

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 4T16 crecen en línea con las previsiones del consenso (+3% ex efecto divisa). Fármacos (+3%) impulsada por Oncología (+3%), con una buena evolución de Perjeta y Herceptin que ha compensado las menores ventas de Tarceva, e Inmunología (+4%), donde ha destacado Actemra/RoActemra; Infecciosas (-2%) y Oftalmología (-14%) siguen lastrando el resultado con Pegasys y Lucentis liderando las caídas respectivamente. En Diagnóstico las ventas crecen un 5% impulsadas principalmente por soluciones de inmunodiagnóstico. El margen operativo cae ligeramente en el trimestre (-0,2 puntos) y se mantiene en el año a pesar de los gastos en desarrollo y lanzamiento de nuevos productos. El pipeline avanza correctamente. Reiteran las guías para 2017.

Más detalle: <http://www.robustsiv.com/roche-resultados-4t-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

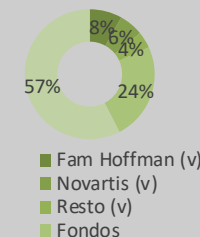
Elaborado por ROBUST GLOBAL INVESTMENT

ROCHE

Cotización
237,31 CHF

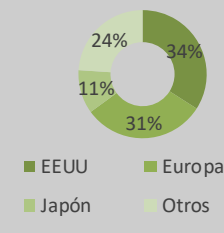
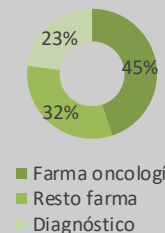
Capitalización: 207.500 Mn CHF
Trabajadores: 85.500

Accionistas



(v): con derecho a voto

Ingresos por línea de negocio y zona geográfica



Fundamentales	2016	2017E	2018E	2019E
en millones de EUR				
INGRESOS	50.576	53.001	55.600	58.066
Incremento (%)	5,0%	4,8%	4,9%	4,4%
EBITDA	20.869	21.324	22.986	24.851
Incremento (%)	5,9%	2,2%	7,8%	8,1%
Margen s/ventas	41,3%	40,2%	41,3%	42,8%
RESULTADO	9.576	13.158	14.293	15.083
Incremento (%)	8,0%	37,4%	8,6%	5,5%
BPA	11,24	15,46	16,67	17,53
Incremento (%)	7,9%	37,6%	7,8%	5,1%
RATIOS				
PER	-	15,3x	14,2x	13,5x
Dividendo	-	3,6%	3,9%	4,1%
Deuda Neta/EBITDA	-	0,7x	0,7x	0,6x

Roche Holding AG	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TACC	
										2015-20	2005-15
INGRESOS	45.604	46.960	47.363	48.356	51.130	54.962	57.596	60.262	63.682	5,7%	3,4%
% crecimiento	5,6%	3,0%	0,9%	2,1%	5,7%	7,5%	4,8%	4,6%	5,7%		
EBITDA	17.887	19.968	19.741	19.583	20.564	21.637	23.141	23.993	24.954	5,0%	6,0%
% crecimiento	4,5%	11,6%	-1,1%	-0,8%	5,0%	5,2%	6,9%	3,7%	4,0%		
% margen	39,2%	42,5%	41,7%	40,5%	40,2%	39,4%	40,2%	39,8%	39,2%		
Depreciación + Amortización	2.293	2.504	2.398	2.707	2.725	2.930	3.070	3.212	3.394		
% s/ingresos	5,0%	5,3%	5,1%	5,6%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%		
EBIT	15.594	17.464	17.343	16.877	17.817	18.373	19.828	20.986	23.147	6,5%	7,0%
% crecimiento	6,8%	12,0%	-0,7%	-2,7%	5,6%	3,1%	7,9%	5,8%	10,3%		
% margen	34,2%	37,2%	36,6%	34,9%	34,8%	33,4%	34,4%	34,8%	36,3%		
Impuesto efectivo	20,6%	22,5%	23,8%	24,5%	-	-	-	-	-		
IS modelo 22%	3.431	3.842	3.815	3.713	3.920	4.042	4.362	4.617	5.092		
NOPLAT (EBIT-TAX)	12.163	13.622	13.527	13.164	13.897	14.331	15.466	16.369	18.054		
% s/capitalización	6%	7%	7%	6%	7%	7%	7%	8%	9%		
CF Bruto Operativo	14.456	16.126	15.925	15.870	16.622	17.261	18.536	19.581	21.449		
% s/capitalización	7%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	10%		
CAPEX	-2.406	-2.854	-3.334	-4.110	-3.494	-3.741	-3.825	-4.101	-4.138		
% s/ingresos	5,3%	6,1%	7,0%	8,5%	6,8%	6,8%	6,6%	6,8%	6,5%		
Δ Capital de Trabajo (media 3a)	775	410	137	314	888	1226	843	853	1094		
% s/ingresos	32%	30%	34%	32%	32%	32%	32%	32%	32%		
CF Libre Operativo (CFLO)	11.275	12.861	12.454	11.446	12.241	12.294	13.868	14.627	16.217		
% crecimiento	-16,4%	14,1%	-3,2%	-8,1%	6,9%	0,4%	12,8%	5,5%	10,9%		
Balance	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E		
Total Debt	24.590	18.643	25.714	23.251							
CFLO/TotDebt	46%	69%	48%	49%							
Deuda Neta	12.835	8.655	15.983	16.401							
Valoración											
WACC	8%										
Crecimiento perpétuo	2%										
CFLO medio 2a (para valor terminal)									15.422		
CFLO 2016/2019 - valor presente									59.045		
CFLO terminal - valor presente									178.431		
Enterprise Value									237.477		
Deuda Neta									16.401		
Equity Value									221.076		
Número acciones									863		
Capitalización									207.495		
Precio actual acción									237,40		
Valor Objetivo									259,50		
Upside/(Downside)									9%		
Precio Objetivo Consenso									272,50		
Múltiplos					2016E	2017E	2018E	2019E	2020E		
PER					16,1x	15,2x	14,1x	13,2x	12,2x		
PER ajustado x deuda					17,4x	16,5x	15,2x	14,3x	13,2x		
EV/EBITDA					10,8x	10,2x	9,6x	9,2x	8,9x		
CFLO YIELD					5,9%	5,9%	6,7%	7,0%	7,8%		