



UADE BUSINESS SCHOOL

**TRABAJO FINAL - VALUACIÓN
GLAXOSMITHKLINE PLC**

PROMOCIÓN: 2017

COHORTE: Maestría en Dirección de Finanzas y Control (CFO) 56

DIRECTORA: Mg. Dominga del Rosario Amarfil

MAESTRANDO: Lic. Gonzalo Martín D'Avola

FECHA DE ENTREGA: 20 de diciembre de 2017

ABSTRACT

The pharmaceutical industry has been undergoing a deep transformation since the end of 2013. Not only have there been several mergers and acquisitions, divestitures and downsize activities, (such as Bristol-Myers Squibb's decision to cut down their diabetes franchise) but also there has been a strong investment in the Consumer Healthcare market as well as a strong focus on new treatment types. As many pharma companies foresee that the old business model of high margin products protected by patents is no longer sustainable with the growing pressure of generics and costs reduction from governments, they are nothing but forced to adopt new strategies that allow them be profitable and modern.

In this context, GlaxoSmithKline Plc. (GSK) has been spotlighted in several situations since 2008, when Sir Andrew Witty became the CEO. On one hand, he led a big downsizing on 2009 that demanded a 3.6-billion-pound provision to manage all the changes in the organization, then the company lost two trials for bribery totaling a fine of 3.5 billion dollars and finally GSK got to an agreement with Novartis for a joint-venture creating a new legal entity for the Consumer business. In March 2016, Witty announced his retirement for March 2017, so the purpose of this valuation is to determine whether the market expectations for such a change are either positive or negative even though his replacement, Emma Walmsley, has been in the role for almost nine months.

INDICE

1. OBJETIVO GENERAL	3
2. OBJETIVOS PARTICULARES	3
3. ESTADO ACTUAL DEL CONOCIMIENTO	4
4. MARCO TEÓRICO.....	6
4.1 MODELO DE VALUACIÓN DE EMPRESAS	6
4.2 MODELO DE FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS	7
4.3 CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM)	11
4.4 MODELO DE DIVIDENDOS DESCONTADOS	14
4.5 VALUACIÓN RELATIVA.....	15
5. MARCO METODOLÓGICO	16
6. CONOCIENDO A LA INDUSTRIA FARMACÉUTICA	17
6.1 LA INDUSTRIA FARMACÉUTICA EN EL MUNDO	17
6.2 LA INDUSTRIA FARMACÉUTICA EN LATINOAMÉRICA Y ARGENTINA	19
7. ACERCA DE GLAXOSMITHKLINE PLC	22
7.1 MISIÓN Y ESTRATEGIA DE LA COMPAÑÍA.....	23
7.2 CONOCIENDO LAS DIVISIONES Y PRODUCTOS DE GSK	26
7.3 FODA	27
7.4 ANÁLISIS DE INDICADORES Y RENTABILIDAD DE GSK.....	31
8. VALUACIÓN DE GSK	35
8.1 PROYECCION DE INGRESOS Y ESCENARIOS HIPOTÉTICOS	35
CONCLUSIONES.....	44
BIBLIOGRAFIA.....	45

1. OBJETIVO GENERAL

El presente trabajo de valuación procura aproximar el valor intrínseco a noviembre de 2017 del laboratorio multinacional GlaxoSmithKline PLC y emitir una recomendación en relación a la posesión de la acción.

2. OBJETIVOS PARTICULARES

Se establecen los siguientes objetivos particulares:

- Identificar el mejor método de valuación en este caso, entre Dividend Discount Model y Free Cash Flow to the Firm.
- A partir de la observación de los estados contables y financieros de la empresa en el período 2008-2016, evaluar la fluctuación de los distintos rubros fundamentales.
- Sugerir una decisión relacionada a la acción de la compañía, en función de su valor intrínseco y el valor de mercado.

3. ESTADO ACTUAL DEL CONOCIMIENTO

La rama de la ciencia económica denominada Finanzas tiene como objetivo el maximizar la riqueza de los accionistas y por ello se ocupa de todo lo concerniente al valor (López Dumrauf, 2013). Poder identificar si se está generando o destruyendo valor es de suma importancia para una compañía, ya que le permitirá entender cuál es su verdadera situación más allá de los resultados contables y esto le permitirá definir a tiempo una estrategia de negocios adecuada.

Por ende, el campo de las Finanzas ha hecho mucho énfasis en la medición del valor. Con el correr de los años, las técnicas de valuación han variado tanto por los avances académicos en la materia, así como también por la modernización de la tecnología informática que ha permitido desarrollar herramientas con mejor capacidad de procesamiento de datos. Tal como indica Luehrman (1997), originalmente la práctica generalizada era realizar valuaciones mediante el método de flujos de caja descontados o DCF, por su sigla en inglés (Discounted-Cash-Flow). Con el objeto de ejecutar esta metodología, resulta necesario no sólo calcular una tasa de descuento para poder representar los flujos a valor actual, sino también proyectar los flujos futuros de la compañía. En este sentido, suele tener un papel importante el modelo Gordon-Shapiro, principalmente cuando se trata de compañías en industrias estables. Dado que se entiende que una compañía tiende a durar más del plazo de cinco o diez años que generalmente se utiliza como referencia en las proyecciones, el modelo ayuda a simplificar el cálculo aplicando una tasa de crecimiento constante para los flujos posteriores (Damodaran, 2014). Asimismo, si se tratara de una valuación según el método Free Cash Flow, se utilizaría como tasa de descuento el Costo Promedio Ponderado del Capital o WACC (Weighted-Average Cost of Capital). Dicha tasa es calculada en base al costo de la deuda y del equity ponderados por la incidencia de cada una de las fuentes de financiación, en el total del valor de la compañía (Damodaran, 2014). Dado que en el cálculo de la misma está incluida la deuda financiera, se considera el efecto del escudo fiscal para obtener el resultado final, lo cual no permite luego identificar la cuantía de este monto al descontar los flujos.

A raíz de lo mencionado, surgió un modelo alternativo llamado Valor Presente Ajustado o APV (Adjusted Present Value) cuya versatilidad es valorada por los altos mandos en las corporaciones. APV es excepcionalmente transparente, se pueden ver todos los

componentes de valor en el análisis y ninguno está oculto (Luehrman, 1997). Por este motivo, es más simple explicar los resultados con esta metodología aún a ejecutivos no especializados en finanzas. Sin embargo, esto no implica que el método de Flujos Descontados por WACC se haya dejado de practicar, puesto que en casos en los cuales las compañías mantienen una proporción deuda *equity* constante, utilizar WACC resulta más simple y se obtienen los mismos resultados (Berk, DeMarzo, 2014).

4. MARCO TEÓRICO

En este apartado se desarrollarán el conjunto de constructos conceptuales financieros que permiten explicar de manera sistemática los distintos componentes que forman parte de una valuación.

4.1 MODELO DE VALUACIÓN DE EMPRESAS

En la presente sección se abordarán los conceptos financieros básicos para llevar a cabo una valuación de una compañía. Comenzando desde una visión general de los distintos métodos utilizados hasta el detalle de cada uno de los componentes que permitirán obtener el resultado deseado.

Como es de general conocimiento, lo que no se puede medir no se puede mejorar. Este es el preámbulo perfecto para explicar por qué resulta tan significativo poder determinar el valor de un negocio. Koller (2010), indica que el valor es la dimensión definitoria de medición en una economía de mercado. Esto es así porque todas las partes interesadas en una compañía evaluarán a la misma, en base a la capacidad que tenga de crear valor y la cantidad que cree. Por lo tanto, poder determinar el valor de una empresa es clave para tener elementos de comparación que permitan saber si los resultados actuales están en línea con la historia o con las expectativas futuras; si dentro de la industria es una compañía competitiva, entre otros. Según el propio Koller, gran parte de las crisis financieras pueden ser explicadas por la mala interpretación o la incorrecta aplicación de los principios de generación de valor. Uno importante efectivamente es el de la conservación del mismo, que explica que cualquier actividad que no incremente los flujos de caja de un negocio, no genera valor. (Esto explica por qué fue tan dañino para el mercado financiero el proceso de “*securitización*” de hipotecas de baja calificación durante la crisis hipotecaria de 2008/2009).

Por otra parte, toda decisión de negocio involucra un proceso de valuación, desde cómo un proyecto va a afectar el valor de una firma hasta la decisión que toma un inversor desde su casa en relación a la compra o venta de una acción. (Palepu, 1999).

Entre los métodos utilizados para valorar una compañía o proyecto, se encuentran (Berk, DeMarzo, 2013):

- **Flujos de caja libre descontados:** determina el valor total de la firma para todos los inversores, es decir tanto para los accionistas como para los acreedores, en base a los flujos de caja de la firma.
- **Dividendos descontados:** expresa el valor del equity de la firma como el valor presente neto de los futuros dividendos estimados.
- **Valuación Relativa:** a diferencia de los modelos de valuación absoluta donde el valor de la firma es el valor actual de los flujos proyectados sin considerar el nivel del mercado o la industria, la valuación relativa se funda en el cálculo de una serie de múltiplos (de aquí que también se la llama valuación por múltiplos). Estos cálculos permiten constituir estimaciones razonables del valor de una compañía a través de la comparación establecida entre los indicadores de varias empresas de la misma industria.

A la hora de elegir qué modelo aplicar en cada caso, es necesario tener en cuenta algunas consideraciones. Por ejemplo, si lo que se busca es valorar el equity y la compañía paga dividendos regularmente, utilizar el método de dividendos descontados podría ser una alternativa más simple en lo que respecta a los cálculos que deben ser realizados. Por otra parte, existen casos en los cuales el método de flujos descontados no es aplicable, ya sea porque no hay información disponible (empresas privadas) o porque las variables claves que mueven el negocio son volátiles y su predictibilidad es muy baja. En dichos casos, la valuación por múltiplos es una excelente alternativa por su flexibilidad, aunque resulta importante el paso previo de selección de empresas comparables ya que será determinante la muestra seleccionada para la obtención de un valor que refleje la realidad de la compañía.

4.2 MODELO DE FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS

Todos los modelos de flujos descontados requieren cuatro inputs: flujos de fondos actuales, tasa de crecimiento, un punto de madurez donde el negocio crecerá a una tasa que podrá sostener indefinidamente y una tasa de descuento para poder calcular el valor actual de los flujos (Damodaran, 2014).

Por lo tanto, se puede aplicar una fórmula como la siguiente:

$$V = \frac{FF1}{(1+r)^1} + \frac{FF2}{(1+r)^2} + \frac{FF3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{VF}{(1+r)^n}$$

En donde:

- “V” representa el valor actual de los flujos de fondos proyectados de la empresa.
- “FFn” representa el flujo de fondos de cada período.
- “VF” indica el valor de la perpetuidad que justamente refleja el crecimiento que la compañía podría mantener sostenidamente
- “r” es la tasa de descuento utilizada para actualizar los flujos de fondos. Dependiendo qué modelo se esté utilizando, esta tasa podría variar. Si bien durante el desarrollo de esta sección se profundizará cada modelo, a continuación se detallan las distintas tasas que podrían aparecer en cada uno:
 - Flujo de Efectivo Libre (FCF): Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC).
 - Flujo de Efectivo para Accionistas y Acreedores (CCF): Costo Promedio Ponderado del Capital antes Impuestos (WACCai).
 - Flujo de Efectivo para el Accionista (ECF): Costo del Capital (ke) y Costo de la Deuda (kd) para los intereses.
 - Valor Presente Ajustado (APV): Costo del Capital desapalancado (ku) y Costo de la Deuda (kd).

En primer lugar, a fin de poder obtener los distintos flujos de caja es necesario evaluar una serie de factores, desde la serie histórica hasta la proyección de ventas en base a las nuevas tecnologías y tendencias, para identificar cuál sería la tasa correcta de crecimiento a considerar en cada período. Una vez con ello se pueden proyectar los valores en base al último estado de resultados vigente y realizar distintas estimaciones.

Los cuatro modelos para valuación por descuento de flujos son: (López Dumrauf, 2013)

1. Free Cash Flow o FCF (Flujo de Efectivo Libre).
2. Capital Cash Flow o CCF (Flujo de Efectivo de la Firma).

3. Equity Cash Flow o ECF (Cash Flow del Accionista).
4. Valor presente ajustado o APV (Adjusted Present Value).

Usando cualquiera de ellos lógicamente se llegará al mismo valor, puesto que se estaría valuando la misma empresa. Sin embargo, es importante destacar que, si bien tienen pasos en común, cada uno tiene una metodología de cálculo diferente.

En primer lugar, la diferencia radica en el cálculo de los flujos de fondo. A continuación, se puede identificar cómo calcular los primeros tres métodos citados arriba (el método APV utiliza los fondos del FCF descontando con el beta desapalancado, que será desarrollado a continuación, y el valor presente del ahorro fiscal).

Cálculo de los métodos		
1) FCF (free cash flow)	2) CCF (capital cash flow)	3) ECF (Equity cash flow)
EBIT - Impuesto sobre EBIT - Depreciaciones y Amortizaciones +/- Variación en capital de trabajo +/- Variación en activos fijos	Dividendos +Intereses +/- Variación de la deuda Ó FCF + intereses x t *t = tasa de impuesto	EBIT - Impuesto sobre EBIT - Depreciaciones y Amortizaciones +/- Variación en capital de trabajo -Intereses +/- Variación en activos fijos +/- Variación de la deuda
FCF	CCF	ECF

Fuente: elaboración propia

Luego, los modelos difieren por la tasa de descuento utilizada para actualizar los flujos de fondos. En el caso del FCF, es utilizado el Costo Promedio Ponderado del Capital o WACC que incorpora el ahorro fiscal que genera la deuda dado que durante el cálculo de los flujos no está considerado. (López Dumrauf, 2013)

$$WACC = kd(1 - t) \frac{D}{D + E} + ke \frac{E}{D + E}$$

En donde:

- “WACC” representa el Costo Promedio Ponderado del Capital.
- “kd” representa el costo de la deuda.
- “t” indica la alícuota fiscal de impuestos.
- “D” corresponde al total de la deuda.
- “E” corresponde al total del Equity de la compañía.

- “ke” indica la tasa de costo del capital propio.

En cambio, dado que el ahorro fiscal está incluido en el CCF, se utiliza como tasa de descuento el WACC antes de impuestos, representado por la fórmula abajo.

$$WACC_{ai} = kd \frac{D}{D + E} + ke \frac{E}{D + E}$$

En donde:

- “WACC_{ai}” representa el Costo Promedio Ponderado del Capital antes de impuestos.
- “kd” representa el costo de la deuda.
- “D” corresponde al total de la deuda.
- “E” corresponde al total del Equity de la compañía.
- “ke” indica la tasa de costo del capital propio.

El modelo APV presenta una característica que lo distingue y es justamente la calidad de información que brinda, ya que permite desglosar los efectos como, por ejemplo, el valor agregado por el escudo fiscal. Su fórmula es la siguiente:

$$V^l = APV = V^u + VA(\text{escudo fiscal})$$

En donde:

- “V^l” representa el valor actual de los flujos de fondos proyectados del proyecto con apalancamiento.
- “APV” significa Valor Presente Ajustado.
- “V^u” indica el valor actual de los flujos de fondos desapalancados (FCF descontado con K_u).
- “VA (escudo fiscal)” representa el valor actual de la suma del escudo fiscal generado en cada período.

Si bien sigue la lógica mencionada anteriormente, el modelo conlleva separar los flujos. Por un lado, aquellos originados por la operación los cuales serán descontados al WACC desapalancado. Es decir, el mismo valor que el WACC_{ai} mientras que el apalancamiento no cambie el riesgo general de la firma (Berk, DeMarzo, 2014) de acuerdo con la siguiente expresión:

$$\beta_u = \frac{\beta_e}{\left[1 + \frac{D(1-t)}{E}\right]}$$

En donde:

- “ β_u ” representa el valor Beta desapalancado.
- “ β_e ” representa el valor de Beta con apalancamiento.
- “ t ” representa el valor de la tasa de impuestos.
- “ D ” corresponde al total de la deuda.
- “ E ” corresponde al total del Equity de la compañía.

Por otro lado, los flujos generados por el escudo fiscal deberían ser descontados por la misma tasa de deuda (K_d) siempre que la deuda sea constante, dado que tiene el mismo riesgo que ésta.

Finalmente, el caso del ECF es más simple puesto que al valuar solamente el equity de la compañía, la tasa correcta de descuento es el costo del equity o K_e , desarrollado a continuación.

4.3 CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM)

El modelo de valuación CAPM (Capital Asset Pricing Model) permite determinar el rendimiento exigido a un activo mediante la siguiente fórmula:

$$k_e = R_f + \beta_j (R_m - R_f)$$

En donde:

- “ k_e ” representa el costo de capital de una inversión.
- “ R_f ” representa la tasa de interés de un activo libre de riesgo.
- “ β_j ” representa la sensibilidad del rendimiento del activo respecto a los rendimientos del mercado.
- “ R_m ” corresponde al rendimiento esperado del mercado. La diferencia entre R_m y R_f es denominada prima de riesgo de mercado (R_p)

Este modelo funciona bajo los supuestos de que los mercados de capitales son eficientes, todos los inversores tienen aversión al riesgo, no existen imperfecciones (como impuestos o costos de transacción) y todos los inversores tienen el mismo horizonte temporal (López

Dumrauf, 2013). Ahora bien, es imprescindible definir cómo seleccionar cada uno de los valores a fin de hacer una correcta valuación. Damodaran (2014), explica cómo calcular cada componente de la fórmula:

Tasa libre de riesgo

Un activo libre de riesgo es aquel sobre el cual el inversor sabe con certeza cuáles serán los retornos obtenidos. Por consiguiente, para que un activo sea considerado como tal, es necesario que cuente con las siguientes características:

- No haya riesgo de reinversión
- No tenga riesgo de default o bien el menor riesgo de default en el mercado (por lo cual no debería ser una acción sino más bien un título de deuda soberano)

Estos puntos son destacados por Damodaran (2014), quien indica que esta es la única forma de que un retorno esperado sea realmente igual al retorno real obtenido.

Dado que estas características dificultan la obtención de un activo libre de riesgo, en el mercado se ha adoptado como práctica utilizar la tasa de un bono del Tesoro de Estados Unidos cuyo plazo al vencimiento coincida con el horizonte de inversión. Esto generalmente implica utilizar la tasa a 10 o 20 años.

Prima de riesgo

El CAPM mide el retorno que buscarán los inversores por cambiar su dinero de una inversión libre de riesgo a otro activo con mayor cantidad de riesgo. Esto es en función de la aversión al riesgo de los inversores y también del riesgo promedio de una inversión riesgosa, dado que mientras se perciba mayor riesgo, mayor será la prima solicitada.

Existen tres caminos para estimar las primas de riesgo (Damodaran, 2014):

- Encuestas: relevando la prima que buscan los principales directores y gerentes del mercado, se puede determinar un valor aproximado para la prima de riesgo
- Calcular primas históricas: mediante la definición de un período de tiempo para la estimación, se puede calcular el retorno promedio de un índice de acciones y los retornos de un activo libre de riesgo, y luego por diferencia el valor de la prima. En

los mercados emergentes, donde suele haber menor cantidad de datos históricos, suele estimarse la prima de riesgo mediante tres enfoques (Damoradan, 2014):

- CDS (Credit Default Swap) o Riesgo País: se acostumbra sumarle a la prima de riesgo de un país maduro la tasa de los CDS o la prima por riesgo país
 - Volatilidad Relativa: se utiliza el desvío estándar o la volatilidad del mercado accionario del país emergente respecto a un mercado maduro y este coeficiente se lo multiplica por la prima de riesgo del país maduro
 - CDS + Volatilidad Relativa: al combinar las dos alternativas anteriores, los valores resultantes son mayores y el método consiste en sumarle a la prima de riesgo de un mercado maduro el valor del CDS multiplicado por el coeficiente entre la volatilidad del mercado y la volatilidad en el bono de un país emergente.
- Estimar la prima: sin utilizar datos históricos, se puede estimar la prima en base a los supuestos del mercado y las proyecciones para la industria.

Beta

Este coeficiente representa la sensibilidad de los cambios en el rendimiento de una acción con respecto a los cambios en el rendimiento del mercado. (López Dumrauf, 2013). Tal como indica Damoradan (2014) hay cuatro métodos para estimar la beta:

- Betas históricas: calculando los retornos históricos y comparándolos contra los retornos de un índice se podría obtener la sensibilidad histórica.
- *Fundamental Beta*: el método consiste en determinar la beta por tres variables clave: el tipo de negocio, el grado de apalancamiento operativo y el apalancamiento financiero de la firma. Por lo tanto, una empresa con gran apalancamiento operativo tendrá, por ejemplo, una prima mayor que otra con menor apalancamiento de este estilo, ya que la variabilidad de las ganancias será mucho mayor por la gran incidencia de costos fijos.
- *Bottom up Betas*: consiste en realizar un promedio ponderado de betas individuales con la incidencia de cada una basada en el valor de mercado donde participe. Para realizarlo correctamente, resulta importante desapalancar y volver a apalancar la beta.

- Betas contables: se podría calcular la beta a través de las ganancias contables, el problema de este enfoque es que la información puede estar distorsionada por la norma contable, entre otros.

4.4 MODELO DE DIVIDENDOS DESCONTADOS

Según Berk y deMarzo (2014), la forma de calcular el valor de una acción con este método es la siguiente:

$$P_0 = \frac{Div_1}{(1 + ke)^1} + \frac{Div_2}{(1 + ke)^2} + \dots + \frac{Div_n}{(1 + ke)^n} + \frac{P_n}{(1 + ke)^n}$$

En donde:

- “P₀” representa el valor actual de los dividendos proyectados o valor de la acción
- “Div_n” representa el dividendo esperado de cada período.
- “P_n” indica el precio o valor terminal al finalizar el año n.
- “ke” representa el costo del capital propio.

Nuevamente se descuentan los flujos de caja (en este caso los dividendos) a la tasa de costo de capital del equity (ke) dado que es el retorno esperado de otras inversiones disponibles con riesgo equivalente al de la firma bajo estudio. El flujo final (P_n) representa el valor por la venta de la acción en el momento *n* y también es descontado a dicha tasa.

En este modelo es determinante entender que los flujos se componen de las ganancias por acción multiplicadas por el ratio de pago de dividendos. De esta manera, la firma puede aumentar sus dividendos de tres formas diferentes (Berk, DeMarzo, 2014): incrementando el ingreso neto, aumentando el ratio de pago de dividendos o reduciendo la cantidad de acciones (lo cual impacta directamente las ganancias por acción).

La limitante de este modelo, es justamente la incertidumbre sobre los flujos futuros. En primer lugar, porque suele ser una decisión de la gerencia la recompra de acciones y el grado de apalancamiento adoptado, aunque también porque pequeños cambios en la tasa de crecimiento de los dividendos pueden llevar a grandes cambios en el precio estimado de la acción.

4.5 VALUACIÓN RELATIVA

Este método de valuación busca determinar el valor de un activo mediante la comparación con otros activos similares. Si bien no permite cotejar distintas clases de activos, es muy utilizado por la facilidad con la cual puede ser aplicado.

Para comparar los activos, se utilizan una serie de cálculos o múltiplos, que buscan estandarizar los precios utilizando distintas variables. Entre los más conocidos se encuentran:

- Precio/índice de ganancias (*Price/Earnings Ratio* o *P/E Ratio*).
- Precio/Valor de Libros del Equity.
- Precio/Ventas.

Es importante resaltar que para aplicarlo correctamente es esencial definir activos comparables y luego para evaluar los resultados entre los distintos activos, tener en cuenta las diferencias que pudieran surgir en el crecimiento, riesgo y flujos de caja estimados. Además, suelen haber diferencias entre los valores obtenidos entre el método de flujos descontados y la valuación por múltiplos, principalmente por el supuesto respecto a la ineficiencia de mercado. En el método de flujos descontados, se asume que los mercados cometen errores con frecuencia mientras que en la valuación por múltiplos se asume que el mercado en promedio ha valuado a los activos correctamente (Damoradan, 2014).

5. MARCO METODOLÓGICO

Con el fin de cumplir con los objetivos generales y particulares mencionados, se aplicó una metodología mixta con predominio cuantitativo.

En primer lugar, la investigación documental fue un pilar de la estrategia metodológica, ya que se utilizaron reportes anuales y cuatrimestrales de la empresa, reportes de consultoría respecto a la industria farmacéutica local e internacional e informes relacionados a la proyección de la economía mundial, entre otros.

Por otro lado, también se incorporó información relacionada al mundo de los negocios, para brindar un contexto más amplio al trabajo y no sólo desde el enfoque financiero. El tipo de investigación que primó durante el trabajo es el estudio descriptivo, puesto que se hizo foco en expresar por qué el valor de la acción se encuentra en el nivel calculado y las diferencias con el mercado.

6. CONOCIENDO A LA INDUSTRIA FARMACÉUTICA

En este apartado se describirá la industria farmacéutica a nivel mundial y local, con el fin de contextualizar el mercado en el cual opera la compañía GlaxoSmithKline.

6.1 LA INDUSTRIA FARMACÉUTICA EN EL MUNDO

Si bien la economía mundial ha sufrido un leve retroceso dado que en 2014 hubo un crecimiento de 3,4% mientras que en 2015 el mismo fue de 3,1% y en 2016 de 3,2% (FMI, 2017), la industria farmacéutica ha demostrado -una vez más- ser inelástica a las variaciones macroeconómicas. Por el contrario, cabe destacar que según información del reporte anual de GSK (2016), 2015 fue un año record en cantidad de fusiones y adquisiciones en la industria farmacéutica, que alcanzaron transacciones por un total mundial de \$575 billones comparados contra los \$380 billones de 2014. Además, las ventas globales de la industria desde septiembre 2015 hasta septiembre 2016 han sido de £648 billones, lo cual representa un aumento de más del 7% respecto al mismo período de 2014-2015. (GSK, 2017). El principal mercado aún continúa siendo Estados Unidos y Canadá, con un share de ventas del 50%, seguido por Asia Pacífico y Europa ambos con 21% y mercados emergentes con un 8%.

En 2016, el negocio de vacunas global alcanzó un total de ventas de aproximadamente \$24,5 billones y se prevé un crecimiento de 5% anual hasta 2022 según un estudio realizado por EvaluatePharma (2016). El negocio de consumo masivo sigue esta corriente, con un total de ventas de \$94,5 billones y una proyección de crecimiento de entre 3 y 4% para los próximos 5 años. La estimación de crecimiento en esta unidad de negocio está fundamentada por un cambio, principalmente en los mercados emergentes, tanto en las dietas como en los estilos de vida de las personas en todas las franjas etarias. De esta forma, existe un rol más activo en la sociedad respecto a la salud que está creando mayor demanda para los productos de la industria.

Por otra parte, los cambios demográficos están generando cada vez mayor presión sobre la industria farmacéutica para reducir los costos. Puesto que el aumento de la población se traduce en una mayor exigencia sobre el presupuesto que tienen alocado para salud los distintos gobiernos, éstos se encuentran en búsqueda de medidas que les permitan reducir

el gasto y ampliar la cobertura médica. De hecho, durante 2016 el Panel de Alto Nivel del Secretario General de las Naciones Unidas sobre el Acceso a los Medicamentos, sugirió la creación de un grupo de trabajo entre los gobiernos para discutir la implementación de un Código de Principios para Investigación y Desarrollo en Biomédica. Asimismo, instó a trabajar sobre los ADPIC (Aspectos de los Derechos de Propiedad Intelectual relacionados con el Comercio). Estos acuerdos incluyen flexibilidad para que los estados miembros de la OMC puedan redactar leyes y reglamentaciones sobre distintos aspectos tales como Propiedad Intelectual o regulación de medicamentos para que puedan cumplir con las obligaciones de salud pública. (AFIDRO, 2017).

En este sentido, es también importante destacar el papel de los entes regulatorios tales como la FDA (Food and Drug Administration) en EE. UU. o la EMA (European Medicines Agency), puesto que si bien durante el año 2015 se ha alcanzado un importante número de aprobaciones para nuevas medicinas – un total de 88 entre ambas regiones (GSK, 2016) – el panorama para 2017 presenta una puja por reducir los tiempos y costos de desarrollo, particularmente en los genéricos. La extinción de las patentes o la pérdida anticipada de la misma genera la disponibilidad de productos genéricos en el mercado que presentan precios mucho más reducidos que el medicamento original por la falta de costos de I+D en el desarrollo del mismo. Si bien este impacto se produce con mayor énfasis en los mercados desarrollados que en los emergentes, las empresas están buscando cierta protección para mantener sus márgenes y sus operaciones de investigación. Por ejemplo, durante 2015, se realizó un acuerdo transpacífico dando cinco años de exclusividad de datos para la mayoría de los medicamentos no biológicos y ocho años para los medicamentos biológicos y existen otros acuerdos de la misma índole en tratativas tanto en Europa como en Asia. Esto les permite a las compañías trabajar con un horizonte de tiempo claro lo cual fomenta la inversión ya que reduce la posibilidad de aparición de nuevos competidores en dicho plazo. Vale destacar aquí que la pérdida de la propiedad intelectual tiene mayor incidencia en el margen de los medicamentos. Por el contrario, las vacunas no enfrentan una competencia tan acérrima puesto que este tipo de productos tiene una complejidad mayor y la calidad depende altamente de los procesos técnicos durante la fabricación. En cuanto a los productos de consumo masivo para la salud, si bien muchos de ellos tienen cierta cobertura, lo más importante es la lealtad a la marca y las marcas registradas.

En términos de competencia, el 95% de las ventas (USD 741 billones¹) registradas durante 2016 se concentra en las principales 20 compañías de la industria (EvaluatePharma, 2016). Las tres principales empresas, si se le sumara también la unidad de negocio de consumo y vacunas, son Johnson & Johnson con USD 74 billones, seguida de Pfizer con USD 49,6 billones y Novartis con USD 49,5 billones de ingresos por ventas (Financial Times Global 500, 2015). La perspectiva es que para 2022, estas 20 compañías perciban un total por ventas de USD 1.120,9 billones en tan sólo la unidad de productos farmacéuticos, lo que representa una tasa compuesta de crecimiento de 6%.

Finalmente, es necesario remarcar que el contexto de inestabilidad política vivido desde 2016 es una señal de preocupación para la industria. La determinación del presidente de los Estados Unidos Donald Trump de modificar el llamado *Obamacare* tendrá consecuencias importantes, en particular con lo que respecta a la política de precios sobre los medicamentos recetados y su regulación. La decisión de salir de la Comunidad Europea por parte del Reino Unido también despierta incertidumbre sobre cómo esto afectará la política comercial, impositiva y los asuntos regulatorios.

6.2 LA INDUSTRIA FARMACÉUTICA EN LATINOAMÉRICA Y ARGENTINA

Según KPMG (2017), la industria a nivel regional representa apenas más de un 5% de las ventas a nivel mundial dado que la mayor parte del comercio está concentrado en los países desarrollados. Sin embargo, según la Cámara Industrial de Laboratorios Farmacéuticos – CILFA (2015), cuando se toma la serie histórica 2006-2014, se puede ver un crecimiento total de más del 50%, dentro de los cuales se destaca la caída punta a punta en México del 12,6% - el segundo mercado en facturación de la región – contrastado con un crecimiento del 110% en Venezuela, que pasó a representar el tercer país en ventas.

¹ En este trabajo se utiliza la palabra billón siguiendo su significado americano, es decir, en alusión a mil millones.

AMERICA LATINA - MERCADO DE MEDICAMENTOS - En millones de U\$S

País	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Variación 2008-2014
Brasil	12.449	13.116	17.543	21.915	21.608	22.859	23.886	92%
México	8.551	7.071	7.761	8.304	8.362	8.913	7.472	-13%
Venezuela	4.365	5.727	6.230	5.102	7.074	6.256	9.165	110%
Argentina	3.242	3.332	4.018	4.931	5.571	5.760	5.248	62%
Colombia	1.609	1.506	1.805	1.995	2.124	1.940	1.948	21%
América Central	1.072	1.064	1.181	1.318	1.434	1.531	1.590	48%
Chile	1.059	1.041	1.207	1.398	1.502	1.584	1.554	47%
Ecuador	679	742	825	923	977	1.044	1.130	66%
Perú	647	618	722	811	925	977	919	42%
República Dominicana	351	379	421	434	460	510	536	53%
Uruguay	259	284	332	372	360	385	360	39%
Paraguay	195	175	199	248	256	295	305	56%
Bolivia	149	186	192	249	239	275	274	84%
Total	34.627	35.241	42.436	48.000	50.892	52.329	54.387	57%

Fuente: Elaboración propia basada en información de CILFA - CÁMARA INDUSTRIAL DE LABORATORIOS FARMACÉUTICOS ARGENTINOS. Mercado exclusivamente de medicamentos.

Argentina tiene la particularidad de ser uno de los pocos países en el mundo junto a otras naciones como EE. UU, Japón, Alemania y Suiza, cuyos laboratorios nacionales abastecen más del 50% del consumo interno. Por ello no es de extrañar que sea el tercer sector industrial en generación de valor agregado por detrás de la refinación de petróleo y la industria siderúrgica, con una participación del 4,9% del total del valor agregado en la industria conforme a los números presentados por el INDEC (2016). Con el fin de dar un pantallazo de cómo está compuesta la industria localmente, según el mismo estudio de CILFA (2015), a finales de 2014 había 230 laboratorios radicados en el país, con un total de 190 plantas industriales instaladas de las cuales 160 eran de capitales nacionales. La ocupación de personal en la industria tanto en mano de obra directa e indirecta era de alrededor de 38.000 y 120.000 personas, respectivamente y había una utilización de la capacidad instalada de un 87%. Si bien el número de laboratorios es significativo, más aún teniendo en cuenta que apenas 20 laboratorios a nivel mundial dominan el 95% de las ventas globales en medicamentos, cabe aclarar que la preponderancia de los mismos en la facturación local no está equitativamente distribuida. Nuevamente también se puede apreciar la consolidación de las ventas, puesto que la facturación de los diez principales laboratorios hace al 43,1% del total de la facturación del sector.

A diferencia de la tendencia vista en países desarrollados, en Argentina los medicamentos genéricos aún no han ganado mucho peso, dado que sólo representan 10% del mercado. Asimismo, los medicamentos de venta libre (OTC) representan 10,3% mientras que el resto está compuesto por medicamentos de venta bajo receta. El 30% de los medicamentos consumidos son de origen importado, porcentaje que ha crecido exponencialmente en los últimos veinte años, dado que en 1994 representaban simplemente 6,9% de las ventas totales. Este aumento de las importaciones se refleja claramente en la balanza comercial que dejó un pasivo de 1.301,9 millones de dólares en 2014, explicado también en la variación porcentual que tuvieron tanto los rubros de importaciones (351,9% de variación entre 2014 y 2003) y exportaciones (217,5% entre 2014 y 2003).

Si bien la Argentina ha transitado por varias crisis económicas como la de 1975, 1989 o 2001, la capacidad de resiliencia de la industria, apalancada por la presencia de más de 120 laboratorios nacionales, claramente representa una ventaja de cara a los próximos años. Por otro lado, la cantidad y calidad de mano de obra especializada se encuentra en los niveles de los países desarrollados, por dicho motivo no es extraño que en los últimos años haya podido crecer la fabricación de medicamentos biotecnológicos (aquellos que buscan modificar el ADN de un organismo para que fabrique alguna sustancia en particular). Sin embargo, muchos insumos y bienes de capital son de origen extranjero, principalmente los principios activos (todo aquel material que agrega una propiedad a un medicamento como la glucosa o el ácido acetilsalicílico) lo cual aún no le permite al país independencia en este sentido.

7. ACERCA DE GLAXOSMITHKLINE PLC

La firma GlaxoSmithKline PLC (GSK), es una empresa global del cuidado de la salud que empezó a operar en enero de 2001 tras la fusión de GlaxoWellcome PLC y Smithkline Beecham PLC. Sin embargo, sus orígenes datan del 1715, cuando Silvanus Bevan creó la compañía Plough Court Pharmacy la cual sería la empresa antecesora a Allen and Hanburys (A&H), cuyo nombre el grupo utilizaría hasta la fecha y el cual tendría importantes lanzamientos en su palmarés como el Ventolin en 1969 para el tratamiento del asma. En 1830, John K Smith abre su primera farmacia y once años más tarde forma junto a su hermano George la compañía John K Smith & Co, mientras que un año después Thomas Beecham inicia su empresa llamada Beecham's Pills con un laxante como producto estrella. En 1865, Mahlon Kline se une a Smith & Shoemaker, compañía donde John K Smith era contador, y el éxito que éste tiene lleva a renombrar a la compañía Smith, Kline and Company. En paralelo, Joseph Nathan crea en Wellington Nueva Zelanda la empresa Joseph Nathan and Co, que pasaría a llamarse Glaxo en 1906 como intento comercial de ser más atractiva para la venta de leche deshidratada (originalmente se buscó el nombre Lacto, pero al ser rechazado por la existencia de nombre similares registrados, surgió Glaxo como parte de un *brainstorming*).

Luego de diversos lanzamientos por parte de las empresas mencionadas, entre los cuales se encontró el Amoxil, compuesto por amoxicilina descubierta por científicos de Beecham en 1972, se produjo la fusión de SmithKline Beckman y Beecham Group en 1989 para convertirse en SmithKline Beecham. Posteriormente, en 1995 Glaxo y la compañía originalmente fundada en 1880 como Burroughs Wellcome & Company, se fusionan para formar Glaxo Wellcome. Finalmente, en 2001 se produce la fusión previamente mencionada para formar GlaxoSmithKline (GSK) cuyo nombre se mantiene en la actualidad, aunque hubo más adquisiciones por parte de la compañía como la compra de Laboratorios Stiefel en 2009 y la adquisición del porfolio de vacunas a Novartis en 2015.

En su reporte anual de 2016, emitido en marzo de 2017, GSK reportó un total de 99.300 empleados distribuidos en más de 150 países y 87 plantas de manufactura alocadas en 34 países. Al 17 de noviembre de 2017, su capitalización de mercado era de 63.5 billones de

libras esterlinas en la Bolsa de Londres, con un total de 4.86 billones de acciones a un precio de 13,08 libras.

7.1 MISIÓN Y ESTRATEGIA DE LA COMPAÑÍA

La misión de GSK es “*Help people do more, feel better, live longer*”, cuya traducción literal sería ayudar a la gente a hacer más, sentirse mejor y vivir más tiempo (GSK, 2016). Para lograr este propósito, la empresa es consciente que debe ser cada vez más eficiente y competitiva por lo tanto concentra su estrategia en cuatro pilares que apuntan a aumentar el crecimiento, reducir el riesgo y mejorar el desempeño financiero a largo plazo. A continuación, se enumeran los pilares junto con el progreso estratégico logrado:

Desarrollar un negocio diversificado

El objetivo aplica para las tres líneas de negocio y busca desarrollar un porfolio de productos balanceado que genere un crecimiento en ventas sostenible en el tiempo. El ejemplo más reciente de esta estrategia fue reflejado con la transacción realizada con Novartis en marzo de 2015, que fortaleció tanto el negocio de Vacunas como el de Consumo, así como también generó el lanzamiento del OTC Flonase Allergy Relief en EE. UU. a partir de febrero 2015.

- Ofrecer más productos de valor

A fin de mejorar la productividad y los índices de rentabilidad de las inversiones en Investigación y Desarrollo, GSK ha realizado cambios significativos en este sector para fortalecer el crecimiento de los productos en desarrollo y así tener un porfolio más sólido que se traduzca en mejoras de valor en el tratamiento tanto para los pacientes como para los profesionales de la salud. Durante el año 2015 se lanzó en EE. UU el producto Nucala para combatir el asma y se presentó la primera terapia génica para la enfermedad de Inmunodeficiencia combinada grave por déficit de adenosina desaminasa en Europa. Esta enfermedad congénita y hereditaria genera deficiencia en la inmunidad celular y humoral, lo cual puede generar infecciones respiratorias e intestinales, o bien afectar neurológicamente a la persona, por lo cual el tratamiento recomendado hasta el momento era un trasplante de células. Ahora bien, la terapia génica permite insertar elementos ausentes en el genoma del individuo para tratar la enfermedad.

- Simplificar el modelo operativo

Aparejado con los cambios constantes del negocio, el objetivo es operar de la forma más eficiente posible reduciendo la complejidad en la operación. De esta manera la empresa busca liberar recursos para poder reinvertirlos en sectores claves del negocio. Por este motivo, durante 2015 y 2016 la compañía realizó una importante reestructuración en las funciones staff de la compañía, así como también en las unidades de negocio. Esto a la fecha trajo una reducción en la plantilla total del 2% (una reducción de más de 2000 empleados), así como también se ha anunciado el cierre de más de cinco plantas lo cual a futuro permitirá reducir aún más esta estructura. Por otro lado, la compañía ha invertido en la implementación global del sistema SAP de planificación de recursos empresariales (ERP según sus siglas en inglés) para facilitar la comunicación y la elaboración de reportes a través de la organización.

- Negocio responsable

La compañía debe actuar en forma responsable para alcanzar sus objetivos, asegurando que los valores se reflejen en la filosofía de la empresa y en los procesos de toma de decisiones. Por ello, y tras el escándalo en China por coimas otorgadas a profesionales de la salud (BBC “GlaxoSmithKline fined \$490m by China for bribery”, 2016), la compañía ha decidido implementar un nuevo sistema de compensación de su fuerza de ventas.

Además, cada línea de negocios tiene una estrategia marcada según las características de cada una:

- Estrategia de Consumo

Combinar recursos, experiencia científica y valores con los puntos fuertes de la industria de productos de consumo masivo o *Fast Moving Consumer Goods (FMCG)*, como por ejemplo el conocimiento del consumidor, la agilidad, la innovación y la importancia de la marca, para convertir a la división de GSK Consumer Healthcare en la mejor empresa de *FMCG* del cuidado de la salud (GSK, 2016). Por ende, la CEO de la división, Emma Walmsley, fue seleccionada para el cargo entre otras cosas por su experiencia anterior de 17 años en L’Oreal y mismo quien la sucede en la línea de mando, Brian McNamara, posee

experiencia en Procter & Gamble. Por consiguiente, queda en evidencia la intención de GSK de cambiarle el foco “Farma” a esta parte de la compañía, tal como mencionó Sir Andrew Witty durante la conferencia de JP Morgan Healthcare del día 12 de enero de 2016.

- Estrategia Farma

Crear valor mediante la investigación y producción de productos innovadores y haciéndolos tan ampliamente accesibles como sea posible a los países en desarrollo (GSK, 2016).

Si bien la presencia en mercados desarrollados como EE. UU y Europa está consolidada, ocupando el doceavo y séptimo lugar en ventas respectivamente, la división busca aumentar la inversión en mercados emergentes como África, donde se identifica un potencial de crecimiento significativo.

- Estrategia Vacunas

Enfocar la actividad al desarrollo, fabricación y distribución de las vacunas que puedan mejorar la salud de las personas y las comunidades en las que viven mediante la protección de enfermedades de alto riesgo (GSK, 2016). En sintonía con esto, se busca estrechar vínculos con gobiernos y diversas organizaciones para fortalecer las iniciativas de inmunización. Por ejemplo, en septiembre de 2016 la compañía redujo el precio para la vacuna contra el neumococo particularmente a los refugiados de Siria, Irak y Afganistán.

De lo expuesto, se puede inferir que es necesario que la empresa debe alinear toda la compañía a las estrategias prioritarias para poder crecer dado que el éxito de la misma depende de su habilidad en Investigación y Desarrollo para innovar en el mercado de productos del cuidado de la salud haciendo que también sean accesibles a la mayor cantidad de personas posibles.

7.2 CONOCIENDO LAS DIVISIONES Y PRODUCTOS DE GSK

La compañía concentra sus actividades en tres áreas principales:

Pharma o medicamentos: se desarrollan medicinas para tratar todo tipo de enfermedades con manifestaciones agudas y crónicas. A nivel mundial, se ubica en segundo lugar en facturación en el segmento de medicamentos antivirales (EvaluatePharma, 2017), debido al porfolio de productos para el HIV (Tivicay y Triumeq) así como también para enfermedades respiratorias (con su reciente lanzamiento Ellipta) o mismo la gripe (Relenza). Esta unidad de negocio representa 16.1 billones de libras esterlinas en ventas, es decir un 58% del total de las ventas de la compañía.

Ventas por categoría (2016) – Top 3	£millones
Respiratorio	6510
ViiV Healthcare (HIV)	3556
Otras Enfermedades	2541

Fuente: Elaboración propia basada en información pública de la empresa

Vacunas: considerando el porfolio adquirido de Novartis, GSK ocupa el cuarto puesto mundial en ventas en este segmento, con una proyección de ocupar el primer lugar para 2022 alcanzando un total de 6.3 billones de libras esterlinas. Siendo su principal área las enfermedades infecciosas tanto pediátricas como para adultos, esta rama representa 16% del total de ventas en 2016 de la empresa, con 4.6 billones de libras esterlinas.

Ventas por línea de producto (2016) – Top 3	£millones
Infanrix / Pediarix*	769
Hepatitis	602
Meningitis	592

*Para la prevención de tétano, difteria y poliomielitis, entre otras.

Fuente: Elaboración propia basada en información pública de la empresa

Consumo: con reconocidas marcas a nivel mundial como Voltaren (tras la fusión con Novartis), Sensodyne o Panadol, GSK tiene presencia global en mercados como salud bucal, nutrición, cuidado de la piel y bienestar. La fusión fue completada en marzo de 2015 y ello le ha traído un total de ventas en 2016 de 7.2 billones de libras esterlinas, lo cual representa un 26% del total de ventas del grupo. Además, la ha ayudado a convertirse en

una de las empresas más importantes en OTC (*Over the Counter* o medicamentos sin receta) del mundo.

Ventas por categoría (2015)	£millones
Bienestar	3726
Salud Bucal	2223
Nutrición	674
Cuidado de la Piel	570

Fuente: Elaboración propia basada en información pública de la empresa

De la información anterior, se puede deducir que el grupo en 2016 tuvo un total de ventas de £27.9 billones de los cuales, el 10% provino de nuevos lanzamientos tanto en la rama de medicamentos como de vacunas. Así mismo, la empresa tiene estipulado llegar a £6 billones en ventas de nuevos lanzamientos para 2018 dado que un 80% del porfolio de nuevos proyectos (contiene aproximadamente 40 potenciales medicinas y vacunas) tienen alta probabilidad de transformarse en productos destacados en el mercado.

Por otra parte, resulta importante destacar que la compañía, dentro de su modelo de negocios, cuenta con una división llamada GMS (Global Manufacturing and Supply) encargada de dirigir todos los sitios productivos que emplean a más de 30 mil empleados alrededor del mundo. De esta manera, GMS funciona como un centro de beneficios dentro de la empresa ya que esta división “vende” el producto elaborado a las divisiones de Farma, Consumo y Vacunas para la posterior comercialización. El objetivo de esta estructura es hacer más eficiente la operación consolidando proveedores y compras de capital, balanceando las plantas productivas, etc.

7.3 FODA

A continuación, se explayarán las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas de la compañía GlaxoSmithKline y luego se presentarán las conclusiones junto con las variables claves que inciden en la valuación de la empresa.

Fortalezas

Marcas consolidadas mundialmente

Además de poseer presencia en más de 100 países y estar catalogada como uno de los cinco laboratorios más grandes del mundo, la transacción realizada con Novartis durante el 2015, creó la división GSK Consumer Healthcare que se caracteriza por ser una de las compañías más grandes en OTC a nivel mundial, con marcas de peso internacional como Corega, Sensodyne, Voltaren, Horlicks y Panadol. Por otro lado, en medicamentos se destaca por la línea de respiratorios (Ellipta / Relvar) y HIV (Tivicay / Triumeq) y en vacunas también es uno de los líderes con una producción y distribución de más de 39 vacunas diferentes abarcando enfermedades pediátricas, adolescentes y de adultos.

Pipeline de proyectos

La compañía cuenta con 40 potenciales medicinas de las cuales 80% tienen probabilidad de convertirse en medicamentos de primera clase. Esto ayudaría fuertemente a las ventas y a adquirir más market share en diversos mercados.

Expertise en I+D

GSK se destaca por su fuerte inversión e innovación en el departamento de I+D. De hecho, trabaja en conjunto con diversas compañías para desarrollar nuevas técnicas. Tal es el caso del partnership que tiene la compañía con McLaren, para la utilización del data mining en medicina.

Oportunidades

Expansión de mercados emergentes

En muchos países emergentes, las costumbres y estilos de vida están cambiando y la expectativa de vida se está ampliando, generando así un aumento en la demanda de productos de cuidado de la salud, desde productos de consumo hasta medicamentos para el tratamiento de enfermedades crónicas. Por otro lado, luego del escándalo por coimas en China, tanto éste mercado como también India se han vuelto una oportunidad para ganar nuevamente terreno.

M&A con otras empresas

Si bien el año 2015 fue record en fusiones y adquisiciones para la industria, la compañía durante toda su historia se ha mostrado activa en este sentido y según diversos analistas financieros, todavía existen algunas oportunidades que podrían potenciar el negocio.

Debilidades

Estándares de calidad farmacéuticos para productos de consumo

Dado que GSK cuenta con tres divisiones, es común encontrar plantas productivas donde se fabrican tanto medicamentos como productos de consumo masivo. Esto hace que los estándares utilizados para la fabricación de éstos últimos sean tan estrictos como los utilizados para un producto farmacéutico, lo cual agrega costos a productos que compiten con rivales de escala mayor y menor requerimientos de calidad.

Reputación mundial en tela de juicio

En el año 2012, GSK fue multada en EE. UU por la FDA con 3 billones de dólares por promover el uso de dos drogas para enfermedades ante las cuales aún no habían sido aprobadas, por no reportar datos sobre una droga para la diabetes y por sobornar doctores para prescribir productos de GSK. Dicha condena representó el arreglo por fraude más caro de la historia de la industria de cuidado de la salud de Estados Unidos. Dos años más tarde, en China, GSK perdió otro juicio por un valor de 490 millones de dólares, también por el pago de coimas. (Nuevamente se trató del valor más grande pagado por una compañía de la industria). En este mismo año, GSK fue sospechada por coimas en Siria, aunque aún no ha sido comprobado.

Expiración de patentes

Entre Estados Unidos y la Unión Europea, hay un total de ocho patentes con vencimiento dentro de 2016 y 2017, lo cual pone mayor presión en la aprobación de los proyectos en desarrollo dado que este punto afectará probablemente los totales en ventas.

Amenazas

Entes reguladores y nuevos competidores

Existe una presión cada vez más marcada en los países desarrollados por reducir el costo de salud en la población, lo cual canaliza los esfuerzos en el desarrollo del mercado de los genéricos. Dado que la extinción de las patentes o la pérdida de las mismas antes del plazo estimado a la hora de analizar un proyecto de I+D representaría una pérdida económica importante para GSK, este punto se ha tornado crítico y ha llevado no sólo a dicha empresa sino a muchos laboratorios a intentar buscar acuerdos para exclusividad de datos, protección de propiedad intelectual, etc. Además, esto no solo representa un riesgo dado que generaría la aparición de muchos competidores en rubros que antes podrían haber sido de más difícil acceso (sea por la falta de datos o por la dificultad de encontrar la formulación correcta, entre otros) sino también desalentaría la continuación de muchos proyectos reduciendo el pipeline y la posibilidad de crecimiento. Finalmente, si en algún momento la tendencia se trasladara a los mercados emergentes, donde hoy en día hay predominancia de las marcas, podría haber un fuerte impacto en los ingresos.

Incertidumbre en la economía europea

Tal como lo indica la Comisión Europea en su reporte, si bien los precios más baratos en el petróleo y el euro devaluado ayudan a la economía de la región, existen varios factores que colocan una gran incógnita sobre el futuro de la economía europea. Por ejemplo, el freno en el mercado crecimiento que tuvo China y otros mercados emergentes, las tensiones geopolíticas en algunas zonas, el Brexit y la caída de los precios de los commodities, entre otros. Por lo que en caso de que las perspectivas económicas no sean favorables, el consumo podría verse afectado recordando que Europa hace al 27% de las ventas de GSK a nivel mundial.

Conclusión del análisis FODA y variables claves para la compañía

GSK está en una sólida posición de cara a futuro en lo que respecta al porfolio de productos, tanto por las líneas de consumo y medicamentos consolidadas mundialmente, así como también por los futuros lanzamientos, lo cual es un eje clave para aumentar las ventas dado que muchas de las marcas principales que posee se encuentran en una etapa de madurez, con crecimientos más estables o acordes al mercado. Sin embargo, existe un riesgo relacionado a las actividades regulatorias de los países, principalmente desarrollados, que buscan fomentar la industria de genéricos lo que puede tanto llevar a una caída de ventas

por transferencia de volumen a otros competidores o bien desatar una guerra de precios que erosione los márgenes.

Por otro lado, los problemas judiciales que ha tenido afectaron los resultados de la empresa en los últimos años y si bien se han tomado una serie de medidas para recomponer la imagen de la empresa, la posibilidad de expansión en un mercado tan importante como China se vio afectada (luego del escándalo las ventas cayeron casi un 61% en el trimestre siguiente del anuncio). Esto se vuelve aún más crítico dado que el foco de la compañía en términos de crecimiento se encuentra en los mercados emergentes, lo cual queda a la vista por ejemplo luego del énfasis que puso Sir Andrew Witty en trabajar para fortalecer aún más los números en India.

Por los motivos mencionados anteriormente, para las proyecciones serán variables clave la aparición de alternativas genéricas para los productos vigentes de GSK, que podrán afectar más fuertemente las ventas en los mercados maduros como Europa o Estados Unidos; la aprobación de los nuevos medicamentos para poder realizar lanzamientos que anticipen a la competencia y la penetración en los mercados emergentes con foco en el BRIC.

7.4 ANÁLISIS DE INDICADORES Y RENTABILIDAD DE GSK²

A los efectos de poder explicar mejor los indicadores, es necesario primero temporalizar algunos hechos relevantes en la historia de GSK en los últimos nueve años:

- **2009:** la compañía anuncia una provisión por reestructuración de 3.6 billones de libras esterlinas
- **2010:** realiza una fuerte reestructuración, eliminando más del 5% de la plantilla de trabajadores e implementando cambios en la organización
- **2012:** GSK pierde un juicio por 3 billones de dólares por fraude en los Estados Unidos
- **2014:** GSK pierde un juicio por coimas en China por un valor de 490 millones de dólares

² La información de este apartado proviene de los distintos reportes financieros de GSK desde 2008 hasta 2016.

- **2015:** GSK realiza un acuerdo con Novartis que da lugar a la creación de la división GSK Consumer Healthcare.
- **2016:** Último año con Sir Andrew Witty como CEO.
- **2017:** En marzo comienza la gestión de Emma Walmsley como nueva CEO.

		2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
Indicadores financieros	Liquidez	Corriente	0,88	1,24	1,10	1,11	0,99	1,08	1,25	1,45	1,72
		Seca (prueba ácida)	0,61	0,88	0,79	0,83	0,70	0,82	0,95	1,11	1,32
	Actividad	Días de cobranza	79	86	73	75	72	74	74	84	94
		Días de venta	67	72	67	54	55	52	49	52	61
		Días de pago	492	379	397	354	372	351	318	335	346
		Rotación del activo total	2,1	2,2	1,8	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5	1,6
	Cobertura	Cobertura de intereses (EBIT)	14	14	4	9	8	10	4	10	8
		Cobertura Servicio Deuda	5	5	1	2	2	2	3	4	4
	Endeudamiento	D/E Ratio	1090%	502%	724%	439%	516%	365%	333%	299%	374%
		Sobre Activo Total	92%	83%	88%	81%	84%	79%	77%	75%	79%
Actividad	Margen de utilidad	4%	35%	12%	21%	18%	20%	7%	20%	19%	
	ROA	14%	16%	7%	13%	11%	13%	4%	13%	12%	
	ROE	169%	94%	57%	72%	70%	62%	19%	53%	57%	

Fuente: Propia basada en información pública de la empresa

Los indicadores a lo largo de los años en los cuales el CEO Sir Andrew Witty ha estado al mando, han sido más bien volátiles dados los acontecimientos previamente mencionados. En lo que respecta a los índices de actividad, luego de la reestructuración de 2010, la compañía había conseguido un manejo más efectivo del dinero mediante la reducción de los días de cobranza y el aumento de los días de pago, aunque en 2015 con la incorporación de Novartis, estos indicadores han visto un leve retroceso. Por otro lado, el peso del capital de trabajo en la estructura de la compañía ha rondado en promedio el 21% del total de las ventas, sufriendo un leve crecimiento en los últimos años por causa del aumento de los inventarios. Es por este motivo que para los próximos años uno de los principales objetivos del equipo de GMS (Global Manufacturing & Supply) es justamente la mejora de este indicador.

Luego, en relación a los indicadores de cobertura, los cuales en esta compañía son importantes dado que su estructura de capital está fuertemente apalancada (en promedio un 80% de endeudamiento sobre el total del capital invertido, considerando valor libro y total del pasivo) la empresa siempre tuvo resultados suficientes para cubrir los intereses de su deuda, aunque en los años de reestructuración y en los cuales GSK afrontó los fallos judiciales esta proporción se redujo drásticamente. Vale destacar que en estos años la compañía se vio obligada a hacer provisiones muy importantes para afrontar las salidas de caja que conllevaban estos hitos.

A raíz de lo mencionado anteriormente, no es de extrañar que el indicador de Return on Equity en GSK sea considerablemente alto (73% en promedio aun considerando el año 2010 que fue totalmente atípico por la reestructuración), puesto que la incidencia del capital de accionistas en el total del capital es baja. Por otra parte, el margen de utilidad promedio de la compañía se ubica en torno del 17%, considerando 2015 con la transacción con Novartis, que implicó un año “extraordinario” con 35% de ingresos netos por la desinversión en la línea de oncología. Sólo de esta forma GSK estaría en línea con la industria si se lo compara con el promedio de 17,67% que indica Damodaran (2016) en los análisis realizados en la Escuela de Negocios de la Universidad de New York o mismo si contrasta con los resultados de compañías como Pfizer o Merck.

Analizando desde 2008 hasta 2014, el costo de las ventas ha aumentado en libras esterlinas un 23% respecto a la proporción de las ventas (de 26% a 32% de las ventas). Esto también dialoga con algunas iniciativas de reducción de costo presentadas al board en los últimos años, con objetivos de ahorro de hasta un billón de libras. En lo que respecta a SG&A (Gastos administrativos, de venta y generales) siempre han girado en torno del 32% de las ventas, a excepción claramente del 2010 en el cual la reestructuración impactó fuertemente esta línea del estado de resultados. Un aspecto importante para mencionar de la gestión de Witty, es que la compañía siempre ha destinado alrededor de 16% de los ingresos por venta en I+D sostenidamente sin importar la situación que estuviera viviendo la compañía.

Adicionalmente, es posible identificar cómo la compañía se armó de caja y equivalentes en 2013 para poder estructurar durante 2014 y 2015 el joint-venture con Novartis, así como también es posible identificar números radicalmente altos en términos de variación

porcentual en los activos para la venta, ya que fueron generados a raíz de las reestructuraciones.

8. VALUACIÓN DE GSK

En este apartado se fundamentarán los valores utilizados para realizar la valuación de la compañía, desde cómo se estimaron los ingresos de los próximos años hasta las tasas utilizadas para descontar los flujos futuros.

8.1 PROYECCIÓN DE INGRESOS Y ESCENARIOS HIPOTÉTICOS³

Según un estudio realizado por EvaluatePharma (2016), las ventas realizadas por receta tienen una expectativa de crecimiento de 6,3% compuesto anual entre 2016 y 2022. Comparando con la perspectiva de crecimiento mundial de PBI informada por el FMI (2017), que proyecta un crecimiento promedio anual para los próximos dos años de 3,5% o con la expectativa del Banco Mundial (2017) que anuncia un crecimiento de casi 2,9% anual para este mismo período, resulta muy positivo el crecimiento esperado para la industria farmacéutica. En el caso de GSK, durante el año 2016 las ventas totales crecieron un 16% respecto del año anterior, principalmente por la incorporación de las marcas de Novartis luego de la integración con dicha compañía. Sin embargo, cabe destacar que en un segmento fuerte para la empresa como Respiratorios, hubo una caída en las ventas de su producto principal Seretide/Advair por la presión de precios y la competencia en genéricos. Esto no impactó las ventas del grupo en general, por el lanzamiento de nuevos productos en este rubro como Nucala o Breo y por el significativo incremento en ventas de los medicamentos para el HIV que a nivel global aumentaron 37%. Es por ello que juega un papel muy importante la inversión en I+D y la construcción de un porfolio de productos orientados a la innovación.

GSK no sólo ocupa el primer puesto mundial en ventas de vacunas y el segundo puesto mundial en ventas de anti-virales sino también en el tercer puesto según el ranking de EvaluatePharma (2016) que ordena a las empresas que más retorno generan a través de sus lanzamientos, lo cual indica su alto impacto en el mercado. Considerando que tiene cuatro activos en aprobación regulatoria para 2017 (como la triple terapia para enfermedades respiratorias o la vacuna para los herpes) sumado a que entre 2017 y 2018

³ La información de GSK en este apartado proviene de los distintos reportes financieros desde 2008 hasta 2016.

tendrá información para avanzar con la investigación de 20 a 30 más productos, es evidente que la compañía apunta a tener una fuerte posición de cara al futuro. El estado de esta cantidad de productos podría clasificarse en tres fases según el nivel de avance en las presentaciones regulatorias y las pruebas realizadas:

- Fase 1: en evaluación de farmacología clínica, generalmente conducida en voluntarios
- Fase 2: en proceso de determinación de dosis y evaluación inicial de eficacia, conducida en un pequeño grupo de pacientes
- Fase 3: en estudio comparativo de gran escala (compuesto versus placebo u otro tratamiento establecido) en pacientes para establecer el beneficio clínico y la seguridad del tratamiento.

GSK tiene veintiséis productos en fase 1, treinta en fase 2 y quince productos en fase 3. Este flujo de proyectos dialoga con el análisis de EvaluatePharma que indica que GSK como empresa, tiene la posibilidad de crecer hasta 9% por año en la categoría de anti-virales hasta 2020, así como 6% en la categoría de vacunas. Adicionalmente, el negocio de consumo se prevé tenga un crecimiento estimado de entre 3 y 4% según las estimaciones de GSK (2017), vinculado a las sinergias obtenidas tras el acuerdo con Novartis. Cabe resaltar que esta proyección tiene en cuenta que la mitad de las ventas están relacionadas al mercado OTC y la otra mitad a productos de consumo masivo donde la competencia es mucho más fuerte en muchos aspectos. En conclusión, se prevé un escenario de crecimiento para la compañía de cerca del 4,3%. Este número consolidado se obtiene de las proporciones de aumento según las diferentes categorías y su incidencia en cada división, simplificado en el siguiente cuadro que toma como referencia el ingreso 2016 en su primera columna:

	Ingresos (billones £)	Crecimiento estimado (%)	Ingresos con crecimiento (billones £)
Farma	£16,1	5%	£16,9
Respiratorio	£6,5	2%	£6,6
HIV	£3,5	9%	£3,8
Otros virales	£2,4	9%	£2,6
Cardiovasculares	£0,9	3%	£0,9
Otros	£2,9	2%	£2,9
Vacunas	£4,6	6%	£4,9
Consumo	£7,2	3%	£7,4
TOTAL GSK	£27,9	4%	£29,1

Fuente: Elaboración propia basada en estimaciones de la empresa y distintas consultoras. Los números están expresados en miles de millones.

Si bien estas estimaciones también consideran posibles contratiempos como ser demoras en la aprobación de las patentes, podrían presentarse diversas situaciones que modifican positiva o negativamente este planteo.

En primer lugar, podrían surgir más competidores o los ya existentes tomar políticas más agresivas para captar mercado, haciendo con que la participación de GSK en respiratorios decrezca más rápidamente de lo esperado. Así mismo, las entidades nacionales podrían establecer nuevos reglamentos para la contratación o bien promover la aprobación de medicamentos genéricos en detrimento de los desarrollos lo que afectaría fuertemente a compañías como GSK con alto grado de inversión en I+D.

Por otro lado, la compañía podría cerrar acuerdos con diferentes mercados para la distribución de sus vacunas y también retomar acuerdos en los países asiáticos tras la política de transparencia en las ventas implementada luego del escándalo en China por corrupción, lo que le permitiría aumentar su participación en el país más poblado del mundo y en otros mercados como Hong Kong o Singapur. Si bien la incidencia de los mercados emergentes es menor al 20% del total de las ventas, es una prioridad estratégica a largo plazo para la compañía por concentrar más del 40% de la población mundial.

Flujos

Contemplando las condiciones mencionadas anteriormente, se trabajó en las proyecciones de la compañía en los próximos años bajo el escenario base planteado. A continuación, se detallan los flujos nominales proyectados, así como también los supuestos y racionales de cálculo.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 (perp)
	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones
Ventas	29.088	30.339	31.644	33.004	34.423	35.904	37.448	39.058	40.737	42.489	43.339
Costo de ventas	-9.599	-10.012	-10.442	-10.891	-11.360	-11.848	-12.358	-12.889	-13.443	-14.021	-14.302
Utilidad Bruta	19.489	20.327	21.201	22.113	23.064	24.055	25.090	26.169	27.294	28.468	29.037
Gastos adm y ventas	-9.745	-10.164	-10.601	-11.056	-11.532	-12.028	-12.545	-13.084	-13.647	-14.234	-14.518
I+D	-4.654	-4.854	-5.063	-5.281	-5.508	-5.745	-5.992	-6.249	-6.518	-6.798	-6.934
Ingresos por Royalties	291	303	316	330	344	359	374	391	407	425	433
Otros ingresos operativos	291	303	316	330	344	359	374	391	407	425	433
Depreciaciones y amortizaciones	-1.745	-1.820	-1.899	-1.980	-2.065	-2.154	-2.247	-2.343	-2.444	-2.549	-2.600
EBIT	3.927	4.096	4.272	4.456	4.647	4.847	5.055	5.273	5.500	5.736	5.851

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 (perp)
	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones	Emillones
EBIT	3.927	4.096	4.272	4.456	4.647	4.847	5.055	5.273	5.500	5.736	5.851
Impuestos	-803	-838	-874	-912	-951	-992	-1.034	-1.079	-1.125	-1.174	-1.197
Depreciaciones y amortizaciones	1.745	1.820	1.899	1.980	2.065	2.154	2.247	2.343	2.444	2.549	2.600
Inversiones de Capital	-1.454	-1.517	-1.582	-1.650	-1.721	-1.795	-1.872	-1.953	-2.037	-2.124	-2.600
Variación en Capital de Trabajo	-306	-263	-274	-286	-298	-311	-324	-338	-353	-368	-178

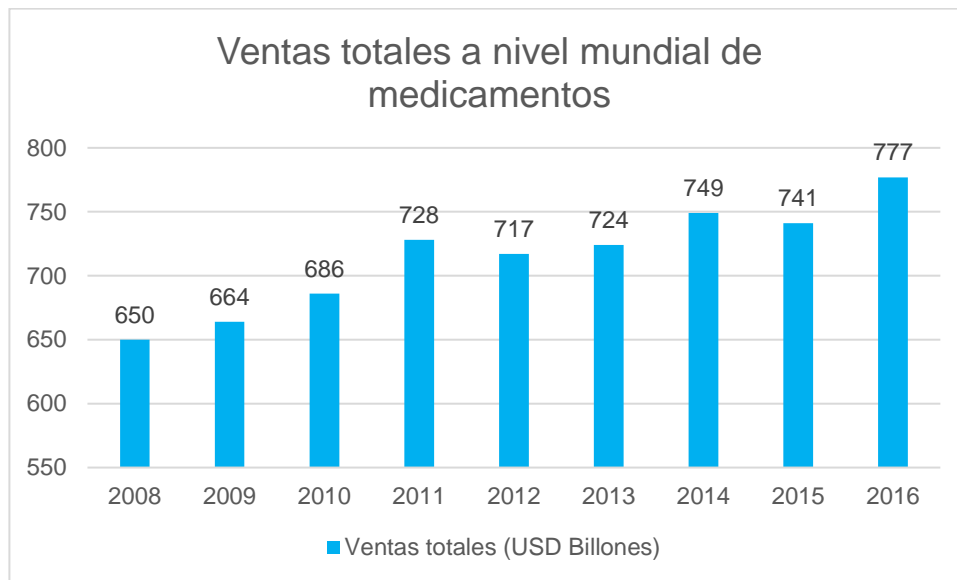
Free Cash Flow to Firm	3.108	3.298	3.440	3.588	3.743	3.903	4.071	4.246	4.429	4.619	4.475
Tasa descuento	1,07	1,15	1,23	1,32	1,41	1,51	1,62	1,73	1,86	1,99	1,99
Free Cash Flow to Firm descontado	2.902	2.875	2.800	2.726	2.655	2.585	2.517	2.451	2.387	2.324	44.057

Fuente: Elaboración propia en base a proyecciones de los próximos diez años.

Supuestos

A la hora de realizar las proyecciones de venta para los próximos diez años, se tuvieron en cuenta las estimaciones mencionadas en la página 35. No obstante, para estimar el flujo de la perpetuidad se consideró un crecimiento estable del 2% por diversos motivos. En primer lugar, porque la industria se caracteriza por no tener sobresaltos en lo que hace a las ventas (excepto M&A que inciden en los resultados de la compañía adquirente) ya que es inelástica respecto a los precios, aunque también sufre regulaciones para evitar que los precios sean indiscriminadamente elevados y los ciclos de los productos son más largos que los de consumo. Luego, se consideró la proyección a largo plazo para el crecimiento mundial y la competencia de los genéricos, la cual solamente puede ser combatida con nuevos desarrollos. No obstante, no existe visibilidad respecto a posibles lanzamientos concretos para un plazo mayor a 10 años. Finalmente, cuando se analiza el precio de la acción de GSK en este período, tan sólo creció un 24% desde 2006 a 2016 y las cotizaciones de otras empresas tampoco han variado significativamente lo cual indica que

no existen crecimientos sostenidos extraordinarios ni la industria tiene períodos largos de crecimiento fuertes como se puede ver en el gráfico a continuación, donde se manifiesta que en nueve años las ventas a nivel global apenas aumentaron un 19%.



Fuente: Serie de datos obtenida de EvaluatePharma. Gráfico de elaboración propia

En lo que respecta al costo de las ventas, se mantuvo una proporción del total del ingreso por ventas de 33% como demuestra su comportamiento histórico. Este mismo parámetro se utilizó para calcular los costos de I+D, ya que, si bien en 2016 con la integración este valor en términos porcentuales está cerca del 13%, la compañía ha destinado año tras año alrededor de un 16% de las ventas a fortalecer su cartera de proyectos sin importar los ingresos netos. Además, este mensaje fue reforzado recientemente por Emma Walmsley al establecer a la innovación como una de las tres prioridades de la compañía, así como también cambiando el sistema de gestión de desempeño para que el bono al personal esté vinculado 100% al resultado del negocio y en particular un 25% a las ventas obtenidas por ingresos relacionados a nuevos lanzamientos.

En relación a los gastos administrativos, el hecho de haber implementado un cambio en la forma de compensación de la fuerza de ventas y la incorporación de plantel de Novartis significó un aumento en el rubro en 2015, año en el cual los mismos alcanzaron un 39% de las ventas. Sin embargo, durante 2016 se han implementado medidas para reducir los

costos como por ejemplo la reestructuración de algunas funciones staff, lo que sumado al aumento total de las ventas han logrado reducir esta proporción. Por este motivo, se contempla que para los próximos años estará en el orden del 33%.

Además, tanto los ingresos extraordinarios como los de regalías tenderán a estabilizarse, el primero ya que el ingreso de 2015 se debió a la venta de la parte de oncología hacia Novartis, por lo que es un hecho que no tiene recurrencia y en cuanto a las regalías han demostrado una tendencia estimada del 1% del ingreso total.

Tanto amortizaciones y depreciaciones como inversiones en capital han mantenido una constancia a lo largo del tiempo aún en etapas de reestructuración y crecimiento de ventas, oscilando en torno al 6% y 8% respectivamente de las ventas (luego en la perpetuidad se compensarán). El rubro que mayores fluctuaciones ha sufrido ha sido el capital de trabajo creciendo su proporción de 2013 del 19% al 23% para 2015. Esto ha disparado un plan por parte del management para mejorar el ciclo de la compañía el cual ya ha tenido efectos durante 2016 y por esta razón en la proyección se consideró una normalización del capital de trabajo en 21% (en línea con la tendencia histórica) de las ventas considerando para las proyecciones las diferencias en la variación de las ventas.

Estructura de capital y tasa de descuento

Dado que se utilizó la metodología del FCFF para la valuación, a continuación, se detallarán las fuentes y los racionales de cálculo para cada componente.

En primer lugar, vale aclarar que la estructura de capital de GSK está compuesta aproximadamente en un 82% de *equity*, representado por un total de 63.5 billones de libras esterlinas: 4.86 Billones de acciones a un precio de 13,08 libras según cotización al 17 de noviembre de 2017 (Yahoo, 2017). Las acciones cotizan tanto en bolsa de Londres como en Nueva York, con la particularidad de que en ésta última están presentadas en forma de ADSs o *American Depositary Shares* las cuales están respaldadas por ADRs o *American Depositary Receipts* que son títulos que respaldan el depósito en un banco estadounidense de empresas constituidas en otro país. En el caso de GSK, cada ADR representa dos acciones ordinarias ergo lógicamente la cotización en el NYSE es el doble que en la bolsa de Londres. En contrapartida, el valor de la deuda a precio justo de mercado es de 13.8 billones de libras esterlinas (GSK, 2017). Si bien su deuda total está compuesta por

emisiones de bonos en dólares, euros y libras, así como también de papeles comerciales y préstamos, la deuda a largo plazo está compuesta principalmente por bonos, con emisiones por casi 2.7 billones en bonos en euros (equivalente a aproximadamente 2.2 billones de libras), 9.2 billones en bonos en dólares (equivalente a aproximadamente 6.8 billones de libras) y 4.1 billones en bonos en libras (Cbonds, 2017). Cabe aclarar que en 2015 el valor de la deuda era de 10.7 billones de libras, pero este incremento se debió principalmente a movimientos en el tipo de cambio en los papeles en euros y dólares que impactó en aproximadamente 2.2 billones de libras.

Luego, se calcularon los distintos valores necesarios para obtener el WACC:

- k_d : costo de la deuda es 4,82% tomando como referencia un valor ponderado según las emisiones a largo plazo. En el apartado de anexos se encuentra el desglose de las emisiones y el método de cálculo. A su vez, este valor fue cotejado con el valor indicado por Damodaran (2017) para la industria, el cual indica que es 4,05%.
- t : el promedio ponderado de impuestos pagados por GSK según el reporte financiero del cierre de 2016 es de 20,46%, el cual fue validado con respecto al valor expresado por Damodaran al 5 de enero de 2017 para la industria farmacéutica de 19,41%.
- D y E : corresponden a los valores expresados anteriormente de Deuda y Equity, siendo $D = 13,8$ billones de libras y $E = 63,5$ billones de libras.
- k_e : en este caso en particular, al estar trabajando los flujos en libras esterlinas es necesario realizar dos pasos. En primer lugar, aplicar la fórmula según los siguientes valores:
 - R_f : 2,79%, teniendo en cuenta el valor de los bonos del tesoro americano a 30 años al 17 de noviembre de 2017 (Yahoo, 2017)
 - Beta: si bien el valor para la industria según Damodaran (2017) al 5 de enero de 2017 es de 0,93 se tomó 0,72 como valor considerando la correlación de las acciones de GSK durante 5 años contra el mercado (referencia S&P 500). En el apartado de anexos se encuentra el conjunto de datos utilizados para el cálculo.
 - R_p : 5,69%, contemplando la referencia de Damodaran (2017) al 5 de enero de 2017. Este valor fue comparado con la propuesta de la consultora KPMG

al 30 de junio de 2017, que presenta como valor recomendado 5,75% por lo cual la diferencia no es significativa.

$$ke = R_f + Beta * R_p = 2,79\% + 0,72 * 5,69\% = \mathbf{6,88\%}$$

Al aplicar todos los valores anteriormente mencionados, se alcanza un valor de ke de 6,88%. Sin embargo, tanto la tasa Risk Free como Risk Premium se encuentran relacionadas a rendimientos en dólares por lo cual es necesario hacer la conversión del ke a libras. Por este motivo se realiza el siguiente cálculo:

$$(1 + ke^{\text{£}}) = (1 + ke^{\text{USD}}) \frac{(1 + \pi_{\text{Reino Unido}})}{(1 + \pi_{\text{EE.UU.}})} = (1 + ke^{\text{£}}) = (1 + 6,88\%) \frac{(1 + 2,9\%)}{(1 + 2\%)} = \mathbf{(1 + 7,8\%)}$$

Donde:

- $ke^{\text{£}}$ = costo de capital propio en libras
- ke^{USD} = costo de capital propio en dólares
- $\pi_{\text{Reino Unido}}$ = Inflación en Reino Unido = 2,9% (Trading Economics, 2017)
- $\pi_{\text{EE.UU.}}$ = Inflación de Estados Unidos = 2% (Trading Economics, 2017)

De esta forma, una vez con todos los valores es posible calcular finalmente el WACC:

$$WACC = kd(1 - t) \frac{D}{D + E} + ke \frac{E}{D + E} = 4,82\% (1 - 20,46\%) \frac{\text{£ } 13,8B}{\text{£ } 13,8B + \text{£ } 63,5B} + 7,8\% \frac{\text{£ } 63,5B}{\text{£ } 63,5B + \text{£ } 13,8B} = \mathbf{7,1\%}$$

Habiendo calculado su valor, en este caso de 7,1%, se podrán descontar los flujos futuros obtenidos en base a las proyecciones cuyos valores fueron expresados en la página 37 y, tras descontar el valor de la deuda, poder estimar un posible valor de la acción:

Valor de la Firma	£ 70.279
Valor de la Deuda	£ 13.800
Valor del Equity (Firma – Deuda)	£ 56.479
Cantidad de acciones	4.86B
Precio por acción aproximado	£ 11,62
Precio por acción según Mercado	£ 13,08
Variación	-11%

En esta estimación el valor de la acción quedó por debajo de la cotización de mercado en un 11% o 1,46 libras esterlinas por acción. Es decir, el valor estimado por acción fue de 11,62 libras cuando al 17 de noviembre de 2017 en el mercado cotizan a 13,08 libras.

CONCLUSIONES

Teniendo en cuenta los valores aproximados, se podría inferir que la acción está sobrevalorada por lo cual sería una decisión acertada vender las acciones de la compañía ya que su cotización podría disminuir en el futuro. Asimismo, se podría fundar esta recomendación en que GSK se encuentra dentro de los 10 laboratorios que más invierten en investigación del mundo lo que, si bien la coloca en una posición privilegiada en cuanto a probabilidad de descubrimiento de nuevas medicinas o en cantidad de lanzamientos que pueden realizar, también conlleva un alto riesgo de que las mismas no consigan llegar al mercado dada las nuevas regulaciones. Por otra parte, a fines de octubre de 2017 tras el anuncio de los resultados del cierre de tercer trimestre de la compañía, el precio de las acciones ha bajado entorno al 10%. Dicha baja está explicada por la combinación de la opción que tiene la compañía hasta marzo 2018 para comprar la parte de Novartis en su joint venture para el negocio de Consumo (GSK posee el 51%) sumada a los rumores de una potencial compra del negocio de Consumo de la compañía Pfizer. Si ambas sucedieran, se estima que peligraría el pago de dividendos para el corriente año. Este hecho está vinculado a que la compañía se encuentra en el sexto lugar a nivel global en lo que respecta al pago de dividendos en la industria farmacéutica, con un total de 4.9 billones de dólares que representan aproximadamente un 83% de su free cash flow (Bloomberg, 2017). Por ende, si invirtiera con tanto énfasis en el negocio de Consumo y mantuviera el nivel de pago de dividendos, no tendría prácticamente capacidad para invertir en el negocio Farma que es el que más ingresos le genera a la compañía. Por el contrario, para mantener la inversión en ambos negocios debería reducir el pago de dividendos, con el sabido impacto que tiene sobre el precio de la acción.

En el caso de la valuación realizada, no se contempló una posible compra que pudiera incrementar extraordinariamente las ventas, lo cual podría ser un motivo de la diferencia entre la estimación del valor y el valor de mercado relevado. Aun así, la diferencia es apenas de un 11% lo cual dejaría entrever que el mercado no es demasiado optimista respecto de una escalada en los ingresos netos por una estrategia de fusiones y adquisiciones lo que respaldaría al menos en el corto plazo la recomendación dada.

BIBLIOGRAFIA

ALBORNOZ, César. Gestión Financiera de las Organizaciones – 1ra edición; Buenos Aires: Eudeba, 2012.

BERK, Jonathan y DEMARZO, Peter. Corporate Finance – 3ra edición; Pearson Education, Inc. 2014.

BREALEY, Richard A. y MYERS, Stewart C. Principios de Finanzas Corporativas - 5ta edición; Madrid: Mc Graw Hill, 2003.

DAMODARAN, Aswath. Damodaran on Valuation, Security Analysis for Investment and Corporate Finance. - 1ra edición; John Wiley & Sons, Inc., 1994.

DAMODARAN, Aswath. Applied Corporate Finance – 4ta edición; John Wiley & Sons, Inc., 2014.

KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc y WESSELS David. Valuation, Measuring and Managing Value of Companies – 5ta edición; John Wiley & Sons, Inc., 2010.

LOPEZ DUMRAUF, Guillermo. Finanzas Corporativas, un enfoque latinoamericano – 3ra edición; Buenos Aires: Editorial Alfaomega, 2013

LUEHRMAN, Timothy A. Using APV: A Better Tool for Valuing Operations – Harvard Business Review, May-June 1997

LUEHRMAN, Timothy A. What's It Worth? A General Manager's Guide to Valuation – Harvard Business Review, May-June 1997

PALEPU, Krishna G.; Healy, Paul M. y **BERNARD, Victor L.** Business Analysis & Valuation, using financial statements – 2da edición; South-Western College., 1999.

ROSS Stephen; WESTERFIELD Randolph y JORDAN Bradford. Fundamentos de Finanzas Corporativas. New York: Irwin, 1996.

ROSS Stephen; WESTERFIELD Randolph y JORDAN Bradford. Finanzas Corporativas. New York: Irwin, 2000

FUENTES

ASOCIACIÓN DE LABORATORIOS FARMACÉUTICOS DE INVESTIGACIÓN Y DESARROLLO (AFIDRO), PANEL DE ALTO NIVEL DE NACIONES UNIDAS. [en línea]. [consulta 2017]

https://www.afidro.org/wp-content/uploads/HLP+Press+Release+FINAL_Spanish.pdf

BANCO MUNDIAL, GLOBAL ECONOMIC PROSPECTS, JUNE 2017. [en línea]. [consulta 2017] ISBN (electronic): 978-1-4648-1026-8

<http://pubdocs.worldbank.org/en/216941493655495719/Global-Economic-Prospects-June-2017-Global-Outlook.pdf>

BBC [en línea]. [consulta 2016].

<http://www.bbc.com/news/business-29274822>

BLOOMBERG [en línea]. [consulta 2017].

<https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2017-10-25/glaxosmithkline-earnings-dividend-spending-plans-clash>

CBONDS [en línea]. [consulta 2017].

<http://cbonds.com/news/item/944053>

CILFA, ESCENARIOS Y PERSPECTIVAS DE LA INDUSTRIA FARMACÉUTICA NACIONAL, 2015-2017. [en línea]. [consulta 2016].

<http://www.cilfa.org.ar/>

DAMODARAN ONLINE – [en línea]. [consulta 2017].

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

EUROPEAN ECONOMIC FORECAST WINTER 2016 – EUROPEAN COMMISSION [en línea]. [consulta 2016] ISSN 2443-8014 (online)

http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/eeip/pdf/ip020_en.pdf

EVALUATEPHARMA, WORLD PREVIEW 2015, OUTLOOK TO 2020. [en línea]. [consulta 2016].

<http://info.evaluategroup.com/rs/607-YGS-364/images/wp15.pdf>

EVALUATEPHARMA, WORLD PREVIEW 2016, OUTLOOK TO 2022. [en línea]. [consulta 2017].

<http://info.evaluategroup.com/rs/607-YGS-364/images/wp16.pdf>

FINANCIAL TIMES – FT 500 2015 [en línea]. [consulta 2016].

<http://www.ft.com/intl/cms/s/2/a352a706-16a0-11e5-b07f-00144feabdc0.html#axzz47e1MqAOG>

FMI - WORLD ECONOMIC OUTLOOK [en línea]. [consulta 2017] ISSN 1564-5215

<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/WEO/2017/October/pdf/main-chapter/text.ashx?la=en>

GSK – ANNUAL REPORT 2015 [en línea]. [consulta 2016].

www.gsk.com

GSK – ANNUAL REPORT 2016 [en línea]. [consulta 2017].

www.gsk.com

GSK - INVESTORS – [en línea]. [consulta 2016].

<http://www.gsk.com/en-gb/investors/>

INDEC – [en línea]. [consulta 2016].

<http://www.indec.gov.ar/>

KPMG, EQUITY MARKET RISK PREMIUM. [en línea]. [consulta 2017].

<https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/nl/pdf/2017/advisory/mrp-summary-july-2017.pdf>

KPMG, SITUACIÓN Y PERSPECTIVAS - LABORATORIOS. [en línea]. [consulta 2017].

<http://www.pharmabiz.net/wp-content/uploads/2017/01/KPMGinforme2017.pdf>

TRADING ECONOMICS – [en línea]. [consulta 2017].

<https://tradingeconomics.com/forecast/inflation-rate>

YAHOO FINANCE – [en línea]. [consulta 17 nov. 2017].

<http://www.yahoofinance.com/>

ANEXOS

Kd – Costo de la deuda

El cálculo de Kd se realizó según emisiones de la compañía (Cbonds, 2017). En primer lugar, se listan las distintas emisiones ordenadas según su moneda y se pondera la incidencia de cada bono sobre el total para estimar el promedio ponderado por cada moneda.

Bono	Valor	Cupón	Moneda	Incidencia en total de la moneda	Ponderación Tasa
International bonds: Glaxosmithkline, 0.625% 2dec2019, EUR(XS1147600305)	1500	0,63%	EUR	55,56%	0,35%
International bonds: Glaxosmithkline, 0% 12sep2020, EUR (1096D)(XS1681518962)	1200	0,00%	EUR	44,44%	0,00%
	2700		EUR Total	100,00%	0,35%
International bonds: Glaxosmithkline, 4.25% 18dec2045, GBP(XS0866596975)	800	4,25%	GBP	19,51%	0,83%
International bonds: Glaxosmithkline, 5.25% 19dec2033, GBP(XS0140516864)	1000	5,25%	GBP	24,39%	1,28%
International bonds: Glaxosmithkline, 3.375% 20dec2027, GBP(XS0866588527)	600	3,38%	GBP	14,63%	0,49%
International bonds: Glaxosmithkline, 5.25% 10apr2042, GBP(XS0294624373)	1000	5,25%	GBP	24,39%	1,28%
International bonds: Glaxosmithkline, 6.375% 3ago2039, GBP(XS0350820931)	700	6,38%	GBP	17,07%	1,09%
	4100		GBP Total	100,00%	4,97%
International bonds: Glaxosmithkline, 5.65% 15may2018, USD(US377372AD98, 377372AD9)	2750	5,65%	USD	29,73%	1,68%
International bonds: Glaxosmithkline, 6.375% 15may2038, USD(US377372AE71, 377372AE7)	2750	6,38%	USD	29,73%	1,90%
International bonds: Glaxosmithkline, 2.85% 8may2022, USD(US377373AD71, 377373AD7)	2000	2,85%	USD	21,62%	0,62%
International bonds: Glaxosmithkline, 2.8% 18mar2023, USD(US377372AH03, 377372AH0)	1250	2,80%	USD	13,51%	0,38%
International bonds: Glaxosmithkline, 4.2% 18mar2043, USD(US377372AJ68, 377372AJ6)	500	4,20%	USD	5,41%	0,23%
	9250		USD Total	100,00%	4,80%

Luego, se hace el pase de moneda y tasas a libras esterlinas (GBP), obteniendo el valor final de 4,82% según la ponderación de las emisiones:

Moneda	Total	Tasa ponderada	Tipo de cambio	Total en GBP	Tasa en GBP*	Incidencia en la deuda	Valor Deuda ponderada
GBP	4.100	4,97%	1,00	4.100	4,97%	31,31%	1,56%
USD	9.250	4,80%	1,36	6.801	5,72%	51,93%	2,97%
EUR	2.700	0,35%	1,23	2.195	1,73%	16,76%	0,29%
Total				13.097		100,00%	4,82%

Finalmente, en el siguiente cuadro se detalla cómo se realizó el pase de tasas de las distintas monedas a libras:

Moneda	Inflación	Cálculo	Reemplazo	Tasa en GBP
GBP	2,90%			4,97%
USD	2%	$(1+k_d\text{GBP}) = k_d\text{USD} * (1+\pi\text{Reino Unido}) / (1+\pi\text{Estados Unidos})$	$(1+k_d\text{GBP}) = 4,80\% * (1+2,9\%) / (1+2\%)$	5,72%
EUR	1,50%	$(1+k_d\text{GBP}) = k_d\text{EUR} * (1+\pi\text{Reino Unido}) / (1+\pi\text{Euro})$	$(1+k_d\text{GBP}) = 0,35\% * (1+2,9\%) / (1+1,5\%)$	1,73%

Beta

Cálculo de Beta según regresión lineal considerando S&P 500 y valor GSK en bolsa de Londres.

S&P 500		
Date	Adj Close	Variación
25/08/2017	2443,05005	0%
01/08/2017	2443,05005	-1%
01/07/2017	2470,30005	2%
01/06/2017	2423,40991	0%
01/05/2017	2411,80005	1%
01/04/2017	2384,19995	1%
01/03/2017	2362,71997	0%
01/02/2017	2363,63989	4%
01/01/2017	2278,87012	2%
01/12/2016	2238,83008	2%
01/11/2016	2198,81006	3%
01/10/2016	2126,1499	-2%
01/09/2016	2168,27002	0%
01/08/2016	2170,94995	0%
01/07/2016	2173,6001	4%
01/06/2016	2098,86011	0%
01/05/2016	2096,94995	2%
01/04/2016	2065,30005	0%
01/03/2016	2059,73999	7%
01/02/2016	1932,22998	0%
01/01/2016	1940,23999	-5%
01/12/2015	2043,93994	-2%
01/11/2015	2080,40991	0%
01/10/2015	2079,36011	8%
01/09/2015	1920,03003	-3%
01/08/2015	1972,18005	-6%
01/07/2015	2103,84009	2%
01/06/2015	2063,11011	-2%
01/05/2015	2107,38989	1%
01/04/2015	2085,51001	1%
01/03/2015	2067,88989	-2%
01/02/2015	2104,5	5%
01/01/2015	1994,98999	-3%
01/12/2014	2058,8999	0%
01/11/2014	2067,56006	2%
01/10/2014	2018,05005	2%
01/09/2014	1972,29004	-2%
01/08/2014	2003,37	4%
01/07/2014	1930,67004	-2%
01/06/2014	1960,22998	2%
01/05/2014	1923,56995	2%
01/04/2014	1883,94995	1%
01/03/2014	1872,33997	1%
01/02/2014	1859,44995	4%
01/01/2014	1782,58997	-4%
01/12/2013	1848,35999	2%
01/11/2013	1805,81006	3%
01/10/2013	1756,54004	4%
01/09/2013	1681,55005	3%
01/08/2013	1632,96997	-3%
01/07/2013	1685,72998	5%
01/06/2013	1606,28003	-1%
01/05/2013	1630,73999	2%
01/04/2013	1597,56995	2%
01/03/2013	1569,18994	4%
01/02/2013	1514,68005	1%
01/01/2013	1498,10999	5%
01/12/2012	1426,18994	1%
01/11/2012	1416,18005	0%
01/10/2012	1412,16003	-2%
01/09/2012	1440,67004	

GSK		
Date	Adj Close	Variación
25/08/2017	15,195	1%
31/07/2017	15,0036145	0%
30/06/2017	14,9542444	-7%
31/05/2017	16,1490039	-3%
30/04/2017	16,6237695	10%
31/03/2017	15,1258252	-7%
01/03/2017	16,1943921	2%
01/02/2017	15,8584668	8%
01/01/2017	14,7037244	-2%
01/12/2016	15,0309021	6%
01/11/2016	14,22078	-8%
30/09/2016	15,3903931	-1%
31/08/2016	15,6233655	1%
31/07/2016	15,4108826	-3%
30/06/2016	15,8716113	5%
31/05/2016	15,0864929	12%
30/04/2016	13,4117603	-1%
31/03/2016	13,5417029	3%
01/03/2016	13,10547	3%
01/02/2016	12,7796509	-3%
01/01/2016	13,1403503	5%
01/12/2015	12,5376636	3%
01/11/2015	12,2066345	-4%
30/09/2015	12,6523938	11%
31/08/2015	11,4006628	-4%
31/07/2015	11,9099231	-4%
30/06/2015	12,4030212	6%
31/05/2015	11,7499963	-8%
30/04/2015	12,7447327	-4%
31/03/2015	13,2795984	-2%
01/03/2015	13,5558008	2%
01/02/2015	13,3164856	5%
01/01/2015	12,6729077	7%
01/12/2014	11,8867896	-6%
01/11/2014	12,6586694	5%
30/09/2014	12,0832727	0%
31/08/2014	12,0449121	-3%
31/07/2014	12,403949	3%
30/06/2014	12,084281	-8%
31/05/2014	13,1568494	-1%
30/04/2014	13,3117871	-2%
31/03/2014	13,5695447	3%
01/03/2014	13,2327991	-3%
01/02/2014	13,7088843	7%
01/01/2014	12,8272168	-3%
01/12/2013	13,2167932	1%
01/11/2013	13,1030689	-2%
30/09/2013	13,3054639	6%
31/08/2013	12,6092224	-4%
31/07/2013	13,1643738	-2%
30/06/2013	13,472384	2%
31/05/2013	13,1843738	-3%
30/04/2013	13,5424793	3%
31/03/2013	13,1235986	8%
01/03/2013	12,1593823	7%
01/02/2013	11,3180603	1%
01/01/2013	11,2364417	8%
01/12/2012	10,3774793	1%
01/11/2012	10,2359418	-4%
30/09/2012	10,6347949	-3%
31/08/2012	10,9492737	

Covar	0,0005
Var S&P	0,0008
Beta	0,72

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 (perp)
	£millones	£millones	£millones	£millones	£millones	£millones	£millones	£millones	£millones	£millones	£millones
Ventas	29.088	30.339	31.644	33.004	34.423	35.904	37.448	39.058	40.737	42.489	43.339
Costo de ventas	-9.599	-10.012	-10.442	-10.891	-11.360	-11.848	-12.358	-12.889	-13.443	-14.021	-14.302
Utilidad Bruta	19.489	20.327	21.201	22.113	23.064	24.055	25.090	26.169	27.294	28.468	29.037
Gastos adm y ventas	-9.745	-10.164	-10.601	-11.056	-11.532	-12.028	-12.545	-13.084	-13.647	-14.234	-14.518
I+D	-4.654	-4.854	-5.063	-5.281	-5.508	-5.745	-5.992	-6.249	-6.518	-6.798	-6.934
Ingresos por Royalties	291	303	316	330	344	359	374	391	407	425	433
Otros ingresos operativos	291	303	316	330	344	359	374	391	407	425	433
Depreciaciones y amortizaciones	-1.745	-1.820	-1.899	-1.980	-2.065	-2.154	-2.247	-2.343	-2.444	-2.549	-2.600
EBIT	3.927	4.096	4.272	4.456	4.647	4.847	5.055	5.273	5.500	5.736	5.851

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027 (perp)
	£millones	£millones	£millones	£millones	£millones	£millones	£millones	£millones	£millones	£millones	£millones
EBIT	3.927	4.096	4.272	4.456	4.647	4.847	5.055	5.273	5.500	5.736	5.851
Impuestos	-803	-838	-874	-912	-951	-992	-1.034	-1.079	-1.125	-1.174	-1.197
Depreciaciones y amortizaciones	1.745	1.820	1.899	1.980	2.065	2.154	2.247	2.343	2.444	2.549	2.600
Inversiones de Capital	-1.454	-1.517	-1.582	-1.650	-1.721	-1.795	-1.872	-1.953	-2.037	-2.124	-2.600
Variación en Capital de Trabajo	-306	-263	-274	-286	-298	-311	-324	-338	-353	-368	-178

Free Cash Flow to Firm	3.108	3.298	3.440	3.588	3.743	3.903	4.071	4.246	4.429	4.619	4.475
Tasa descuento	1,07	1,15	1,23	1,32	1,41	1,51	1,62	1,73	1,86	1,99	1,99
Free Cash Flow to Firm descontado	2.902	2.875	2.800	2.726	2.655	2.585	2.517	2.451	2.387	2.324	44.057

WACC	7,1%
Gext	4,3%
Gest	2,0%
Shares Outstanding	4.86B
E	GBP 63.5B
D	GBP 13.80B
D/E	22%
D/V	18%
E/V	82%
kd	4,82%
ke	6,88%

Calculo: (precio de acción = 13,08) * (acciones outstanding = 4,86B)

Deuda financiera según FMV: GBP 13,8B

Referencia: promedio ponderado según emisiones a largo plazo. Según Damodaran para la industria es 4,05% (Enero 2017)

RF: 2,79% - valor US 30y Treasury Bond (Treasury Yield 30 Years (^TYX)) al 17/11/17

Beta: 0,72 (Calculado)

Premium: 5,69% referencia Damodaran : Risk Premium to use for Equity

http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

FCFF	£ 70.279
Deuda	£ 13.800
P x acción	£ 11,62
Mercado	£ 13,08
Variación	-11%

Pase de tasas USD a GBP

$$1+ke_{GBP} = (1+ke_{USD}) * (1 + \text{inflacion ENG}) / (1 + \text{inflacion USD})$$

$$= (1+6,88\%) * (1+2,9\%)/(1+2\%) = 7,8\%$$