

14 de Diciembre de 2017

Laboratorios Richmond

Las empresas aprovechan la coyuntura del mercado y salen a recolectar fondos. En su mayoría, colocan deuda y se benefician de la reducción del costo de fondeo en dólares de los últimos dos años. Otras pocas compañías más aventureras deciden abrir su capital al público inversor (IPO). Esta semana llegó el turno de Laboratorios Richmond, primer laboratorio farmacéutico que tendremos en la bolsa porteña.

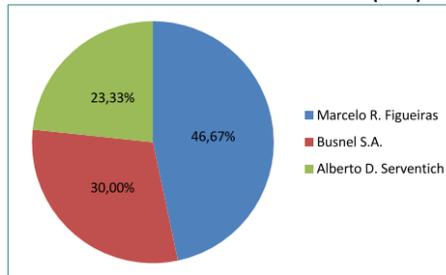
Antes de analizar los números de la empresa vale remarcar una diferencia importante con respecto a los dos últimos IPOs. En primer lugar, los socios actuales no venden acciones, es solamente una ampliación de capital. En segundo lugar, la recolección de fondos tiene como objetivo expandir el negocio y no cancelar pasivos propios (Molinos Cañuelas) ni recoger fondos para la casa matriz (Camargo Correa vía Loma Negra).

El hecho que los socios (tres argentinos) mantengan la totalidad de sus acciones y que los fondos recaudados sean para hacer negocios, le otorga un mayor atractivo a la colocación. En este caso, la empresa en el roadshow puntualizó que los fondos serán destinados a ampliar su capacidad productiva, centralizar los laboratorios para mejorar la logística y una parte importante se reservará para extender su operación regional. La empresa exporta y cuenta con subsidiarias en varias economías de Latinoamérica.

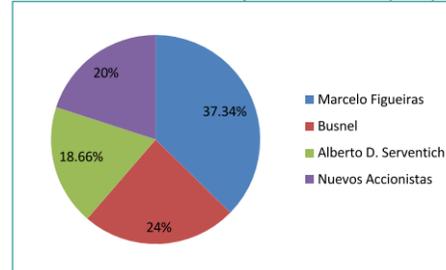
Con respecto al mercado global de fármacos, la tasa de crecimiento anual ronda el 4%-5%, y es mayor aún en las economías emergentes. El crecimiento global en el consumo se debe al envejecimiento de la población y a la mayor cobertura de los programas de salud.

La empresa ofrece suscribir al público 16,6 millones de nuevas acciones a un precio de indicativo entre \$35 y \$47, con lo cual la empresa podría fondearse por hasta \$780 millones. Esto implica una ampliación de capital del 25%. La composición accionaria cambiaría de la siguiente manera:

Estructura Accionaria antes de la Oferta (en %)



Estructura Accionaria después de la Oferta (en %)



Fuente: Presentación de la compañía Pre-Roadshow

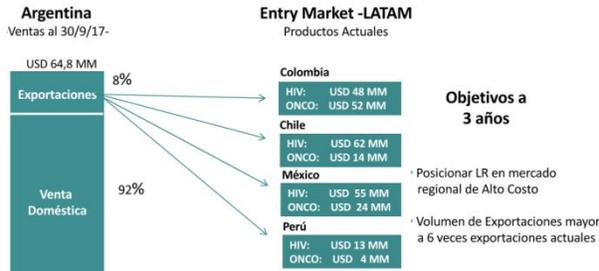
El mecanismo de colocación será por formación de libro. Entre esta tarde y mañana a primera hora recomendamos dar aviso a aquellos que quieran suscribir. Recordar que en las suscripciones por book building generalmente los colocadores y el emisor tienen cierta arbitrariedad en la adjudicación.

La empresa

Su principal mercado son las denominadas líneas de alto costo. Son productos cuyo valor es desproporcionado en relación a otros del sistema de salud. Es un nicho que crece por encima del promedio de la industria, con altas barreras de entrada para posicionar el producto. El costo es alto porque las inversiones en investigación y desarrollo deben recuperarse en menos tiempo y por medio de una menor cantidad de unidades, no son masivos como los medicamentos habituales. Estos fármacos se utilizan para patologías como HIV, hepatitis C, oncología, esclerosis múltiple y artritis reumatoidea.

Según lo detallado por la propia Gerencia en el roadshow, la principal fortaleza de la empresa es la creación de genéricos. La importante inversión en investigación básica permite que al expirar la patente de un producto farmacéutico ya existente, la compañía sea pionera en la introducción del primer genérico para competir en el mercado local.

Las ventas actuales se destinan en un 92% al mercado local. El resto tienen como destino Colombia, Chile, México y Perú. Hasta el 65% de los fondos obtenidos en la emisión, podrían ser destinados a la consolidación de la operación regional. El objetivo es multiplicar por 6 las exportaciones para el 2020.



Fuente: Presentación de la compañía Pre-Roadshow

La compañía es rentable y exhibió márgenes firmes y estables en el último tiempo. El margen operativo ronda el 25%. Los ratios de rentabilidad también son muy elevados, el ROA y el ROE alcanzan el 11% y el 50%, respectivamente. Por otro lado, la empresa goza de una buena salud financiera. El apalancamiento es bajo, la deuda financiera neta apenas supera el patrimonio neto de la firma. El Ebitda representa casi tres veces los intereses, mostrando una adecuada cobertura.

	2017*	2016	2015
Ingresos por ventas	1.317,0	855,0	446,4
Costos de ventas	(756,0)	(385,0)	(199,0)
Ganancia bruta	561,0	743,6	247,0
Gastos de com. y adm.	(324,0)	(233,0)	(153,0)
Resultado operativo	237,0	240,5	93,6
Margen Operativo	18%	28%	21%
Ingresos financieros netos	(88,0)	(95,6)	(85,6)
Otros ingresos/egresos	6,4	5,6	5,5
Ganancias del periodo	100,4	94,8	5,8
EBITDA	246,7	250,1	101,0
Margen EBITDA	19%	29%	23%

	2017*	2016
EBITDA/intereses	2,8	2,6
Deuda Fin. Neta/EBITDA	0,9	0,9
Deuda Fin. Neta/PN	1,3	1,1
ROA	11,6%	11,0%
ROE	56,2%	50,2%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance. 2017* últimos 12 meses.

Tomemos los datos de los balances correspondientes a los últimos 4 trimestres para analizar los ratios con los cuales saldría a cotizar. Suponiendo que se suscribe en el centro del rango indicativo (\$41), este precio tiene implícito un ratio Price/Earning cercano a 27 y un ratio Precio/Valor Libros del 280%. En principio el P/E estaría levemente por encima del promedio mientras que el Precio/Valor Libros se ubicaría por debajo de la

media del Merval. Sin embargo, hay que tener en cuenta dos cuestiones. En primer lugar, los ratios están calculados con los números de la empresa a la fecha. Con lo cual, si los fondos de la IPO se utilizan en proyectos rentables, vía la suscripción primaria estaría participando en el potencial crecimiento de la compañía. En segundo lugar, es la primera farmacéutica en salir al mercado local. A nivel global, este sector suele presentar ratios de valuación más elevados que la media del mercado. Estoy comprando capital humano, conocimiento, innovación, investigación y desarrollo en un sector de los más defensivos (o menos cíclicos) del mercado.

Precios Indicativos	35	41	47
P/E	23,2	27,2	31,2
Price/Book Value	2,4	2,8	3,3

Fuente: Elaboración propia en base a datos del balance.

En resumen, pagando valuaciones que no difieren tanto del resto del mercado, puedo apostar al crecimiento de un sector dinámico por medio de una empresa poco apalancada y sana financieramente. Como mencionamos, a diferencia de las recientes IPO, el destino de los fondos será invertido en su totalidad (no utilizado para cancelar pasivos) y los actuales socios no utilizan la suscripción para vender acciones propias.

Buen fin de semana,

Juan Battaglia
Economista Jefe