

F.Hoffmann-La Roche Ltd (ROCHE) es un laboratorio farmacéutico que desarrolla, produce y suministra productos terapéuticos y soluciones de diagnóstico. Se estructura en dos divisiones: diagnóstico y fármacos (oncología, inmunología, infecciosas, oftalmología y neurociencia).

¿Por qué nos gusta? El sector farmacéutico, dado su carácter defensivo, es uno de los menos afectados por el ciclo económico. 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. Roche desarrolla fármacos vitales especialmente en el área de oncología, y es la más productiva en términos de desarrollo de nuevos productos con 79 proyectos de nuevas moléculas NMEs en curso. Tras la adquisición de Genentech en 2009 se abre la puerta al desarrollo de medicamentos a través de los datos genéticos.

Valoración fundamental Utilizamos los datos del consenso que estiman un crecimiento de ingresos del 5,2% de media anual hasta 2018 (+3,4% de 2005 a 2015) y que el margen operativo mejore hacia el 38%. Las necesidades de inversión (CAPEX) están estables en torno al 7% s/ventas y las necesidades de capital son altas pero también estables al 32% s/ventas. Para el valor terminal utilizamos una g del 2% y un CFLO igual al del último año proyectado (2018) dado que ha ejecutado adquisiciones y su perfil de crecimiento y margen está cambiando. Utilizando un WACC del 8% y una tasa impositiva del 22% obtenemos una valoración fundamental de referencia de 250CHF/acción. *Ver cálculo del DCF en la página 2*

Calidad de la Empresa La compañía presenta un balance sólido con un endeudamiento reducido (0,8x EBITDA). El rating de S&P es AA/ESTABLE. Invierte en I+D el 20% de los ingresos.

Riesgos Resultados clínicos poco sólidos de los productos en última fase de desarrollo que paralicen su desarrollo o retrasen su lanzamiento, el rápido desarrollo de versiones biosimilares de sus productos por parte de sus competidores y fluctuaciones en los tipos de cambio.

Últimos Resultados Las dos divisiones crecen de forma sólida (+5% ex efecto divisa) ligeramente por encima de las previsiones del consenso. Fármacos impulsada por los medicamentos oncológicos (HER 2 +4% y Avastin +4%) e inmunológicos (Actemara/reuma +14% y Xolair/asma +22%) y Diagnóstico impulsada principalmente por Asia Pacífico (+16%) y Latam (+21%).

En febrero, Roche recibió la aprobación de Estados Unidos para Gazyva para el tratamiento de las personas con linfoma folicular en recaída. Se espera que las aprobaciones europeas a finales de este año. Durante el trimestre además, la FDA concedió la denominación de Terapia Innovadora para Ocrelizumab en la esclerosis múltiple primaria progresiva y para Venetoclax en linfomas linfáticos crónicos, que a la vez fue clasificado en fase de aprobación acelerada. Desde 2013, Roche han conseguido 12 denominaciones de Terapia innovadora. El Atezolizumab, que reduce el tamaño del tumor en un tipo de cáncer de vejiga se encuentra en fase de revisión con carácter prioritario por parte de la FDA. Más detalle: <http://www.robustsicav.com/roche-resultados-1t-2016/>

RSC Un tema crítico del sector son los ensayos clínicos con animales y ROCHE cumple con todos los requerimientos legales, minimiza el uso de animales en ensayos y promueve la búsqueda de métodos alternativos (Swiss 3Rs Research Foundation y EPAA) **(1) Social** – Inversión en educación, prevención y acceso a diagnóstico y medicinas en países necesitados. El 18% de puestos directivos los ocupan mujeres **(2) Gobernanza** – Cuenta con Comités de Nombramientos, de Auditoría, de Gobernanza y de Remuneración todos ellos con miembros independientes. La remuneración de los Consejeros se publica en el Informe Anual. **(3) Ambiental** – reducción del consumo energético (7,7%) y de las emisiones de CO2 (4,3%). **(4) Reporting** – de acuerdo a estándares GRI G3 con una calificación A+.

Fuente: Thomson Reuters Eikon, datos Compañía y ROBUST GLOBAL INVESTMENT ¹ Fuente: Bernstein Research

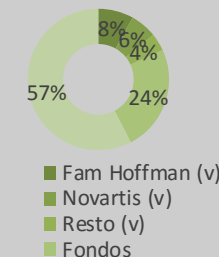
Elaborado por ROBUST GLOBAL INVESTMENT

ROCHE

Cotización
250,60 CHF

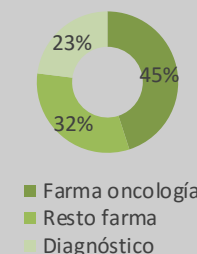
Capitalización: 221.000 Mn CHF
Trabajadores: 85.500

Accionistas

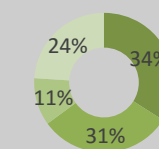


(v): con derecho a voto

Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Farma oncología
Resto farma
Diagnóstico



EEUU
Europa
Japón
Otros

Fundamentales

en millones de EUR

	2014	2015E	2016E	2017E
INGRESOS	47.462	48.008	50.748	53.284
<i>Incremento (%)</i>	11,6%	1,2%	5,7%	5,0%
EBITDA	18.965	19.512	20.795	22.339
<i>Incremento (%)</i>	11,7%	2,9%	6,6%	7,4%
<i>Margen s/ventas</i>	40,0%	40,6%	41,0%	41,9%
RESULTADO	9.332	12.099	12.709	13.855
<i>Incremento (%)</i>	-0,1%	29,7%	5,0%	9,0%
BPA	10,99	14,03	14,65	15,98
<i>Incremento (%)</i>	-0,1%	27,6%	4,5%	9,1%
RATIOS				
PER	-	18,0x	17,2x	15,8x
Dividendo	-	3,3%	3,4%	3,6%
Deuda Neta/EBITDA	-	0,8x	0,8x	0,7x

VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS actualización: 21/04/2016

Roche Holding AG	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	TACC		
														2015-18	2015-19	2005-15
INGRESOS	46.295	46.071	49.476	48.508	43.204	45.604	46.960	47.363	48.364	51.068	53.757	56.068	59.306	5,1%	5,2%	3,4%
% crecimiento	11,0%	-0,5%	7,4%	-2,0%	-10,9%	5,6%	3,0%	0,9%	2,1%	5,6%	5,3%	4,3%	5,8%			
I+D	8.385	8.845	9.874	10.026	8.073	8.475	8.700	8.917	9.331	-	-	-	-			
% s/ingresos	18%	19%	20%	21%	19%	19%	19%	19%	19%	-	-	-	-			
EBITDA	16.851	17.031	17.446	18.522	17.122	17.887	19.968	19.741	19.515	20.932	22.535	23.683	25.128	6,7%	6,5%	5,9%
% crecimiento	17,9%	1,1%	2,4%	6,2%	-7,6%	4,5%	11,6%	-1,1%	-1,1%	7,3%	7,7%	5,1%	6,1%			
% margen	36,4%	37,0%	35,3%	38,2%	39,6%	39,2%	42,5%	41,7%	40,4%	41,0%	41,9%	42,2%	42,4%			
D&A	2.452	2.428	2.706	3.002	2.518	2.293	2.504	2.453	2.505	2.645	2.784	2.904	3.072			
% s/ingresos	5,3%	5,3%	5,5%	6,2%	5,8%	5,0%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%			
EBIT	14.399	14.602	14.740	15.521	14.603	15.594	17.464	17.343	16.835	17.767	19.263	20.321	22.398	6,5%	7,4%	7,0%
% crecimiento	21,9%	1,4%	0,9%	5,3%	-5,9%	6,8%	12,0%	-0,7%	-2,9%	5,5%	8,4%	5,5%	10,2%			
% margen	31,1%	31,7%	29,8%	32,0%	33,8%	34,2%	37,2%	36,6%	34,8%	34,8%	35,8%	36,2%	37,8%			
Impuesto efectivo	25,3%	23,4%	16,8%	20,7%	19,7%	20,6%	22,5%	23,8%	24,5%	-	-	-	-			
IS modelo	22%	3.168	3.213	3.243	3.415	3.213	3.431	3.842	3.704	3.909	4.238	4.471	4.928			
NOPLAT (EBIT-TAX)	13.684	13.818	14.203	15.108	13.909	14.456	16.126	15.980	15.636	16.503	17.810	18.754	20.542	6,2%	7,1%	5,6%
% s/capitalización	6%	6%	6%	7%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	8%	8%	9%			
CAPEX ajustado	-4.465	-3.557	-3.219	-3.010	-2.659	-2.440	-2.430	-2.746	-3.097	-3.498	-3.568	-3.756	-3.810			
% s/ingresos	9,6%	7,7%	6,5%	6,2%	6,2%	5,3%	5,2%	5,8%	6,4%	6,8%	6,6%	6,7%	6,4%			
Δ WC ajustado (media 10a)	1422	-69	935	-242	-1780	775	410	137	317	865	860	740	1036			
% s/ingresos	31%	31%	27%	25%	34%	32%	30%	34%	32%	32%	32%	32%	32%			
CF Libre Operativo (CFLO)	7.797	10.330	10.049	12.340	13.030	11.241	13.285	13.097	12.223	12.140	13.381	14.258	15.696	5,3%	6,5%	11,3%
% crecimiento	45,2%	32,5%	-2,7%	22,8%	5,6%	-13,7%	18,2%	-1,4%	-6,7%	-0,7%	10,2%	6,6%	10,1%			

Valoración

WACC	8%
Crecimiento perpétuo	2%
CFLO medio 1a (para valor teminal)	15.696
CFLO 2016/2018 - valor presente	45.569
CFLO terminal - valor presente	181.599
Enterprise Value	227.168
Deuda Neta	14.080
Equity Value	213.088
Número acciones (outstanding)	852
Precio actual acción	251,70
Valor Objetivo	250,10
Upside/(Downside)	-1%
Precio Objetivo Consenso	302,50

Múltiplos

	2016E	2017E	2018E	2019E
PER	17,1x	15,6x	14,5x	13,0x
PER ajustado x deuda	18,2x	16,6x	15,4x	13,9x
EV/EBITDA	10,9x	10,1x	9,6x	9,1x
CFLO YIELD	5,5%	6,1%	6,5%	7,1%
Dividendo	8,5	9,0	9,6	10,9
DVD YIELD	3,4%	3,6%	3,8%	4,3%
DN/EBITDA	0,7x	0,6x	0,6x	1,1x