

INFORME BIG PHARMAS

JOSÉ M^a DÍAZ VALLEJO

Analista Independiente de
Toros, Osos y Borricos

SEPTIEMBRE 2007

ÍNDICE

<u>I. ADVERTENCIA PREVIA</u>	5
<u>II. VISIÓN GENERAL DEL SECTOR</u>	8
1. INTRODUCCIÓN	9
2. UN SECTOR NECESARIO	9
3. FARMACÉUTICAS BIEN PERO ¿QUÉ FARMACÉUTICAS?	9
4. ¿QUÉ OFRECEN A SUS ACCIONISTAS LAS BIG PHARMAS?	10
5. RIESGOS	11
6. OPORTUNIDADES	12
7. OPINIÓN DEL ANALISTA	12
<u>III. RESUMEN COMPARATIVO</u>	14
1. RENTABILIDAD	15
2. CARTERA DE PRODUCTOS	16
3. INVERSIÓN EN I+D	16
4. PIPELINE	17
5. FORTALEZA FINANCIERA	17
6. VALORACIÓN	18
7. CUADRO RESUMEN	19
<u>IV. ANÁLISIS POR COMPAÑÍAS</u>	20
1. AMGEN (AMGN)	21
2. ASTRAZENECA (AZN)	27
3. GLAXOSMITHKLINE (GSK)	32
4. JOHNSON & JOHNSON (JNJ)	37
5. ELI LILLY (LLY)	43
6. MERCK (MRK)	49
7. NOVARTIS (NVS)	55
8. PFIZER (PFE)	61
9. SANOFI-AVENTIS (SNY)	67

I. ADVERTENCIA PREVIA

A continuación se explica cómo se han recopilado algunos de los datos más importantes de este análisis para facilitar su comprensión.

En primer lugar, las estimaciones de cuota de mercado mundial que se indican para cada compañía, se basan en un estudio realizado por la consultora Word Mackenzie y fechado en Marzo de 2007. Dichas cuotas han podido cambiar desde esa fecha. Sin embargo, creo que es una buena aproximación que nos permite conocer más a estas las empresas y entender el lugar que ocupan dentro del sector.

En segundo lugar, los datos relativos al pipeline y a la fortaleza financiera, están sacados de los últimos informes trimestrales publicados por las compañías. Por su parte, los datos de ventas, beneficios, cash flows, rentabilidad (ROE y ROA), fecha media ponderada de vencimiento de patentes y rating crediticio, están sacados de las cuentas anuales del ejercicio 2006. Esto es porque preferimos tener el pipeline y el análisis financiero lo más actualizado posible, mientras que en lo referente a los ingresos de la empresa preferimos utilizar los ya obtenidos que las estimaciones de la directiva o del mercado.

Naturalmente, utilizar dos fuentes de información distintas genera algunos problemas. Así, algunos ratings crediticios no son tan fiables y, por ejemplo, la relación ROA-ROE no se ajusta al apalancamiento financiero analizado. Sin embargo, si tenemos dichos problemas en mente, creemos que los datos mostrados aportan una visión realista y conservadora de la empresa con la que nos sentimos más cómodos.

En tercer lugar, las fechas de vencimientos de patentes son aproximadas. Para un mismo compuesto, hay varios vencimientos según la región del mundo y los tratamientos. Por otro lado, las patentes tienen un doble periodo (por así decirlo) de vencimiento de exclusividad y de vida. Así que las fechas comentadas son aproximadas y recomendamos que antes de tomar una decisión de inversión se revise bien cada una con los datos más actualizados posibles.

También hemos añadido una Fecha de Vencimiento Media Ponderada (FVMP) para cada empresa, con las fechas de los vencimientos de sus diez compuestos más importantes por ventas. Para calcularla, hemos tomado el peso de cada uno de esos compuestos como medida de ponderación y, a continuación, lo hemos multiplicado por la fecha aproximada de vencimiento. La suma de todos ellos nos da la FVMP. Esta medida sólo nos da una visión aproximada de la juventud de las patentes. Lógicamente, cuanto más alejada esté en el tiempo, mejor. Sin embargo, aunque creemos que es una buena medida aproximada, conviene advertir que antes de tomar una decisión de compra o venta, es mejor analizar por uno mismo el impacto general de la pérdida de las patentes en la cartera de cada empresa.

En cuarto lugar, el autor ha proporcionado sus propias estimaciones de valor intrínseco de cada empresa. De esta forma, el inversor va a ser capaz de estimar un margen de seguridad inicial y decidir si según su criterio los precios actuales de estas empresas invitan o no a la compra. Cada inversor tiene un perfil diferente y, por tanto, cada uno debe decidir su propio margen de seguridad.

Respecto a los métodos de valoración empleados, son los siguientes: múltiplos publicados (sin reconfigurar las cuentas publicadas por las empresas), múltiplos

normalizados al ciclo económico (para estimar el múltiplo real de la empresa sin tener en cuenta los efectos distorsionados del ciclo económico), múltiplos normalizados (con las cuentas reconfiguradas), descuento de flujos de caja (dividendo y free cash flow), métodos inversos del descuento de flujos (para calcular las tasas implícitas de crecimiento), EVA y CFROI. Algunos de estos métodos de valoración no se ajustan a la “ortodoxia” financiera y han sido modificados por el autor del análisis. A todos ellos hay que añadir un método de valoración creado por el autor del análisis, que aúna la valoración por múltiplos, la rentabilidad real de la empresa y su riesgo financiero.

Son tantos los métodos utilizados que he decidido poner las conclusiones, en vez de detallar largas explicaciones matemáticas o de los propios modelos de valoración. Mi objetivo es proporcionar un punto de partida para que sea el inversor quien determine de forma definitiva el valor intrínseco de cada empresa. Esto es importante porque dicho valor intrínseco, aunque tarda mucho en cambiar, varía con el tiempo, por lo que si los gestores de una empresa son eficientes y alcanzan sus objetivos, lo que hoy tiene un valor de \$50 dentro de dos años puede ser de \$70. La valoración es una labor constante y ese extremo no puede alcanzarlo este análisis.

En séptimo lugar, he intentado hacer cada análisis en las divisas nacionales de cada empresa, pero esto no siempre ha sido posible ya que, por falta de tiempo, retrasaría demasiado la fecha de publicación del análisis. Aunque siempre se indica la moneda que se está utilizando en cada momento, tómese esto en consideración a la hora de leer los análisis.

En sexto lugar, el autor de este análisis tiene compradas acciones de Pfizer (PFE) y Johnson & Johnson (JNJ). Así mismo, no tiene pensado vender dichas posiciones ni comprar acciones de cualquier otra empresa nombrada en el presente análisis durante los próximos meses. Cualquier cambio en este sentido será advertido.

Por último, este análisis no es una recomendación de compra o venta sino una mera guía de análisis para quien pueda interesarle. Lo que pretende es ofrecer un punto de partida básico pero lo más completo posible para que el inversor interesado complete con su propio trabajo de investigación. He recopilado los datos que a mi juicio son más importantes para simplificar la tarea individual de cada uno, que es imprescindible, pero he de advertir que mis propios análisis son muchos más extensos. Por ejemplo, a la hora de determinar la fortaleza financiera de una empresa, utilizo mis propias hojas de Excel con más de 30 medidas distintas. En estos análisis, sin embargo, he incluido sólo cinco. Así que tómese este informe como un mero punto de partida en el que sólo se exponen las conclusiones del autor. Para poder valorarlas, es preciso que cada inversor realice su propio análisis pormenorizado.

Recuerde que es usted el único responsable de cualquier decisión de inversión que realice. Actúe siempre con diligencia, sentido común y, sobre todo, mucha prudencia pues la inversión en activos de renta variable entraña mucho riesgo.

II. VISIÓN GENERAL DEL SECTOR

1. INTRODUCCIÓN	9
2. UN SECTOR NECESARIO	9
3. FARMACÉUTICAS BIEN PERO ¿QUÉ FARMACÉUTICAS?	9
4. ¿QUÉ OFRECEN A SUS ACCIONISTAS LAS BIG PHARMAS?	10
5. RIESGOS	11
6. OPORTUNIDADES	12
7. OPINIÓN DEL ANALISTA	12

1. INTRODUCCIÓN

En conjunto, las mayores compañías farmacéuticas del mundo se enfrentan a un periodo de gran incertidumbre, ante el vencimiento de importantes patentes en los próximos años. Esto, unido a las presiones en los precios y a la competencia de genéricos, han provocado un espectacular aumento del pesimismo en todo el sector. Las deprimidas cotizaciones ofrecen unas valoraciones históricamente bajas, que no reflejan el crecimiento potencial que ofrecen tanto las ventajas competitivas del sector como sus pipelines. Por tanto, aunque el sector se enfrenta a importantes dilemas en el medio plazo, creemos que tiene capacidad más que de sobra para solucionarlos y que a los precios actuales constituyen uno de los sectores más interesantes de las bolsas internacionales.

2. UN SECTOR NECESARIO

No recuerdo quién dijo que “hacer predicciones es una tarea difícil, sobre todo cuando éstas son sobre el futuro”, lo que tengo claro es que esta regla general tiene algunas excepciones y el sector farmacéutico es una de ellas.

Aunque es imposible conocer la evolución del gasto en fármacos, ni los nuevos tratamientos revolucionarios del futuro, ni la farmacéutica más rentable de la próxima década, lo que sí está claro es que mientras el ser humano sea mortal, su dependencia de la industria farmacéutica seguirá siendo absoluta. La humanidad necesita fármacos tanto como alimentos y en esa dependencia reside la mayor ventaja competitiva de este sector.

Personalmente creo que no sólo dicha dependencia asegura la rentabilidad futura del sector sino que, además, asegura (contrariamente a lo que piensa el mercado) un notable crecimiento en dicha rentabilidad. La aparición de nuevos tratamientos, de mejoras en los tratamientos ya existentes y el progresivo envejecimiento de la población mundial, hace que de forma inevitable el sector de Cuidados de la Salud, en general, y el de las Pharmas en particular, tenga un crecimiento superior al del PIB. A medida que los medicamentos avanzan y a medida que nuestra dependencia de ellos es cada vez mayor (fruto del envejecimiento), nuestro gasto en fármacos aumentará de forma exponencial y, lo que es más importante, mientras los resultados del fármaco sean los adecuados, seguiremos gastando con independencia de su precio. Igual da si ese fármaco es pagado por la Administración, por un seguro o por un particular. En cuestiones de salud, cada uno dentro de sus posibilidades, estamos y estaremos dispuestos a gastar todo lo que podamos. Al menos hasta que el hombre le pierda el miedo a la muerte y a la enfermedad.

3. FARMACÉUTICAS BIEN PERO ¿QUÉ FARMACÉUTICAS?

La pregunta es inevitable: ¿big pharmas o genéricas? Durante los últimos años el mercado ha respondido con rotundidad apostando por las genéricas. Su crecimiento ha sido espectacular y su riesgo, al reducir al mínimo su gasto en I+D, es menor que el de las big pharmas. Sin embargo, la evolución pasada no puede ser el punto de partida del

análisis sino, más bien, el estudio de las ventajas competitivas de unas y otras pues ellas serán las que determinen la rentabilidad futura del sector.

Anteriormente hemos hablado sobre la principal ventaja competitiva del sector: la dependencia del ser humano. Así que la pregunta fundamental es ¿de quién dependemos? En el futuro la humanidad se enfrentará (al igual que en el pasado) con nuevas pandemias y, a medida que avance el envejecimiento de la población, con nuevas enfermedades. Por tanto, necesitaremos empresas que INVESTIGUEN y busquen soluciones para esas nuevas amenazas. Las empresas que no aporten nuevas soluciones a los nuevos problemas no serán imprescindibles. Queremos empresas que vendan un productos imprescindibles, único y bien diferenciado; no una empresa que, simplemente, nos ahorre unos céntimos.

Por tanto, preferimos las Big Pharma a las genéricas porque las primeras tienen fuertes ventajas competitivas que diferencian a sus productos y, gracias a ello, obtienen una rentabilidad mayor y más sostenible que las de las empresas de genéricos. A largo plazo preferimos invertir en empresas que compiten con estrategias de diferenciación, en lugar de empresas que compiten en precio.

4. ¿QUÉ OFRECEN A SUS ACCIONISTAS LAS BIG PHARMAS?

1. Fuertes balances

Gracias a su elevada rentabilidad y a su capacidad para producir flujos de caja, los balances de las compañías farmacéuticas son (excepto unas pocas excepciones) extremadamente sólidos. Pequeñas cantidades de deuda se compensan con enormes cantidades en cash o invertidas en activos líquidos de bajo riesgo. Semejante fortaleza financiera ofrece un buen refugio para el capital de cualquier inversor.

2. Alta rentabilidad por dividendo

Los inversores más conservadores tienen en las Big Pharmas a sus grandes aliadas. Además de tener un buen balance, sus dividendos ofrecen altas rentabilidades por encima, en algunos casos, del bono a 10 años. Además, son dividendos con un amplio historial de crecimiento y gracias a la elevada rentabilidad de estas compañías son fácilmente sostenibles.

3. Fuertes recompras de acciones

Más fuertes incluso que los programas de pago de dividendos son los programas de recompras de acciones en este sector. Es nuestra forma favorita de retribuir al accionista pues está exenta de impuestos y, además, aumenta el valor intrínseco de las acciones en circulación.

4. Alta rentabilidad

Debido a sus fuertes ventajas competitivas, los márgenes brutos de las farmacéuticas son muy elevados, rozando el 80% en algunos casos. Son empresas que incluso en épocas de enfriamiento ofrecen una rentabilidad muy superior a la media del mercado.

5. Fuertes ventajas competitivas

Economías de escala, red comercial, protección por patentes, altos requerimientos de capital y poder de marca se juntan en las grandes farmacéuticas para constituir una de las barreras de entrada más importantes del mundo. Con ello, además de proteger sus propios negocios, protegen el capital de sus inversores frente a cualquier amenaza exterior.

6. Valoraciones muy atractivas

El que fue uno de los sectores más rentables de la década pasada, es hoy en día uno de los más repudiados por los analistas. Las estimaciones de crecimiento son cada vez más bajas, mientras las recomendaciones de venta se multiplican. En un entorno tan pesimista, las valoraciones están irracionalmente bajas, alcanzando niveles mínimos históricos. El enorme pesimismo ha hecho del sector de las Big Pharma uno de los más infravalorados de las Bolsas.

5. RIESGOS

1. Vencimiento de patentes

Las carteras de productos comercializados de las Big Pharmas dependen de la protección de sus patentes para asegurar una tasa mínima de rentabilidad que le permita absorber los costes de producción del medicamento comercializado, así como de otros compuestos rechazados en alguna etapa del proceso de desarrollo. Esta protección tiene una vida finita y, una vez terminada, los genéricos se hacen normalmente con el grueso de las ventas.

2. Competencia por parte de genéricos

Las grandes farmacéuticas protegen con patentes sus productos para evitar la competencia de genéricos. Para ello, patentan los nuevos compuestos en las primeras fases de su desarrollo, de tal forma que sólo gozan de un periodo de exclusividad en el mercado de 8 a 10 años. Transcurridos los 10 años, las genéricas pueden comercializar sus propios compuestos a un precio mucho más barato, recortando en algunos casos más del 80% de las ventas del medicamento patentado.

3. Presiones en los precios

Normalmente las farmacéuticas tienen una base de clientes muy concentrada. Así, Administraciones Públicas, Aseguradoras y Centros de Distribución, tienen un gran poder de presión en los precios. Las farmacéuticas deben luchar para diferenciar sus compuestos y hacer que de esta forma la fuerza negociadora en el precio siga siendo suya.

4. Cambios en las legislaciones

La rebaja en el precio de los medicamentos es una constante en casi todos los programas electorales del mundo. El establecimiento de políticas de precios máximos, de niveles

máximos de rentabilidad o un acortamiento del periodo de protección de las patentes, tendrían un impacto inmediato en las cotizaciones.

5. No respeto de las patentes

Algunos acontecimientos podrían provocar que un Gobierno no respetara la patente de una farmacéutica. Así, en caso de una pandemia, si la farmacéutica no es capaz de satisfacer la demanda de un determinado compuesto, un Gobierno podría permitir a otros laboratorios la producción masiva del mismo.

6. OPORTUNIDADES

1. Envejecimiento de la población

A medida que la población envejece, su dependencia de los fármacos aumenta de forma exponencial. Por tanto, mientras continúen las tendencias demográficas de las últimas décadas, el sector farmacéutico tiene asegurado el crecimiento de sus cash flows.

2. Nuevos tratamientos y mejoras de los ya existentes

Una de las consecuencias del envejecimiento de la población es la aparición de nuevas enfermedades que tratar. De esta forma, las farmacéuticas tienen un perfecto caldo de cultivo para lanzar al mercado nuevos blockbusters que impulsen su crecimiento. Por otro lado, a medida que la ciencia avanza, los tratamientos para enfermedades ya conocidas van añadiendo mejoras, haciendo que su rentabilidad aumente. Nuevos campos de investigación, como los compuestos biológicos, ofrecen una clara oportunidad para el crecimiento del sector.

3. Aumento del gasto en salud

El gasto en cuidado de la salud ha crecido más rápido que el PIB desde los años 80. Esperamos que, apoyado en el envejecimiento y en los nuevos tratamientos, este crecimiento siga aumentando en los próximos años.

4. Nuevos mercados

Con el desarrollo económico de países como China e India, aparecen nuevos mercados de alto potencial para las farmacéuticas mundiales. Enfermedades erradicadas en occidente causan estragos en los países en desarrollo y esto ofrece un mercado de alto volumen y bajo riesgo para las Pharmas.

7. OPINIÓN DEL ANALISTA

Nos parece uno de los sectores con mayor valor de las bolsas. El mercado ha ignorado todas las oportunidades que ofrece el sector y se ha centrado exclusivamente en los riesgos. De esta forma, las cotizaciones reflejan los peores escenarios posibles, ofreciendo unas valoraciones irracionalmente bajas.

Sorprende ver a empresas de alta rentabilidad, fuertes balances, altos dividendos y buenos historiales de crecimiento cotizando a múltiplos inferiores a los del mercado. En el caso de Pfizer, sus acciones cotizan a una precios similares a los de principios de 1998. Si tenemos en cuenta que el Lipitor salió al mercado en 1997, es como si no hubieran pasado los 9 últimos años de ventas del medicamento más vendido de la historia. Casi es como si el Lipitor no hubiera existido. Las cotizaciones han ido muy por detrás de la evolución de las empresas y, gracias a ello, la brecha entre valor y precio es enorme.

Aunque los riesgos del sector son reales, creemos que la mayor parte de sus empresas están perfectamente capacitadas para solucionarlos y superar las estimaciones de crecimiento 0% para la próxima década esperadas por los mercados. Por otro lado, es un sector claramente defensivo con ventas y retornos recurrentes (siempre que las patentes no venzan) generalmente crecientes. En caso de tormenta bursátil o enfriamiento económico, dada la naturaleza del negocio y sus atractivas valoraciones, creemos que sería uno de los mejores sectores en los que estar posicionado.

Sin duda, el sector de las Big Pharma tiene un potencial increíble para el inversor de largo plazo a estos niveles.

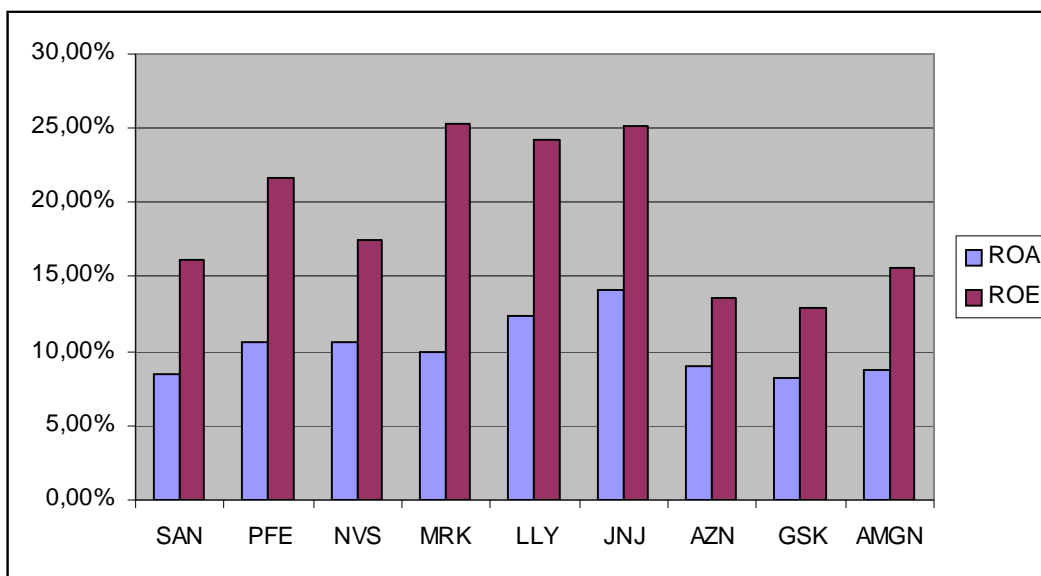
III. RESUMEN COMPARATIVO

1. RENTABILIDAD	15
2. CARTERA DE PRODUCTOS	16
3. INVERSIÓN EN I+D	16
4. PIPELINE	17
5. FORTALEZA FINANCIERA	17
6. VALORACIÓN	18
7. CUADRO RESUMEN	19

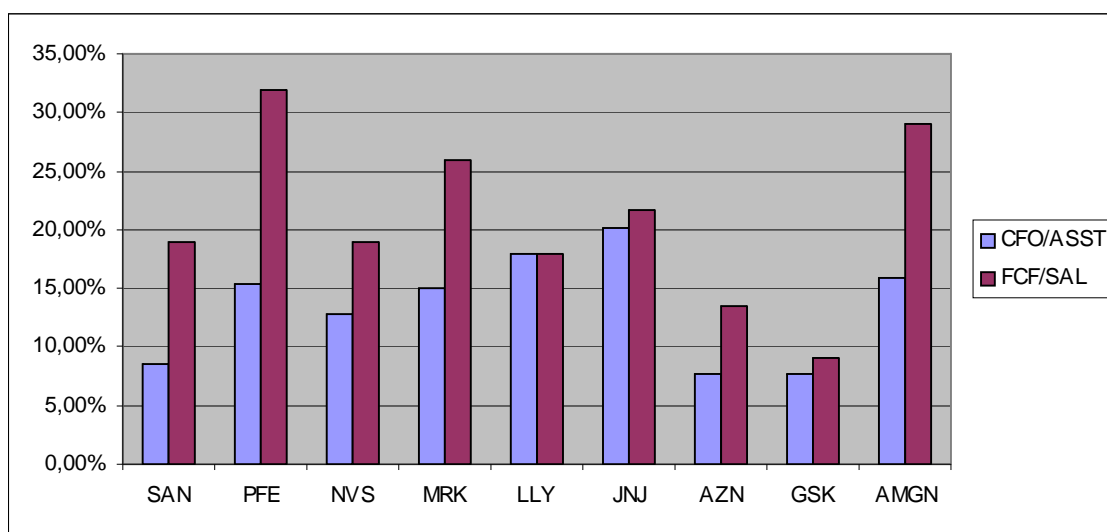
En esta sección última vamos a comparar distintos parámetros relevantes de cada una de las empresas analizadas para poder elegir con mayor facilidad nuestra opción favorita.

1. RENTABILIDAD

En el gráfico inferior podemos ver la rentabilidad contable de cada empresa medida por su ROA y por su ROE. La media del ROA está en un 10,04% mientras que la del ROE se sitúa en un 18,69%. En términos generales, la más rentable es JNJ mientras que la menos rentable es GSK.

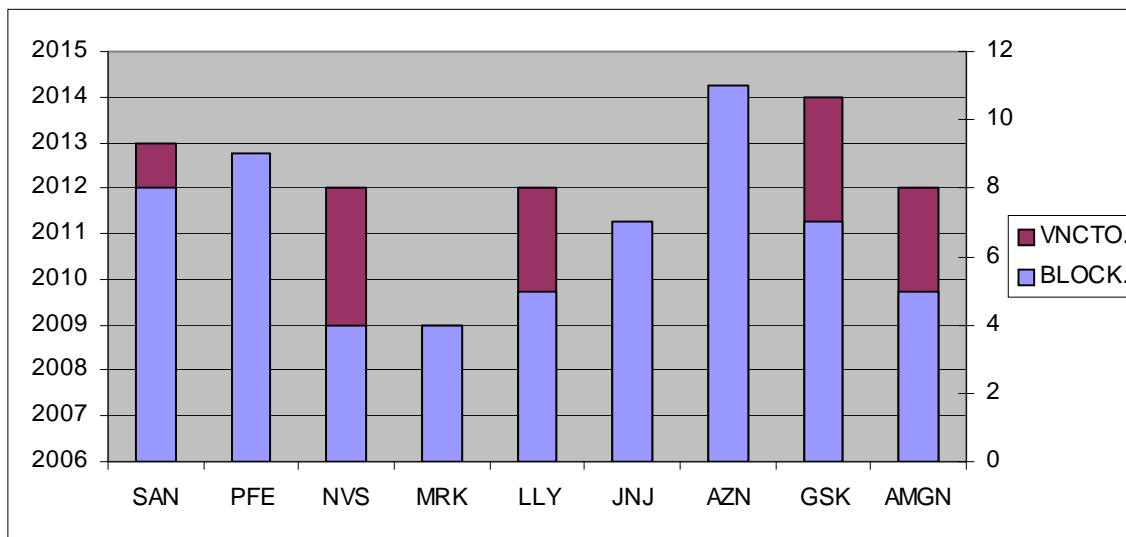


En gráfico siguiente indica la eficiencia de la empresa a la hora de generar flujos de caja. Las variables analizadas son CFO/ASST (cantidad de Cash Flow Operativo generado en comparación al Activo Total) y FCF/SAL (porcentaje de Free Cash Flow generado por cada \$1 de ventas). En este caso es PFE la que destaca por el lado positivo, mientras que de nuevo GSK es la que destaca por el lado negativo.



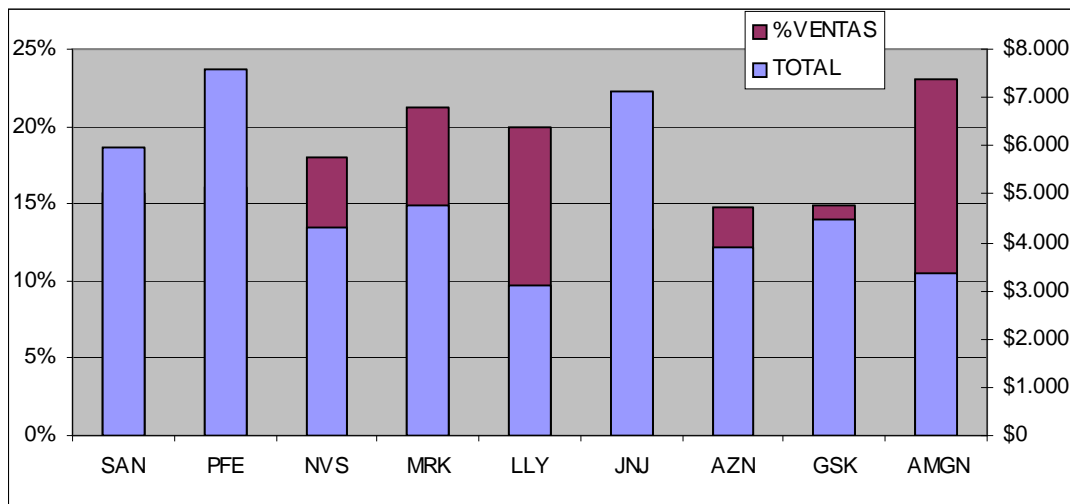
2. CARTERA DE PRODUCTOS

El gráfico inferior aúna la relación entre número de blockbusters de cada compañía (eje de la derecha) con la fecha de vencimiento media ponderada de los principales diez compuestos de cada una (eje de la izquierda). Sin duda, la cartera con mayor número de blockbusters y más protegida por patentes es la de AZN, mientras que la cartera de productos con peores características en las de MRK.



3. INVERSIÓN EN I+D

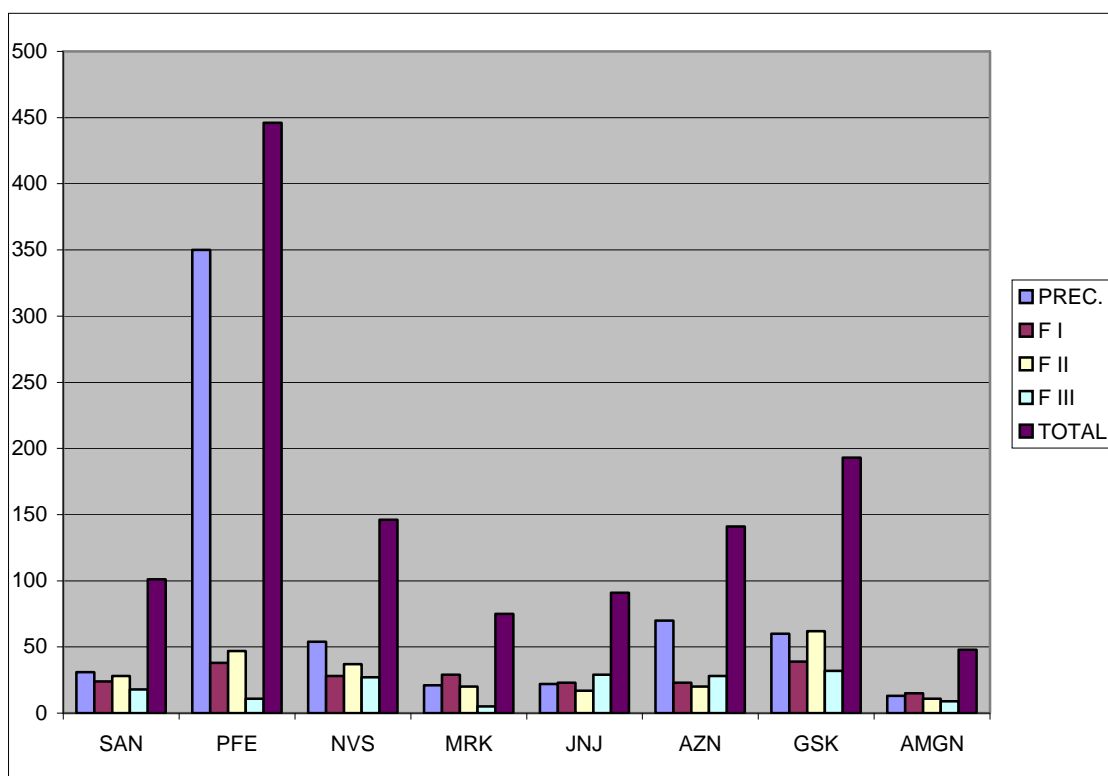
El siguiente gráfico nos muestra el montante total invertido en I+D por cada compañía durante 2006 (eje de la derecha) y el porcentaje de las ventas que dicho montante representa de las ventas totales (eje de la izquierda). Estas dos magnitudes son fundamentales pues normalmente su inversión en I+D está directamente relacionada con la calidad de su futura cartera de productos y, por tanto, con el crecimiento futuro de la compañía. A la cabeza de todo el grupo está PFE tanto en montante total como en porcentaje de las ventas, mientras que a la cola del grupo está AZN. Es razonable si tenemos en cuenta las características de la cartera de productos de cada una.



4. PIPELINE

El gráfico inferior muestra la distribución del número de compuestos por fase de desarrollo de cada una de las compañías analizadas excepto LLY (ver análisis de la compañía). Debido a la impresionante cantidad de compuestos que tiene PFE en etapa preclínica, es la compañía con un mayor número de programas abiertos, mientras que el total más bajo pertenece a AMGN. En Fase I, la compañía con mayor número de compuestos es GSK (39) seguida de PFE (38), mientras que la que menor número de compuestos tiene es AMGN (15) seguida de JNJ y AZN (23 cada una). Por su parte, en Fase II son de nuevo GSK (62) y PFE (47) las que destacan por el lado positivo, mientras que AMGN (11) y JNJ (17) son las destacadas por el lado negativo. Por último, en Fase III de nuevo es GSK (32) la destacada seguida por JNJ (29), mientras que las más pobres son MRK (5) y AMGN (9).

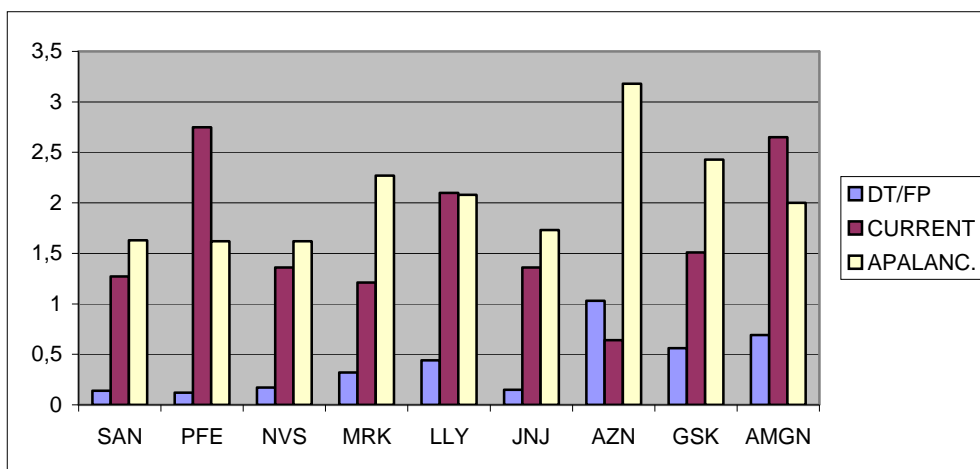
Por las distintas estrategias de cada compañía, creemos que el mejor pipeline es el de GSK seguido del de NVS mientras que los peores son los de MRK y AZN.



5. FORTALEZA FINANCIERA

El gráfico inferior resume la situación financiera de las nueve empresas analizadas. Para estudiar la liquidez de cada una, tomamos en consideración el Current Ratio (= Activo Circulante/Pasivo Circulante); mientras que para analizar el peso de la deuda en su capitalización tomamos el ratio Deuda Total/Fondos Propios (Deuda Total = deuda a corto plazo más deuda a largo plazo) y el Apalancamiento Financiero (Activo Total/Fondos Propios). A la vista de los datos y teniendo en cuenta la generación de beneficios contables y de cash flows, PFE nos parece la empresa con un balance más

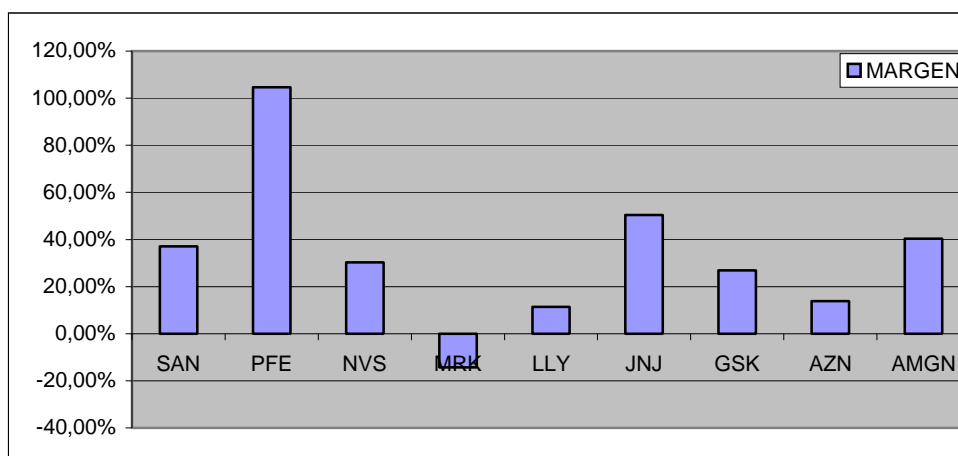
saneado, mientras que los que menos nos gustan son los de AZN y GSK. Estos últimos no nos parecen preocupantes en términos absolutos sino, simplemente, los peores del grupo.



6. VALORACIÓN

El gráfico inferior muestra el margen de seguridad existente entre nuestras estimaciones de valor intrínseco de cada empresa y sus cotizaciones a fecha 13 de Septiembre de 2006. Aunque no esperamos cambios importantes en las valoraciones durante los próximos meses, los márgenes (por su componente de la cotización) cambian a diario, por lo que los datos recogidos en el gráfico deben ser revisados con frecuencia.

Por valoración, las empresas más atractivas para nosotros son PFE y JNJ. Por su parte, la que menos nos gustan son MRK y LLY. A la hora de valorar estas empresas, además de todos los métodos incluidos en la sección Advertencias, hemos tenido en cuenta todos los puntos que forman parte de los análisis (pipeline, vencimiento de patentes, crecimientos, rentabilidad, fortaleza financiera, estrategia, ventajas competitivas...) Por tanto, no son el resultado de simples operaciones matemáticas sino que, más bien al contrario, los factores cualitativos han pesado mucho. Ni que decir tiene que esto hace que las valoraciones sean aun más subjetivas que si sólo resultaran de una fórmula o modelo matemáticos.



7. CUADRO RESUMEN

El cuadro inferior es un resumen por segmentos de análisis de cada una de las empresas. La calificación va de la A (la mejor) a la E (la peor). Lo que representa este cuadro es la opinión del analista de cada uno de los puntos más importantes del análisis y, posteriormente, una rápida valoración de todos estos puntos en su conjunto. Por tanto, no es más que la visión personal y subjetiva del analista. Su “feeling” sobre la empresa. Cada segmento se descompone en:

- Posición Operativa. Incluye la opinión sobre la cartera de productos (su concentración, número de blockbusters, vencimientos de patentes), pipeline (potencial, distribución, número de compuestos), la estrategia (inversión en I+D y ventajas competitivas), los riesgos operativos y la rentabilidad y crecimientos de la compañía.
- Posición Financiera. Incluye la opinión sobre la fortaleza del balance (a corto y largo plazo), una valoración de posibles impactos negativos de los principales pasivos fuera de balance, la calidad de los estados financieros reportados, calificación sobre la estrategia financiera de la compañía y la capacidad de generación de cash flow.
- Valoración. Incluye de forma indirecta (a través de las tasas de descuento, tasas de crecimiento estimadas y retornos requeridos) los dos puntos anteriores. De forma directa incluye el valor intrínseco estimado medio ponderado obtenido con los distintos modelos de valoración empleados.
- General. Intenta unir todos los puntos anteriores para dar una visión general de la empresa y de la acción. Se trata de una valoración cualitativa más que cuantitativa.

EMPRESA	P. OPERATIVA	P. FINANCIERA	VALORACIÓN	GENERAL
SAN	B	C	A	A
PFE	C	A	A	B
NVS	A	A	B	A
MRK	C	C	D	E
LLY	C	C	C	D
JNJ	B	A	A	A
GSK	C	C	B	C
AZN	B	D	C	C
AMGN	A	C	A	B

IV. ANÁLISIS POR COMPAÑÍAS

1. AMGEN (AMGN)	21
2. ASTRAZENECA (AZN)	27
3. GLAXOSMITHKLINE (GSK)	32
4. JOHNSON & JOHNSON (JNJ)	37
5. ELI LILLY (LLY)	43
6. MERCK (MRK)	49
7. NOVARTIS (NVS)	55
8. PFIZER (PFE)	61
9. SANOFI-AVENTIS (SNY)	67

AMGEN Inc. (AMGN)



1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Datos Generales

Amgen es la mayor biofarmacéutica del mundo, con más de 27 años de actividad en el descubrimiento, desarrollo, fabricación y comercialización de compuestos terapéuticos para humanos, basados en la investigación celular y molecular. Sus principales productos son tratamientos contra el cáncer, problemas sanguíneos e inflamación.

Sus principales mercados son Estados Unidos, Europa, Canadá y Australia. En 2006 obtuvo unas ventas por valor de \$13.858 millones y un beneficio neto del \$2.950 millones. Su capitalización supera los \$55.000 millones. Ocupa el 12º lugar en el ranking mundial de las pharmas y su cuota de mercado es de un 2,6%.

Segmentos y productos más importantes

Amgen opera en un único segmento: tratamientos para humanos basados en la investigación celular y molecular. En la actualidad tiene nueve medicamentos aprobados. Sus principales compuestos son:

NOMBRE	TRATAMIENTO	VENTAS 2006	PATENTE
Aranesp	Producción Glóbulos Rojos	\$4.121 millones	2010/2014
Neulasta	Producción Glóbulos Blancos	\$2.710 millones	2015
Neupogen	Producción Glóbulos Blancos	\$1.213 millones	2013
Epogen	Producción Glóbulos Rojos	\$2.511 millones	2012/2015
Enbrel	Anti-inflamatorio	\$2.879 millones	2009/2012
Sensipar	Problemas renales	\$321 millones	2015/2016
Vectibix	Cáncer colorectal	\$39 millones	2017

Aunque las patentes que protegen a los principales cinco productos de AMGN tienen una expiración media ponderada en 2012, las ventas de la compañía tienen una gran dependencia de los mismos (un 94,15% de las ventas totales). Por tanto, el estudio del pipeline y el análisis de la evolución del mismo son fundamentales en este caso, a pesar de la ya comentada protección de las patentes.

Pipeline

Amgen basa la mayor parte de su estrategia de crecimiento en el desarrollo interno de productos. Así mismo, la adquisición de pequeñas compañías le permite ampliar su pipeline en nichos que hasta el momento no tenía desarrollados. En los últimos tres años ha comprado cinco compañías.

Su inversión en I+D durante 2006 fue de \$3.366 millones (o un 23% de las ventas), lo cual supone un incremento del 45% respecto del año anterior. Sin embargo, la compañía ha advertido que dicho incremento se debe a gastos excepcionales de sus compuestos en últimas fases de desarrollo y que, una vez finalizados esos ensayos clínicos, el gasto en I+D seguirá creciendo pero a un ritmo inferior (estimamos que crezca a una tasa compuesta anual próxima al 16%). Así mismo, esperamos que la relación entre Inversión I+D y las ventas se establezca en torno al 17%.

Según datos de la propia compañía, su pipeline está formado por: 13 compuestos en Fase Preclínica, 15 compuestos en Fase I, 11 compuestos en Fase II y 9 compuestos en Fase III. En total 48 compuestos, de los cuales 18 están orientados a tratamientos contra el cáncer. De hecho, las terapias contra el cáncer deberán ser el motor del futuro crecimiento de AMGN. También tiene un desarrollo muy fuerte los tratamientos contra desórdenes metabólicos y los anti-inflamatorios.

2. ESTRATEGIA

La estrategia de AMGN es clara: crecimiento por desarrollo interno y externo del pipeline. La apuesta más fuerte de AMGN está en los tratamientos contra el cáncer. A medida que la población siga envejeciendo, se espera un incremento de los casos de cáncer. La estrategia de AMGN pasa por que dicho incremento le fortalezca en cuanto a la fijación de precio se refiere. Espera que el regulador le permita añadir puntos a su margen para que siga investigando en novedosas terapias contra el cáncer. Lo mismo ocurre con el posicionamiento de AMGN en los tratamientos contra desórdenes metabólicos.

Para completar su pipeline, recurre a compras de empresas más pequeñas. Así, desde 2004 se ha gastado \$3.975 millones en compras de empresas.

Recientemente ha anunciado un plan de reestructuración, basado en el ahorro en costes y en la optimización de la eficiencia. Espera reducir entre un 12% y un 14% su fuerza laboral y la reinversión en activos fijos. Esto le valdrá una reducción de costes de \$1.000 millones a partir de 2008 y un incremento de su Free Cash Flow a partir de esa fecha. Aunque vemos positivamente la reducción de fuerza laboral, la disminución del Capex no nos parece una medida que genere valor para los accionistas. Tradicionalmente AMGN ha “jugado” con su Capex y tras un periodo de mínima inversión (máximo FCF) ha venido otro de máxima inversión (mínimo FCF).

3. POSICIÓN FINANCIERA

Sin tener un balance débil, no nos gusta la composición de la deuda. Bajo nuestro punto de vista hay demasiados convertibles que pueden tener un efecto de dilución importante en los resultados, además de incluir determinadas cláusulas que limitan (aunque no de forma determinante) el crecimiento de la compañía. No nos parece, por tanto, un balance flexible.

La compañía tiene \$5.806 millones en Activos Financieros y \$11.312 millones en Pasivos Financieros. Esto nos deja un Activo Financiero Neto de - \$5.506 millones o un

33,43% de los Fondos Propios. Su rating crediticio es A2 y A+ según Moody's y S&P respectivamente. Su apalancamiento financiero es de 2,00 veces y su ratio Deuda Total/Fondos Propios es de 0,69. No supone un problema financiero, aunque teniendo en cuenta que buena parte de su crecimiento lo basa en fuertes adquisiciones, podría llegar a suponer un serio obstáculo en el desarrollo estratégico futuro.

A corto plazo, su balance nos gusta más gracias, en parte, a los \$5.300 millones en activos líquidos. Su Working Capital es de \$6.967 millones y su Current Ratio es de 2,65 veces.

4. POSICIÓN OPERATIVA

Riesgos

Podemos agrupar en tres los principales riesgos a los que se enfrenta Amgen, comunes a todo el sector de las grandes farmacéuticas:

1. Pricing. Las presiones políticas y el incremento del poder de negociación de las grandes aseguradoras hacen que AMGN pierda poder de precio en sus productos. Esto va a producir un aumento de las ventas que se verá compensado en un descenso de los márgenes, con lo que el beneficio final no se verá demasiado afectado según nuestras estimaciones.
2. Patentes. Aunque el 94% de sus ventas a perder las patentes a finales de 2012 (fecha media ponderada), creemos que los 9 compuestos en Fase III y los 11 compuestos en Fase II van a ser suficientes para sostener las ventas.
3. Competencia. Dentro de las grandes farmacéuticas es muy dura la competencia con medicamentos que tratan las mismas dolencias. Aunque la competencia en precio no es muy dura, es un factor a tener en cuenta. Se espera un aumento de la competencia en Europa.
4. Posición Financiera. La posición financiera de AMGN, sin ser mala, puede frenar la compra de pequeñas empresas que impulse el pipeline de la compañía. Estas operaciones son uno de los pilares fundamentales sobre los que se basa toda la estrategia de crecimiento futuro de la compañía, por lo que los riesgos son evidentes. Por otro lado, los bonos convertibles y sus cláusulas (o "covenants") no son del todo de nuestro agrado.
5. Concentración de clientes. AMGN tiene tres clientes que concentran buena parte de las ventas totales: AmerisourceBergen Corp (35% de las ventas), Cardinal Health Inc (13% de las ventas) y McKesson Corp (13% de las ventas). En total, estos tres clientes aglutinan el 61% de las ventas totales de la compañía. Eso les otorga mucho poder de negociación. Además, cualquier problema operativo y/o financiero de los mismos podría tener un impacto negativo en los resultados de Amgen.

Ventajas competitivas

1. Pipeline. Su pipeline es muy extenso, si lo comparamos con el número total de productos en el mercado. Además, está bien diversificado en cuanto a tratamientos y a fases de desarrollo de compuestos. Creemos acertado su posicionamiento en terapias oncológicas. El coste de su desarrollo y la protección por patentes suponen dos auténticas barreras de entrada de las que sin duda se beneficiará.
2. Economías de Escala. Al ser la compañía biofarmacéutica más grande del mundo, su tamaño le permite aprovechar las economías de escala tanto en el terreno comercial como en la investigación de nuevos compuestos.
3. Poder Comercial. Al tener una extensa red comercial (la más importante del sector biofarmacéutico del mundo) muchas pequeñas empresas que desarrollan terapias innovadoras y que no tienen capacidad comercial, se aliarán con AMGN para comercializar sus productos.
4. Posicionamiento. La posición de liderazgo en el sector biofarmacéutico, hace que se beneficie en gran medida del posible crecimiento futuro del mismo, ya sea de forma directa (con su propia cartera de productos) o indirecta (a través de compras o acuerdos comerciales con otras empresas).

5. RENTABILIDAD

AMGN es una de las empresas más rentables del sector. Su posición de liderazgo y la falta de competencia sería en varios de sus compuestos comercializados, hacen que su ROA sea del 8,73% y su ROE del 15,56%. Según datos de Morningstar, en el sector de las biotecnológicas las medias de ROA y ROE son negativas. Genera un 15,95% de su Activo Total en CFO y por cada \$1 de ventas obtiene \$0,29 en Free Cash Flow.

También hay que destacar la rentabilidad de sus accionistas. A pesar de las compras de empresas y del incremento del gastos en I+D, la compañía se ha esforzado mucho en retribuir a sus accionistas mediante recompras a lo largo de 2006. Así, en 2005 y en 2006 la directiva aprobó un plan de recompras por valor de \$10.000 millones en total. Por otro lado, AMGN no paga dividendos, lo cual vemos muy razonable para una empresa como ella. Preferimos que invierta el dinero en incrementar sus ventajas competitivas, reducir el peso de la deuda y potenciar el desarrollo interno y externo de su pipeline.

6. VALORACIÓN

El mercado ha castigado mucho a AMGN por los nuevos interrogantes en el pricing que plantean Medicare y Medicaid. Por otro lado, el sector biofarmacéutico ha visto cómo se ampliaban las primas de riesgo desde el estallido de la burbuja tecnológica, y esto ha reducido las valoraciones. Aunque creemos que en su mayoría este sector es de alto riesgo (por el peso que tienen las empresas pequeñas con un pipeline reducido), no pensamos que sea el caso de AMGN.

Durante la última década, Amgen ha experimentado un crecimiento en ventas del 19,90% compuesto anual y un crecimiento del beneficio neto del 16,86% compuesto anual. Durante el mismo periodo sus acciones han subido a un ritmo de un 14,25% compuesto anual. Si eliminamos partidas extraordinarias, AMGN ha ganado dinero en cada uno de los últimos 10 años, siendo la empresa más rentable del sector biotecnológico con mucha diferencia.

Sus múltiplos son más bajos que los del sector farmacéutico, a pesar de haber experimentado unos crecimientos mayores. Esto es debido a la percepción de mayor riesgo del sector biofarmacéutico. En la actualidad sus múltiplos se encuentran en zona de mínimos, muy alejados de sus medias históricas. Creemos que el empeoramiento progresivo del balance tiene mucho que ver con este movimiento y por ello no esperamos demasiada expansión en múltiplos hasta que su balance se fortalezca o salgan al mercado importantes nuevos compuestos. Así que dejamos un PER estimado de 20 veces. Si mejora su balance, podríamos aumentarlo hasta las 25 veces.

Si introducimos los inputs en nuestro modelo de descuento de flujos, y aplicando un retorno esperado del 11% anual, los precios actuales descuentan un crecimiento del beneficio entre el 3,63% y el 5,97% anual durante los próximos 10 años. Nos parece poco para una empresa con el pipeline de AMGN y un historial de crecimiento que supera el 20% durante la última década. Nuestra estimación de crecimiento va del 7% al 10% anual y esto nos da un valor intrínseco entre \$70 (escenario conservador) y \$90 (escenario agresivo).

7. OPINIÓN DEL ANALISTA

El mercado sigue viendo con recelo a todo el sector biofarmacéutico, y ello salpica a Amgen. Por resultados, tamaño y pipeline, creemos que a Amgen no se le debe comparar con las biopharmas sino que se le puede considerar una auténtica farmacéutica y a ellas se le debe comparar. Este hecho, lógicamente, disminuiría las primas de riesgo y aumentaría la valoración de la acción.

Nosotros la hemos introducido en el sector pharma y como tal la hemos valorado. Sin embargo, las primas de riesgo aplicadas las situamos en la parte alta. No nos gusta su balance o, mejor dicho, nos parece que tiene un balance que puede frenar los planes de expansión de la compañía. Su crecimiento está basado en gasto e inversiones y para ello necesitas tener un balance muy saneado.

Creemos que la compañía ha relajado la austeridad financiera debida y ha disfrutado de un periodo de alto crecimiento gracias a sus patentes. Pero cuando éstas expiren, los buenos tiempos habrán terminado y tendrá que introducir un nuevo pilar en su estrategia: control del gasto. Y es un pilar al que Amgen no está acostumbrada.

Por otro lado, en cinco años deberá regenerar el 94% de sus ventas ya que las patentes expiran. Va a ser el primer gran cambio de cartera de productos en la historia de la compañía. Este hecho supone, también, un incremento en la prima de riesgo. Su pipeline nos permite ser optimistas en cuanto a dicha regeneración, pero no estamos seguros de cómo va a digerirla la compañía.

En el apartado de valoración hemos puesto nuestras valoraciones para los dos escenarios que barajamos. En primer lugar, hemos puesto el escenario de prudencia, que es el que estamos comentando ahora. En segundo lugar, hemos puesto un escenario más optimistas, para aquellos inversores que confíen en el éxito de la estrategia de Amgen y en la próxima regeneración de la compañía.

En cualquier caso, a los precios actuales nos parecen una buena oportunidad de compra para el inversor de largo plazo.

ASTRAZENECA PLC. (AZN)



1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Datos Generales

AZN nace de la fusión entre la farmacéutica sueca Astra AB con la farmacéutica británica Zeneca Group PLC en 1999, para formar la sexta compañía farmacéutica mundial, con unas ventas en 2006 de \$26.475 millones y una cuota de mercado mundial del 4,90%. Su beneficio operativo alcanzó los \$8.216 millones y su Free Cash Flow fue de \$6.788 millones. Cuenta con una plantilla mundial que supera los 66.000 empleados y una capitalización bursátil de más de \$74.000 millones.

Segmentos y productos más importantes

AZN opera en tres segmentos: Pharma, Aptium Oncology (un centro especializado en tratamientos contra el cáncer) y Astra Tech (fabricante de instrumental médico e implantes). Sin embargo, el segmento principal es el Pharma, con más del 96% de las ventas totales. En él nos vamos a centrar en este análisis.

Dentro del segmento Pharma, Astrazeneca tiene seis áreas de trabajo: 1) Cardiovascular, con el 23,11% de las ventas y tres blockbusters; 2) Gastrointestinal, con el 25,05% de las ventas y dos blockbusters; 3) Neurológico, con el 17,77% de las ventas y un blockbuster; 4) Oncológico, con el 16,10% de las ventas y tres blockbusters; 5) Respiratorio e Inflamatorio, con el 11,90% de las ventas y dos blockbusters; y 6) Infeccioso, con el 2,56% de las ventas. En total cuenta con 11 blockbusters, la mayor cantidad de blockbusters del sector.

Sus principales productos por ventas son:

NONBRE	TRATAMIENTO	VENTAS 2006	PATENTE
Nexium	Gastrointestinal	\$5.182 millones	2015
Seroquel	Neurológico	\$3.416 millones	2009
Crestor	Cardiovascular	\$2.028 millones	2016-2021
Seloken/Tropol-XL	Cardiovascular	\$1.795 millones	Sin protección
Arimidex	Oncológico	\$1.508 millones	2009
Losec/Prilosec	Gastrointestinal	\$1.371 millones	Sin protección
Pulmicort	Respiratorio e Inflamatorio	\$1.292 millones	2019
Casodex	Oncológico	\$1.206 millones	2008
Symbicort	Respiratorio e Inflamatorio	\$1.184 millones	2009
Atacand	Cardiovascular	\$1.110 millones	2015
Zoladex	Oncológico	\$1.008 millones	2011-2022

Estos once medicamentos suman un total de \$21.100 millones en ventas, lo cual representa un 79,70% de las ventas totales de 2006. La fecha media ponderada de expiración de patentes es 2013. Por tanto, la cartera de productos de AZN es muy joven y sus patentes no representan un problema a medio plazo.

Pipeline

Aunque la cartera de productos de AZN no está amenazada por las pérdidas de patentes hasta 2013, la compañía se ha esforzado en crear un pipeline muy completo, diversificado, bien repartido por todas las fases de ensayo y con un gran potencial.

El 2006 la compañía invirtió \$3.900 millones en I+D y en ella empleó a más de 12.000 personas. Esto representan un 14,73% de las ventas (cercana a su media histórica del 15%) y un 18,18% de su fuerza laboral respectivamente. Su inversión en I+D ha crecido al 6,56% anual durante los últimos siete años.

Sin haber hecho, por tanto, un esfuerzo grande en I+D, la compañía ha sacado el máximo provecho del mismo. Su gestión del pipeline nos parece muy inteligente, centrándose en las áreas de mayor potencial con menor coste. En el último año han tenido que abandonar algunas importantes líneas de trabajo (hipertensión, parkinson, insomnio...) para potenciar otras ((diabetes, obesidad, analgesia...). Una de sus principales apuestas son los compuestos biológicos. Así mismo, en 2006 han tenido que detener los ensayos de dos importantes compuestos en fase III.

A pesar de todo ello, su pipeline es muy completo. Sus compuestos se reparten de la siguiente manera: 70 compuestos en Fase Preclínica, 23 compuestos en Fase I, 20 compuestos en Fase II y 28 compuestos en Fase III. Un total de 141 programas de trabajo, con un 19,86% de los mismos en fase III y un 14,18% en Fase II. Parece que el crecimiento a medio y largo plazo queda asegurado.

2. ESTRATEGIA

La estrategia de AZN se construye sobre tres pilares. El primero de ellos es reforzar su pipeline con nuevos medicamentos y extensiones de los ya existentes, para impulsar el crecimiento futuro y asegurar, en la medida de lo posible, unos ingresos constantes. Para ello destina cerca del 15% de sus ventas a inversión en I+D, realiza operaciones corporativas y externaliza determinadas investigaciones. Recientemente ha acordado la compra de MedImmune por \$15.200 millones.

El segundo pilar, consiste en sacar el máximo potencial de sus productos ya comercializados, mediante la gestión de todo su ciclo de vida y una mejor comunicación con los pacientes. Para ello invierte en sus marcas y en su red comercial, para situar sus productos en una posición de liderazgo en los nichos de mayor crecimiento. En este sentido, la apuesta de la compañía por los compuestos biológicos nos parece muy acertada.

El tercer y último pilar consiste en el control del coste para aumentar los márgenes y la rentabilidad. AZN ha iniciado varios programas de reestructuración para mejorar la

productividad y la eficiencia. La compañía espera un coste de reestructuración inferior a los \$2.500 millones y unos ahorros de \$900 millones anuales a partir de 2010.

3. POSICIÓN FINANCIERA

Con unos Activos Financieros valorados en \$5.915 millones y unos Pasivos Financieros por valor de \$15.399 millones, su Activo Financiero Neto es de - \$9.484 o un 63,37% de los Fondos Propios. Su apalancamiento financiero está en la parte alta del sector, con una lectura de 3,18 veces. Así mismo, su ratio Deuda Total/Fondos Propios es de 1,03. Debido a la compra de MedImmune su balance se ha empobrecido mucho. Su rating ha sido rebajado hasta CCC+ (S&P). Y aunque, teniendo en cuenta su cartera y su pipeline, creemos que AZN tiene capacidad operativa más que suficiente para mejorar ese rating en los próximos años. Nos parece una opción poco atractiva por su debilidad financiera.

A corto plazo, su Working Capital es de - \$8.855 millones y su Current Ratio es de 0,64 veces. No nos gusta. Aunque, como hemos dicho, es cierto que genera mucho cash flow, nos parece que en el sector hay opciones mucho más interesantes.

4. POSICIÓN OPERATIVA

Riesgos

Podemos agrupar en tres los principales riesgos a los que se enfrenta AZN, comunes a todo el sector de las grandes farmacéuticas:

1. Pricing. Las presiones políticas y el incremento del poder de negociación de las grandes aseguradoras hacen que GSK pierda poder de precio en sus productos. Esto va a producir un aumento de las ventas que se verá compensado en un descenso de los márgenes, con lo que el beneficio final no se verá demasiado afectado según nuestras estimaciones.
2. Competencia. Dentro de las grandes farmacéuticas es muy dura la competencia con medicamentos que tratan las mismas dolencias. Aunque la competencia en precio no es muy dura, es un factor a tener en cuenta.
3. Absorción de MedImmune. La compra de MEDI va a marcar un antes y un después en la historia de AZN, ya que es la mayor adquisición de toda su historia. Los próximos años serán críticos para analizar cómo se han integrado estas dos compañías.
4. Posición Financiera. La debilidad del balance de AZN, aunque creemos que es temporal, le va a quitar mucha flexibilidad financiera, tan necesaria en este sector. Creemos que es uno de los mayores puntos débiles de la compañía.

Ventajas Competitivas

1. Pipeline. Su pipeline es impresionante, con 141 programas de investigación abiertos. Desde 2004, el número de compuestos que conforma su pipeline ha

crecido un 55%. Sin duda, es uno de los mejor distribuidos y más prometedores pipelines del sector.

2. Cartera de productos. AZN tiene una de las mejores, si no la mejor, cartera de productos. Está muy diversificada en seis áreas de tratamiento de alto crecimiento y tiene la mayor concentración de blockbusters del sector (11 en total).
3. Patentes. Astrazeneca tiene una cartera de productos muy joven, con una fecha de vencimiento de patentes ponderada media de 2013. Esto le garantiza cierta tranquilidad operativa, ya que tiene tiempo más que suficiente para desarrollar nuevos compuestos y extender los tratamientos ya existentes.

5. RENTABILIDAD

Es una de las empresas menos rentables del sector según criterios GAAP. Su ROA alcanzó en 2006 un 9,04% (frente al 10,40% del sector) y su ROE fue de un 13,53% (frente al 20,80% del sector). Por su parte, el margen neto fue de un 16,59% que se sitúa en la parte más baja del sector.

Ahora bien, su historial de rentabilidad es impecable. Desde la fusión de Astra AD con Zeneca Group en 1999, la nueva empresa nunca ha perdido dinero. De hecho, desde 1999 ha mostrado una constante tendencia alcista tanto en su beneficio neto como en su cash flow operativo y libre. Sus tasas de crecimiento se sitúan a la cabeza del sector, con un crecimiento anual en ventas del 8,32% desde 1999 y del 11,99% desde 2004. Así mismo, su beneficio operativo ha crecido anualmente al 12,64% desde 1999 y al 26,13% desde 2004. Aunque creemos que en el futuro su tasa de crecimiento se acercará a la media anual, éste seguirá siendo fuerte.

La rentabilidad para los accionistas es atractiva, según nuestro punto de vista, con una rentabilidad por dividendo que supera el 3,60%. AZN es una empresa que siempre ha pagado dividendos, aunque desde 1999 hasta 2002 su crecimiento fue del 0%. A partir de 2002, el crecimiento del dividendo fue del 25,20% compuesto anual. Creemos que esta tasa de crecimiento se reducirá en los próximos años hasta que reduzca el nivel de endeudamiento por la compra de MEDI. Su tasa de crecimiento esperada para los próximos años es ligeramente superior al 8%.

Por otro lado, AZN ha recomprado acciones por valor de \$13.319 millones desde 1999. En 2006 recompró acciones por valor de \$4.147 millones y durante 2007 espera recomprar otros \$4.000 millones. Estas cantidades, aunque espectaculares, se ven rebajadas por la emisión de \$985 millones en acciones durante 2006, por los programas de stock options de sus directivos.

6. VALORACIÓN

A los precios actuales creemos que AZN está ligeramente infravalorada, aunque su balance nos hace desconfiar de la compañía. Aunque Astrazeneca es capaz de generar grandes cantidades de dinero, durante los próximos años esos ingresos serán para sus

bonistas y no para sus accionistas. Por otro lado, la compra de MEDI le va a quitar libertad para enfrentarse a nuevos proyectos de inversión.

Desde su nacimiento, el mercado ha sido injusto con AZN. Mientras que sus ventas crecieron a un ritmo del 8,32% y su beneficio operativo no GAAP a un 13,44%, las acciones de la compañía a penas se han movido. Cuentan casi lo mismo hoy que en 1999, cuando el beneficio neto no GAAP de la compañía era de \$2.508 millones frente a los \$6.063 millones actuales. Es cierto que el riesgo financiero se ha incrementado mucho recientemente, pero no tanto como para justificar semejante apatía en la cotización.

Si analizamos las cuentas con las magnitudes GAAP, no con las reportadas, su PER es de 17,57 veces frente al PER Reportado 12,62. Así mismo, su ROE GAAP es de 13,53% frente al 39,33% reportado. Sus múltiplos actuales están en la zona más baja de su rango histórico, aunque nos parecen un poco elevados para la mediocre rentabilidad de la compañía.

Según nuestro modelo inverso de descuento de flujos, los precios actuales suponen un crecimiento implícito del beneficio GAAP del 5,97% anual. Nosotros esperamos un crecimiento mayor, cercano al 8%. Esto nos deja un valor intrínseco para AZN de \$55, penalizado por su balance hasta quedarse finalmente en la zona de \$50. A los precios actuales, no encontramos suficiente margen de seguridad para entrar en el valor. Los más arriesgados podrían comprarla en la zona de \$35.

Hemos dado precios objetivo y niveles de compra en dólares, para ser coherentes con la valoración por criterios GAAP que hemos seguido. Creemos que es mejor valorar AZN con criterios GAAP en vez de con los datos reportados porque 1) son más conservadores y 2) facilitan la comparación con los datos de las otras empresas de este análisis.

7. OPINIÓN DE ANALISTA

La verdad es que me da pena no recomendar una compra a los precios actuales pues su pipeline y su cartera de productos me parece de las mejores que he visto. Sin embargo, la baja rentabilidad GAAP de la compañía y su nefasto balance, penalizan su valoración. Si durante los próximos años la rentabilidad y la posición financiera mejoran, podríamos ir subiendo su valor intrínseco y, por tanto, su precio de compra. Pero hoy por hoy esto no es posible.

GLAXOSMITHKLINE PLC. (GSK)



1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Datos Generales

La compañía británica GSK, es la segunda mayor farmacéutica del mundo y la primera de Europa. Creada en 1.999, es el resultado final de cuatro fusiones: GlaxoWellcome (formada por la fusión de Burroughs Wellcome y Glaxo Laboratories) y SmithKline Beechan (formada por la fusión de Beecham y SmithKline and French). Sus ventas en el año 2006 fueron de £23.200 millones y su beneficio operativo superó los £7.800 millones. Su cuota de mercado es de un 7,10%. Cuenta con más de 100.000 empleados y una capitalización bursátil de £72.750 millones.

Segmentos y productos más importantes

GSK opera en dos segmentos: el Farmacéutico (86% de las ventas) y el de Consumer Health (14% de las ventas). Dentro del segmento Farmacéutico, la compañía produce tratamientos contra problemas respiratorios (£4.995 millones en ventas), problemas del sistema nervioso central (£3.642 millones), antivirales (£2.827 millones), metabólicos (£1.875 millones), vacunas (£1.692 millones), problemas cardiovasculares y urogenitales (£1.636 millones), productos antibacterianos (£1.369 millones), oncológicos (£1.069 millones) y otros (£973 millones). Seis de sus productos se encuentran entre los 60 medicamentos más vendidos del mundo. Sus compuestos más importantes, por ventas, son:

NOMBRE	TRATAMIENTO	VENTAS 2006	PATENTE
Seretide/Advair	Asma	£3.313 millones	2014
Vacunas	Varios	£1.692 millones	
Avandia	Diabetes Tipo 2	£1.645 millones	2014
Lamictal	Epilepsia	£996 millones	2009
Wellbutrin	Antidepresivo	£900 millones	2006
Zofran	Trastornos por quimioterapia	£847 millones	2006
Valtrex	Herpes	£845 millones	2009
Coreg	Cardiovascular	£779 millones	2007
Imigran/Imitrex	Migrañas	£711 millones	2009
Flixotide/Flovent	Asma	£659 millones	2014

Teniendo en cuenta que las ventas totales 2006 de GSK fueron de £23.200 millones, en el año 2009 sólo habrá perdido la patente de un 22% de sus ventas. Como los productos de su segmento Consumer Health no están protegidos por patentes, sino que se mueven dentro del campo de las marcas comerciales, y éstos representan el 14% de las ventas, creemos que la cartera de productos de GSK se encuentra bien protegida hasta 2014. No

creemos que la pérdida de patentes pueda afectar de forma significativa a los ingresos de GSK.

El segmento de Consumer Health experimentó un crecimiento del 3% anual durante los últimos tres años, frente al crecimiento del 6% anual de la división farmacéutica. Vemos favorable el liderazgo de la división farmacéutica pues los márgenes de ésta, debido a la protección de las patentes, son muy superiores a los de aquella (35,49% frente a 21,70%). Los productos más importantes de la división CH son: Lucozade (£301 millones), Aquafresh (£283 millones), Sensodyne (£257 millones), Panadol (£207 millones) y Ribena (£169 millones).

Pipeline

El pipeline de GSK es uno de los más prometedores del sector. Al tener una cartera de productos bien protegida por las patentes, los compuestos en fase de estudios clínicos van a servir para impulsar notablemente las ventas y los beneficios durante los próximos 5-6 años.

La inversión de GSK en I+D alcanza los £3.457 millones (o un 14,88% de las ventas). Durante 2007, gracias a dichas inversiones, la compañía espera lanzar al mercado cinco nuevos productos farmacéuticos para tratar dolencias tales como el cáncer de mama, cáncer cervical, alergias, rinitis, fallos de corazón y migrañas entre otros. Así mismo, la división de consumo afronta el 2007 con el lanzamiento de 10 nuevos productos, siendo el más importante el de un nuevo compuesto para luchar contra la obesidad (de venta sólo en USA). También durante 2007 esperan la aprobación para diversas vacunas de alto espectro.

Al margen de dichos productos de inminente lanzamiento al mercado, el pipeline de GSK se completa con: 60 compuestos en ensayos preclínicos, 39 compuestos en Fase I, 62 compuestos en Fase II y 32 compuestos en Fase III. Hay que destacar los esfuerzos de GSK por situarse a la cabeza del tratamiento contra el cáncer y por ser líder mundial en producción de vacunas (actualmente es el segundo productor mundial de vacunas).

2. ESTRATEGIA

La estrategia de GSK es clara:

- a) Potenciar el desarrollo interno de compuestos frente al desarrollo externo. Aunque durante los últimos tres años ha invertido más de £1.800 millones en adquisiciones, nos parece una cantidad muy pequeña para una empresa del tamaño de GSK. Este hecho, unido a las aperturas de nuevos centros de I+D, nos indica claramente que la directiva se ha propuesto desarrollar de forma interna los compuestos futuros de GSK.
- b) Mejorar su red comercial. Después de Pfizer, la red comercial de GSK es la mejor del sector. Los esfuerzos de la compañía en mejorar la eficiencia y una mayor interacción entre su fuerza comercial y sus clientes son notables.

- c) Control de gastos. Los gastos operativos de la compañía han crecido al 0,39% anual durante los últimos tres años, frente a un crecimiento anual del 7,80% de las ventas. Los márgenes operativos han pasado del 28,80% en 2004 al 33,62% en 2006. Parece que la directiva espera que esta tendencia siga en el futuro.

3. POSICIÓN FINANCIERA

Sin tener una posición financiera débil, nos parece que el balance de GSK no es todo lo fuerte que debería. Con unos Activos Financieros de £3.804 millones y unos Pasivos Financieros de £6.198 millones, el Activo Financiero Neto de la compañía es de -£2.394 millones (un 21,68% de sus Fondos propios). No representa un problema para una empresa cuyo free cash flow del año 2006 alcanzó los £2.600 millones, pero dista mucho del AFN de Pfizer de \$19.651 millones. Su ratio Deuda Total/Fondos Propios es de 0,56 y su apalancamiento financiero es de 2,43 veces. No supone un problema para una empresa con unos flujos de caja tan grandes, pero consideramos que su balance está en la parte baja del sector. El rating de su deuda a largo plazo es de AA (según S&P) y Aa2 (según Moody's).

4. POSICIÓN OPERATIVA

Riesgos

Podemos agrupar en cuatro los principales riesgos a los que se enfrenta GSK, comunes a todo el sector de las grandes farmacéuticas:

1. Pricing. Las presiones políticas y el incremento del poder de negociación de las grandes aseguradoras hacen que GSK pierda poder de precio en sus productos. Esto va a producir un aumento de las ventas que se verá compensado en un descenso de los márgenes, con lo que el beneficio final no se verá demasiado afectado según nuestras estimaciones. Estas amenazas en poder de precios son mayores en USA que en Europa, lo cual afecta directamente a GSK pues el mercado norteamericano representa el 48% de sus ventas.
2. Patentes. Aunque hasta 2014 los principales medicamentos de GSK están protegidos por patentes, a partir de esa fecha el 100% de las mismas habrán expirado. Creemos que por la extensión de su pipeline, así como por los 19 productos que planea lanzar en 2007, este no debe ser un problema grave para GSK, aunque sí hay que tenerlo en cuenta.
3. Competencia. Dentro de las grandes farmacéuticas es muy dura la competencia con medicamentos que tratan las mismas dolencias. Aunque la competencia en precio no es muy dura, es un factor a tener en cuenta.
4. Riesgos Financieros. Su posición financiera no es muy holgada, por lo que podría llegar a tener problemas si algunos de sus próximos lanzamientos no tienen el éxito esperado.

Ventajas Competitivas

Glaxo es una empresa que goza de importantes ventajas competitivas. Las más importantes son:

1. Pipeline. Con 94 compuestos en Fase II y Fase III, GSK tiene uno de los pipeline más completos para los próximos años. Podríamos esperar el lanzamiento de más de 10 productos al año durante los próximos cinco años. Los 19 lanzamientos que se esperan para el año que viene van a suponer un fuerte aumento del crecimiento, según la propia compañía.
2. Patentes. Glaxo tiene una cartera de productos muy bien protegida por las patentes. Esto, unido a los próximos lanzamientos, hace que la cartera de GSK se una de las más estables y prometedoras del sector. Esto le permite centrarse en la creación de nuevos productos y no destinar tantos fondos a fines judiciales para litigar por las patentes a punto de expirar.
3. Economías de Escala. Por ser la segunda farmacéutica más grande del mundo, su tamaño le permite aprovechar las economías de escala tanto en el terreno comercial como en la investigación de nuevos compuestos.
4. Poder Comercial. Su red comercial, con casi 85.000 empleados en total, es la más fuerte del sector. Gracias a ello goza de una cuota del mercado mundial del 6,30%, sólo superada por Pfizer, con más de un 8%. Gracias a su red comercial y a sus nuevos compuestos, espera un crecimiento de las ventas superior al 40% en 10 años, con un crecimiento anual del beneficio del 8%.

5. RENTABILIDAD

Debido a la importancia en ventas de su división de consumo, los márgenes de GSK son inferiores a los de sus competidores más rentables y su rentabilidad está por debajo de la media sectorial.

Su ROA es de un mediocre 8,17%. Por su parte, el ROE es de un 12,88% fruto de un mayor apalancamiento financiero que la media del sector. Según Morningstar, el ROA del sector es de un 10,40% y el ROE es de un 25,20%. Durante 2006, generó un 7,62% de su Activo Total en CFO y de cada £1 de ventas, obtuvo £0,09 de Free Cash Flow. Es, por tanto, una rentabilidad bastante mediocre.

La rentabilidad de los accionistas sin embargo es muy alta. En primer lugar, está establecido un plan de recompra de acciones por valor de £7.000 millones. Eso es casi el 10% de la compañía. Por otro lado, sus dividendos han crecido a un ritmo superior al 4,50% anual durante los últimos 5 años. Actualmente su rentabilidad por dividendo supera el 3,50%.

6. VALORACIÓN

A los precios actuales GSK está infravalorada. Sus múltiplos se encuentran por debajo de sus múltiplos históricos y por debajo de la media del sector. Aunque su rentabilidad actual sea bastante mediocre, creemos que su pipeline tiene un potencial elevado y que durante los próximos años tanto rentabilidad como crecimiento irán en aumento.

Si utilizamos un retorno requerido del 10%, los precios actuales suponen un crecimiento implícito del BPA inferior al 3,15% anual. Sin embargo, creemos que por la cantidad de nuevos productos que espera lanzar al mercado en 2007, unido a los 94 compuestos en Fase II y Fase III, dicho crecimiento podría alcanzar el 7% durante los próximos años (en línea con las estimaciones más bajas hechas por la directiva de Glaxo). A pesar de ello, no esperamos una mejora sustancial en el crecimiento de los flujos de caja o, al menos, no esperamos que los flujos de cada crezcan al mismo ritmo que los beneficios contables. En base a esto, establecemos el precio objetivo de GSK en la zona de los 1.700p.

6. OPINIÓN DEL ANALISTA

Las incertidumbres derivadas de su cartera de productos son muy pocas. La protección de patentes (muy robusta hasta 2014), la extensión de su pipeline (con 94 compuestos en Fase II y III) y los productos que planea lanzar al mercado durante 2007, hacen que la prima de riesgo derivada de su cartera actual sea muy baja. A este punto colabora también la importancia de su división de consumo, ya que GSK goza de marcas de reconocido prestigio comercial, como Nicorette y Sensodyne.

Los mayores peligros vienen de la mano de posibles noticias negativas sobre algunos de sus principales compuestos. La más reciente es la que afectó al Avandia, su medicamento estrella contra la diabetes tipo 2, y que puso de manifiesto un aumento del riesgo de infarto derivado de su consumo. Aunque finalmente el medicamento no va a ser retirado, creemos que la imagen del mismo quedará afectada durante los próximos meses. Más noticias de este tipo sí podrían generar problemas en la cartera de medicamentos de GSK.

Bajo nuestro punto de vista, el principal problema de la compañía es su posición financiera. Debido a esto le hemos puesto una prima de riesgo igual a la del sector (y no inferior, como debería ser por la solidez de su cartera de productos).

El crecimiento de Glaxo tiene tres frentes: 1) los tratamientos contra el cáncer, 2) la producción de vacunas y 3) su división de consumo. El envejecimiento de la población de los países desarrollados, unido al poder de sus marcas comerciales y a los nuevos productos desarrollados en esos tres campos, hacen que seamos optimistas respecto al crecimiento de la compañía.

JOHNSON & JOHNSON (JNJ)



1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Datos Generales

Johnson & Johnson es una compañía norteamericana fundada por los hermanos Robert Wood Johnson y Edwar Meadn Jonson en 1887. Su actividad consiste en la creación, desarrollo, producción y venta de una gran cantidad de productos de cuidado de la salud. En la actualidad cuenta con más de 250 subsidiarias que comercializan sus productos por todo el mundo. Opera en tres segmentos: consumo, farmacéutico y aparatos médicos y diagnosis. En 2006 compró a Pfizer su división de consumo por \$16.600 millones. Ese mismo año generó unas ventas por valor de \$53.324 millones y un beneficio neto de \$11.053 millones. Su capitalización bursátil es de \$175.390 millones y a fecha 31 de Diciembre de 2006 tenía 122.200 empleados, aunque recientemente anunció el despido de 4.800. Es la séptima compañía farmacéutica mundial, con una cuota de mercado del 4,4%.

Segmentos y productos más importantes

JNJ opera en tres segmentos bien diferenciados: consumo, farmacéutico y médico (aparatos médicos y diagnosis).

Su división de consumo es una de las más potentes del mundo. Comercializa una amplísima variedad de productos: cuidado infantil, cuidado de la piel, higiene bucal, desinfección de heridas, cuidados femeninos, nutrición y productos farmacéuticos sin receta. Algunas de sus principales marcas son: Carefree, Clean & Clean, Johnson's Baby, Neutrogena, RoC, Pepcid y Listerine entre otras. Las ventas totales de esta división ascendieron en 2006 a \$9.774 millones, lo que supone un 18,33% de las ventas totales.

Su división farmacéutica generó unas ventas totales por valor de \$23.267 millones, lo cual supone un 43,68% de las ventas. Las áreas terapéuticas en las que trabaja, con 29 programas de desarrollo en Fase III y más de 40 repartidos en las primeras fases, son: antibacterias, cardiovascular, anticonceptivos, dermatológica, gastrointestinal, neurología, oncología, sistema nervioso central, urología y virología, entre otras. Sus compuestos más importantes son:

NOMBRE	TRATAMIENTO	VENTAS 2006	PATENTE
Risperdal/Risp. Consta	Esquizofrenia	\$4.183 millones	2008
Procrit/Eporex	Incremento células rojas	\$3.180 millones	Sin protección
Remicade	Artritis	\$3.013 millones	2013
Topamax	Migrañas	\$2.027 millones	2008
Levaquin/Floxin	Respiratorio	\$1.530 millones	2010
Duragesic	Analgésico	\$1.295 millones	Sin protección

Aciphex/Pariet	Antiácido	\$1.239 millones	2008
Concerta	Hiperactividad	\$900 millones	2018
Anticonceptivos		\$1.016 millones	

Estos compuestos representan el 79% de las ventas de su división farmacéutica. Su fecha media pondera de vencimiento de patente es 2010, por lo que su crecimiento a medio plazo tiene una gran dependencia de su pipepline.

Su división médica se dedica al diseño, fabricación y comercialización de aparatos médicos y herramientas de diagnosis. Las ventas de este segmento alcanzaron en 2006 los \$20.283 millones, lo cual supone un 38,04% de las ventas totales.

2. ESTRATEGIA

El principal objetivo de JNJ es ser el número uno o número dos mundial en cada uno de los segmentos en los que opera. Para ello refuerza el poder de marca de cada uno de sus productos y, si es necesario, recurre a la compra de otras empresas o divisiones de otras empresas, como la adquisición de Pfizer Consumer HealthCare en 2006 por \$16.600 millones.

Su organización está claramente descentralizada, lo que les permite disfrutar de una mayor flexibilidad que sus competidores. Este especial contacto con los clientes le ha valido una cartera de productos farmacéuticos muy “inteligente” y rentable. Se centran en nichos de alto crecimiento en los que sus competidores aun no han posicionado ninguno de sus productos. De esta forma, JNJ obtiene un monopolio en cada nicho y, una vez expirada la patente, no sufre los efectos de los genéricos. Siguiendo esta estrategia ha desarrollado un impresionante pipeline durante los últimos años.

Los otros dos pilares sobre los que sustenta su crecimiento son: la inversión en I+D y el control de costes. La inversión en I+D (que en 2006 alcanzó el 13,36% de las ventas totales) es creciente en cada uno de sus segmentos, desde la división de consumo hasta su productor de ortopedias DePuy. Sus 27 compuestos en Fase III y sus 16 compuestos en vías de aprobación o aprobados en los últimos 12 meses son una clara prueba de sus éxitos en I+D (varios de ellos tienen expectativas de convertirse en sus próximos blockbusters). El 30% de sus ventas de 2006 fueron obtenidas con productos lanzados en los últimos cinco años.

Respecto a su control de costes, la evolución de los márgenes es la prueba más irrefutable: ha pasado de un coste operativo total (coste de los materiales vendidos más gastos de ventas y administrativos) del 70,34% de las ventas en 1996 al 60,93% en 2006. Recientemente ha anunciado una reducción de \$1.000 millones en costes al año. Parece que esta tendencia va a seguir en el futuro.

3. POSICIÓN FINANCIERA

A pesar de la compra de la división de consumo de Pfizer, el balance de JNJ sigue estando increíblemente saneado. La directiva está convencida de las fortalezas que genera un balance sólido y prueba de ello es que han mantenido su ratio Deuda

Total/Fondos Propios en 0,15 desde 1997. En su balance muestra unos activos financieros por valor de \$6.788 millones, frente a unos pasivos financieros de \$6.483. Esto deja un Activo Financiero neto de \$305 millones. Nada preocupante para una empresa con rating crediticio AAA, que durante 2006 generó un cash flow operativo de \$14.248 millones. El tipo medio ponderado de su deuda es de un 5,23%.

A corto plazo, con \$5.571 millones en cash, la liquidez de JNJ está asegurada. Su Working Capital es de \$6.821 millones y su Current Ratio de 1,36.

Respecto a la deuda fuera de balance, según nuestros análisis de las notas de los estados financieros, no hay nada grave.

4. POSICIÓN OPERATIVA

Riesgos

Los riesgos de JNJ dependen en gran medida del segmento que estemos analizando.

El principal riesgo de su segmento de consumo es un debilitamiento de sus marcas y un cambio inesperado de los gustos de los consumidores. Por otro lado, a medida que los grandes centros de distribución van ganando poder negociador, los márgenes de JNJ pueden verse disminuidos.

Los riesgos de la división farmacéutica y de la división médica son prácticamente los mismos. En primer lugar, la pérdida de protección de patentes puede suponer un duro descenso en el volumen de ventas y, por extensión, del beneficio. Las presiones en los precios por parte de los gobiernos y de otras organizaciones (como aseguradoras) puede reducir severamente los márgenes. Por último, es muy importante que JNJ sea capaz de mantener sus productos en el nivel tecnológico más alto. Si las soluciones que proponen se quedan obsoletas, las ventas van a reducirse de forma rápida y drástica.

Por último, todos los segmentos en los que opera la compañía se ven atacados constantemente por los numerosos competidores, algunos muy importantes. Destacan Pfizer, GlaxoSmithKline, Procter & Gamble, Unilever, Sanofi-Aventis, Medtronic, Boston Scientific...

Ventajas competitivas

JNJ goza de las siguientes ventajas competitivas:

1. Economías de escala. JNJ ha conseguido colocarse como uno de los competidores más grandes del mundo en cada uno de los segmentos en los que opera. Así mismo, en los nichos donde es más pequeño (como su división de cirugía) se ve ayudado por las sinergias producidas con los segmentos en los que su tamaño es mayor. Gracias a ello su directiva ha conseguido reducir año a año los costes incurridos.
2. Patentes. JNJ goza de importantes patentes que le permiten explotar determinados compuestos de forma muy rentable. En el segmento médico las

patentes juegan también un papel esencial en la lucha contra sus competidores más importantes, como Medtronic y Boston Scientific.

3. Marcas. Son vitales en su división de consumo. Marcas como Clean & Clean y Listerine le aseguran unas ventas recurrentes y crecientes año a año. En muchos de sus productos es líder mundial de ventas.
4. Pipeline. La directiva de JNJ ha conseguido diseñar un pipeline muy prometedor. Durante los últimos años ha conseguido lanzar al mercado productos de mucho éxito que alcanzan en 2006 más del 30% de las ventas totales. Así mismo, dos de sus blockbuster, aun habiendo expirado la protección de la patente, se mantienen en lo más alto de las ventas por no tener un competidor genérico fuerte. Así mismo, tiene más de 40 compuestos en últimas fases de desarrollo, algunos de ellos con un gran potencial de ventas.
5. Dirección y estructura. La directiva de JNJ es uno de sus principales activos. Han conseguido construir una empresa con más de 30 años consecutivos de crecimiento en ventas y con uno de los mayores historiales de rentabilidad del sector. Así mismo, la estructura descentralizada le permite adaptarse con más rapidez a las necesidades del mercado con mayor crecimiento potencial. Podemos decir que JNJ suele anticiparse a su competencia.
6. Fuerza financiera. Con un balance muy saneado y una generación de cash flow impresionante, JNJ tiene capacidad financiera más que de sobra para iniciar cualquier proyecto de inversión que crea oportuno por muy grande que sea. La compra de Pfizer Consumer HealthCare es una clara prueba de ello.

5. RENTABILIDAD

JNJ es una de las empresas más rentables en cada uno de los segmentos en los que opera. Su ROA total es de 14,1% frente al 10,4% del sector, mientras que su ROE es del 25,2% frente al 20,8% del sector. Estas diferencias son mayores si analizamos las rentabilidades por segmentos. Así, el ROA del segmento de consumo, que el pasado ejercicio sólo ha sido del 5,41% penalizado por la compra de la división de Pfizer, tradicionalmente supera el 23% frente al 8,9% del sector. El ROA de su segmento farmacéutico es uno de los más elevados, alcanzando el 36,67% frente al 10,4% del sector. Por último, el ROA de la división médica es de un 32,93% frente al 7,3% del sector. Las diferencias son abismales, y es que la directiva ha conseguido un turnover superior a la media del sector y con unos márgenes mayores.

2006 ha supuesto el septuagésimo cuarto año consecutivo de incremento de las ventas y el vigésimo tercer año consecutivo (con ajustes de elementos extraordinarios) de incremento de los beneficios. Pocas empresas en el mundo tienen un historial de rentabilidad como este. Por otro lado, en 2006 generó en CFO el 20,19% de su Activo Total y por cada \$1 de ventas obtuvo \$0,22 en Free Cash Flow.

Su rentabilidad por dividendo supera el 2,50%. En 2006 la compañía incrementó su dividendo por cuadragésimo cuarto año consecutivo. La tasa de crecimiento del dividendo durante la última década es de un 14,74% compuesto anual, pasando de un

dividendo por acción de \$0,368 en 1996 a \$1,455 en 2006. En 2006 la compañía recompró acciones por valor de \$5.000 millones. Estamos, por tanto, ante una de las empresas más rentables del mundo.

6. VALORACIÓN

Johnson & Johnson es una de las empresas más infravaloradas del sector. Los precios actuales no se ajustan ni a su perfil de riesgo muy bajo, ni a su rentabilidad, ni a su historial de rentabilidad, ni a su crecimiento potencial. No nos parece razonable que una empresa que tanto en conjunto como segmento a segmento es más rentable que el sector en el que opera, cotice a unos múltiplos muy inferiores a cada una de las medias. Así, el PER de JNJ es de 16,77 veces frente a las 22,6 veces del sector de Productos de Consumo, a las 19,4 veces del sector Farmacéutico y frente a las 90,1 veces del sector de Instrumentos Médicos. Repasen las diferencias en términos de ROA y comprenderán por qué.

Por otro lado, durante los últimos 10 años la acción se ha apreciado un 8,89% compuesto anual mientras que, por ejemplo, las ventas se ha incrementado a un ritmo compuesto anual del 9,57%, el beneficio neto al 14,15%, el cash flow operativo al 13,54% y el valor contable al 12,81%. Dicho de otro modo, la acción ha crecido mucho menos que la empresa. Según nuestros cálculos, para que la acción crezca hasta un nivel semejante al de la empresa, es necesario su precio aumente más de un 30% sobre el precio actual.

Si analizamos los cambios experimentados por la compañía durante la última década, las diferencias son aun más evidentes. Así, tenemos que el ROE en 1996 era de un 23,73% frente al 27,47% actual. Pero no sólo la rentabilidad es ahora superior, sino que los riesgos financieros son muy inferiores. Mientras que en 1996 su ratio Deuda/Equity era del 18,93% en la actualidad es de sólo un 5%. Y, a pesar de todo, el PER en el año 1996 era de 26 veces y en la actualidad no llega a las 17 veces, muy inferior a las 31 veces de PER medio.

Si introducimos los inputs en nuestro modelo de descuento de flujos, con un retorno requerido del 8%, los precios actuales suponen un crecimiento implícito del beneficio del 3% anual durante la próxima década, muy por debajo de su tasa histórica de crecimiento superior al 14% anual. En el año 2006 su beneficio neto se incrementó un 9,87% respecto al del año 2005. Nosotros esperamos una tasa mínima de crecimiento del 7% anual durante los próximos años, lo cual le da un precio objetivo cercano a los \$95 por acción.

7. OPINIÓN DEL ANALISTA

Para nosotros JNJ es una de las mejores empresas del mundo. Su historial de rentabilidad y de crecimiento constante así lo demuestra. Durante los últimos 74 años, a pesar de las guerras, las depresiones económicas, los cambios en la economía, en los mercados, en la población, en los consumidores y en la tecnología, siempre ha tenido un crecimiento en las ventas. Parece una empresa inmune a cualquier catástrofe. Así mismo, en cada uno de los 23 últimos años ha experimentado crecimientos en el

beneficio. Unas veces mayores, unas veces menores pero siempre ha tenido un beneficio superior al de el año anterior. Todo ello hace que el riesgo operativo de la compañía sea uno de los más bajos que hemos conocido.

Su riesgo financiero es también muy bajo, a pesar de unas fuertes inversiones en I+D, un agresivo programa de recompra de acciones, unos dividendos que crecen al 15% anual y unas fortísimas operaciones corporativas. La compra de la división de consumo de Pfizer por un precio de \$16.600 millones no ha debilitado los balances de JNJ.

Sus ventajas competitivas son muy profundas y sostenibles. Prueba de ello es la elevada rentabilidad (muy por encima de las medias del sector) que obtiene en cada uno de sus segmentos. Su capacidad para generar cash flow es de las más poderosas del mundo. Por último, su crecimiento potencial en todos los segmentos plantea un futuro tan prometedor como su pasado, y sus divisiones de consumo y aparatos médicos pueden impulsar el crecimiento de la compañía en caso de que la división farmacéutica flojee.

Sus cualidades como empresa y la ridícula valoración dada por el mercado, hacen que no se nos ocurra ningún argumento para no tenerla en cartera.

ELI LILLY & CO. (LLY)



1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Datos Generales

Eli Lilly & Co (LLY) fue fundada por el Coronel Eli Lilly en Indianápolis en 1876. Aunque su segmento principal de trabajo es el del desarrollo, manufactura y comercialización de compuestos farmacéuticos para humanos, tiene también un segmento de compuestos para animales aunque su importancia en los resultados totales de la compañía es marginal. En 2006 sus ventas superaron los \$15.690 millones y su beneficio neto superó los \$2.660 millones. Es la décima compañía farmacéutica mundial, con una cuota de mercado del 2,8%. Cuenta con más de 49.000 empleados por todo el mundo y su capitalización bursátil supera los \$64.000 millones. Tiene 5 blockbusters.

Segmentos y productos más importantes

Opera principalmente en dos segmentos: humano (que representa el 94,42% de las ventas totales de 2006) y animal (que representa el 5,58%). Dentro del segmento humano, sus principales áreas por ventas son: neurología (42,88% de las ventas), endocrinología (31,96% de las ventas) y oncología (12,87% de las ventas). Durante el año 2006 ha experimentado fuertes crecimientos en estas tres áreas.

Sus diez principales compuestos por ventas son:

NOMBRE	TRATAMIENTO	VENTAS 2006	PATENTE
Zyprexa	Esquizofrenia y trastorno bipolar	\$4.363 millones	2011
Gemzar	Varios tipos de cáncer	\$1.408 millones	2010
Cymbalta	Depresión	\$1.316 millones	2013
Humalog	Diabetes	\$1.299 millones	2013
Evista	Osteoporosis	\$1.045 millones	2014
Humulin	Diabetes	\$925 millones	Sin protección
Alimta	Varios tipos de cáncer	\$611 millones	2011
Forteo	Osteoporosis	\$594 millones	2018
Strattera	Desorden por hiperactividad	\$579 millones	2017
Actos	Diabetes	\$448 millones	Sin protección

Teniendo en cuenta que las ventas 2006 de Lilly fueron de \$15.691 millones, estos 10 medicamentos tienen un peso del 80,25% del total. Dichos medicamentos, ponderados por volúmenes de ventas, tienen una expiración de patente que ronda el año 2012. Por tanto, el año 2012 será clave para la historia de LLY.

Pipeline

La cartera de productos de LLY es joven y buena parte de sus potenciales blockbuster son medicamentos de reciente comercialización. Por todo ello, su cartera está bien protegida y es menos dependiente de sus compuestos en desarrollo que otras grandes compañías del sector. A pesar de ello, el análisis de su pipeline sigue siendo imprescindible.

Los informes de la compañía no son nada claros con el número de estudios clínicos, la progresión, ni el área de estudio de los mismos. LLY no es una compañía transparente en ese aspecto. A pesar de ello, hemos conseguido reunir los siguientes datos:

- En los próximos dos años planea lanzar al mercado 3 importantes compuestos.
- En últimas etapas de desarrollo tiene 5 compuestos, de los cuales el más importante es el Prasugrel. Dicho compuesto pretende desbancar al Plavix como líder en tratamientos cardiovasculares y quedarse con buena parte de sus más de \$6.000 millones anuales en ventas.
- Tiene una buena cartera de compuestos biológicos, aunque su cartera de compuestos cardiovasculares es muy reducida (se resume principalmente en el Prasugrel).
- Según algunos analistas con acceso al detalle de su pipeline, LLY tiene un enorme potencial en sus compuestos en primeras fases de desarrollo. Sin embargo, es un dato que no puedo corroborar.

La estrategia de desarrollo de compuestos de LLY está muy influida por la búsqueda de mejoras en compuestos ya existentes y su extensión a nuevos tratamientos. Su inversión en I+D supera los \$3.000 millones y tradicionalmente supera el 20% de las ventas, lo cual es un ratio superior al de la media del sector. Además, completa con adquisiciones el desarrollo interno de compuestos. Su inversión en I+D ha crecido al 10,75% anual durante la última década.

2. ESTRATEGIA

La estrategia de LLY es clara: lanzar al mercado tratamientos con resultados superiores a los ya existentes, de tal forma que sus compuestos alcancen la categoría de líder en cada tratamiento. Esta estrategia reduce el riesgo de investigación, pues centra sus esfuerzos en tratamientos de alta rentabilidad ya existentes. Sin embargo, para alcanzar los objetivos deseados necesita un esfuerzo financiero muy elevado y de ahí la fuerte inversión en I+D que realiza año a año.

Como complemento de una estrategia de crecimiento tan exigente, LLY se esfuerza en el control de costes. Aunque el aumento de los márgenes es muy pequeño, sí apreciamos un gran esfuerzo por mantener los costes operativos en el entorno del 54%.

3. POSICIÓN FINANCIERA

Debido a su estrategia, la posición financiera de Eli Lilly es especialmente importante. Si analizamos sus ratios de endeudamiento, vemos su ratio Deuda Total/Fondos Propios que ha pasado de 0,55 en 1997 a 0,44 en 2007. Su apalancamiento pasó de 2,71 en 1997 a 2,08 en 2007. De su composición de activos y pasivos financieros, deducimos un Activo Financiero Neto de -\$1.480 millones, lo cual equivale a un 12,80% de los Fondos Propios.

Su Working Capital es de \$5.016 millones y su Current Ratio es de 2,10 veces. Si tenemos en cuenta que el beneficio neto 2006 fue de \$2.663 millones y su CFO fue de \$3.976 millones, nos parece que el balance de la compañía es bastante razonable, aunque el tener unos Activos Financieros Netos negativos le resta flexibilidad financiera. Así, su deuda tiene ratings AA (S&P) y Aa3 (Moody's).

No apreciamos ningún “exceso” fuera de balance.

4. POSICIÓN OPERATIVA

Riesgos

Podemos agrupar en tres los principales riesgos a los que se enfrenta LLY, comunes a todo el sector de las grandes farmacéuticas:

1. Pricing. Las presiones políticas y el incremento del poder de negociación de las grandes aseguradoras hacen que LLY pierda poder de precio en sus productos. Esto va a producir un aumento de las ventas que se verá compensado en un descenso de los márgenes, con lo que el beneficio final no se verá demasiado afectado según nuestras estimaciones.
2. Competencia. Dentro de las grandes farmacéuticas es muy dura la competencia con medicamentos que tratan las mismas dolencias. Aunque la competencia en precio no es muy dura, es un factor a tener en cuenta.
3. Estrategia. La estrategia de LLY nos parece una de las más agresivas del sector. Se sustenta sobre la premisa de que LLY es capaz de hacer las cosas mejor que sus competidoras, y eso no siempre es así. Aunque esta estrategia le permite no empezar de cero, puede llegar a suponer un problema si sus nuevos compuestos no alcanzan los resultados esperados.
4. Alianzas. LLY depende de sus alianzas con otras pharmas para la comercialización y distribución de sus productos. Dichos acuerdos, que hoy parecen sólidos, podrían debilitarse en el futuro, afectando a la rentabilidad de la compañía.
5. Patentes. Aunque su cartera de productos es de las más jóvenes, su principal medicamento (Zyprexa – representa el 28% de sus ventas 2006) pierde la protección de la patente en 2011. Debido a la opacidad de sus desgloses, no

podemos calcular las probabilidades de que la compañía encuentre rápido un sustituto.

Ventajas Competitivas

Lilly es una empresa que goza de importantes ventajas competitivas. Las más importantes son:

1. Inversión en I+D. Es una de las empresas que más invierte en I+D, alcanzando un 22,60% de sus ventas totales y empleando en ella al 20% de su plantilla. Su principal esperanza reside en el Prasugrel, un compuesto en fase III con mejores resultados que el Plavix.
2. Patentes. Lilly tiene una cartera de productos muy bien protegida por las patentes. Esto, unido a los próximos lanzamientos, hace que la cartera de Lilly se una de las más estables y prometedoras del sector. Esto le permite centrarse en la creación de nuevos productos y no destinar tantos fondos a fines judiciales para litigar por las patentes a punto de expirar.
3. Músculo financiero. Tiene un buen balance y genera una elevada cantidad de CFO. Esto le permitirá seguir a la cabeza de la inversión en I+D para seguir reforzando su cartera de productos y mejorar su pipeline.

5. RENTABILIDAD

Lilly tiene un historial de rentabilidad dubitativo. No apreciamos una clara tendencia al alza sostenida año tras año. Al contrario, vemos mucha volatilidad en sus resultados (aunque normalmente éstos sean positivos).

Lilly es su una compañía cuya rentabilidad que no destaca en exceso sobre la media del sector. Su ROA es del 12,13% frente al 10,40% del sector y su ROE es del 24,25% frente al 25,70% del sector. Su principal ventaja son los fuertes márgenes, aunque presenta un Turnover bastante mediocre. Su ratio CFO/Activo Total es de un 18% y por cada \$1 de ventas genera \$0,18 de FCF (Free Cash Flow). Son lecturas dispares si las comparamos con las medias del sector. Además, su FCF es muy volátil.

Creemos que la singular estrategia de la compañía es la causante de tan decepcionantes lecturas de rentabilidad y no hemos apreciado un cambio significativo por parte de la directiva para atajar estos problemas.

Sobre la rentabilidad por dividendo, hay que reconocer que es muy atractiva pues se aproxima al 3%. Además, 2007 será el cuadragésimo año consecutivo de aumento del dividendo, por lo que esa rentabilidad del 3% será seguramente superada en los años próximos. Por otro lado, durante 2006 recompraron 2,1 millones de acciones mientras que en 2005 recompraron 6,7 millones. Creemos que este plan de recompras seguirá en el futuro aunque a un ritmo menor.

6. VALORACIÓN

En primer lugar, creemos que la evolución de la cotización ha estado en línea con la evolución de las ventas durante la última década. Así, frente a un crecimiento compuesto anual de la cotización del 6,82%, las ventas han crecido a un ritmo del 7,02% compuesto anual. Sin embargo, si comparamos cotización con beneficios o generación de CFO, los precios han crecido con mayor rapidez que los beneficios. Esto, como no podría ser de otra forma, no nos gusta.

Sus múltiplos, tanto los publicados como los normalizados, no demuestran descuento alguno. Es más, apreciamos una sobrevaloración de las acciones si tenemos en cuenta la rentabilidad tan mediocre de la compañía. Los múltiplos reflejan unas ventajas competitivas mucho más fuertes de las que, según nuestro punto de vista, son en realidad. Tampoco los crecimientos históricos justifican unos múltiplos tan elevados.

Teniendo en cuenta la opacidad de los desgloses de sus compuestos en fase de ensayos clínicos y preclínicos, le aplicaremos una tasa de descuento del 12%. Con esa tasa de descuento, los precios actuales sólo se justificarían con un crecimiento en los beneficios del 12,50% anual durante los próximos 10 años. Esto nos parece excesivo para una empresa cuyo beneficio creció durante la década al 3,50% anual y de forma muy irregular.

Nuestro precio objetivo para LLY está en la zona de los \$64 y, por tanto, creemos que no hay margen de seguridad suficiente para tomar posiciones a estos precios. Teniendo en cuenta la opacidad de sus desgloses, su estrategia agresiva y su dubitativo historial de rentabilidad, no compraríamos acciones de la compañía por encima de los \$35.

7. OPINIÓN DEL ANALISTA

Normalmente desconfío de las empresas que no son transparentes. Me llevé una sorpresa al ver que los desgloses de sus compuestos en ensayos clínicos eran tan pobres. Lo justo para cumplir con los requerimientos mínimos del mercado. Es cierto que al leer informes de otros analistas, todos hablan de un pipeline muy prometedor pero ¿por qué esconderlo? ¿Por miedo a la competencia? Es posible pero ¿por qué Pfizer no tiene miedo a la competencia y hace desgloses de alta calidad? Otro factor que no me gusta es que todos los analistas que cubren a la compañía dicen lo mismo. ¿Es posible que el trato de favor de LLY al mostrar su pipeline a determinados analistas limite la independencia de estos? No lo sé, pero es una incertidumbre que me molesta demasiado.

Un hecho que me dejó muy sorprendido es que los analistas de LLY y de PFE ven lo mismo pero lo interpretan de forma diferente. Me explico. El principal medicamento de LLY es el Zyprexa, cuyas ventas representan el 28% del total y cuya patente expira en 2011. Por su parte, el principal medicamento de Pfizer es el Lipitor, cuyas ventas representan el 26,67% del total y cuya patente expira en 2010. La diferencia es de sólo un año y, sin embargo, los analistas de LLY apenas comentan este hecho mientras que los de PFE lo toman como eje central de todo el análisis.

Desconozco el pipeline de LLY pero sí tengo muchos datos del de PFE y dudo mucho que el de la primera sea mucho mejor que el de la segunda. Sin embargo, los analistas de LLY (a pesar de la pérdida de la patente del Zyprexa) esperan crecimientos del 10% al 12% durante la próxima década, mientras que los crecimientos esperados para PFE son del 0% para el mismo periodo. ¿Qué se nos escapa?

Por otro lado, aunque la posición financiera de LLY es muy buena, no creemos que justifique un PER superior a las 28 veces, máxime si lo unimos a un historial de rentabilidad y crecimientos muy mediocres. Así que su precio no puede basarse en su balance ni en su historial. ¿Qué ven los analistas en el futuro de LLY? Tal vez la clave esté en el Prasugrel que, de superar al Plavix, generaría unas ventas anuales superiores a los \$6.000 millones.

Lo que nos preocupa es que el precio de la compañía parece que ya ha recogido el éxito del Prasugrel por lo que una vez que éste llegue al mercado y supere al Plavix (si es que finalmente lo consigue) ¿con qué argumento se van a sostener las valoraciones?

Nuestras sensaciones son, por todo ello, negativas.

MERCK & CO. (MRK)



1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Datos Generales

Merck es una compañía dedicada al descubrimiento, desarrollo, fabricación y comercialización de productos farmacéuticos tanto para humanos como para animales. Su germen se remonta a 1668, cuando F.J. Merck adquirió una farmacia en la ciudad alemana de Darmstadt. Las sucesivas generaciones de la familia Merck fueron transformando gradualmente el negocio original hacia el sector productor químico-farmacéutico. En 1891 George Merck se estableció en Nueva York y abrió el brazo norteamericano de las industrias farmacéuticas Merck, que operó como subsidiaria de su hermana alemana hasta que aquella fue confiscada en 1917. A partir de esa fecha, Merck & Co operó como compañía independiente, hasta llegar a ser en nuestros días la octava farmacéutica mundial, con una cuota de mercado del 4,3%.

El 2006 obtuvo unas ventas de \$22.636 millones, un beneficio operativo de \$4.434 millones y un CFO de \$6.765 millones. Su capitalización bursátil supera los \$108.000 millones y cuenta con más de 60.000 empleados por todo el mundo.

Segmentos y productos más importantes

Merck opera en dos segmentos fundamentalmente: el de fármacos y el de vacunas. El primero está formado por productos farmacéuticos generados tanto de forma interna como de forma externa (a través de joint ventures), y sus productos se comercializan a través de farmacias, minoristas, hospitales, agencias gubernamentales y otras instituciones de carácter público o privado. El segmento de vacunas está formado principalmente por compuestos preventivos para niños, adolescentes y adultos. Las ventas del segmento farmacéutico alcanzaron en 2006 la cifra de \$20.776 millones (un 91,78% del total), mientras que las del segmento de vacunas fueron de \$1.859 millones (un 8,21% del total).

Sus principales medicamentos por ventas (ventas en millones de dólares) son:

NOMBRE	TRATAMIENTO	VENTAS 2006	PATENTE
Singulair	Asma y rinitis	\$3.579 millones	2008-2010
Cozaar/Hyzaar	Cardiovascular	\$3.163 millones	2010
Fosamax	Osteoporosis	\$3.134 millones	2008
Zocor	Arteriosclerosis	\$2.803 millones	Sin protección
Primaxin	Antibacteriano	\$705 millones	Sin protección
Cosopt/Trusopt	Oftalmológicos	\$697 millones	2011

Proscar	Urológico	\$618 millones	Sin protección
Vasotec/Vaseretic	Cardiovascular	\$547 millones	Sin protección
Cancidas	Antibacteriano	\$530 millones	2013
Maxalt	Migrañas	\$406 millones	2012

Creemos que la de Merck es una cartera de productos demasiado madura, con cuatro de sus principales diez productos sin protección total de patente y con una fecha ponderada de expiración de la patente para los seis compuestos restantes fijada en 2009. El factor más grave es la pérdida de protección de Singulair, quinto medicamento por ventas mundiales, cuya pérdida de exclusividad tendrá lugar en 2008 y 2010 y la pérdida definitiva de la patente ocurrirá en 2012. Si tenemos en cuenta que estos diez principales medicamentos representan el 71,49% de las ventas totales de la compañía, podemos calificar la situación actual de la cartera de productos de Merck como de grave o muy grave, siendo la dependencia de su división de I+D más acentuada que nunca.

Pipeline

La inversión en I+D de Merck ha crecido a un ritmo del 12,30% anual durante la última década y a un 9,21% anual durante los últimos tres años. En 2006 invirtió \$4.783 millones en I+D, lo cual supone un 21,23% de las ventas. Aunque la relación entre la inversión en I+D y las ventas totales está por encima de la media del sector, creemos que su ritmo de crecimiento es menor del que debería, teniendo en cuenta las importantísimas pérdidas de patentes que va a sufrir durante los próximos años.

A pesar de ello, durante 2006 ha lanzado al mercado cinco nuevos compuestos. Dos de ellos (Januvia – tratamiento contra la diabetes – y Gardasil – una vacuna contra el virus del papiloma humano -) tienen un claro potencial de blockbuster. Así mismo, tres de sus productos en últimas fases de desarrollo (compuestos contra el virus del SIDA, arteriosclerosis y osteoporosis, tienen también un gran potencial de ventas). Sin embargo, las incertidumbres son máximas.

Su pipeline presenta la siguiente composición: 29 compuestos en Fase I, 20 compuestos en Fase II y 5 compuestos en Fase III. Además cuenta con 2 compuestos con la Fase III superada y bajo la revisión de la FDA para ser lanzados al mercado próximamente. En total su pipeline está formado por 54 compuestos más los 2 bajo revisión de la FDA.

Sin lugar a dudas, los dos principales puntos fuertes del pipeline de Merck son dos: 1) su extensión y 2) el potencial de blockbuster de tres de sus compuestos todavía en desarrollo más los dos compuestos ya aprobados. Sin embargo, teniendo en cuenta la proximidad del 2009, no creemos que tenga tiempo suficiente como para desarrollar compuestos que compensen las próximas pérdidas de patentes. Al contrario, creemos que el máximo aprovechamiento de su pipeline tendrá lugar en 2012-2013. Por tanto, la situación operativa hasta esa fecha es, cuanto menos, incierta.

2. ESTRATEGIA

La estrategia de crecimiento de Merck se basa en tres pilares:

1. Desarrollo interno de compuestos. El ratio Inversión I+D/Ventas Totales de Merck está bien por encima de la media del sector. La compañía intenta generar nuevos compuestos que le permitan compensar las pérdidas de patentes e impulsar su crecimiento. En 2006 ha lanzado al mercado cinco nuevos productos.
2. Desarrollo externo de compuestos. Merck es una empresa muy compradora y mediante adquisiciones de empresas más pequeñas de tipo biotecnológico pretende añadir algunos puntos a su crecimiento interno. En 2006 gastó más de \$1.500 millones en adquisiciones, lo cual representa casi un 34% de su beneficio neto.
3. Control de costes. Ha desarrollado un plan de reestructuración 2005-2010 que espera generar un ahorro de \$5.000 millones entre 2006 y 2010. Para ello, MRK está cerrando varios centros de manufactura y recortando su fuerza laboral.

3. POSICIÓN FINANCIERA

Para MRK es imprescindible hacer una fuerte inversión en I+D que le permita compensar la inminente pérdida de importantes patentes y, si el desarrollo interno de compuestos no es suficiente, no veríamos con malos ojos alguna operación corporativa de cierta importancia. Por tanto, la fortaleza financiera cobra una importancia especial en este caso.

Con unos Activos Financieros valorados en \$13.147 millones y unos Pasivos Financieros por valor de \$6.303 millones, su Activo Financiero Neto alcanza los \$6.844 millones o un 35,15% de sus Fondos Propios. Su ratio Deuda Total/Fondos Propios es de 0,32 y su apalancamiento financiero es de 2,27 veces. Teniendo en cuenta que su beneficio neto 2006 fue de \$4.434 millones y que su CFO fue de \$6.765 millones, creemos que su balance es sólido y que los resultados operativos son suficientemente grandes como para sostenerlo. Así, el rating crediticio de su deuda a largo plazo es de Aa3 (Moody's) y AA- (S&P). Sólo el 5,12% de sus activos son intangibles.

Respecto a su situación financiera a corto plazo, Merck tiene un Working Capital de \$2.155 millones y un Current Ratio de 1,21. Con \$5.504 millones en activos líquidos e inversiones de corto plazo, no creemos que Merck tenga problemas de liquidez a corto plazo.

4. POSICIÓN OPERATIVA

Riesgos

Además de los riesgos comunes a todas las empresas del sector (pricing, amenazas legales y competencia entre genéricos y medicamentos de marca), la principal amenaza de MRK son las inminentes pérdidas de patentes y su posible incapacidad para generar nuevos compuestos que replacen a los anteriores.

Su cartera de productos, aunque diversificada, muy madura. En los próximos tres años, de sus principales diez compuestos sólo tres van a estar protegidos por patentes. La dependencia de su pipeline es, por tanto, enorme. Y, aunque recientemente ha lanzado cinco nuevos medicamentos al mercado y tiene cinco potenciales blockbusters en su haber, creemos que el pipeline de MRK no está lo suficientemente avanzado como para compensar las pérdidas de patentes.

Según nuestro punto de vista, el periodo que va desde 2009 hasta 2013 está plagado de incertidumbres. A partir de 2013, sí creemos que el pipeline de Merck se vuelve más interesante y que puede añadir puntos de crecimiento a la compañía, pero no antes de esa fecha.

Por otro lado, la evolución de los procesos judiciales derivados del Vioxx pueden tener importantes consecuencias. En primer lugar, la rentabilidad y la solvencia financiera de MRK podrían verse seriamente afectada si finalmente las indemnizaciones son elevadas. En segundo lugar, si el proceso se alarga, los costes derivados del mismo pueden dañar la estrategia de control de costes de la compañía.

Ventajas competitivas

MRK es una empresa que goza de importantes ventajas competitivas. Las más importantes son:

1. Fortaleza Financiera. Con un activo financiero neto de \$6.844 millones y un Free Cash Flow de \$5.785 millones, la fortaleza financiera de Merck es de las más potentes del sector.
2. Pipeline. Aunque creemos que no es suficiente para cubrir sus necesidades de medio plazo, el pipeline de Merck nos parece interesante a largo plazo. Su fortaleza financiera le permite invertir fuertemente en I+D, así como hacer importantes adquisiciones de otras empresas que refuercen su pipeline.
3. Potenciales Blockbuster. MRK tiene dos potenciales blockbuster recientemente lanzados al mercado y mantiene otros tres en últimas etapas de desarrollo. En este sentido, es una de las empresas con mayor potencial de blockbuster a corto plazo del sector.

5. RENTABILIDAD

El historial de rentabilidad de Merck es enorme, mostrando beneficios contables y cash flows positivos desde que tengo datos (1.991). Sin embargo, sus ratios de rentabilidad no son tan impresionantes. Su ROA es de un 9,95% (frente al 10,40% del sector) y su ROE es de un 25,25% (frente al 20,80% del sector). En 2006 generó un CFO equivalente al 15% de su Activo Total y por cada \$1 de ventas obtuvo \$0,26 de Free Cash Flow.

Respecto a la rentabilidad del accionista, nos parece atractiva a estos niveles. Su rentabilidad por dividendo es de un 3,10% aunque el crecimiento de los dividendos nos parece pobre. Durante la última década han crecido a un modesto 5,57% anual. Su

programa de recompras aun le permite recomprar acciones por valor de \$6.527 millones y teniendo en cuenta su balance y su cuenta de resultados es probable que lo amplíe. Sin ser una rentabilidad total para los accionistas muy elevada, creemos que sí es atractiva.

6. VALORACIÓN

Creemos que la acción de Merck se encuentra sobrevalorada a los precios actuales. Durante los últimos años, la cotización ha crecido a un ritmo superior al de la propia empresa, tanto en beneficios como en ventas. Por otro lado, los múltiplos (tanto los tradicionales como los normalizados) se encuentran en máximos de los últimos cinco años y no ofrecen ningún descuento sobre los múltiplos medios del sector. Esto no nos parece razonable pues la rentabilidad de Merck no los justifica.

Las expectativas de los analistas sobre el crecimiento del beneficio de la compañía durante los próximos cinco años es de un 10,54% anual. Nos parece un auténtico disparate, y más si tenemos en cuenta que el crecimiento medio de los últimos cuatro años ha sido del -11,41% anual. No encontramos nada en la compañía que justifique un cambio tan grande en los crecimientos. Respecto al crecimiento de las ventas, se espera una tasa compuesta anual del 3,50% durante los próximos 10 años. Nos parece algo excesivo pues el periodo comprendido entre 2009 y 2013 lo vemos francamente oscuro, si bien es cierto que a partir de 2013 pensamos que el crecimiento de la compañía va a ser mayor. Nuestras estimaciones de crecimiento de las ventas durante los próximos 10 años varían de un 1,5% a un 2,5%.

Nuestro modelo de descuento de flujos, si aplicamos una tasa de descuento del 11%, nos dice que los precios actuales reflejan de forma implícita un crecimiento del BPA del 9,26%. Debido a la debilidad de sus principales patentes y a lo retrasado de su pipeline, pensamos que es un crecimiento excesivo.

Para nosotros, el valor intrínseco máximo de Merck está en la zona de \$43. Creemos que el caso Vioxx, las patentes y su pipeline, conforman un elevado nivel de riesgo operativo sobre el valor. Aunque tiene un buen potencial en sus compuestos, éste aun tiene que demostrarse. No creemos que a los precios actuales compense correr tantos riesgos. Para nosotros, un precio de compra razonable (con vistas a un crecimiento mayor a partir de 2013) estaría en la zona de \$27-\$30.

7. OPINIÓN DEL ANALISTA

Sobre Merck descansan numerosos e importantes interrogantes. El primero de ellos es ¿cómo es posible que desde sus mínimos de 2005 casi haya duplicado su valor bursátil? Me sorprende un movimiento tan brusco, ya que sus fundamentales no lo justifican en absoluto. Y digo que me sorprende porque, si eliminamos el elemento fundamental, no es normal que los especuladores tomen el control de un valor tan grande como este.

Por otro lado, su pipeline no termina de convencerme. Algunos de sus compuestos estrella son tratamientos contra la obesidad, que tradicionalmente han encontrado muchos problemas para llegar al mercado. Al interrumpir los neurotransmisores del hambre, otros tratamientos contra la obesidad han generado problemas neurológicos

como depresiones y comportamientos suicidas. Por ello la FDA es especialmente estricta con este tipo de tratamientos y, por ello, soy especialmente escéptico con ellos. Por otro lado, no es un pipeline tan extenso como el de Pfizer, por ejemplo, que tiene una fecha ponderada de pérdida de patentes muy similar a la de Merck (2009 para MRK y 2010 para PFE). En últimas fases de ensayos clínicos PFE tiene 58 compuestos frente a los 27 de MRK. Las diferencias son claras.

Otro punto caliente es la pérdida de patentes y la aceptación de los nuevos compuestos por parte del mercado. Los dos nuevos productos estrella de Merck (Januvia y Gardasil) tienen importantes competidores en compuestos de otras pharmas. Para poder compensar la pérdida de patentes, los productos de Merck tienen que arrasar y en un entorno tan competitivo como el actual, esto se me antoja difícil.

Por último, las valoraciones actuales de Merck me parecen injustificables. Es como si el mercado no esperase un descenso en las ventas y en los beneficios. Las expectativas de los analistas confirman esta ceguera. Y es que MRK tiene un futuro operativo más oscuro que el resto del sector y, sin embargo, tiene una valoración más elevada. Es cierto que su posición financiera es fortísima, pero si los resultados operativos no acompañan durante los próximos años, ésta va a deteriorarse sustancialmente.

Por todo ello, somos pesimistas sobre el futuro de Merck y esperamos que el mercado rectifique sus expectativas de crecimiento y, por extensión, sus valoraciones.

NOVARTIS AG (NVS)



1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Datos Generales

Novartis es una empresa farmacéutica suiza, creada en 1996 por la fusión entre Ciba-Geigy y Sandoz Laboratorios. Dicha fusión ha generado la cuarta compañía farmacéutica mundial, con unas ventas de \$36.031 millones y una cuota de mercado del 5,50%. Su beneficio operativo fue de \$7.019 millones. Cuenta con más de 110.000 empleados y una capitalización bursátil que supera los \$123.000 millones.

Segmentos y productos más importantes

NVS está dividida en cuatro segmentos operativos distintos:

1. División Farmacéutica. Desarrolla, manufactura y distribuye compuestos farmacéuticos que tratan las siguientes áreas: cardiovascular y metabólica, oncología, neurología, respiración, infecciones, inmunología, oftalmológico, dermatológica, gastrointestinal y artritis. Es la división más importante del grupo, con unas ventas de \$22.576 millones (61% del total) y un beneficio operativo de \$6.700 millones (82% del total). Cuenta con más de 54.000 empleados.
2. División de Vacunas y Diagnosis. Creada en 2006 a partir de la compra total de Chiro por parte de NVS, desarrolla vacunas preventivas y herramientas para el diagnóstico. NVS, a través de esta división de vacunas, es el quinto fabricante mundial de vacunas. Esta división tuvo unas ventas 2006 de \$956 millones (un 3% del total) y reportó pérdidas de \$26 millones.
3. División Sandoz (genéricos). Es uno de los principales fabricantes del mundo de genéricos, con más de 5.000 productos vendidos en más de 110 países. Comercializa tratamientos del sistema nervioso, gastrointestinales, cardiovascular, de hormonas y antibióticos. En 2006 reportó \$5.959 en ventas (16% del total) y un beneficio operativo de \$736 millones (9% del total).
4. Consumo. Tiene cuatro unidades de negocio: medicamentos OTC, Cuidado Animal, Gerber (alimentación infantil) y CIBA Vision (lentes y otros tipos de productos oftalmológicos). En 2006 generó unas ventas de \$6.540 millones (18% del total) y un beneficio operativo de \$1.100 millones (13% del total).

Sus principales productos farmacéuticos son los siguientes:

NOMBRE	TRATAMIENTO	VENTAS 2006	PATENTE
Diovan	Cardiovascular	\$4.223 millones	2008
Lotrel	Cardiovascular	\$1.352 millones	Sin protección
Gleevec/Glivec	Oncología	\$2.554 millones	2015
Zometa	Oncología	\$1.283 millones	2012
Sandostatin	Oncología	\$915 millones	2016
Lamisil	Respiratorio y Dermatológico	\$978 millones	Sin protección
Neoral/Sandimmun	Inmunológico	\$918 millones	Sin protección
Lescol	Cardiovascular	\$725 millones	2012
Trileptal	Neurológico	\$721 millones	2018
Femara	Oncología	\$719 millones	2013

Estos 10 compuestos representan el 40% de las ventas totales y un 64% de las ventas de la división de farmacia. SU fecha media ponderada de pérdida de la protección de patente si sitúa en 2012. Sin duda, es una cartera de productos muy joven, lo cual le otorga importantes ventajas durante los próximos años. Por otro lado, estos diez principales productos sólo representan el 40% de las ventas; esta falta de dependencia es, sin duda, uno de los puntos fuertes de la compañía.

Pipeline e I+D

A) División Farmacéutica

Su pipeline es muy completo en todas las áreas de trabajo de su división farmacéutica. Está muy bien distribuido y presenta un gran potencial de blockbusters. Destacan en el área cardiovascular, oncológico (donde es el tercer productos mundial, con una cuota del 9,90%) y neurológico sobre todo. Así, en Fase I tiene 24 compuestos, en Fase II tiene 34 compuestos, en Fase III tiene 26 compuestos y pendientes de aprobación tiene otros 14 compuestos. En fase preclínica tiene 54 compuestos. En total tiene 138 programas en desarrollo clínico.

En 2006 invirtió \$4.300 millones en I+D, lo cual representa un 18,90% de las ventas totales de esta división. Dicho ratio se encuentra por encima de la media del sector. Por otro lado, la inversión en I+D ha crecido tradicionalmente a un ritmo del 11% anual.

B) División de Vacunas y Diagnósis

La compañía está apostando fuerte por este segmento, sobre todo en las áreas de producción de vacunas en caso de pandemia. La compañía ha invertido \$220 millones en el proceso de manufacturación de sus vacunas, de tal forma que en espera poder fabricar 600 millones de dosis de cualquiera de sus vacunas seis meses después de que cualquier pandemia sea declarada. Actualmente, su capacidad máxima de producción está en los 150 millones de dosis.

Su división de I+D tiene 4 compuestos en Fase I, 3 compuestos en Fase II y 1 compuesto en Fase III. Así mismo, tiene 6 compuestos pendientes de aprobación. Esta división invirtió \$148 millones en 2006 o un 15,50% de sus ventas.

C) Sandoz Division (Genéricos)

Con más de 21.000 empleados por todo el mundo, es uno de los principales fabricantes de genéricos del mundo y en 2006 lanzó al mercado 6 nuevos productos y opera fundamentalmente en Europa. Cuenta con una plantilla de más de 1.000 trabajadores en I+D y en el pasado ejercicio invirtió \$477 millones o un 8% de sus ventas totales.

D) División de Consumo

En 2006 invirtió \$288 millones en I+D, lo cual equivale a un 4,4% de sus ventas.

2. ESTRATEGIA

La estrategia de Novartis es una clara apuesta por la diversificación. Es la única gran pharma que combina una división de genéricos relevante dentro de su estructura. Así mismo, apuesta por las vacunas, la diagnosis y por determinados productos de consumo. Podemos decir que NVS es casi un conglomerado farmacéutico, ya que su diversificación en cuanto a la fabricación de compuestos farmacéuticos se refiere, es la más amplia del sector.

El mecanismo habitual de expansión de Novartis son las operaciones corporativas. Su historial de compras de empresas se remonta a los comienzos de la compañía, culminando en 2006 con la compra de Chiron y Eon Labs entre otras. Las compras de empresas se basan en criterios de diversificación hacia áreas de trabajo novedosas para la compañía. Así mismo, es una de las empresas que más fuertemente apuesta por los compuestos biológicos. También es muy habitual que tome participaciones minoritarias en empresas con las que tiene algún tipo de acuerdo comercial, como Roche, en la que tiene una participación del 6,30%.

Dentro del sector de genéricos, Sandoz es uno de los actores principales pues se ha especializado en la fabricación de medicamentos de difícil manufactura. Esto le permite aligerar la presión de la competición en precio e imponer unos márgenes superiores a los del sector, mientras que disfruta (al igual que el resto de sus competidores) de unos fortísimos crecimientos. La competencia en el resto de las divisiones es vía diferenciación y marca.

3. POSICIÓN FINANCIERA

Su fortaleza financiera es envidiable. A pesar de su historial de adquisiciones, su gestión financiera ha seguido siempre unos patrones muy conservadores, gracias a los cuales su deuda a largo plazo tiene un rating de AAA (S&P), Aaa (Moody's) y AAA (Fitch).

Con unos Activos Financieros de \$21.783 millones y unos Pasivos Financieros por valor de \$7.451 millones, su Activo Financiero Neto tiene un valor de \$14.332 millones o un 33% de los fondos propios. Su ratio Deuda Total/Fondos Propios es de 0,17 y su apalancamiento financiero es de 1,62 veces. Con más de \$8.700 millones en CFO y \$6.900 millones de Free Cash Flow, el balance de Novartis es de los más sólidos del mundo.

A corto plazo su solidez financiera sigue siendo enorme, como era de esperar en una empresa con \$7.548 millones en caja y activos líquidos. Su Current Ratio es 1,36 y su Working Capital alcanza los \$6.314 millones (un 14,46% de sus Fondos Propios). Muy impresionante.

4. POSICIÓN OPERATIVA

Riesgos

Los riesgos de Novartis varían en cada división. Los mayores riesgos que amenazan a su División Farmacéutica, son los propios del sector: pricing, competencia entre las grandes pharmas, competencia por parte de genéricos y el vencimiento de las patentes. Por su parte, la Sandoz Division compite en precio contra otras compañías de genéricos, si bien es cierto que intenta diferenciarse en el tipo de compuestos que comercializa. Si dicha diferenciación no alcanza los niveles deseados, la rentabilidad de toda la división será cada vez menor. Los principales riesgos de su División de Vacunas son los legales, ya que dependen en gran medida de los dictámenes de los distintos Gobiernos. Por ejemplo, en caso de pandemia es muy probable que un Gobierno no respete las protecciones de patentes para ofrecer una cobertura total a sus ciudadanos. Por último, su División de Consumo, depende de la diferenciación de sus marcas, por lo que depende de la cambiante percepción de los consumidores.

Ventajas Competitivas

También las ventajas competitivas de NVS varían según cada división, pues cada una de ellas compite de una forma y en un mercado distintos. Ahora bien, podemos destacar algunas como las más importantes.

1. Fortaleza Financiera. Gracias a su balance NVS puede realizar cualquier proyecto de inversión sin poner en peligro su supervivencia. El rating AAA le vale unos costes financieros muy bajos, con lo que es capaz de invertir más dinero en I+D o en retribuciones a los accionistas.
2. Cartera de Productos Farmacéuticos. Su cartera es bastante joven, por lo que no se espera un descenso de las ventas en los próximos años. Los nuevos compuestos (tanto los de desarrollo interno como externo) impulsarán el crecimiento en los próximos años.
3. Pipeline (en las divisiones farmacéutica, genérica y de vacunas). Su pipeline es uno de los más extensos del sector y está muy bien repartido. Se centra en enfermedades de alto potencial y, debido a ello, tiene varios compuestos con potencial de blockbuster.
4. Know-How. Su división genérica se ha especializado en compuestos de difícil fabricación, por lo que su know-how supone una clara barrera de entrada para otros participantes en cada uno de sus nichos. Gracias a ello su división de genéricos tiene unos márgenes en la parte alta del sector.

5. Economías de Escala. Al ser la cuarta farmacéutica del mundo, está favorecida por los efectos de las economías de escala. Su red de distribución y sus recursos financieros, además de su base manufacturera, favorece a cada una de sus divisiones sin aumentar los costes.

5. RENTABILIDAD

El ROA de Novartis fue en 2006 de 10,59% y su ROE fue de 17,44%. Su margen neto fue del 19,99%. Estas lecturas tan bajas son debidas a dos factores: 1) la importancia de la división de genéricos (en el ROA y en el margen neto) y 2) un apalancamiento financiero muy bajo (en el ROE). Sin embargo, si analizamos la compañía desde una perspectiva bottom-up, veremos que es una empresa altamente rentable.

Genera \$8.710 millones en CFO con una base de activos de \$68.008, o un 12,81% del Activo Total. Así mismo, por cada \$1 de ventas, genera \$0,19 de FCF. Teniendo en cuenta la especial combinación de compuestos de “marca” con los genéricos, obtenemos una rentabilidad muy elevada, por encima de la media del sector.

El 2006 fue el décimo año consecutivo de aumento del dividendo, el cual creció a un ritmo anual del 9% durante dicho periodo. Su rentabilidad es de las más bajas del sector, rozando el 1,70%. Respecto a las recompras de acciones, desde 2004 se recompraron un total de 72,5 millones con varios planes de recompra aprobados por valor de \$6.200 millones. Actualmente le quedan por recomprar \$3.200 millones de su plan actual de recompras.

6. VALORACIÓN

Las acciones de Novartis están claramente infravaloradas. Desde su nacimiento, su cotización ha subido un 2,05% compuesto anual (ajustado por dividendos) mientras que sus ventas han crecido al 11,44% y su beneficio neto al 9,38%. Dicho de otro modo, cotiza hoy casi al mismo precio que en 2001, cuando su BPA era de \$1,63 frente al \$3,04 actual. Aunque las cuentas de 2004 y anteriores están creadas con criterios pro-forma, vemos una clara divergencia entre la marcha de la empresa y la evolución de la cotización.

Lógicamente, si tenemos en cuenta la divergencia anterior, los múltiplos actuales están en mínimos históricos, tanto los reportados como los normalizados. Esta infravaloración es aun mayor cuando se compara la rentabilidad de la compañía con la del sector, ya que los múltiplos de Novartis son menores mientras que su rentabilidad es mayor. Además la fortaleza del balance justificaría unos múltiplos superiores.

Debido a lo diversificado de la compañía, no creemos que durante los próximos años los ingresos de la compañía disminuyan. Su división pharma tiene una cartera bien protegida por patentes y uno de los pipelines más competitivos del sector. Así mismo, su división genérica ofrece un potencial de crecimiento superior al de la media del sector. Por todo ello creemos que los múltiplos objetivo de la compañía deberían situarse ligeramente por encima de la media del sector.

Según nuestro modelo de valoración, los precios actuales, aplicando una tasa de descuento del 10%, suponen un crecimiento implícito del beneficio del 8,50% anual durante la próxima década. Creemos que por su exposición al negocio genérico y a los componentes biológicos de su pipeline, unido al potencial de su división de vacunas y diagnosis, el crecimiento de su beneficio podría alcanzar el 11% anual. Por todo ello, estimamos un precio objetivo de \$85 por acción. La valoración por segmentos, así como el potencial que ofrece su participación en Roche, establece un precio objetivo de \$79 por acción.

7. OPINIÓN DEL ANALISTA

La estrategia operativa de NVS unida a su solidez financiera, ofrece una de las opciones de inversión con menor riesgo del sector. Además, al tener un potencial de crecimiento superior y una infravaloración de sus acciones, ese menor riesgo puede venir acompañado por un retorno superior. Es la típica inversión value. Sin duda, nuestra preferida en Europa.

Además, su participación en Roche (un 6,30% de las acciones y un control sobre el 33% de los derechos de voto) nos parece muy atractiva. En primer lugar porque se favorece del espectacular crecimiento de Roche y de su atractiva cartera de productos, así como por su pipeline; y en segundo lugar, por las participaciones mayoritarias de Roche en las empresas biotecnológicas Genentech (USA) y Chugai Pharmaceuticals (Japón). Además, Roche se encuentra en una posición de privilegio en la lucha sobre una posible pandemia de gripe, gracias a su compuesto Tamiflu, cuya demanda ya ha desbordado a la compañía.

Pfizer Inc. (PFE)



1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Datos Generales

Pfizer es la mayor compañía farmacéutica del mundo. Se dedica a descubrir, desarrollar, producir y comercializar medicamentos para humanos y animales. Fue fundada en Nueva York por dos germano-americanos (Charles Pfizer y Charles Erhardt) en 1840, siendo su primer producto un antiparasitario llamado Santona. Hoy, 167 años después de su fundación, las ventas de Pfizer superan los \$48.300 millones y su beneficio operativo alcanza los \$11.000 millones. Su cuota de mercado mundial estimada es de un 8,60%. Sus segmentos operativos son, fundamentalmente, dos: el farmacéutico y el de salud animal. Cuenta con 97.000 empleados y una capitalización bursátil que supera los \$164.000 millones.

Segmentos y productos más importantes

El segmento farmacéutico es el más importante, constituyendo más del 93% de las ventas de PFE. Este segmento incluye tratamientos contra enfermedades cardiovasculares y metabólicas, desórdenes del sistema nervioso central, artritis, infecciones y dolencias respiratorias, problemas urogenitales, cáncer, enfermedades oculares, desórdenes endocrinos y alergias. De su cartera de medicamentos, tres están entre los 25 más vendidos del mundo y 7 lideran sus áreas terapéuticas.

Sus principales medicamentos por ventas (ventas en millones) son:

NOMBRE	TRATAMIENTO	VENTAS 2006	PATENTE
Lipitor	Colesterol	\$12.900 millones	2011
Norvasc	Hipertensión	\$4.900 millones	2007
Zoloft	Depresión	\$2.100 millones	2006
Celebrex	Artritis y otros	\$2.000 millones	2014
Lyrica	Epilepsia	\$1.200 millones	2018
Viagra	Disfunción eréctil	\$1.700 millones	2012
Detrol	Vejiga hiperactiva	\$1.100 millones	2012
Xalatan	Presión intraocular	\$1.500 millones	2011
Zyrtec	Alergias	\$1.600 millones	2007
Camptosar	Cáncer colorectal	\$903 millones	2008

Si tenemos en cuenta que el total de las ventas de PFE fue de \$48.371 millones, estos diez máximos medicamentos suponen un 62% de las ventas totales. Dichos

medicamentos, ponderados por volúmenes de ventas, tienen una expiración de patente que ronda el año 2011. Por tanto, el año 2011 será clave para la historia de PFE.

El segmento de productos veterinarios, aun siendo marginal, cada vez tiene más importancia en los volúmenes totales de ventas. Así, ha pasado del 4% en el año 2004 al 4,78% en el año 2006, creciendo a un ritmo superior al 6% anual, frente al 2% anual de la división farmacéutica. Los principales compuestos veterinarios son antiparasitarios y tratamientos contra problemas respiratorios.

Pipeline

Teniendo en cuenta que antes de 2011 PFE va a perder las patentes de 6 medicamentos que de forma conjunta suponen el 49,47% de sus ventas totales de 2006, sus avances en I+D son vitales para la supervivencia de la compañía.

Las perspectivas de PFE en I+D son muy favorables. El 16% de las ventas de 2006 (\$7.600 millones) fueron destinados a la I+D de nuevos medicamentos, siendo la mayor inversión en I+D de todo el sector a nivel mundial. Dicha inversión ha dado sus frutos, lanzando al mercado prometedores medicamentos de alta rentabilidad y amplio espectro, como el Sutent, Exubera, Chantix y Lyrica (este último fue lanzado en 2004 y en menos de dos años ha generado más de \$1.200 millones en ventas – actualmente se está trabajando con la FDA para probar el Lyrica en tratamientos contra la Fibromalgia, enfermedad con más de 14 millones de enfermos por todo el mundo).

Al margen de los medicamentos lanzados al mercado, el pipeline de PFE se completa con 350 compuestos en fase Pre-Clínica, 38 compuestos en Fase I, 47 compuestos en Fase II y 11 compuestos en Fase III. A esto hay que añadirle 72 extensiones de compuestos ya existentes y 3 medicamentos en registro. Merece una mención especial por su potencial de rentabilidad y buenos resultados en los estudios clínicos el Maraviroc, un revolucionario compuesto en la lucha contra el SIDA.

La estrategia a largo plazo de PFE (compuestos en Fase I y Fase II) se centra en nuevos medicamentos biológicos y en el desarrollo de nuevas vacunas. El objetivo de la compañía es lanzar al mercado 4 nuevos medicamentos al año, a partir de 2011 y triplicar el número de compuestos en Fase III para 2009. El crecimiento de la inversión en I+D durante los últimos 10 años fue del 16,46% compuesto anual.

2. ESTRATEGIA

PFE se encuentra en un momento de cambio de ciclo, muy común en el sector. La renovación de sus principales compuestos coincide con una de las mayores reestructuraciones de su historia. Su estrategia se basa en tres pilares:

- a) Desarrollo interno de nuevos compuestos. La compañía espera lanzar 4 nuevos medicamentos por año a partir de 2011 y triplicar el número de compuestos en Fase III para 2009. La nueva directiva apuesta con claridad por medicamentos biológicos y por las vacunas (uno de los segmentos con mayor crecimiento y mayor potencial). Se centran en compuestos de máxima rentabilidad que

supongan un cambio importante en sus respectivos tratamientos (por ejemplo con el Exubera, su nuevo tratamiento inhalatorio contra la diabetes).

- b) Desarrollo externo de nuevos compuestos. Gracias a la fortaleza financiera de PFE, durante los últimos tres años ha invertido \$6.700 millones en la compra de pequeñas empresas, sobre todo pequeñas biotecnológicas. Así mismo, genera más de \$1.300 en ventas con los acuerdos de comercialización de compuestos desarrollados por otras empresas más pequeñas y sin capacidad para poner dichos compuestos en el mercado. Con el desarrollo externo esperan lanzar dos nuevos medicamentos al mercado cada año a partir de 2010, que se unen a los cuatro medicamentos al año de desarrollo interno.
- c) Control de gastos y aumento de la eficiencia. La estructura interna de la compañía ha sufrido un cambio radical durante el último año. Las divisiones más afectadas han sido la de I+D y la de Marketing. La compañía espera reducir en un 10% su fuerza laboral, y cerrar el 54% de sus plantas de I+D. Estos cambios supondrán un ahorro en costes de \$5.000 millones a partir de 2008, de los cuales \$3.000 se utilizarán en mejoras para la división de I+D y los restantes \$2.000 quedarán libres para proyectos de inversión o retribuciones a los accionistas.

3. POSICIÓN FINANCIERA

La posición financiera de Pfizer es excelente, y así lo atestiguan los rating crediticios de Moody's y de S&P (Aa1 por el primero y AAA por el segundo). La venta de su división de Consumer Healthcare a Johnson & Johnson por \$16.600 millones ha fortalecido mucho el balance de PFE.

Así, cuenta con \$27.860 millones en Activos Financieros frente a \$8.209 millones Pasivos Financieros. Esto deja un Activo Financiero Neto de \$19.651 millones, lo que equivale a un 28,86% de sus Fondos Propios. Si unimos unos Cash Flows Operativos que superan en 2006 los \$17.000 millones y unos Free Cash Flows de más de \$15.000, los accionistas de PFE no deberían preocuparse lo más mínimo por la solidez de sus balances. Al introducir la deuda fuera de balance, no hemos descubierto ningún aspecto alarmante.

Tampoco nos parecen preocupantes los ratios de endeudamiento de la compañía. Su ratio Deuda Total/Fondos Propios es de 0,12. Su ratio de apalancamiento financiero arroja una lectura de 1,62 veces. A corto plazo, no parece que vaya a tener problemas pues cuenta con un Working Capital de \$26.486 millones y un Current Ratio de 2,75. Los intangibles representan el 39,75% de sus activos.

4. POSICIÓN OPERATIVA

Riesgos

Podemos agrupar en tres los principales riesgos a los que se enfrenta PFE, comunes a todo el sector de las grandes farmacéuticas:

1. Pricing. Las presiones políticas y el incremento del poder de negociación de las grandes aseguradoras hacen que PFE pierda poder de precio en sus productos. Esto va a producir un aumento de las ventas que se verá compensado en un descenso de los márgenes, con lo que el beneficio final no se verá demasiado afectado según nuestras estimaciones.
2. Patentes. Buena parte de los más importantes medicamentos de PFE pierden la protección de la patente antes de 2012. Algunos de ellos (como el Lipitor) sufren los efectos de la competencia por parte de los genéricos antes, incluso, de dicha fecha. Hay que tener en cuenta que cuanto más rentable sea un medicamento mayor será la competencia una vez pierda la protección de la patente.
3. Competencia. Dentro de las grandes farmacéuticas es muy dura la competencia con medicamentos que tratan las mismas dolencias. Aunque la competencia en precio no es muy dura, es un factor a tener en cuenta.

Ventajas Competitivas

Pfizer es una empresa que goza de importantes ventajas competitivas. Las más importantes son:

1. Fortaleza Financiera. Con casi \$19.651 millones en Activos Financieros Netos y un Free Cash Flow superior a los \$15.000 millones, PFE tiene capacidad suficiente para invertir en I+D más que cualquier otro competidor y desarrollar las actividades corporativas que crea convenientes.
2. Pipeline. Tiene la cartera de productos más extensa del sector y sus 350 compuestos en ensayos preclínicos más los 85 compuestos en Fases I y II, hacen que su proyecto de futuro tenga unas bases muy sólidas. Por otro lado, la protección de las patentes hace que su rentabilidad, una vez lanzado un producto al mercado, sea muy superior al coste del capital.
3. Economías de Escala. Al ser la compañía farmacéutica más grande del mundo, su tamaño le permite aprovechar las economías de escala tanto en el terreno comercial como en la investigación de nuevos compuestos. La actual reestructuración va a sumar puntos de eficiencia y rentabilidad, haciendo que aumente la fortaleza de sus Economías de Escala.
4. Poder Comercial. La red comercial de PFE es tan extensa como el tamaño de la propia compañía. Su red de visitantes médicos es la más grande del mundo. Gracias a ello, muchas pequeñas empresas sin capacidad comercial llegan a acuerdos con PFE para que éste comercialice los nuevos compuestos desarrollados por aquellas.

5. RENTABILIDAD

La rentabilidad de PFE es de las más altas del sector. Su historial de rentabilidad es extensísimo y, hasta donde yo tengo datos, su beneficio contable, su cash flow

operativo y su free cash flow son todos positivos. Así, su margen neto es de un 22,70%, su ROA es de un 10,60% (frente al 10.4% del sector) y su ROE es de un 21.70% (frente al 20.80% del sector) [Datos proporcionados por Morningstar]. Anualmente genera un CFO equivalente a más del 15,32% de sus activos y consigue por cada \$1 de ventas \$0,32 de Free Cash Flow.

Respecto a la rentabilidad del accionista, su rentabilidad por dividendo actual se acerca al 5%, habiendo aumentado un 24% su dividendo durante la última década. El año 2007 será el 40º año consecutivo en el que el dividendo de PFE será aumentado. Así mismo, el plan de recompra de acciones se ha aumentado hasta los \$7.000 millones. Los ahorros derivados de su reestructuración, unidos a la fortaleza de su free cash flow, hace que sigamos siendo optimistas con la rentabilidad de los accionistas de PFE.

6. VALORACIÓN

El mercado, debido a las incógnitas que plantean las pérdidas de patentes que se esperan para los próximos años, ha penalizado mucho a la acción. Desde sus máximos cercanos a \$60 en el año 2000, las acciones se han dejado más de un 60%. Sin embargo, en el mismo periodo, su beneficio operativo ha crecido un 125%. El nivel de deuda en relación a sus fondos propios ha permanecido prácticamente constante, por lo que los descensos en el precio no son debidos a un incremento del riesgo financiero.

Otro dato importante es que los múltiplos de PFE se encuentran en los niveles mínimos de la última década, muy por debajo de sus múltiplos medios. Por otro lado, los múltiplos de PFE son inferiores a los de su sector a pesar de tener una rentabilidad (medida por ROA y ROE) superior. Así, según Morningstar, el PER de PFE es de 18,90 veces frente a las 25,10 veces del sector. Esto, si tenemos en cuenta la diferencia en ROA es una clara ineficiencia del mercado.

El motivo para tanto pesimismo sobre el valor son las estimaciones de crecimiento. La propia empresa estima un crecimiento 0% en las ventas hasta 2008. El mercado espera, por su parte, un crecimiento 0% en las ventas hasta 2016. La pérdida de la patente del Lipitor es la causante para estimaciones tan bajas.

El precio actual nos parece ridículo. Los múltiplos son una clara muestra de irracionalidad del mercado. Por otro lado, la divergencia entre la evolución del beneficio operativo y la marcha de la acción desde el año 2000 refuerza nuestro planteamiento. Según nuestro modelo inverso de descuento de flujos, los precios actuales (con una tasa de descuento del 10%) descuentan un crecimiento en el beneficio del 3,50% anual durante los próximos 10 años. Nos parece una tasa ridícula aun para escenarios de crecimiento 0% en ventas. Según nuestra propia valoración, el valor intrínseco de PFE rondaría los \$50 por acción.

7. OPINIÓN DEL ANALISTA

PFE es el más claro exponente de lo que ocurre en todo el sector de las grandes farmacéuticas: mucho miedo por las presiones políticas sobre los precios y por la competencia de los genéricos. Todo ello, unido a los inminentes vencimientos de

patentes importantes, hace que el pesimismo sobre el sector sea total, hasta el punto de esperar un crecimiento 0% en ventas durante la próxima década para PFE.

Aun siendo los factores comentados muy preocupantes, creo que el mercado ha sobreestimado las amenazas, sin tener en cuenta las fortalezas y las oportunidades que plantea Pfizer (y en general todo el sector) en estos momentos. El precio actual descuenta todos los vencimientos de patentes, sin tener en cuenta el potencial alcista del pipeline de la compañía.

La tendencia obsesiva hacia el corto plazo por parte de todo el mundo financiero, hace que los analistas se fijen únicamente en los 11 compuestos en Fase III. Este factor penaliza la acción a corto plazo pues plantea unos crecimientos en número de medicamentos realmente bajos. Sin embargo, los compuestos que van a impulsar a PFE durante la próxima década son los 350 que tiene en ensayos preclínicos más los 85 compuestos que tiene en Fase I y Fase II. Por otro lado, parece que la Bolsa tampoco tiene en cuenta los posibles compuestos de generación externa que la fortaleza financiera de PFE prácticamente asegura (vía adquisiciones de empresas y de derechos de comercialización). Parece evidente que, a largo plazo, el crecimiento de PFE va a superar ese 0% anual, a pesar de la importante pérdida de la patente del Lipitor.

Por otro lado, incluso en el caso de un crecimiento 0%, los precios actuales de PFE son ridículos. No tienen en cuenta el crecimiento en beneficios derivado de las reestructuraciones, ni el aumento de rentabilidad vía dividendos. El mercado ha castigado a las acciones de la mayor compañía farmacéutica del mundo mucho más allá de sus propias perspectivas negativas. Este exceso de pesimismo hace que las acciones de Pfizer coticen a unos precios muy atractivos para inversores a largo plazo.

Por último, el componente anticíclico de las farmacéuticas nos parece un factor muy atractivo de cara a una próxima ralentización económica. Una empresa con las ventajas competitivas de PFE y con un dividendo tan atractivo, nos parece el refugio ideal para cualquier mercado bajista por virulento que sea.

Por tanto, a los precios actuales Pfizer es una clara apuesta a largo plazo que ofrece un potencial de retorno y una protección superiores a las del mercado.

SANOFI-AVENTIS (SNY)



1. DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Datos Generales

Sanofi-Aventis fue creada en 2004, cuando Sanofi-Shyntelabo se fusionó con Aventis tras lanzar sobre ésta una OPA amistosa (previa OPA hostil). Así se creó la mayor compañía farmacéutica francesa, la segunda de Europa y la cuarta del mundo. Sus principales accionistas son Total (con un 13,1% del capital) y L'Oréal (con un 10,5% del capital).

Con unas ventas en el año 2006 superiores a los €8.300 millones y un beneficio operativo de €4.828 millones, las áreas de actividad fundamentales de SAN son: trombosis, cardiovascular, desórdenes metabólicos, oncología, sistema nervioso central y medicina interna. Junto a esta división farmacéutica, Sanofi cuenta con Sanofi-Pasteur, el mayor productor mundial de vacunas. Su cuota de mercado estimada es de un 6,80% y en la actualidad tiene una plantilla de 100.289 empleados.

Segmentos y productos más importantes

Sanofi-Aventis opera en dos segmentos: farmacéutico (91% de las ventas) y vacunas (9% de las ventas). Sus mayores diez medicamentos son:

NOMBRE	TRATAMIENTO	VENTAS 2006	PATENTE
Lovenox	Trombosis y otros	€2.435 millones	2012
Plavix	Arterotrombosis	€2.229 millones	2014
Stilnox/Ambien	Desorden del sueño	€2.026 millones	Sin protección
Taxotere	Cáncer (varios)	€1.752 millones	2010
Eloxatine	Cáncer colorectal	€1.693 millones	2016
Lantus	Diabetes tipo 1 y 2	€1.666 millones	2014
Copaxone	Esclerosis múltiple	€1.069 millones	Sin protección
Aprovel	Hipertensión	€1.015 millones	2011
Tritace	Hipertensión	€997 millones	Sin protección
Allegra	Alergias/Urticarias	€688 millones	2020

Estos diez medicamentos suponen el 55% de sus ventas totales. Tres compuestos, que suman el 14,42% de las ventas ya no cuentan con la protección de las patentes. Para 2012 ya no tendrá protegidos por patentes seis de sus diez principales compuestos, que suman un 34,44% de sus ventas totales. A pesar de no contar con la protección de patentes, el Stilnox/Ambien, el Copaxone y el Tritace siguen siendo líderes de ventas en

sus respectivos tratamientos. Su fecha media de vencimiento de patentes ronda el año 2013.

Sanofi-Pasteur, la división de vacunas de Sanofi, tiene un 26% de cuota del mercado mundial de las vacunas, siendo el principal productor mundial de vacunas. Su cuota en el mercado USA-Canadá (el principal mercado de vacunas del mundo) es del 35%. En Europa su cuota de mercado es del 36%. Sanofi-Pasteur está desarrollando un agresivo plan de expansión en Hispanoamérica, China e India.

Sus ventas representan el 9% de las ventas totales de la compañía y opera en los siguientes campos: vacunas pediátricas (poliomelitis...), vacunas contra la gripe (especial importancia cobra el desarrollo de la vacuna contra la gripe aviar), vacunas para adultos y adolescentes (difteria, tétanos...), vacunas contra la meningitis, vacunas especiales para viajeros (cólera, rubéola, encefalitis, malaria...)

Pipeline

El pipeline de Sanofi está muy bien distribuido a través de todas las fases de desarrollo. Así, cuenta con 31 compuestos en fase preclínica, 24 compuestos en Fase I, 29 compuestos en Fase II y 18 compuestos en Fase III. Por su parte, el pipeline de Sanofi-Pasteur, con 7 compuestos en fase preclínica, 5 compuestos en Fase I, 4 compuestos en Fase II y 8 compuestos en Fase III, está también muy bien distribuido.

El desarrollo del pipeline de Sanofi durante 2006 ha sido brillante: 12 nuevos compuestos iniciaron su estudio en fase preclínica, 11 entraron en Fase I, 7 en Fase II y 10 en Fase III. Si tenemos en cuenta que el desarrollo de los compuestos en las últimas etapas de la Fase II y los de la Fase III (de forma conjunta) tardan entre tres y cinco años en alcanzar el mercado (los que lo alcanzan) y que en dichas fases Sanofi cuenta con 37 compuestos, podemos ser optimistas en cuanto al futuro de la cartera de Sanofi.

En la división farmacéutica, los principales esfuerzos en I+D se están realizando en tratamientos del sistema nervioso central, oncología y medicina interna. Por su parte, Sanofi-Pasteur se centra en el desarrollo de vacunas contra el dengue, la malaria, algunos tipos de cáncer y SIDA.

La inversión en I+D aumentó un 9,55% en 2006, hasta alcanzar los €4.430 millones. Esta cantidad supone un 15,61% de las ventas de 2006, frente al 14,81% de las ventas en 2005.

2. ESTRATEGIA

La estrategia de Sanofi está centrada por completo en el máximo crecimiento y en la máxima rentabilidad. En este aspecto, la gestión de su directiva es vital. La cartera de productos y el pipeline de Sanofi es de los más flexibles del sector. Los directivos, ayudados por su red de ventas, exploran el mercado en busca de aquellos nichos con mayor crecimiento y mayor rentabilidad potencial.

El desarrollo de compuestos, su elaboración y comercialización se realizan de forma interna, con la excepción de acuerdos puntuales de comercialización con otras

compañías (es muy importante la alianza entre Sanofi y Bristol Myers Squibb en la comercialización del Plavix, así como alianzas entre Sanofi y Teva, Merck y Procter & Gamble). Debido al esfuerzo financiero que supuso la compra de Aventis, no creemos que la actividad corporativa tenga una gran influencia en el crecimiento orgánico futuro. Al contrario, el incremento de la inversión en I+D, unido a las recientes aperturas de nuevos centros de investigación, hacen suponer que SAN va a centrarse en el desarrollo interno de compuestos durante los próximos años.

Por su parte, estamos viendo un claro esfuerzo en control de costes. Los gastos operativos se han reducido del 30,93% (en 2004) al 28,27% (en 2006). Este ahorro ha tenido un claro impacto en la expansión de los márgenes. Aunque creemos que los ajustes contables derivados de la compra de Aventis pueden afectar a dichas magnitudes, es evidente que los costes globales de la compañía se han reducido gracias a las sinergias producidas por dicha compra. Esperamos que la tendencia se mantenga durante los próximos ejercicios.

3. POSICIÓN FINANCIERA

Aunque tradicionalmente Sanofi es una empresa con una gestión financiera muy conservadora (manteniendo siempre unos Activos Financieros Netos positivos), la compra de Aventis ha truncado dicha tendencia. Con unos Activos Financieros de €4.753 millones y unos Pasivos Financieros de €6.662 millones, el Activo Financiero Neto se queda en - €1.909 millones, lo cual es ligeramente superior al 4% de los Fondos Propios. Su apalancamiento financiero es de 1,63 veces y su ratio Deuda Total/Fondos Propios es de 0,14. A corto plazo, su Working Capital es de €2.643 millones y su Current Ratio es de 1,27.

Durante 2006 la compañía ha hecho un gran esfuerzo por reducir su deuda. Así, ha reducido el 5,28% de su deuda a largo plazo (€251 millones) y el 62% de su deuda a corto plazo (\$3.980 millones). En total, durante 2006 ha reducido su deuda en €4.232 millones, hasta los €6.944 millones en la actualidad. Esto supone una reducción total del endeudamiento del 38% en un año. La directiva planea seguir con esta política de reducción acelerada de la deuda. Otro aspecto muy positivo es que la deuda de Sanofi no está sujeta a ningún tipo de cláusula con los bonistas que pueda limitar la expansión operativa de la compañía.

Aunque debido a la compra de Aventis aun es pronto para estimar una tendencia fiable de cash flow, podemos utilizar los últimos resultados presentados como aproximación. Así, en 2006 SAN presentó un beneficio operativo de €4.828 millones y un cash flow operativo de €6.604 millones. Teniendo en cuenta que el tipo de interés medio ponderado de su deuda no es muy elevado (poco más de un 4%), creemos que genera unos beneficios y unos cash flows suficientes para afrontar sus necesidades operativas, financieras y retribuir a sus accionistas.

4. POSICIÓN OPERATIVA

Riesgos

Podemos agrupar en tres los principales riesgos a los que se enfrenta PFE, comunes a todo el sector de las grandes farmacéuticas:

1. Pricing. Las presiones políticas y el incremento del poder de negociación de las grandes aseguradoras hacen que SAN pierda poder de precio en sus productos. Esto va a producir un aumento de las ventas que se verá compensado en un descenso de los márgenes, con lo que el beneficio final no se verá demasiado afectado según nuestras estimaciones.
2. Patentes. Los principales productos de SAN están bien protegidos por patentes. En 2012 sólo habrá perdido el 34% de sus ventas actuales, muy poco si tenemos en cuenta que tiene 37 compuestos en últimas etapas de estudio. Sin embargo, si los compuestos estudiados no alcanzan los resultados esperados, las ventas de SAN y su crecimiento se verán reducidos drásticamente. Su fortísima presencia en el mercado Europeo, en el que la pérdida de una patente es menos dañina que en el mercado americano, nos aporta un extra de tranquilidad.
3. Competencia. Dentro de las grandes farmacéuticas es muy dura la competencia con medicamentos que tratan las mismas dolencias. Aunque la competencia en precio no es muy dura, es un factor a tener en cuenta.

Ventajas Competitivas

Sanofi es una empresa que goza de importantes ventajas competitivas. Las más importantes son:

1. Fortaleza Financiera. Aunque actualmente el balance de SAN no es tan fuerte como nos gustaría, la fortaleza de sus cash flows, unida al deseo de la directiva de reducir endeudamiento (como se ha visto a lo largo de 2006), nos permiten anticipar unos balances muy saneados para 2010. Esto le permitirá continuar con su expansión corporativa y liderar el crecimiento durante la próxima década.
2. Pipeline. Sin ser la más extensa del sector, su cartera está muy bien distribuida a lo largo de todas las etapas de desarrollo del producto. El 36% de sus compuestos están en últimas etapas de estudio y permiten anticipar un crecimiento importante de las ventas hasta 2015 (soportados por su cartera actual de productos). A partir de esa fecha, el crecimiento vendrá por los 65 compuestos en primeras fases de desarrollo más los que vayan añadiendo a su cartera. No son muchos compuestos en número, pero su rentabilidad esperada es de las más elevadas del sector.
3. Economías de Escala. Su tamaño le permite favorecerse de economías de escala importantes. La compra de Aventis ha favorecido mucho a este punto, como ya hemos visto con el ahorro en gastos operativos derivado de las sinergias de la compra. Pero es en el segmento de vacunas (en el que es líder mundial) en el que presenta unas economías de escala muy superiores a las de los competidores.

Teniendo en cuenta el crecimiento que esperamos para ese segmento, la posición estratégica de Sanofi es envidiable.

4. Poder Comercial. Su estrategia de crecimiento agresiva se basa en los 35.900 empleados que conforman su red comercial. Su flexibilidad orgánica y el olfato de la directiva, han servido para generar una de las redes comerciales más eficaces del sector.

5. RENTABILIDAD

Como ya hemos dicho, creemos que la reciente compra de Aventis hace muy difícil estimar una tendencia fiable en los beneficios y en los flujos de caja. Los márgenes reportados están muy afectados por costes no recurrentes derivados de la fusión y, por lo tanto, no presentan unas lecturas muy fiables. Sin embargo, parece que la absorción de Aventis se está realizando con éxito y esperamos que en el futuro todas las medidas de rentabilidad mejorarán aun más.

Al eliminar las partidas no recurrentes, estimamos que una aproximación más fiable del ROA de Sanofi es de un 8,50%. Por su parte, el ROE estimado es de 16,15%. Ambas medidas son inferiores a las medias del sector, con un ROA del 10,4% y un ROE de 20,8%. Sin embargo, basándonos en nuestras estimaciones de las futuras magnitudes del balance y del crecimiento del beneficio, estimamos un ROA objetivo cercano al 15% y un ROE cercano al 20%.

En 2006 produjo un 8,80% de su Activo Total en CFO y por cada 1€ de ventas, generó \$0,19 de Free Cash Flow. Hay que tener en cuenta que Sanofi, antes de la adquisición de Aventis, era una de las empresas más rentables del sector y creemos que seguirá siéndolo. Por tanto, esperamos una mejora general en todos los ratios de rentabilidad en los próximos ejercicios.

Respecto a la rentabilidad para los accionistas, hay que destacar que durante 2006 Sanofi no ha recomprado ninguna de sus acciones. Esto es debido a que la directiva prefiere dirigir sus recursos hacia el I+D y hacia la amortización de la deuda. Creemos que es una política que aporta confianza sobre el proyecto futuro de la empresa.

Su rentabilidad por dividendo actual ronda el 3% y el crecimiento del dividendo ha sido del 20% anual durante los últimos 4 años, pasando de 0,84€ en 2002 a 1,75€ en 2006. Esperamos que el crecimiento del dividendo siga durante los próximos años, aunque a unas tasas inferiores.

6. VALORACIÓN

Los múltiplos actuales están claramente distorsionados por el efecto de la compra de Aventis, así como por multitud de elementos no recurrentes. Para solucionar estos problemas, la compañía publicó unos ajustes pro-forma que aumentan en más de un 50% en beneficio de Sanofi del año 2006. Nuestros propios ajustes no son tan optimistas, aunque también mejoran sensiblemente el beneficio reportado por la compañía.

El PER de Sanofi calculado con los datos reportados es de 20,13 veces. Sin embargo, el PER calculado con nuestros ajustes ronda las 15 veces. Es un PER muy inferior a la media del sector (19,4 veces) y al de sus principales competidores. Creemos que el mercado ha penalizado en exceso al valor por no tener en cuenta esos elementos no recurrentes del balance y de las cuenta de resultados. Creemos que en los próximos años los resultados reportados serán más reales y que reflejarán una rentabilidad (en términos de ROA y ROE) muy superior a la actual. Esperando dichos cambios, creemos que las acciones de Sanofi se encuentran infravaloradas.

Si introducimos los inputs de Sanofi en nuestro modelo de descuento de flujos, y aplicando un retorno esperado del 11% anual, vemos que los precios actuales descuentan un crecimiento del beneficio del 4,97% anual. Nuestras estimaciones más bajas del crecimiento son de un 6% anual (impulsado por las sinergias, el ahorro en costes y los nuevos compuestos). Esto nos daría precio objetivo cercano a los 85€ por acción.

7. OPINIÓN DEL ANALISTA

En Sanofi se juntas dos circunstancias que han penalizado en exceso al valor. En primer lugar se encuentra el excesivo pesimismo de los inversores sobre el sector de las Big Pharma. En segundo lugar aparecen las incertidumbres contables producidas por la compra de Aventis. Al no disponer de datos fiables, las primas de riesgo aumentan.

Creemos que las preocupaciones sobre la cartera futura de Sanofi no tienen fundamento. Aunque hay pérdidas importantes de patentes hasta 2012, la importancia del mercado europeo en sus cuentas, unida al hecho de que muchos de sus tratamientos son únicos y a la distribución de su pipeline, hacen que no preveamos descensos en las ventas durante los próximos años. Es más, esperamos que las ventas aumenten entre un 3% y un 4% anual durante los próximos años. La división de vacunas juega un papel muy importante en este crecimiento.

Otro factor importante a tener en cuenta, que ha penalizado los beneficios de SAN y que puede ayudar mucho en el crecimiento futuro de los mismos, es la cotización del dólar. Al reportar sus beneficios en euros, las ventas en USA suponen el 35% del total, por lo que una futura apreciación del dólar impulsaría a los beneficios, de la misma manera que la debilidad del dólar de los últimos años los ha castigado.

La tendencia de la directiva a reducir el endeudamiento es otro factor favorable que estrechará las primas de riesgo y que el mercado aun no ha anticipado. Creemos que al no seguir la corriente imperante de recompras durante 2006, los grandes fondos de inversión se han olvidado de la compañía. Sin embargo, cuando el endeudamiento sea menor y la compañía disponga de más recursos con los que retribuir al accionista e impulsar su crecimiento, esperamos fuertes revalorizaciones en su cotización que la acerquen a su precio objetivo. Otro factor a tener en cuenta es el crecimiento del dividendo, siempre muy por encima de la inflación y de la media del sector.

Por último, la presencia de importantes inversores en su accionariado (Warren Buffet y Charles Brandes entre otros) nos aporta un plus de tranquilidad y confianza en el valor,

máxime si tenemos en cuenta que los precios actuales son inferiores a sus precios de compras. Así mismo, la presencia de Total en el accionariado (no tanto la de L`Oréal) nos parece que no es estratégica para la empresa y no descartamos ver algún movimiento corporativo importante durante los próximos años.

Por todo ello, Sanofi es una de las empresas que más nos gusta del sector.