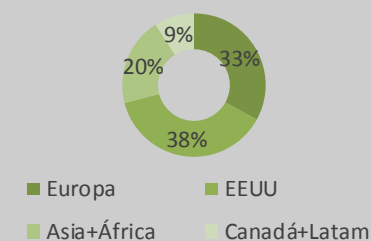
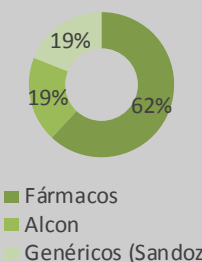
Cotización
78,50CHF

Capitalización: 188.000Mn 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	49,970	52,490
<i>Incremento (%)</i>	-9.7%	-6.2%	-0.7%	5.0%
EBITDA	16,792	15,391	15,566	16,939
<i>Incremento (%)</i>	-4.0%	-8.3%	1.1%	8.8%
<i>Margen s/ventas</i>	31.3%	30.6%	31.2%	32.3%
RESULTADO	10,210	12,171	12,145	13,369
<i>Incremento (%)</i>	12.0%	19.2%	-0.2%	10.1%
BPA	4.39	5.02	5.13	5.69
<i>Incremento (%)</i>	14.8%	14.4%	2.0%	11.1%
RATIOS				
PER	-	15.6x	15.3x	13.8x
Dividendo	-	3.5%	3.7%	3.9%
Deuda Neta/EBITDA	1.0x	1.0x	1.0x	0.9x

VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS actualización: 29/01/2016

Novartis AG	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	TACC		
													2015-18	2005-15	
INGRESOS	38,167	42,138	43,400	50,711	58,846	56,712	58,043	58,098	50,352	50,226	52,575	56,029	3.6%	4.6%	
% crecimiento	3.6%	10.4%	3.0%	16.8%	16.0%	-3.6%	2.3%	0.1%	-13.3%	-0.2%	4.7%	6.6%			
EBITDA	10,162	11,806	12,537	15,746	17,406	17,210	16,854	17,426	15,873	15,842	17,239	19,244	6.6%	6.3%	
% crecimiento	-0.6%	16.2%	6.2%	25.6%	10.5%	-1.1%	-2.1%	3.4%	-8.9%	-0.2%	8.8%	11.6%			
% margen	26.6%	28.0%	28.9%	31.1%	29.6%	30.3%	29.0%	30.0%	31.5%	31.5%	32.8%	34.3%			
BENEFICIO	7,487	8,698	9,086	11,755	13,148	12,139	12,094	12,717	12,547	12,095	13,310	14,948	6.0%	8.1%	
% crecimiento	3.1%	16.2%	4.5%	29.4%	11.9%	-7.7%	-0.4%	5.2%	-1.3%	-3.6%	10.0%	12.3%			
BPA	3.24	4.08	4.49	5.15	5.50	5.25	5.01	5.24	5.06	5.11	5.66	6.36	7.9%	6.4%	
% crecimiento	2.9%	25.9%	10.0%	14.7%	6.8%	-4.5%	-4.6%	4.6%	-3.4%	0.9%	10.9%	12.4%			
D&A	2,048	2,373	2,429	2,624	2,976	3,490	3,782	3,681	3,190	3,182	3,331	3,549			
% 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	8,114	9,433	10,108	13,123	14,430	13,720	13,072	14,417	13,900	13,011	14,491	15,871	4.5%	6.8%	
% crecimiento	-4.0%	16.3%	7.2%	29.8%	10.0%	-4.9%	-4.7%	10.3%	-3.6%	-6.4%	11.4%	9.5%			
% margen	21.3%	22.4%	23.3%	25.9%	24.5%	24.2%	22.5%	24.8%	27.6%	25.9%	27.6%	28.3%			
Impuesto efectivo	12.6%	14.1%	14.8%	14.8%	14.2%	14.1%	13.9%	12.6%							
IS modelo	15%	1,217	1,415	1,516	1,968	2,164	2,058	1,961	2,162	2,085	1,952	2,174	2,381		
NOPLAT (EBIT-TAX)	8,945	10,391	11,021	13,778	15,242	15,152	14,893	15,935	15,005	14,241	15,648	17,040	4.3%	7.1%	
% s/capitalización	4%	5%	5%	7%	7%	7%	7%	8%	7%	7%	8%	8%			
CAPEX ajustado	-3,133	-2,316	-2,733	-2,232	-2,281	-2,380	-2,745	-2,900	-2,303	-2,434	-2,496	-2,600			
% s/ingresos	8.2%	5.5%	6.3%	4.4%	3.9%	4.2%	4.7%	5.0%	4.6%	4.8%	4.7%	4.6%			
Δ WC ajustado (media 10a)	312	888	294	1612	1644	-458	277	10	-1544	-25	468	688			
% s/ingresos	24%	22%	23%	22%	20%	21%	21%	17%	20%	20%	20%	20%			
CF Libre Operativo (CFLO)	5,499	7,187	7,993	9,934	11,316	13,231	11,871	13,025	14,246	11,832	12,684	13,751	-1.2%	10.8%	
% crecimiento	-6.0%	30.7%	11.2%	24.3%	13.9%	16.9%	-10.3%	9.7%	9.4%	-16.9%	7.2%	8.4%			
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	10,034	10,009	10,477	11,165			
% 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	-128	-25	468	688			
CT - Thomson	-2,187	-2,908	-1,711	-2,064	-4,236	-3,454	-3,904	-4,083							
Valoración															
WACC	8%														
Crecimiento perpétuo	2%														
CFLO medio 10a (para valor teminal)												11,988			
CFLO 2015/2018 - valor presente												46,992			
CFLO terminal - valor presente												149,801			
Enterprise Value												196,794			
Deuda Neta												16,500			
Equity Value												193,994			
Número acciones												2396			
Precio actual acción												78.50			
Capitalización												188,075			
Valor Objetivo												113.36			
Upside/(Downside)												44%			
Precio Objetivo Consenso												98.57			
Múltiplos	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E			
PER									15.5x	15.4x	13.9x	12.3x			
PER ajustado x deuda									16.9x	16.7x	15.1x	13.4x			
EV/EBITDA									12.9x	12.9x	11.9x	10.6x			
CFLO YIELD									6.9%	5.7%	6.1%	6.6%			
Dividendo									2.8	2.9	3.1	3.4			
DVD YIELD									3.5%	3.7%	3.9%	4.3%			
DN/EBITDA									1.0x	1.0x	1.0x	0.9x			

Fuente: Thomson Reuters Eikon, ROBUST GLOBAL INVESTMENT