

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 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 1% hasta 2019 y un margen operativo que mejora hasta el 27%. Las necesidades de inversión (CAPEX) se mantienen entorno al 5% s/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 91CHF. *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 4T16 se quedan planos (-1% cc) ayudados por los medicamentos específicos (+19%), en especial Cosentyx (psoriasis) que se ha convertido ya en un blockbuster. Les ha permitido amortiguar el impacto del vencimiento de la patente de Gleevec en EEUU. Sandoz (genéricos) vuelve a crecer en el trimestre y cierra el año con un +2%. Ha desacelerado respecto los dos años anteriores. Por otro lado logran estabilizar los ingresos de Alcon que se queda plano en el trimestre. Es el tercer trimestre que registran incremento en Alcon Vision. Les falta volver a hacer crecer Alcon Surgical. Los medicamentos “de crecimiento” crecen un 20% y representan un 48% de la división. Por regiones crece Europa, Canda+Latam mientras que los ingresos caen en EEUU donde han perdido la patente y ligeramente en Asia+África. Resultados completos en:

www.robustglobal.com/novartis-resultados-4t-2016/

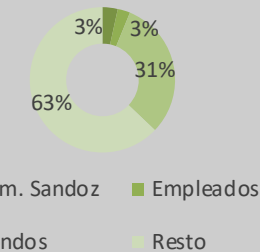
RSC (1) Ambiental: reducen un 21% las emisiones de CO2 en 2015 vs 2008 superando su objetivo del 17%. Nuevo objetivo -30% 2020 vs 2010. Reducen un 3% el consumo de agua (objetivo reducción sustancial en 2020). Reducen los test con animales un 14% en 2014/2006 vs un incremento del I+D del 82%. **(2) Gobernanza:** La iniciativa Minder ha forzado varios cambios en la empresa: se han limitado el número de años de los consejeros, eliminado los *Golden Parachutes* y la Junta vota los sueldos del Consejo y del Comité ejecutivo. Las mujeres en el Consejo han aumentado al 27% (desde el 18%). EL 81% son independientes. **(3) Social:** % de mujeres directivas del 41%. Identifican y auditan los proveedores de riesgo. Tienen activados varios programas significativos de ayuda. **(4) Reporting:** La primera farma en conseguir el nivel 4G/comprehensive de GRI. Mantiene varias webs de información de RSC.

NOVARTIS

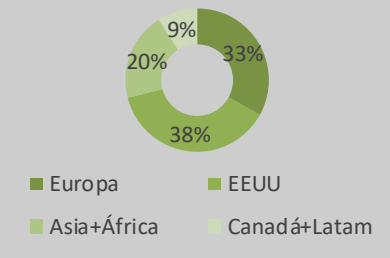
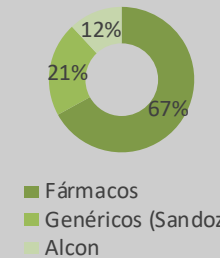
Cotización
72,60CHF

Capitalización: 187.000Mn CHF
Trabajadores: 120.000

Accionistas



Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2016	2017E	2018E	2019E
en millones de USD				
INGRESOS	49.436	48.695	50.498	52.044
<i>Incremento (%)</i>	-16,7%	-1,5%	3,7%	3,1%
EBITDA	14.443	13.978	15.351	15.801
<i>Incremento (%)</i>	-17,4%	-3,2%	9,8%	2,9%
<i>Margen s/ventas</i>	29,2%	28,7%	30,4%	30,4%
RESULTADO	6.712	11.323	12.506	13.258
<i>Incremento (%)</i>	-26,3%	68,7%	10,4%	6,0%
BPA	2,82	4,77	5,25	5,64
<i>Incremento (%)</i>	-26,2%	69,0%	10,1%	7,4%
RATIOS				
PER	-	15,1x	13,7x	12,7x
Dividendo	-	4,1%	4,4%	4,9%
Deuda Neta/EBITDA	-	1,1x	1,0x	1,0x

Novartis AG	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	TACC	
										2015-19	2005-15
INGRESOS	58.846	56.712	58.043	58.098	50.352	48.724	48.627	50.807	51.812	0,7%	4,6%
% crecimiento	16,0%	-3,6%	2,3%	0,1%	-13,3%	-3,2%	-0,2%	4,5%	2,0%		
EBITDA	17.406	17.210	16.854	17.426	15.873	14.827	14.682	15.882	15.437	-0,7%	6,3%
% crecimiento	10,5%	-1,1%	-2,1%	3,4%	-8,9%	-6,6%	-1,0%	8,2%	-2,8%		
% margen	29,6%	30,3%	29,0%	30,0%	31,5%	30,4%	30,2%	31,3%	29,8%		
Depreciación + Amortización	2.976	3.490	3.782	3.009	1.972	2.536	2.531	2.644	2.696		
% s/ingresos	5,1%	6,2%	6,5%	5,2%	3,9%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%		
EBIT	14.430	13.720	13.072	14.417	13.900	11.796	11.659	12.698	13.780	-0,2%	6,8%
% crecimiento	10,0%	-4,9%	-4,7%	10,3%	-3,6%	-15,1%	-1,2%	8,9%	8,5%		
% margen	24,5%	24,2%	22,5%	24,8%	27,6%	24,2%	24,0%	25,0%	26,6%		
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	1.769	1.749	1.905	2.067		
NOPLAT (EBIT-TAX)	12.265	11.662	11.111	12.254	11.815	10.027	9.910	10.793	11.713		
% s/capitalización	7%	6%	6%	7%	6%	5%	5%	6%	6%		
CF Bruto Operativo	15.242	15.152	14.893	15.263	13.788	12.562	12.441	13.437	14.410		
% s/capitalización	8%	8%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	8%		
CAPEX	-2.387	-3.068	-3.378	-3.404	-3.505	-2.315	-2.365	-2.473	-2.424		
% s/ingresos	4,1%	5,4%	5,8%	5,9%	7,0%	4,8%	4,9%	4,9%	4,7%		
Δ Capital de Trabajo (media 3a)	1644	-458	277	10	-1541	-316	-19	423	195		
% s/ingresos	20%	21%	21%	17%	20%	19%	19%	19%	19%		
CF Libre Operativo (CFLO)	11.210	12.542	11.238	11.850	11.824	10.563	10.095	10.542	11.791		
% crecimiento	12,8%	11,9%	-10,4%	5,4%	-0,2%	-10,7%	-4,4%	4,4%	11,8%		
Capital de trabajo	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E		
Deudores	12.373	12.545	12.628	10.258	10.553						
Receivables - % of sales	21%	22%	22%	18%	21%						
Inventarios	5.930	6.744	7.267	6.093	6.226						
Inventories - % of sales	10%	12%	13%	10%	12%						
Acreeedores	6.411	7.112	7.810	6.189	6.763						
Payables - % of sales	11%	13%	13%	11%	13%						
Total CT	11.892	12.177	12.085	10.162	10.016	9.453	9.434	9.857	10.052		
% s/ingresos	20,2%	21,5%	20,8%	17,5%	19,9%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%		
Δ Capital de Trabajo	714	285	-92	-1.923	-146	-563	-19	423	195		
CT - Thomson	-4.236	-3.454	-3.904	-4.083	-4.704						
Balance	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E		
Total Debt	20.199	19.564	17.915	20.359	21.901						
CFLO/TotDebt	56%	64%	63%	58%	54%						
Deuda Neta	15.220	11.723	8.948	6.934	16.675						
Valoración											
WACC	8%										
Crecimiento perpétuo	2%										
CFLO medio 10a (para valor teminal)									11.159		
CFLO 2016/2019 - valor presente									38.308		
CFLO terminal - valor presente									139.436		
Enterprise Value									177.744		
Deuda Neta									16.675		
Equity Value									174.069		
Número acciones									2.677		
Capitalización									186.939		
Precio actual acción									72,60		
Valor Objetivo									91,03		
Upside/(Downside)									25%		
Precio Objetivo Consenso									79,75		
Múltiplos						2016E	2017E	2018E	2019E		
PER						11,0x	10,9x	9,8x	9,0x		
PER ajustado x deuda						12,3x	12,2x	10,9x	10,1x		
EV/EBITDA						10,5x	10,6x	9,8x	10,1x		
CFLO YIELD						7,9%	7,6%	7,9%	8,8%		

CUADRO RESPONSABILIDAD SOCIAL CORPORATIVA actualización: 30/06/2016

	2015	2014	NOTAS	
MEDIO AMBIENTE				
		Δ	OBJETIVOS	
Emisiones GHG s1 y s2 (1.000t) <i>vs 2008</i>	1,351 -21%	1,362	-30% 2020 vs 2010 -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) <i>vs 2011</i>	16.6 -3%	17	∇ sustancial en 2020	-
Cosumo de agua de procesos <i>vs 2011</i>	91.9 -3%	92.5	∇ sustancial en 2020	-
Basura no reciclable peligrosa <i>vs 2010</i>	56.3 -22%	60.2	-30% 2020 vs 2010 -10% 2015 vs 2010	-
Basura no reciclable no peligrosa <i>vs 2010</i>	20.5 -23%	21.2	-30% 2020 vs 2010 -15% 2015 vs 2010	-
Energía (Mn GJ) <i>vs 2011</i>	17.1 0%	17	-	-
TEST CON ANIMALES				
No. de animales (en miles) <i>vs 2006</i>	ND -	700 -15%	En 2015 Novartis vendió su división de Salud Animal.	
Gasto en I+D (en Mn USD) <i>vs 2006</i>	- -	9,098 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, 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.	
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		
<i>Sobre EBIT</i>	0.37%	0.48%		
Compensación Consejo (Mn USD)	7.8	8.8		
<i>Sobre EBIT</i>	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

Fuentes: Informe Anual 2015, web Novartis, Junta 2015
Elaborado por ROBUST GLOBAL INVESTMENT