

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 2019 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 (2019) 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 257CHF/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 Los ingresos del 2T16 incrementan un 6% impulsados especialmente por Inmunología (+12%) y Diagnóstico (+8%). Oncología, la división más grande, sube un 5%. Siguen lastrando el resultado Infecciosas (-15%) y Oftalmología (-10%). El margen operativo mejora 0,2 puntos sobre ingresos por la mejora del margen bruto (0,6 puntos) que compensa el repunte en I+D (0,5 puntos). Reiteran las guías para 2017 de crecimiento de ingresos por debajo del 5% y crecimiento de BPA superior al de ingresos. Ven una buena dinámica en el mercado americano y sólo han visto presión en precios en medicamentos genéricos viejos. Novartis en cambio avisó esta semana que esperan ver presión en precios sea quien sea el ganador de las elecciones. Han lanzado dos nuevas moléculas VENCLEXTA y TECENTRIQ, que se suma a las dos del año pasado (COTELLIC y ALECENSA) más una que esperan en la 2M 2016/principios 2017 (OCREVUS). También han lanzado dos nuevas plataformas de diálisis. Han conseguido 3 nuevas designaciones que desde 2013 ya suman 12, el mayor número de la industria. Más detalle: <http://www.robustsicav.com/roche-resultados-2t-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+.

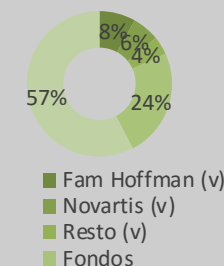
RSC Un tema crítico del sector son los ensayos clínicos con animales y ROCHE cumple con todos los requerimientos legales, minimiza el uso de animales en ensayos y promueve la búsqueda de métodos alternativos (Swiss 3Rs Research Foundation y EPAA) **(1) Social** – Inversión en educación, prevención y 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+.

ROCHE

Cotización
249,40 CHF

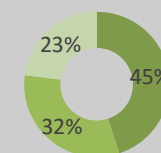
Capitalización: 212.000 Mn CHF
Trabajadores: 85.500

Accionistas

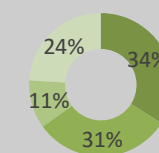


(v): con derecho a voto

Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



■ Farma oncología
■ Resto farma
■ Diagnóstico



■ EEUU
■ Europa
■ Japón
■ Otros

Fundamentales	2015	2016E	2017E	2018E
en millones de EUR				
INGRESOS	48.145	50.907	53.252	55.937
Incremento (%)	13,2%	5,7%	4,6%	5,0%
EBITDA	19.701	20.625	21.925	23.791
Incremento (%)	16,0%	4,7%	6,3%	8,5%
Margen s/ventas	40,9%	40,5%	41,2%	42,5%
RESULTADO	8.863	12.659	13.589	14.675
Incremento (%)	-5,1%	42,8%	7,3%	8,0%
BPA	10,41	14,70	15,83	17,23
Incremento (%)	-5,4%	41,1%	7,7%	8,8%
RATIOS				
PER	-	17,0x	15,7x	14,5x
Dividendo	-	3,4%	3,6%	3,9%
Deuda Neta/EBITDA	-	0,8x	0,7x	0,7x

VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS actualización: 25/07/2016

Roche Holding AG	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	TACC	
												2015-19	2005-15
INGRESOS	49.476	48.508	43.204	45.604	46.960	47.363	48.364	51.177	53.759	56.710	59.160	5,2%	3,4%
% crecimiento	7,4%	-2,0%	-10,9%	5,6%	3,0%	0,9%	2,1%	5,8%	5,0%	5,5%	4,3%		
I+D	9.874	10.026	8.073	8.475	8.700	8.917	9.331	-	-	-	-		
% s/ingresos	20%	21%	19%	19%	19%	19%	19%	-	-	-	-		
EBITDA	17.446	18.522	17.122	17.887	19.968	19.741	19.515	20.825	22.203	23.926	25.086	6,5%	5,9%
% crecimiento	2,4%	6,2%	-7,6%	4,5%	11,6%	-1,1%	-1,1%	6,7%	6,6%	7,8%	4,8%		
% margen	35,3%	38,2%	39,6%	39,2%	42,5%	41,7%	40,4%	40,7%	41,3%	42,2%	42,4%		
D&A	2.706	3.002	2.518	2.293	2.504	2.453	2.505	2.651	2.784	2.937	3.064		
% s/ingresos	5,5%	6,2%	5,8%	5,0%	5,3%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%	5,2%		
EBIT	14.740	15.521	14.603	15.594	17.464	17.343	16.835	17.949	19.300	20.679	22.372	7,4%	7,0%
% crecimiento	0,9%	5,3%	-5,9%	6,8%	12,0%	-0,7%	-2,9%	6,6%	7,5%	7,1%	8,2%		
% margen	29,8%	32,0%	33,8%	34,2%	37,2%	36,6%	34,8%	35,1%	35,9%	36,5%	37,8%		
Impuesto efectivo	16,8%	20,7%	19,7%	20,6%	22,5%	23,8%	24,5%	-	-	-	-		
IS modelo 22%	3.243	3.415	3.213	3.431	3.842	3.815	3.704	3.949	4.246	4.549	4.922		
NOPLAT (EBIT-TAX +D&A)	14.203	15.108	13.909	14.456	16.126	15.980	15.636	16.651	17.838	19.067	20.514	7,0%	5,6%
% s/capitalización	7%	7%	6%	7%	7%	7%	7%	8%	8%	9%	9%		
CAPEX ajustado	-3.219	-3.010	-2.659	-2.440	-2.430	-2.746	-3.097	-3.583	-3.607	-3.856	-4.037		
% s/ingresos	6,5%	6,2%	6,2%	5,3%	5,2%	5,8%	6,4%	7,0%	6,7%	6,8%	6,8%		
Δ WC ajustado (media 10a)	935	-242	-1780	775	410	137	317	900	826	944	784		
% s/ingresos	27%	25%	34%	32%	30%	34%	32%	32%	32%	32%	32%		
CF Libre Operativo (CFLO)	10.049	12.340	13.030	11.241	13.285	13.097	12.223	12.168	13.405	14.267	15.693	6,4%	11,3%
% crecimiento	-2,7%	22,8%	5,6%	-13,7%	18,2%	-1,4%	-6,7%	-0,4%	10,2%	6,4%	10,0%		
Capital de trabajo	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E		
Deudores	11.379	10.236	11.090	10.793	10.075	10.805	10.456						
Receivables - % of sales	23%	21%	26%	24%	21%	23%	22%						
Inventarios	5.648	4.972	5.060	5.542	5.906	7.743	7.648						
Inventories - % of sales	11%	10%	12%	12%	13%	16%	16%						
Acreeedores	3.438	3.096	1.648	1.609	1.780	2.393	2.800						
Payables - % of sales	7%	6%	4%	4%	4%	5%	6%						
Total CT	13.589	12.112	14.502	14.726	14.201	16.155	15.304	16.376	17.202	18.146	18.930		
% s/ingresos	27,5%	25,0%	33,6%	32,3%	30,2%	34,1%	31,6%	32,0%	32,0%	32,0%	32,0%		
Δ Capital de Trabajo	-509	-1.477	2.390	224	-525	1.954	-851	1.072	826	944	784		
CT - Thomson	-1.960	-4.790	-4.704	-5.117	-5.030	-4.630	-5.470						
Balance	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E		
Total Debt	42.416	30.058	26.853	24.590	18.643	25.714	23.251						
CFLO/TotDebt	24%	41%	49%	46%	71%	51%	53%						
Deuda Neta	25.915	21.350	17.956	12.835	8.655	15.983	16.401						
Valoración													
WACC 8%													
Crecimiento perpétuo 2%													
CFLO medio 1a (para valor terminal)											15.693		
CFLO 2016/2018 - valor presente											47.409		
CFLO terminal - valor presente											188.689		
Enterprise Value											236.098		
Deuda Neta											16.401		
Equity Value											219.697		
Número acciones (outstanding)											852		
Precio actual acción											249,40		
Capitalización											212.494		
Valor Objetivo											257,85		
Upside/(Downside)											3%		
Precio Objetivo Consenso											300,00		
Múltiplos								2016E	2017E	2018E	2019E		
PER								16,9x	15,5x	14,2x	13,1x		
PER ajustado x deuda								18,2x	16,7x	15,3x	14,1x		
EV/EBITDA								11,0x	10,3x	9,6x	9,1x		
CFLO YIELD								5,6%	6,2%	6,6%	7,3%		