

Faes Farma

Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A.

Bilastina, el eje del crecimiento

Elena Fernández
 efernandez@ahorro.com
 914 368 675

Comprar

Precio Actual (21 Sep 2006): **21,79€**

Precio Objetivo (Dic 2006): **23,20€**

Magnitudes y ratios

Fuente: Análisis ACF y compañía

(Mn€)	2005	2006e	2007e	2008e
Bº neto atribuible	22,8	18,8	20,2	21,2
% inc.	10,0	-17,6	7,3	5,1
EBITDA	33,6	39,0	42,6	45,5
% inc.	19,3	16,1	9,2	6,7
EBIT	19,4	23,4	25,6	27,4
% inc.	27,4	20,8	9,5	7,1
BPA (€)	0,36	0,30	0,32	0,34
% inc.	10,0	-17,6	7,3	5,1
DPA (€)	0,24	0,24	0,24	0,24
% inc.	0,0	0,0	0,0	0,0
PER	43,4	72,5	67,5	64,2
VE/EBITDA	26,7	35,4	32,4	30,3
VE/EBIT	46,4	59,1	53,9	50,3
Rentab. divdo. (%)	1,5	1,1	1,1	1,1
P/V	6,7	10,0	9,4	8,9

Información relevante

Fuente: Análisis ACF y Bloomberg

Nº acciones (Mn)	62,6	Vol. día (Mn€)	1,3
Capitalización (Mn€)	1.364,2	Free-float (%)	97,0
Ticker Reuters	FAE.MC	Máx.(€)	21,90
Ticker Bloomberg	FAE SM	Mín.(€)	13,54

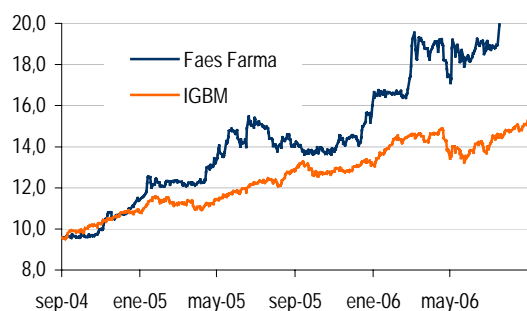
Comportamiento bursátil

Fuente: Análisis ACF y Bloomberg

(%)	1 mes	3 meses	1 año	YTD
Absoluto	0,4	19,9	55,4	54,9
Relativo	-3,4	8,7	35,6	37,2

Evolución bursátil (€)

Fuente: Bloomberg



- Faes solicitará la **comercialización de Bilastina** ante la EMEA (European Medicines Agency) en los próximos meses. Este fármaco representará **el 25% de las ventas** y el **36% de los beneficios** totales en 2010 según nuestras estimaciones.
- **Bilastina** es el resultado del aumento de las inversiones en I+D del grupo hasta el 10% de las ventas desde el 6% que tradicionalmente había invertido. Este esfuerzo inversor fue la **respuesta estratégica del grupo a las presiones en precios y márgenes de la sanidad pública** para hacer frente a su déficit.
- El **éxito de Bilastina** se basa en cuatro puntos: 1) **carece de efectos sedantes ni cardiotoxicos**; 2) el **mercado mundial de antihistamínicos** asciende a **6.000MnUS\$**; 3) el **22% de la población en España y la UE** y el **14% en EE.UU. padece rinitis alérgica**; y 4) en el **plazo máximo de un año vencen las patentes de sus principales competidores**: Allegra (octubre 2006) y Zyrtec (diciembre 2007).
- En la **actual fase de desarrollo de Bilastina**, le damos un valor de **5,2€ por acción**, cifra que, unida a los **18€ del negocio tradicional**, implicaría un **precio objetivo de 23,2€ por acción**. Esta valoración asume una probabilidad de éxito en la aprobación del 90% y una tasa de descuento del 13,8% para incorporar los riesgos del lanzamiento inicial del producto. Con una probabilidad de éxito del 100%, el valor de Bilastina sería de 6,0€ por acción (24,0€ por acción de Faes).
- Si **consideramos que Bilastina ha tenido éxito y se consolida su contribución a ventas y beneficios del grupo**, podría aportar a la valoración de Faes **17,8€ por acción**. Esta cifra, ofrecería un precio objetivo para Faes de **35,7€ por acción**, aunque este valor sería una referencia, dadas las incertidumbres existentes en la actualidad.
- A **corto plazo el valor se verá afectado positivamente por**: 1) el anuncio de la **solicitud de comercialización de Bilastina ante la EMEA**, previsto para final de año; 2) la **venta de la licencia de comercialización de Bilastina** para la UE y EE.UU.; 3) la **venta de Flufenoxina**, antidepresivo en Fase Preclínica. **COMPRAR**.

Índice

Tesis de inversión **3**

Análisis estratégico **5**

Análisis financiero **10**

Valoración y recomendación **12**

Anexo: Cálculo del WACC **14**

Tesis de inversión

De la incorporación de Faes al mundo de la investigación (gasto en I+D: 10% sobre ventas) **surge Bilastina**, antihistamínico que **esperamos resuelva el futuro de la compañía, teniendo en cuenta el potencial que representa** (esperamos que en 2010 sus ventas alcancen el 25% de las ventas totales, sobre hipótesis conservadoras).

La valoración de **Faes** por suma de partes ofrece un **precio objetivo de 23,2€/acción, aportando 18,0€ el negocio tradicional y Bilastina 5,2€** sobre una **probabilidad de éxito aplicada sobre los ingresos estimados del 90%**. Teniendo en cuenta la **proximidad de la solicitud de comercialización de Bilastina** y su más que probable aprobación, hemos hecho el ejercicio de otorgar una **probabilidad de éxito del 100%**, lo que nos daría un valor del nuevo fármaco de **6,0€/acción, pasando el precio objetivo a 24,0€/acción**.

Esta nueva valoración podríamos considerarla como un suelo para la compañía, ya que somos conscientes de que ni éste ni nuestro precio objetivo reflejan todo el potencial del nuevo fármaco: en nuestro modelo hemos sido conservadores a la hora de estimar las cuotas de mercado que podrá alcanzar Bilastina, y no hemos incluido los ingresos adicionales que generará la venta de la licencia para Europa y Estados Unidos (royalties y "first payment").

Por último, y dando un paso más allá, hemos llevado a cabo un ejercicio adicional tomando como **premisas que Bilastina ha tenido éxito y se incorpora como un medicamento más a la cartera de Faes, por tanto le aplicaríamos la misma WACC y el mismo crecimiento que al negocio tradicional, sobre una probabilidad del 100% y manteniendo las mismas estimaciones** de ingresos que exponemos en el análisis financiero. Como resultado obtendríamos un **precio objetivo de Bilastina de 17,8€/acción**, por lo que el precio objetivo de Faes se elevaría a 35,7€/acción. En cualquier caso, este precio sería una referencia, ya que quedan demasiadas premisas en el aire como para considerarla una valoración óptima.

Las claves del éxito de Bilastina son, a nuestro juicio:

- Al contrario que el resto de antihistamínicos, Bilastina **no tiene efectos sedantes ni cardiotóxicos**.
- El **mercado mundial de antihistamínicos** asciende a **6.000MnUS\$**.
- El **22% de la población en España y Europa, y el 14% de la población en Estados Unidos**, padece rinitis alérgica.
- En el plazo de un año, **vencen las patentes de sus principales competidores: Allegra (octubre 2006) y Zyrtec (diciembre 2007)**, dato especialmente relevante dado que los médicos son reacios a recetar genéricos (está demostrado que sus efectos sobre la enfermedad son menores).

En cualquier caso, **a corto plazo**, además de a la solicitud de comercialización de Bilastina, habrá que estar pendientes de otras dos noticias:

- **La venta de la licencia de comercialización de Bilastina para la UE y EE.UU.:** Faes está en negociaciones con las grandes multinacionales farmacéuticas, estando previsto que los acuerdos se cierren antes de final de año.
- **La venta de Flufenoxina:** antidepresivo en Fase Preclínica que tiene intención de vender por su elevado coste de desarrollo.

Análisis Estratégico

La **actividad principal** de Faes Farma comprende la **investigación, fabricación y venta tanto de productos farmacéuticos** (éticos, publicitarios y dermofarmacia) **como de materias primas de uso farmacéutico**.

Las últimas fusiones del sector en España han hecho que la venta de especialidades de la compañía no sea suficiente para competir en el mercado farmacéutico nacional, dominado por las grandes multinacionales, lo que le ha llevado a desarrollar una **política estratégica de crecimiento en producto a tres bandas**:

Dentro del área de Investigación, los productos más representativos son Bilastina y Flufenoxina

- **Investigación:** orientada a la **consecución de nuevos fármacos activos sobre el sistema respiratorio y el sistema nervioso central o útiles en el tratamiento de procesos antiinflamatorios, osteoporosis y cáncer**. Los productos más representativos de estas investigaciones son **Bilastina** (antihistamínico cuya comercialización está prevista para 2008), **Flufenoxina** (antidepresivo en fase preclínica), y ciertos inhibidores de la recaptación de la serotonina.

Por otro lado, y estrechamente vinculado con su I+D, **Faes Farma cuenta con el 1% de la biotecnológica canadiense ViRexx, quien confirió en exclusiva los derechos de comercialización de OvaRex®** (fármaco en Fase III que espera lanzarse al mercado a finales de 2007) para el tratamiento del cáncer de ovario en España y Portugal. A raíz de este acuerdo, Faes ha adquirido la prioridad sobre los derechos de comercialización en España y Portugal de otros tres anticuerpos monoclonales para el tratamiento de diferentes cánceres: Brevax (mama), ProstaRex (próstata) y GivaRex (páncreas).

El 45% de su actividad en España y Portugal está sujeta a contratos de licencia

- **Licencias:** Faes cuenta con licencias de comercialización de nueve de las doce principales multinacionales farmacéuticas, lo que hace que **el 45% de su actividad en España y Portugal esté sujeta a contratos de licencia**. El principal licenciador de Faes tanto en España como en Portugal es GlaxoSmithKline (GSK).
- **Adquisición de productos a otras compañías:** en los últimos años la compañía ha destinado parte de sus inversiones a la compra de marcas y registros considerados de interés por su connotación de oportunidad de negocio o por completar gamas de líneas de producto ya existentes.

Respecto a su actividad, **Faes Farma produce materias primas (2,5% s/ventas)** para su posterior transformación interna y para terceros:

- **Diosmina:** utilizada como producto intermedio en la fabricación de hidrosmina.
- **Hidrosmina:** el total de la producción se utiliza en la elaboración de Venosmil.
- **Pidolato de Magnesio:** el 100% de la producción se destina a fabricar Magneso-na.

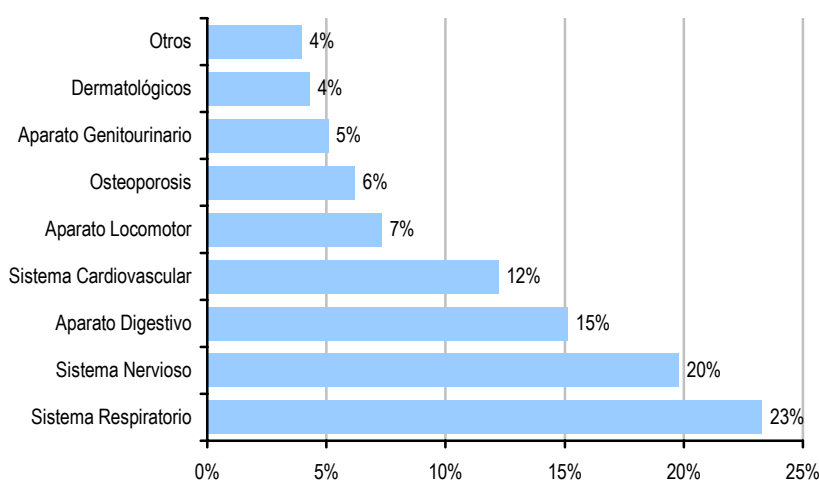
Más del 40% de las ventas se centra en Sistema Nervioso Central y Sistema Respiratorio

- **Aspartato de arginina:** componente activo de Desarrol, Dynamogén, Potenciator y Pan-Asténico.

Faes abarca un amplio conjunto de grupos terapéuticos, aunque algo más del 40% de las ventas de especialidades de prescripción se engloban dentro de las líneas de Sistema Nervioso Central y Sistema Respiratorio.

Cuadro 1 – Porcentaje sobre ventas de cada conjunto terapéutico

Fuente: Análisis ACF



- **Sistema Respiratorio:** también conocidos como broncodilatadores y antiasmáticos. Los principales productos son:
 - Inaladúo: combinación de estimulante inhalado e inhaladores de esteroides (Beglán e Inalacor) lanzado en 2000, con una cuota de mercado del 8,4%.
 - Beglan e Inalacor: sus ventas se han visto afectadas por la introducción de productos combinados en el mercado español. Beglan tiene una cuota del 4,3% e Inalacor, del 3,3%.
- **Sistema Nervioso Central (SNC):** el mercado mundial de este tipo de fármacos asciende a más de 20.000MnUS\$, lo que ha hecho que Faes centre su atención en este segmento terapéutico, llegando a desarrollar un antidepresivo (Flufenoxina) que se encuentra en fase preclínica. Sin embargo, la compañía tiene prevista su venta a otro laboratorio por los elevados costes, tanto económicos como en tiempo, que supone el desarrollo de un antidepresivo. En cuanto a los principales fármacos que Faes tiene en mercado en esta área encontramos:
 - Motivan: antidepresivo licencia de GSK, con una cuota de mercado del 3,1%.
 - Labileno: antiepiléptico licencia de GSK, con una cuota del 3,0%.
 - Sedotime: adquirido a SmithKline Beecham en 1999, ocupa la quinta posición del mercado de tranquilizantes con una cuota del 5,3%.

- **Sistema Cardiovascular (vasoprotectores y antihipertensivos):** Dentro de este grupo terapéutico Faes es el segundo laboratorio en vasoprotectores con una cuota de mercado del 21% en 2004, ocupando la quinta posición en el segmento de antivaricosos tópicos.
 - Venosmil, con una cuota de mercado del 10,5%
 - Esberivén, con el 8,2%
 - Pressitan y Pressitan Plus
 - Futuran y Futuran Plus
- **Antiosteoporosis:** En este grupo se engloba Dezacor, adquirido a Aventis en 2002. Desde que Faes relanzase el producto, ha registrado una escalada de ventas del 13%, frente al 5% de su clase terapéutica, y alcanza una cuota de mercado del 15,9%. En el grupo del calcio, Faes ocupa la séptima posición con Veriscal-D (licencia de Italfármaco y el 2,9% de cuota), Hidroferol y Ostram.
- **Sistema Locomotor (antigota y antiinflamatorios):** Faes es líder del mercado español de este grupo terapéutico gracias a la adquisición de Zyloric a Glaxo Wellcome en el año 2000, que cuenta con una cuota de mercado del 55%. Además, posee otras dos especialidades: Dolotrén y Sasulén.
- **Aparato digestivo y metabolismo (antiulcerosos y tónicos):** Grupo terapéutico maduro, segmentado y con una fuerte competencia desde que en 1998 se introdujesen los genéricos. En 2003, Faes adquirió a GSK Claversal, líder de ventas de agentes antiinflamatorios intestinales con una cuota del 44,5% y un crecimiento del 9% anual. Además cuenta con Ranidín Faes, y Lixacol, que adquirió a Schering en 2005 y tiene una cuota de mercado del 7,2%.
- **Dermatológicos:**
 - Positón: fármaco excluido de financiación pública y con libertad de precios, que cuenta con una cuota de mercado del 21,0% y un crecimiento del 12%.
 - Alergical: corticoide tópico con una cuota de mercado del 4,7%.
- **Otros**
 - Selan, perteneciente a la línea antibiótica.
 - Ferroprotina, adquirido a Laboratorios Morrith en 1994.
 - Pankreoflat, adquirido a Solvay en 2005 para España y Portugal, con una cuota de mercado del 40,3%.
 - Dynamogen, perteneciente a la línea antibiótica.

- Bronquidiazina CR.

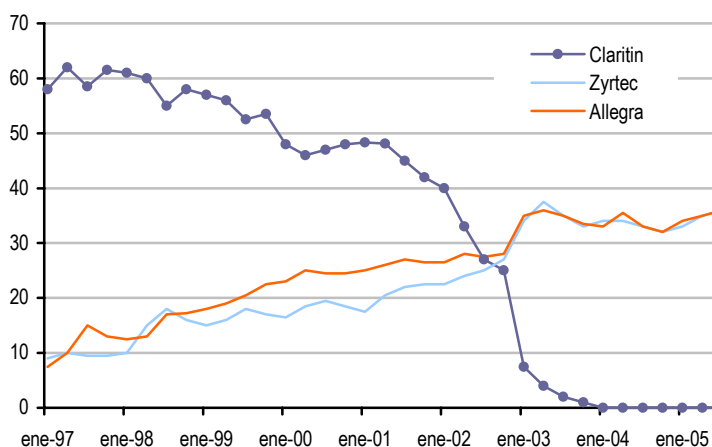
El futuro de Faes vendrá por Bilastina

Sin embargo, en nuestra opinión **el futuro de la compañía vendrá por la comercialización de Bilastina** (para 2010 esperamos que represente el 25% de las ventas y el 34% del beneficio neto).

Bilastina es una nueva molécula con actividad antihistamínica H1 altamente selectiva, sin efectos sedantes ni cardiotóxicos, que ha completado el segundo estudio de Fase III en Rinitis Alérgica para registro en la UE, y está en proceso el primer estudio en Fase III para Urticaria (nueva indicación encontrada).

A día de hoy, **el mercado de los antihistamínicos representa cerca de 6.000MnUS\$ al año**. Esto supone una **gran oportunidad para Bilastina**, sobre todo si tenemos en cuenta que **en el plazo máximo de un año vencen las patentes de sus principales competidores: Allegra de Sanofi Aventis (octubre de 2006) y Zyrtec de Pfizer (diciembre de 2007)**. Este hecho supondrá la aparición en el mercado de genéricos con la misma formulación que estos dos productos y el pronunciado descenso de las ventas de Allegra y Zyrtec (ver gráfico adjunto). Aunque cabría pensar que un mayor número de genéricos podría perjudicar las ventas de Bilastina, no hay que olvidar que los médicos son reacios a recetarlos, ya que está comprobado que sus efectos sobre la enfermedad no son los mismos que los que produce el medicamento “de marca”, a lo que hay que sumar la ausencia de efectos secundarios de Bilastina.

Cuadro 2 – Evolución de las cuotas de mercado de Claritin frente a Zyrtec y Allegra
Fuente: Análisis ACF



Además, el mercado potencial al que iría dirigido es elevado, ya que tanto en España como en el resto de Europa, el 22% de la población padece rinitis alérgica, mientras que en Estados Unidos la tasa ronda el 14%.

A pesar de que los costes de lanzamiento comercial (previsto para 2008) serán elevados, la rápida captación de cuota de mercado compensará el gasto. Mientras tanto, **Faes está negociando con las grandes multinacionales farmacéuticas la venta de**

la licencia de comercialización, lo que podría suponer un “first-payment” de unos 40Mn€ más unos royalties por ventas.

Por último, como ya hemos comentado antes, **Faes tiene en Fase Preclínica el anti-depresivo Flufenoxina**. Esperamos que a corto plazo la compañía venda a otro laboratorio este nuevo fármaco, ya que los costes de estudio, desarrollo y comercialización de un antidepresivo son muy elevados, tanto en tiempo como en dinero.

Análisis financiero

A la hora de estimar la cuenta de resultados de Faes, elaboramos un **análisis individualizado de cada una de las divisiones: Bilastina**, que representa los ingresos futuros, y el **negocio tradicional**, que representa los ingresos actuales.

En el P&L de Bilastina tan sólo incluimos estimaciones para España y Portugal

Bilastina: Debemos tener en cuenta que **tan sólo estamos considerando los ingresos generados en España y Portugal**, que será la región donde Faes mantenga la comercialización después de la venta prevista de licencias para Europa y Estados Unidos. Por tanto, a estas cifras, **habría que añadir el pago de un "first payment"** (que estimamos en unos 40Mn€ pero que no tenemos incluido en nuestro modelo) **más unos royalties** derivados de la venta de licencias.

En el caso de los royalties, tenemos como referencia lo pactado en su día por Zeltia con J&J para Yondelis, por lo que la cifra podría rondar el 11%, aunque este dato no es más que una mera estimación, y lo habitual es establecer rangos en función del volumen de ventas generado. A pesar de todo, recordemos que estas cifras están estimadas pero no están incluidas en los números que aparecen a continuación, por lo que la confirmación de este punto afectaría de manera positiva a la valoración de la compañía.

Cuadro 3 – Bilastina

Fuente: Análisis ACF

Bilastina	2008	Var. %	2009	Var. %	2010	Var. %	2011	Var. %	2012
Ventas	8,8	n.a.	27,1	n.a.	77,7	46,4	113,7	9,3	124,4
EBITDA	1,9	n.a.	6,0	n.a.	17,5	49,0	26,0	10,3	28,7
Margen EBITDA (%)	21,9		22,1		22,5		22,9		23,1
Beneficio Neto	1,6	n.a.	4,1	n.a.	11,6	48,6	17,3	10,3	19,0
Margen Neto (%)	18,0		15,0		15,0		15,2		15,3

A la hora de estimar las ventas generadas, hemos fijado el coste medio por enfermo del tratamiento en 39€, con una cuota de mercado el primer año del 5%, que se iría incrementando exponencialmente en los años siguientes (15% para 2009 y 30% para 2010), y sobre una probabilidad de éxito del 90% aplicado sobre los ingresos estimados en nuestro modelo.

El negocio tradicional se divide en fármacos de prescripción, productos OTC y materias primas

Negocio tradicional: El negocio tradicional de Faes depende de tres fuentes principales de ingresos: **Fármacos de Prescripción, OTC, y Materias Primas**. Dentro del primer grupo hay que distinguir **dos líneas de negocio** según el grupo terapéutico del que se trate:

- **Afecciones crónicas:** las ventas de estos productos registran tendencias uniformes a lo largo del año. En esta categoría se encuadran la mayoría de los productos pertenecientes a las familias de SNC, antiosteoporósicos, antigota, dermatológicos y antiinflamatorios.
- **Afecciones estacionales:** con un fuerte condicionante climático, en este grupo se engloban los productos de las familias de vasoprotectores y respiratorios, funda-

mentalmente. Los vasoprotectores registran su mejor momento de ventas de abril a octubre, mientras que los respiratorios lo hacen de septiembre a marzo. Por tanto, el descenso en ventas de vasoprotectores en otoño e invierno, queda compensado con el incremento del grupo respiratorio, y viceversa.

Cuadro 4 – Negocio tradicional

Fuente: Análisis ACF

Negocio tradicional	2005	Var. %	2006	Var. %	2007	Var. %	2008	Var. %	2009
Ventas	166,4	10,6	184,0	8,5	199,7	6,3	212,2	4,7	222,1
Prescripción	140,5	10,8	155,9	8,9	169,8	6,6	181,0	4,8	189,6
OTC	21,6	10,0	23,7	6,0	25,2	4,0	26,2	4,0	27,2
Materias primas	4,2	4,9	4,4	8,9	4,8	6,6	5,1	4,8	5,3
EBITDA	33,6	16,1	39,1	9,0	42,6	6,7	45,5	4,7	47,6
Margen EBITDA (%)	20,3		20,7		20,8		20,9		20,9
Beneficio neto	22,8	-17,5	18,8	7,2	20,2	5,1	21,2	2,8	21,8
Margen neto (%)	13,8		10,0		9,9		9,6		9,6

Para el conjunto de 2006, **las ventas de Prescripción de Faes reflejan un significativo crecimiento gracias a las adquisiciones de producto** que se llevaron a cabo en el pasado ejercicio, destacando especialmente la compra a Ipsen de su división Lasa, que en 2005 representaba una facturación de 16Mn€, y abarcaba una amplia gama de analgésicos, fármacos del SNC, antihipertensivos, genéricos y productos de farmacia.

Gracias a este impulso de las ventas, la compañía conseguirá mermar el impacto de las rebajas de precios fijadas por el Gobierno, que para este año se situaban en el 2% (frente al 4,2% de 2005), incrementando ligeramente los márgenes sobre ventas.

Sin embargo, **a nivel de neto, la comparativa saldrá perjudicada al verse afectado el resultado por una regularización de la tasa fiscal**. En este sentido, esperamos que a cierre de año la tasa se sitúe en el 18% (recordamos que Faes se aplica la Normativa Foral del País Vasco), frente a la bonificación fiscal aplicada en 2005 del 21% por una deducción de gastos de I+D.

Valoración y recomendación

Para valorar el negocio de Faes hay que distinguir su negocio presente y futuro. Por un lado está la **fabricación y venta de fármacos** que lleva a cabo y a la que previsiblemente se irán añadiendo fármacos nuevos a medida que vaya firmando acuerdos de comercialización y/o adquiera productos. En este caso, el **método de valoración empleado es el DCF (descuento de flujos de caja)**, donde empleamos un **WACC del 7,4% y una G del 4,5%**.

Por otro lado, está **Bilastina**, cuyo **lanzamiento comercial está previsto para el segundo semestre de 2007** (2008 en nuestras estimaciones). Como ya hemos comentado en el análisis financiero, hemos sido conservadores a la hora de estimar tanto las cuotas de mercado como los ingresos de Bilastina, ya que no incluimos el "first payment" que supondrá los acuerdos de comercialización del fármaco en Europa (aunque lo tenemos estimado en unos 40Mn€), ni los royalties que esto genere. Por otro lado, tampoco hay que olvidar que está previsto que Faes solicite a la FDA (Federal Drug Administration) la comercialización de Bilastina en Estados Unidos entre finales de 2006 y principios de 2007, por lo que de seguir un curso normal, podríamos incorporar ingresos adicionales a la cuenta de resultados a partir de 2008.

A la hora de valorar la aportación de Bilastina al precio objetivo de Faes **hemos empleado el método del DCF**, si bien aplicamos un WACC calculado como si de una biotecnológica se tratara. De esta forma, el **WACC se eleva al 13,7% y la G al 6%**.

La suma de partes nos da un **precio objetivo de 23,2€/acción y una recomendación de Comprar**. Como se puede observar, **la valoración individualizada del negocio tradicional tan sólo asciende a 18,0€/acción**, en consonancia con un sector afectado por las constantes rebajas de precios aplicadas por Ley y una Tasa de la Industria que merma la rentabilidad de los laboratorios. Por tanto, el crecimiento de Faes vendrá con el lanzamiento de su fármaco estrella: **Bilastina**, que en nuestra valoración **aporta 5,2€/acción**, sobre una **probabilidad de éxito del 90%** (correspondiente a un fármaco que está en Fase III).

Teniendo en cuenta la proximidad de la solicitud de comercialización de Bilastina y su más que probable aprobación, hemos hecho el **ejercicio de aplicar una probabilidad de éxito** sobre los ingresos generados **del 100%**. Manteniendo todas las estimaciones constantes, **Bilastina pasaría a aportar 6,0€/acción**, por lo que el **precio objetivo** se situaría en **24,0€/acción**.

Por último, hemos llevado a cabo un ejercicio adicional, tomando como **premisas** que **Bilastina ha tenido éxito y se incorpora como un medicamento más a la cartera de Faes**, por **tanto le aplicaríamos la misma WACC y el mismo crecimiento que al negocio tradicional, sobre una probabilidad del 100% y manteniendo las mismas estimaciones** de ingresos que exponemos en el análisis financiero. Como resultado obtendríamos un **precio objetivo de Bilastina de 17,8€/acción**, por lo que el precio objetivo de Faes se elevaría a 35,7€/acción. En cualquier caso, este precio sería una referencia, ya que quedan demasiadas premisas en el aire como para considerarla una valoración óptima.

Cuadro 5- Cálculo del precio objetivo

Fuente: Análisis ACF

División	Criterio	Escenario conservador	Aprobación de la EMEA
Negocio farmacéutico	DCF	1.146,7	1.146,7
Bilastina	DCF	322,9	373,8
Total EV		1.469,7	1.521,2
Deuda neta		19,4	19,4
Valor total Grupo		1.450,2	1.501,8
Nº acciones		62,6	62,6
€/acción		23,2	24,0

En definitiva, **mantenemos nuestro precio objetivo en 23,2€/acción, sobre un escenario de estimaciones conservador.** En cualquier caso, **si finalmente se aprueba Bilastina, los 24,0€/acción supondrían un suelo a la cotización**, ya que como hemos comentado en nuestro modelo no incluimos el "first payment" y los royalties que generará la venta de la licencia de comercialización de Bilastina para Europa y, más tarde, para Estados Unidos.

Anexo: Cálculo del WACC

Respecto al **cálculo del WACC aplicado sobre Bilastina**, hemos empleado el método habitual utilizado para compañías biotecnológicas, que consiste en **añadir a un WACC base** (en este caso 7,4%) **primas de riesgo adicionales en función del mayor (+5%) o menor (0%) riesgo que presentan los factores que consideramos clave (experiencia clínica, tecnología, gestión y estrategia...)**.

Cuadro 6 – Criterios para el cálculo del WACC

Fuente: Análisis ACF

Criterio	
Management y Estrategia	0,5%
Ciencia y Tecnología	1,5%
Relaciones Corporativas	0,5%
Propiedad Intelectual	0,5%
Experiencia Clínica	0,5%
Estas cinco primeras categorías se dividen en:	
Ausente	
Débil	
Satisfactorio	
Bueno	
Excelente	
Estado Financiero	
Muy dependiente, 5 ó más años hasta beneficios	
Algunos riesgos financieros, 3 ó más años hasta beneficios	
Varios años hasta entrar en beneficios	
Cerca de rentabilidad	
Rentable	0,5%
Cartera de productos	
No desarrollados, inicio	
Estado temprano/medio de desarrollo	
Estado medio/avanzado de desarrollo	
Totalmente desarrollados	1,0%
Maduros, con historia	
Capitalización	
0-100Mn€	
100-500Mn€	
500-1.000Mn€	
1.000-5.000Mn€	1,0%
Más de 5.000Mn€	
Ventas de sus productos	
Ninguna	
0-10Mn€	
10-100Mn€	
100-1.000Mn€	1,0%
Más de 1.000Mn	

Principales magnitudes

Fuente: Análisis ACF y compañía

(Mn€)	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e
Ventas	174,0	169,1	165,9	188,6	204,9	217,7
% inc.	12,8	-2,8	-1,9	13,6	8,7	6,3
Coste de las mercancías vendidas	-62,4	-59,2	-54,0	-63,0	-68,6	-73,2
Margen bruto	111,6	109,8	111,9	125,6	136,3	144,6
Costes de explotación	-70,2	-81,7	-78,3	-86,6	-93,7	-99,1
EBITDA	41,4	28,2	33,6	39,0	42,6	45,5
% inc.	19,1	-31,9	19,3	16,1	9,2	6,7
Amortización del inmovilizado	-15,7	-13,0	-14,2	-15,6	-17,0	-18,0
EBIT	25,7	15,2	19,4	23,4	25,6	27,4
% inc.	1,7	-40,8	27,4	20,8	9,5	7,1
Resultado financiero	-0,1	7,1	-0,1	-0,4	-0,4	-0,2
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros resultados	-2,3	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0
Beneficio antes de impuestos	23,4	22,3	18,8	23,0	25,3	27,2
Impuesto de sociedades	-2,9	-1,6	4,0	-4,1	-5,1	-6,0
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beneficio neto atribuible	20,5	20,8	22,8	18,8	20,2	21,2
% inc.	22,6	1,4	10,0	-17,6	7,3	5,1
BPA (€)	0,33	0,33	0,36	0,30	0,32	0,34
% inc.	22,6	1,4	10,0	-17,6	7,3	5,1
DPA (€)	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
% inc.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	36,1	33,7	37,1	34,4	37,2	39,3
% inc.	38,1	-6,6	10,0	-7,1	7,9	5,7
Variaciones de NOF	17,3	-8,6	16,0	10,2	16,1	19,1
Capex	47,5	16,5	12,8	19,1	12,8	10,2
Cash flow libre	100,9	41,6	65,9	63,7	66,1	68,6
Remuneración al accionista	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otras variaciones de deuda	112,8	42,0	76,6	65,1	64,9	66,1
Balance						
Activo fijo neto	125,2	113,7	143,4	158,9	183,5	210,9
Inmovilizado financiero	9,8	0,3	0,7	0,7	0,8	0,8
Necesidades operativas de fondos (NOF)	8,6	17,3	1,2	-8,9	-25,0	-44,1
Otros activos/(pasivos) neto	-18,2	-3,3	4,4	5,4	3,8	0,8
Capital empleado	125,4	127,9	149,8	156,1	163,1	168,4
Recursos propios	117,8	120,1	131,6	136,7	145,1	153,1
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	7,6	7,8	18,2	19,4	18,0	15,3
Márgenes (%)						
Margen bruto/Ventas	64,1	65,0	67,5	66,6	66,5	66,4
EBITDA/Ventas	23,8	16,7	20,3	20,7	20,8	20,9
EBIT/Ventas	14,8	9,0	11,7	12,4	12,5	12,6
Ventas/Capital empleado	138,7	132,2	110,8	120,8	125,6	129,3
EBITDA/Capital empleado	33,0	22,0	22,4	25,0	26,1	27,0
ROCE	20,5	11,9	12,9	15,0	15,7	16,3
ROE	17,4	17,3	17,4	13,8	13,9	13,9
Endeudamiento (x)						
Deuda financiera neta/Capital empleado	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Deuda financiera neta/EBITDA	0,2	0,3	0,5	0,5	0,4	0,3
EBIT/Resultado financiero	503,9	-2,1	156,2	53,0	70,0	139,8
Nº empleados	775	747	746	746	746	746

Área de Intermediación de Renta Variable

Pedro M. Mirete	Director intermediación	pmirete@ahorro.com	915 869 341
Olga Bengoa	Secretaría	obengoa@ahorro.com	915 869 506

Estrategia y Análisis

Marisa Mazo, CFA	Directora	mlmazo@ahorro.com	915 864 102
Olga Bengoa	Secretaría	obengoa@ahorro.com	915 869 506
Virginia Romero	Economista Jefe	vromero@ahorro.com	915 869 587
Mª Luisa Álvarez	Macroeconomía	mlalvarez@ahorro.com	915 864 133
Nuria García	Estrategia	ngarcia@ahorro.com	915 864 290
José Mª Valle	Estrategia Sectorial	jmvalle@ahorro.com	915 864 107
Germán García Bou	Jefe Área Constr.	ggarcia@ahorro.com	915 869 408
Gonzalo Moros, CFA	Construcción	gmoros@ahorro.com	915 864 143
María Parente	Autos	mparente@ahorro.com	915 869 462
Arancha Piñeiro	Consumo	apineiro@ahorro.com	915 869 529
Javier Ruiz	Jefe Serv. Públicos	jruiz@ahorro.com	915 869 347
Fernando Murillo	Petróleo, Gas	fmurillo@ahorro.com	915 864 223
Álvaro Navarro	Petróleos, Químicas	anavarro@ahorro.com	915 864 248
César Rodríguez	Eléctricas	crodriguez@ahorro.com	915 864 292
Juan C. Acitores	Jefe TMT's	jcacitores@ahorro.com	915 869 460
Jaime Espejo	Tecnología	jespejo@ahorro.com	915 864 256
Virginia Pérez	Media	vprepes@ahorro.com	915 869 469
Marta Sánchez	Telecoms	msanchez@ahorro.com	914 368 618
Irma Garrido	Jefa Bancos	igarrido@ahorro.com	915 869 471
Lucía González	Bancos	lgonzalez@ahorro.com	915 864 224
Mª Paz Ojeda	Jefa Seguros	mpojeda@ahorro.com	915 869 438
César Sánchez-Grande	Jefe Micro-Caps	csbergon@ahorro.com	915 864 144
Marcelo Jaldin	Micro-Caps	mjaldin@ahorro.com	915 869 451
Elena Fernández	Micro-Caps	efernandez@ahorro.com	914 368 675
Nuria Bruno	Jefa Maq. y Edición	nbruno@ahorro.com	915 869 459
José M. García	Maquetación	jmgarcia@ahorro.com	915 864 233
Isabel García	Maquetación	igarcia@ahorro.com	915 864 221
Yolanda Sancho	Maquetación	ysancho@ahorro.com	915 864 254
Julia C. Martínez	Edición castellano	jcmartinez@ahorro.com	915 864 255
William Mara	Edición inglés	wmara@ahorro.com	915 869 332

Ventas Cliente Doméstico

Ignacio Crespo	Director Madrid	icrespo@ahorro.com	915 560 399
Vanesa Carralero	Secretaría	vcarralero@ahorro.com	915 869 540
Nicolás Angulo		nangulo@ahorro.com	
José Martínez		jmartinezl@ahorro.com	
Alberto Mombiela		amombiela@ahorro.com	
José Truzman		jtruzman@ahorro.com	
José Mª Vilar	Dir. Barcelona	jjvilar@bcn.ahorro.com	933 662 424
José R. García		rgarcia@bcn.ahorro.com	
Jordi Moncunill		jmoncunill@bcn.ahorro.com	

Ventas Cliente Internacional

Álvaro Climent	Director	acliment@ahorro.com	915 560 752
Sonia Morlans	Secretaría	smorlans@ahorro.com	915 560 752
Luis Benito	Subdirector	lbenito@ahorro.com	
José Castañeda		jcastaneda@ahorro.com	
Ana Haddad		ahaddad@ahorro.com	
Antonio Nesci		anesci@ahorro.com	
Gerard Paturel		gpaturel@ahorro.com	
Simon Payne		spayne@ahorro.com	
Carlos Sánchez		csanchez@ahorro.com	
Teresa Vilarino		tvilarino@ahorro.com	

ACF International Inc. MEMBER: NASD/SIPC (U.S. INVESTORS)
A wholly owned subsidiary of Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A.

Cristina del Sol	President	cdelsol@acfinc.com	617 523 3295
Carlos Méndez	Miami	cmendez@ahorromiami.com	
Ricardo Rodríguez	Boston	rrodriguez@ahorro.com	
Carlos Sánchez	Madrid	csanchez@ahorro.com	

CERTIFICACIÓN DE ANALISTAS

Los siguientes analistas certifican por la presente que las opiniones que se expresan en este informe de análisis reflejan fielmente sus opiniones personales. Certifican además que no han recibido, reciben ni recibirán, directa o indirectamente, remuneración alguna a cambio de ofrecer una recomendación determinada en este informe: Elena Fernández.

INFORMACIÓN IMPORTANTE

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A. (en adelante "ACF"), filial del Grupo Ahorro Corporación.

ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación es titular, directa o indirectamente, de más de un 1% del capital social de la/s Compañía/s cuyas acciones están admitidas a negociación en algún mercado organizado y que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

En los últimos doce meses, ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación ha/n participado como asegurador y/o colocador en ofertas públicas de valores y ha percibido, por tanto, remuneraciones basadas en ello, de la/s siguiente/s Compañía/s, que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

En los últimos doce meses, ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación ha/n recibido compensación por la prestación de servicios de banca de inversiones de la/s siguiente/s Compañía/s, que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

En los próximos tres meses, ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación esperan recibir o intentarán obtener compensación por la prestación de servicios de banca de inversiones de la/s siguiente/s Compañía/s que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

Asimismo, ACF o cualquiera de las sociedades del Grupo Ahorro Corporación tiene suscritos contratos de liquidez con la/s siguiente/s Compañía/s que es/son objeto de análisis en el presente informe: No aplicable.

El Grupo Ahorro Corporación tiene establecidos procedimientos de actuación internos y medidas de control para impedir el flujo de información privilegiada entre sus distintas áreas de actividad, de acuerdo con lo establecido en el art. 83.1 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores y en el Real Decreto 1333/2005, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado.

SISTEMA DE RECOMENDACIONES

Los precios objetivo y recomendaciones se establecen de acuerdo a la evolución esperada hasta el final del año natural. A partir del mes de septiembre se ofrecerán los precios objetivo y recomendaciones para el final del año siguiente. La metodología de cálculo del precio objetivo está basada, por regla general, en el descuento de flujos de caja. Las recomendaciones son absolutas. Se establecen tres categorías o tipos de recomendación: Comprar, potencial de revalorización positivo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior); Vender, Potencial de revalorización negativo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior); Mantener, Potencial de revalorización cercano a cero en el horizonte definido (final de año corriente o posterior). En el caso de las compañías pertenecientes al universo de Micro Caps, las recomendaciones se reducen a dos: Comprar, potencial de revalorización positivo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior); Vender, Potencial de revalorización negativo en el horizonte definido (final de año corriente o posterior).

A fecha actual, sobre el total universo de compañías en cobertura por parte de ACF, hay un 43,9% de recomendaciones de Comprar, un 41,7% de recomendaciones de Mantener y un 14,4% de recomendaciones de Vender. Asimismo, sobre el universo de compañías a los que ACF presta servicios de banca de inversiones, hay un 46% de recomendaciones de Comprar, un 54% de recomendaciones de Mantener y un 0% de recomendaciones de Vender.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A. (en adelante "ACF"), filial del Grupo Ahorro Corporación, y se facilita sólo a efectos informativos.

Todas las opiniones y estimaciones que figuran en el presente informe constituyen la opinión técnica personal del analista en la fecha de su emisión, y pueden ser modificadas sin previo aviso. El acierto por parte del analista en recomendaciones pasadas no garantiza el éxito de las futuras.

Bajo ninguna circunstancia deberá entenderse que el presente informe constituye una oferta de compra, venta, suscripción o negociación de valores o de otros instrumentos. Cualquier decisión de compra o venta por parte del receptor sobre valores emitidos por la/s Compañía/s objeto de este informe de análisis, debería adoptarse teniendo en cuenta la información pública existente sobre tales valores y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto correspondiente a dichos valores registrado en la CNMV – disponible tanto en la CNMV y Sociedad Rectora del Mercado correspondiente, como a través de las entidades emisoras de los citados valores–.

El inversor que acceda al presente documento deberá tener en cuenta que los valores o instrumentos a los que se refiere pueden no ser adecuados a sus objetivos de inversión o a su posición financiera, y que los resultados históricos de las inversiones no garantizan resultados futuros. Cualquier decisión de inversión sobre los mismos deberá adoptarse de acuerdo al propio criterio del inversor y/o de los asesores que éste considere oportunos.

ACF no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de la información ofrecida en este informe.

La información que se incluye en este informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye y en la que se basa el presente informe no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no manifestamos que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

ACF o cualquier otra entidad del Grupo Ahorro Corporación, así como sus consejeros, directores o empleados, pueden (i) tener una relación comercial relevante con la Compañía a la que se refiere el presente documento; (ii) tener una posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por la Compañía; (iii) negociar con dichos valores o instrumentos por cuenta propia o ajena, incluso actuando como creador de mercado de los mismos u otorgando liquidez; (iv) disponer de derechos de cualquier tipo para la adquisición de valores emitidos por la Compañía analizada o vinculados directa y fundamentalmente a estos últimos; (v) proporcionar servicios de asesoramiento o servicios análogos dentro de su objeto social al emisor de los valores o instrumentos; (vi) tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los valores, ya sea con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de ACF u otra entidad del Grupo Ahorro Corporación pueden proporcionar comentarios de mercado, de forma verbal o escrita, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Ninguna parte del presente documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio, (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de ACF. Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, Reino Unido y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

ACF International, Inc. miembro de NASD / SIPC distribuye este documento en Estados Unidos y, por tanto, acepta toda la responsabilidad sobre su contenido. Cualquier inversor de Estados Unidos que desee realizar transacciones en el/los valores objeto del presente informe sólo podrá hacerlo contactando con un representante de ACF International, Inc. y nunca a través de alguna de las compañías afiliadas en el extranjero, incluyendo la encargada de la elaboración del análisis, Ahorro Corporación Financiera, S.V., S.A.

El sistema retributivo del/los analista/s del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por ACF e, indirectamente, los resultados del Grupo Ahorro Corporación, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.