

Estrategia Global

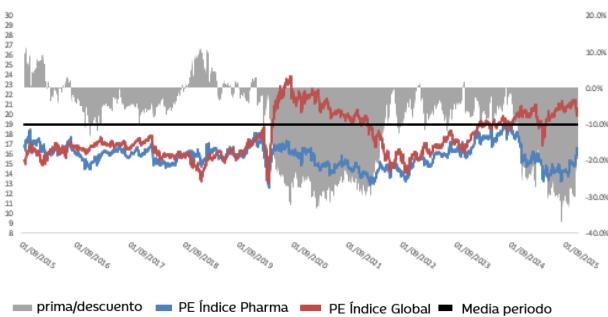
Seguimos viendo valor en el sector farmacéutico

El sector farmacéutico cotiza con un descuento cercano al 20% respecto a su media de valoración histórica

Las valoraciones actuales son muy conservadoras y no tienen en cuenta el potencial del sector en el medio plazo. Pese a la subida del último mes (+9% vs S&P500), que ha reducido el descuento frente al mercado, todavía existe una dislocación de precio que a medio plazo podría corregirse.

Ilustración 1: Evolución del PE NTM*

En las últimas semanas el sector se ha encarecido en términos absolutos, pero sigue cotizando con descuento frente al mercado.



Fuente: Bloomberg, Ibercaja Gestión. *Próximos 12 meses.

¿Qué ha motivado el mal rendimiento en 2025?

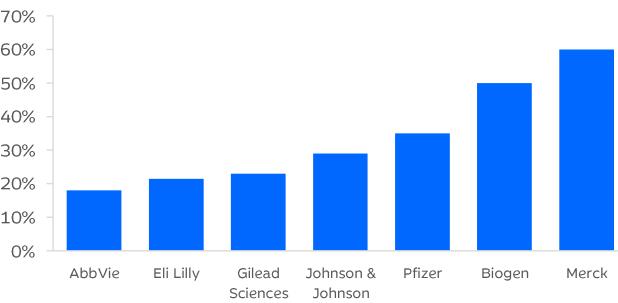
La continua infravaloración del sector en 2025 no es casualidad. Durante todo el año los vientos de cara han sido una constante y el flujo de noticias y cambios han ido en contra, sobre todo en el primer semestre. El mercado es un mecanismo de descuento de expectativas y el precio actual refleja temores sistémicos que están comprimiendo los múltiplos.

El sentimiento en el sector ha sido negativo por los problemas regulatorios y la incertidumbre en política comercial. La capacidad de Medicare para negociar precios de medicamentos clave ha erosionado las proyecciones de ingresos terminales de muchos *blockbusters* (medicamentos con ventas anuales superiores a \$1bn). Por otro lado, la incertidumbre sobre los nombramientos en el Departamento de Salud y Servicios Humanos (HHS) de EE. UU. ha inyectado volatilidad adicional, con temores sobre cambios en la regulación de la

FDA (Administración de comida y medicamentos) y políticas de vacunación durante el año. Además, el sector atraviesa uno de los ciclos de pérdida de exclusividad de patentes más agresivos de la historia. Esto obliga a las farmacéuticas a aumentar agresivamente el gasto en I+D o a realizar fusiones y adquisiciones para llenar sus pipelines, lo que presiona el flujo de caja a corto plazo.

Ilustración 2: Porcentaje de ingresos en 2025 que queda sin patente en 2030 por compañía

Algunas farmacéuticas en 2030 habrán perdido patentes que suponen cerca del 60% de sus ingresos actuales.



Fuente: Morgan Stanley Research, Ibercaja Gestión.

Por último, la guerra de precios entre gigantes del sector como Eli Lilly y Novo Nordisk, en especial, en los medicamentos contra la diabetes, está pasando factura en las cuentas y los márgenes.

Algo ha cambiado: El mercado ha corregido parte de la infravaloración

En las últimas semanas se ha empezado a ver un cambio de tendencia por parte de los inversores. En el Fund Managers Survey de BofA los inversores están sobre ponderados en el sector Sanidad europeo, solo por detrás del bancario y *utilities*.

Las dinámicas del sector parecen haber cambiado en poco tiempo. Se observa un *momentum* positivo, que proviene de la confluencia de múltiples factores. Uno de los catalizadores que más ha movido al mercado ha sido la resolución del CMS (Departamento de Salud y Servicios Humanos) en relación con el establecimiento de los precios de los medicamentos en EE. UU. Pese a que la resolución implicará una reducción de los ingresos de algunos fármacos, el mercado ya

Estrategia Global

descontaba esta situación y, con la resolución, por lo menos, se elimina la incertidumbre.

Otra de las explicaciones para el impulso han sido los acuerdos acerca de MFN (naciones más favorecidas) con las grandes farmacéuticas. El anuncio con Pfizer (PFE) incluye dar precios catalogados como MFN a Medicaid, hacerlo también para los nuevos lanzamientos de productos y dar acceso a gran parte de los medicamentos de forma directa a la población estadounidense, con descuentos, a través de la plataforma TrumpRx.gov. En general, los acuerdos firmados con otras compañías siguen el mismo patrón.

Los acuerdos son positivos porque en realidad apenas tienen un pequeño impacto en los fundamentales de las compañías y, de nuevo, reduce la incertidumbre sobre la fijación de precios. El acuerdo es asumible para las empresas por (i) el precio ofertado a Medicaid ya es bastante similar al precio internacional para gran parte de los medicamentos y (ii) las ventas a través de Medicaid representan tan solo una pequeña parte de las ventas globales.

Ilustración 3: Exposición de las compañías de gran capitalización de BioPharma a Medicaid

El impacto de Medicaid en las Large Caps solo puede afectar al ~5-10% de las ventas.

	Exposición Medicaid	Ventas US % Total	Exposición Medicaid (% Ventas Globales)
AbbVie	8%	76%	6%
Amgen	10%	73%	7%
Biogen	10%	45%	5%
bristol-Meyers	5%	71%	4%
Eli Lilly	8%	67%	5%
Gilead Sciences	20%	72%	15%
Johnson & Johnson	10%	63%	6%
Merck	10%	50%	5%
Pfizer	5%	61%	3%
Regeneron	7%	80%	6%

Fuente: JP Morgan Research, Ibercaja Gestión.

Los acuerdos, también incorporan compromisos de relocalización de la producción a EE. UU., para salvar los aranceles del 100% a medicamentos bajo patente impuestos en el pasado mes de octubre por Trump. Pese a que la amenaza del arancel del 100% afectaba de forma marginal a las grandes empresas del sector, ya que estas cuentan con -o están en proceso de llevar- producción en EE. UU, las noticias son positivas, ya que se elimina parte de la incertidumbre comercial.

Por último, los resultados del tercer trimestre han sorprendido positivamente al mercado y han demostrado mejor fortaleza de la esperada. En EE. UU. el sector en agregado mostraba un sólido crecimiento del BPA (+6% a/a), con una sorpresa del 12%. En Europa, por su parte, pese a que el BPA caía (-3% a/a), la ratio de sorpresa era también positiva (+4%). Además, Las revisiones de beneficios del sector son especialmente positivas para Estados Unidos y Japón, quedando Europa todavía rezagada.

Con menos incertidumbre existe margen de mejora de cara a 2026

¿Qué podemos esperar en 2026? Tras un año agridulce para el sector, 2026 podría ser un año de resurgimiento y consolidación. Un escenario de bajadas de tipos debería actuar como viento de cola.

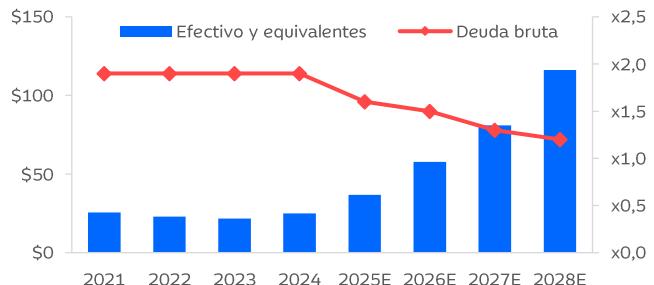
En entornos de bajadas de tipos de interés el sector siempre ha obtenido rendimientos por encima de la media del mercado. Las valoraciones se benefician de tipos bajos ya que se reduce la tasa de descuento aplicable a los flujos de caja futuros, algo especialmente relevante debido a las largas vidas útiles de los activos.

Adicionalmente, existen catalizadores en el corto plazo debido a los planes de consolidación en el sector. La cantidad de vencimientos de patentes (~\$177bn hasta finales 2030) podría ser mitigada con operaciones de concentración, y las empresas parecen estar dispuestas a ello. Los balances de las grandes compañías están preparados para soportar adquisiciones y, pese a que 2025 ha sido un año prolífico -31 operaciones y ~\$72bn- 2026 podría serlo todavía más. Algunas de las áreas donde más movimiento se espera que haya son oncología y CRVM (cardiovascular, renal y metabolismo)

Estrategia Global

Ilustración 4: Las compañías del sector tienen pulmón financiero para realizar la consolidación

La fuerte generación de caja de los próximos años fortalece los balances y reduce los niveles de deuda.



Fuente: Morgan Stanley Research, Ibercaja Gestión.

Existe potencial valor en que se produzca un mayor cambio en las expectativas actuales del mercado. Con la reducción de la incertidumbre política y las todavía bajas valoraciones hay margen para un *re-rating* en los próximos trimestres. El peso del sector sanidad dentro del S&P500 sigue cerca de mínimos históricos y si el descuento de múltiplo se corrige el potencial de revalorización es superior al 20%.

Por último, no debemos olvidar tampoco el valor defensivo del sector. Si las expectativas en torno a los rendimientos de las inversiones en IA empiezan a caer, el sector sanidad puede ser uno de los más beneficiados. La baja exposición a la disruptión de la IA ha provocado parte de la diferencia de rentabilidad en 2025, pero si las expectativas se tueren los flujos hacia sectores defensivos deberían acelerarse.