

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 263CHF/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 3T16 crecen en línea con las previsiones del consenso (+3% ex efecto divisa). Fármacos impulsada por Oncología (+2%), pese a las ventas de Avastin (-3%) y Rituxan (0%) y por Inmunología (+10). Diagnóstico crece de forma sólida (+7%). Por regiones destacan las ventas de Fármacos en EEUU (+6%) apoyadas en los tratamientos de inmunología (Xolair/asma, Esbriet y Actemra/reuma,) y en Europa (+5%). En Diagnóstico todas las regiones contribuyen al crecimiento. Han lanzado dos nuevas moléculas VENCLEXTA y TECENTRIQ, con mejores ventas de los esperado durante el trimestre, que se suman a las dos de finales del año pasado (COTELLIC y ALECENSA) más una que espera para finales de año (OCREVUS). Desde 2013 han conseguido 14 nuevas designaciones, el mayor número de la industria. Reiteran las guías para 2016. Más detalle: <http://www.robustsicav.com/roche-resultados-3t-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

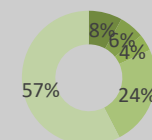
Elaborado por ROBUST GLOBAL INVESTMENT

ROCHE

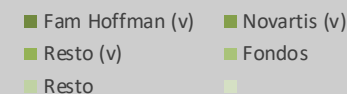
Cotización
226,70 CHF

Capitalización: 197.500 Mn CHF
Trabajadores: 85.500

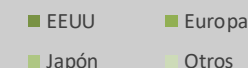
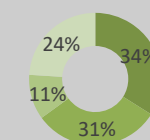
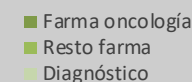
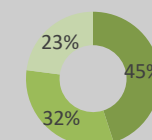
Accionistas



(v): con derecho a voto



Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2015	2016E	2017E	2018E
en millones de EUR				
INGRESOS	48.145	50.839	53.284	55.833
Incremento (%)	13,2%	5,6%	4,8%	4,8%
EBITDA	19.701	20.432	21.763	23.415
Incremento (%)	16,0%	3,7%	6,5%	7,6%
Margen s/ventas	40,9%	40,2%	40,8%	41,9%
RESULTADO	8.863	12.692	13.446	14.608
Incremento (%)	-5,1%	43,2%	5,9%	8,6%
BPA	10,41	14,81	15,75	17,04
Incremento (%)	-5,4%	42,2%	6,3%	8,2%
RATIOS				
PER	-	15,3x	14,4x	13,3x
Dividendo	-	3,7%	3,9%	4,2%
Deuda Neta/EBITDA	-	0,8x	0,8x	0,7x

VALORACIÓN FUNDAMENTAL | DESCUENTO DE FLUJOS actualización: 26/10/2016

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	51.104	53.616	56.319	59.485	5,3%	3,4%
% crecimiento	7,4%	-2,0%	-10,9%	5,6%	3,0%	0,9%	2,1%	5,7%	4,9%	5,0%	5,6%		
EBITDA	17.446	18.522	17.122	17.887	19.968	19.741	19.515	20.559	21.939	23.477	24.745	6,1%	5,9%
% crecimiento	2,4%	6,2%	-7,6%	4,5%	11,6%	-1,1%	-1,1%	5,3%	6,7%	7,0%	5,4%		
% margen	35,3%	38,2%	39,6%	39,2%	42,5%	41,7%	40,4%	40,2%	40,9%	41,7%	41,6%		
D&A	2.706	3.002	2.518	2.293	2.504	2.398	2.680	2.715	2.848	2.992	3.160		
% s/ingresos	5,5%	6,2%	5,8%	5,0%	5,3%	5,1%	5,5%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%		
EBIT	14.740	15.521	14.603	15.594	17.464	17.343	16.835	17.790	18.896	20.284	22.425	7,4%	7,0%
% crecimiento	0,9%	5,3%	-5,9%	6,8%	12,0%	-0,7%	-2,9%	5,7%	6,2%	7,3%	10,6%		
% margen	29,8%	32,0%	33,8%	34,2%	37,2%	36,6%	34,8%	34,8%	35,2%	36,0%	37,7%		
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	3.914	4.157	4.462	4.934		
NOPLAT (EBIT-TAX +D&A)	14.203	15.108	13.909	14.456	16.126	15.925	15.811	16.591	17.587	18.813	20.652	6,9%	5,7%
% s/capitalización	7%	8%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	9%	10%	10%		
CAPEX	-3.219	-3.010	-2.205	-2.406	-2.854	-3.334	-4.110	-3.451	-3.590	-3.806	-3.956		
% s/ingresos	6,5%	6,2%	5,1%	5,3%	6,1%	7,0%	8,5%	6,8%	6,7%	6,8%	6,7%		
Δ Capital de Trabajo (media 3a)	935	-242	-1780	775	410	137	317	877	804	865	1013		
% s/ingresos	27%	25%	34%	32%	30%	34%	32%	32%	32%	32%	32%		
CF Libre Operativo (CFLO)	10.049	12.340	13.484	11.275	12.861	12.454	11.385	12.263	13.193	14.142	15.683	8,3%	10,5%
% crecimiento	-2,7%	22,8%	9,3%	-16,4%	14,1%	-3,2%	-8,6%	7,7%	7,6%	7,2%	10,9%		
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%	50%	46%	69%	48%	49%						
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 teminal)													15.683
CFLO 2016/2019 - valor presente													48.118
CFLO terminal - valor presente													192.227
Enterprise Value													240.345
Deuda Neta													16.401
Equity Value													223.944
Número acciones (outstanding)													852
Precio actual acción													226,60
Valor Objetivo													262,78
Upside/(Downside)													16%
Precio Objetivo Consenso													293,50
Múltiplos								2016E	2017E	2018E	2019E		
PER								15,4x	14,3x	13,2x	12,1x		
PER ajustado x deuda								16,7x	15,5x	14,3x	13,1x		
EV/EBITDA								10,2x	9,5x	8,9x	8,5x		
CFLO YIELD								6,2%	6,7%	7,2%	7,9%		