SECTOR FARMA ESPAÑA

NEUTRAL

Glen Spencer Chapman +34 91 782.90.00 gchapman@ibersecurities.es

COMPAÑÍAS Recom. P.0. Potencial FAFS FARMA COMPRAR 23.7 46% COMPRAR GRIFOLS 14,3 22% VENDER 7.4 19% **EBITDA** BDI Crecimiento'06-07 Ventas FAES FARMA 92.4% 3,1% 61,6% GRIFOLS 9 1% 10.4% 42 2% 7FI TIA -32,3% -29.8% 6,1% **EBITDA** BDI Crecimiento'07-08 Ventas FAES FARMA 21.9% 64,1% 88.2% GRIFOLS 17.3% 35.7% 64.8% ZELTIA 21,7% -52.2% -39.9% Ratios 2007e EV/VENTAS EV/EBITDA PER 15.1x FAES FARMA 12,22> 33,9x 53,8x GRIFOLS 18,8x 40.2x 3,89x ZELTIA 15.57x -45.5x -38.3x DN/EBITDA **CF YIELD DIV YIELD** Ratios 2007e FAES FARMA -0,06x 1,7% 0,8% GRIFOLS 1.83x 2,3% 0.4% ZELTIA -0.68x -2.4% 0.0% Ratios 2008e **EV/VENTAS** EV/EBITDA PER FAES FARMA 11 04x 22 7x 32 2x **GRIFOLS** 3,24> 13,5x 24,4x ZELTIA 12.99x -96.7x -63.8x DN/EBITDA **CF YIELD DIV YIELD** Ratios 2008e FAFS FARMA -0.52x 2 9% 0.8% GRIFOLS 1,05> 2,9% 0.5% ZELTIA -2.91x 0,0% -1,6% EuroStoxx Bancos vs Eurostoxx vs IBEX 275 215 155 115 May-06

También Existen

- Faes Farma (P.O. 23,65 euros/acc., +46 % potencial). Cambiamos nuestra recomendación de VENDER a COMPRAR. Nuestra valoración como empresa independiente es 12,8 euros/acc. (-21% potencial), el resto vendría por movimientos corporativos. La evolución del valor en 2006 responde a la puesta en valor de Bilastina (antihistamínico en FIII que se espera comercializar en 2008; 39% ventas'08-20, 70% valoración, 8,9 euros/acc.). Aparte del crecimiento potencial de Bilastina, la actividad tradicional de FAE se beneficia de una elevada recurrencia y visibilidad (sin deuda, CF yield 1,7% sin Bilastina), comercialización de compuestos ya consolidados de terceros en España y Portugal (aporta 3,9 euros/acc.). El flujo de noticias seguirá alimentando el momentum del valor: venta de licencias de Bilastina para Europa y Asia y aprobación del compuesto. No obstante, a partir de ahora el potencial adicional radica en la posibilidad de que FAE venda Bilastina a una farmacéutica global, o que en caso de no llegar a un acuerdo sea objeto de una OPA (free float FAE >95%). El valor de FAE para una farmacéutica (comercialización mundial de Bilastina sin coste de I+D) se situaría entre 34,5/50 euros/acc. (EV/EBITDA'08 de Bilastina 8x, en línea con el sector) Tomando el rango bajo con una probabilidad de 50% elevamos nuestro P.O. a 23,65 euros/acc.
- Grifols (P.O. 14,30 euros/acc., +22% potencial). Cambiamos nuestra recomendación de VENDER a COMPRAR. La excelente evolución del valor desde su salida a bolsa a 4.4 euros/acc. responde al crecimiento en operativo derivado de: (i) recuperación de precios de sus productos (aunque moderándose la tendencia, se mantendrá en 2007-08), (ii) incremento de capacidad de recogida de plasma tras comprar PlasmaCare y centros de Baxter (la materia prima es el cuello de botella del sector), (iii) mejora en los rendimientos de extracción de proteínas (recientemente aprobado por la FDA). La compañía aún tiene bastante deuda (deuda/EBITDA'06e 2,4x), pero con la recurrencia del negocio, ésta no es alarmante. La creciente generación de caja (CF yield >6% a partir de 2010) permitirá mejorar la retribución al accionista a medio plazo (rentabilidad por dividendo'06 0,5%). Por ratios, cotiza con prima justificada teniendo en cuenta sus ventajas competitivas (procesos y acceso a materia prima).
- Zeltia (P.O. 7,40 euros/acc., +19% potencial). Cambiamos nuestra recomendación de COMPRAR a VENDER. La evolución del valor y la continuidad del modelo de negocio depende de la aprobación de sus componentes para las distintas indicaciones (la división de Química no basta para financiar el I+D y no justifica la valoración basada en expectativas). Los revulsivos serían la aprobación de Yondelis para STS (que restablecerá la confianza en el valor y facilitará la obtención de financiación adicional en 2007) y la venta de la licencia de Aplidin y Kahalalide. No obstante no esperamos que estas noticias lleguen hasta mediados 2007. En caso de que se apruebe el STS, el valor de ZEL subiría a 8,3 euros/acc. pero además el mercado descontaría mayores probabilidades para el resto de indicaciones impulsando la cotización en mayor medida. Por lo contrario, de rechazarse nuevamente (valor 4,15 euros/acc.) se produciría una pérdida de confianza que dificultaría más su financiación.

Fuente: Datastream





Índice

ÍNDICE	
1. FAES	3
BREVE DESCRIPCIÓN Y REVULSIVOS PARA EL VALOR	3
Descripción de la actividad	3
Revulsivos para el valor	3
Bilastina	4
REVISIÓN DE ESTIMACIONES	5
Generación de Caja y Retribución al accionista	£
VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.	8
Análisis de Sensibilidad sobre el valor de FAE como empresa independiente	10
2. GRIFOLS	11
BREVE DESCRIPCIÓN Y REVULSIVOS PARA EL VALOR	11
Descripción de la actividad	
Revulsivos para el negocio	
REVISIÓN DE ESTIMACIONES	12
Generación de Caja y Retribución al accionista.	
VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.	15
3. ZELTIA	16
BREVE DESCRIPCIÓN Y REVULSIVOS PARA EL VALOR	16
Descripción de la actividad	16
Revulsivos para el negocio	16
Perspectivas de los distintitos Compuestos y sus Indicaciones	
REVISIÓN DE ESTIMACIONES	
Generación de Caja y Situación Financiera	19
VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.	21
4. RATIOS COMPARATIVOS	22

Ibersecurities

Sociedad de Valores



1. Faes.

Comercializa una amplia gama de fármacos consolidados adquiridos o bajo licencia, que le otorga una elevada visibilidad en ingresos Crecimiento potencial de productos de desarrollo propio (Bilastina).

BREVE DESCRIPCIÓN Y REVULSIVOS PARA EL VALOR.

Descripción de la actividad.

FAE fabrica y comercializa en España y Portugal una amplia gama de fármacos con y sin prescripción médica de terceros (principalmente de GlaxoSmithKline). 45% de su actividad está sujeta a licencias, un 50% a productos adquiridos y de desarrollo propio y el resto corresponde a la venta de materias primas a otras empresas farmacéuticas. La cartera de fármacos comercializada por FAE es muy amplia y en su mayoría se trata de productos maduros con una posición de mercado bien consolidada, lo que le otorga una **gran recurrencia en la generación de caja**.

La estrategia de FAE se basa en la **adquisición de nuevas licencias y productos para completar y renovar su gama de productos**. Además FAE ha dado un paso más haciendo un esfuerzo en I+D y ha comenzado a **desarrollar productos por su cuenta**, el más importante y que se ha convertido en el mayor contribuidor al valor de la Empresa es el antihistamínico Bilastina.

Revulsivos para el valor.

- Bilastina. En la línea de desarrollo de productos propios FAE ha desarrollado un antihistamínico nuevo, Bilastina, actualmente en Fase III pendiente de presentar ante la FDA en EE.UU. y la EMEA en Europa y que debería empezar a comercializarse en 2008.
- ViRexx. Otro posible revulsivo a más largo plazo lo constituye ViRexx, empresa biotecnológica canadiense en la que FAE tiene una participación del 1% y que está desarrollando OvaRex (fármaco en fase III para el tratamiento del cáncer de ovario, posible comercialización a finales de 2008) así como BrevaRex (cáncer de mama), ProstaRex (próstata) y GivaRex (páncreas); estos últimos en fase II (comercialización no antes de 2011). Más que la revalorización de su participación financiera en caso de éxito (+0,5 M euros) la importancia de ViRexx radica en los derechos de comercialización de estos productos en España y Portugal (Iber(e) ventas de 115 M euros/año para todos estos productos, 63% ventas FAE'06e.
- Adquisición por parte de otra farmacéutica. El free float de FAE es superior al 95%. Por otra parte el valor de Bilastina para una empresa farmacéutica grande, con una red de distribución global, es mucho mayor que para FAE (31,5-46 euros/acc. vs 8,9 euros/acc. para FAE independiente). Este mayor valor se deriva de la posibilidad de comercializar Bilastina mundialmente (añadiéndolo a su cartera de productos y sin licenciar el producto, algo para lo cual FAE no tiene red de distribución), sin necesidad de afrontar ningún gasto de I+D a futuro y con probables economías de escala en gastos de marketing/comercial y producción. El resto de negocios de FAE (distribución de fármacos en España y Portugal) no tendría demasiado interés para otra farmacéutica (que ya cuenta con su propia red de distribución, además podría implicar la pérdida de algunas de las licencias que actualmente FAE tendría de otras farmacéuticas competidoras). Por tanto habría bastantes probabilidades de que una farmacéutica global intente comprar Bilastina a FAE (pudiendo llegar a cederle o licenciarle la distribución en España y Portugal), y en caso de no llegar a un acuerdo (ya que para FAE sería un tema sensible al representar la mayor parte del valor de la compañía) podría incluso llegar a ser objeto de una OPA hostil llegando a pagarse primas considerables (con sólo considerar el valor de Bilastina).

Mayor valor de FAE dentro de una farmacéutica global. Posibilidad de OPA o venta de Bilastina.





Bilastina.

Bilastina ha sido el principal revulsivo para el valor, primero con su entrada en Fase III, más recientemente con la licencia otorgada a Inspire para EE.UU. y Canadá (que implica para FAE 89 M dólares, 68 M euros, 5% capitalización, en un plazo estimado de 3-4 años más *royalties* de 14/16%) y previsiblemente en los próximos meses con la venta de la licencia para Europa (excepto España y Portugal que retendrá FAE) y resto del mundo (lber(e) 78 M euros adicionales) y más adelante con su comercialización (prevista para 2008). No obstante, el principal revulsivo a partir de ahora sería la posibilidad de vender Bilastina a otra farmacéutica, en este sentido la venta de nuevas licencias sería contraproducente (una farmacéutica global estaría más interesada en distribuir directamente Bilastina).

Además Inspire (licencia de Bilastina en EEUU) ha llegado a un acuerdo con FAE para desarrollar una presentación oftalmológica de Bilastina para la que FAE tendrá los derechos para España y Portugal y por la que cobrará unos *royalties* del 10%. Inspire soportará todos los costes de I+D asociados.

Tabla 1: Mercado para Bilastina.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Bilastina							(probabi	lidad 90%)
Ventas	0,0	0,0	0,0	38,4	82,1	138,7	144,2	150,0
% incr	n/a	n/a	n/a	n/a	114%	69%	4%	4%
% total	0,0%	0,0%	0,0%	16,7%	29,2%	40,7%	40,5%	40,2%
mercado potencial	5.128,2	5.333,3	5.546,7	5.768,5	5.999,3	6.239,2	6.488,8	6.748,4
% penetración	0,0%	0,0%	0,0%	2,0%	4,0%	6,5%	6,5%	6,5%
ventas directas (Esp/Por)	0,0	0,0	0,0	6,9	14,4	24,3	25,3	26,3
royalties	0,0	0,0	0,0	31,5	67,7	114,4	118,9	123,7
Margen Contribución	0,0	0,0	0,0	23,4	53,8	93,3	97,0	102,2
% ventas (= EBITDA)	0,0%	0,0%	0,0%	20,9%	36,5%	63,7%	69,3%	71,4%
Bilastina Oftalmologico							(probabi	lidad 81%)
Ventas	0,0	0,0	0,0	0,0	2,0	4,3	7,2	7,4
% incr	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	114%	67%	3%
% total	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,7%	1,3%	2,0%	2,0%
mercado potencial	582,5	600,0	618,0	636,5	655,6	700,0	721,0	742,6
% penetración	0,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
ventas directas (Esp/Por)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	1,7	2,8	2,9
royalties	0,0	0,0	0,0	0,0	1,2	2,6	4,4	4,5
Margen Contribución	0,0	0,0	0,0	0,0	1,5	3,6	6,4	6,6
% ventas (= EBITDA)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	2,5%	4,6%	4,6%

En la tabla anterior mostramos nuestras estimaciones para Bilastina. El mercado de los antihistamínicos es bastante grande (6.000 M euros) y Bilastina cuenta con una gran ventaja respecto a otros productos al no tener efectos sedantes ni cardiotóxicos, pero existen múltiples productos e indicaciones y la penetración de Bilastina no será significativa (lber(e) max. 6,5%).

Asumimos que de este mercado potencial, Europa representa un 40% y dentro de ésta, España y Portugal un 15%, que corresponderían a las ventas directas. Para el resto del mundo asumimos acuerdos similares al cerrado con Inspire (*royalties* 14/16% en función del volumen de facturación y suministro de la materia prima).

Para nuestras estimaciones y valoración hemos asumido una **probabilidad aprobación del 90%** para Bilastina y 81% para la solución oftalmológica (90% condicionado a la aprobación primero de Bilastina). Estas probabilidades son superiores a las que asumimos por ejemplo para Yondelis para STS (Zeltia, 80% probabilidad, en fase II pivotal y ya presentado ante la EMEA), ya que consideramos que las pruebas clínicas para un antihistamínico son más cortas y sencillas y por tanto sus probabilidades de éxito mayores. Más adelante en el análisis de sensibilidad veremos como la aplicación de una probabilidad de 100% sumaría 1 euro a nuestra valoración de FAE como empresa independiente (+8%).

Ibersecurities

Sociedad de Valores



REVISIÓN DE ESTIMACIONES.

Fuerte crecimiento en ventas/márgenes para 2007-09 impulsado por la comercialización de Bilastina y venta de licencias. A continuación en las tablas 2 y 3 mostramos nuestras estimaciones para los Rdos. consolidados. Desde el punto de vista operativo el **fuerte crecimiento para 2008-09 se deriva de la previsible entrada en el mercado de Bilastina** (38% ventas con una estimación de ventas/EBITDA ponderada por un probabilidad de aprobación del 90%), la **expansión en márgenes que se produce en 2007-09 responde a la venta de licencias** (recogida en otros ingresos, por debajo de la línea de ventas), además del efecto del apalancamiento operativo (sobre costes generales y de I+D) por la comercialización de Bilastina.

El grueso de los ingresos (fabricación-comercialización de fármacos de terceros) presenta un crecimiento moderado (salvo por la previsible incorporación de nuevos productos) pero sigue ofreciendo una gran recurrencia a la cuenta de resultados: productos maduros (15 años desde su lanzamiento), cuotas de mercado estables y diversificación por tipo de indicación.

Por debajo del operativo, FAE apenas está endeudada y su tasa fiscal es relativamente baja (lber(e) 17% en PyG a lo que se suma un crédito fiscal por 23 M euros) beneficiándose tanto del régimen especial del País Vasco como de desgravaciones por inversiones en I+D. El capex (lber(e) 7% ventas) y las amortizaciones son moderadas en comparación con los márgenes EBITDA esperados (40/50%).

Generación de Caja y Retribución al accionista.

Posibilidad de incrementar sustancialmente una retribución al accionista baja.

Hasta ahora la política de retribución al accionista de FAE ha sido mantener un dividendo fijo (0,24 euros/acc. rentabilidad 0,9%) que en realidad y teniendo en cuenta que la compañía realiza una ampliación de capital liberada en la proporción de 1 x 8 todos los años, supone un incremento constante de +12,5%. En cualquier caso esta es una **retribución baja** y teniendo en cuenta el apalancamiento financiero actual (deuda/EBITDA 0,4x), la ausencia de necesidades de grandes inversiones (esperamos que FAE mantenga un crecimiento del +2% de la inversión en I+D incluso después de la aprobación de Bilastina) y la generación de caja esperada para los próximos años (CF para el accionista/deuda yield 3/4%), se podría **contemplar hasta triplicar esta rentabilidad por dividendo**.





							abla 2: R e	esultados	Operativ
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TAAC'05-1:
Ventas	166,2	183,2	188,8	230,2	280,9	341,1	356,1	373,1	170710 03 1.
% incr	2,0%	10,2%	3,1%	21,9%	22,0%	21,4%	4,4%	4,8%	12,29
Farmacia	159,4	176,0	181,4	222,6	273,2	333,3	348,2	365,1	
% incr	0,7%	10,4%	3,1%	22,7%	22,7%	22,0%	4,5%	4,9%	12,69
- Inaladuo (ant-asma'00)	28,3	29,7	31,2	32,8	34,1	34,6	35,1	35,3	
% incr	n/d	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	1,5%	1,5%	0,4%	3,29
% mercado	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,2%	8,0%	7,8%	
- Motivan (ant-deprs'92)	14,5	14,9	15,7	16,5	17,1	17,2	17,3	17,3	
% incr	n/d	3,0%	5,0%	5,0%	4,0%	0,7%	0,6%	-0,5%	2,59
% mercado	3,2%	3,1%	3,1%	3,1%	3,1%	3,0%	2,9%	2,8%	
- Dezacor (ant-infl'90)	12,4	13,1	13,5	13,9	14,2	14,3	14,3	14,3	
% incr	n/d	5,0%	3,6%	3,0%	1,7%	0,7%	0,0%	0,0%	2,09
% mercado	15,6%	15,9%	16.0%	16,0%	15,8%	15,6%	15,3%	15.0%	
- Claversal (digestivo'89)	9,9	10,1	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2	
% incr	n/d	2,0%	1,1%	-0,1%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	0,39
% mercado	44,0%	44,5%	44,5%	44,0%	43,5%	43,0%	42,5%	42,0%	
- Venosmil (vasprotc'87)	8,9	8,9	9,0	9,1	9,2	9,2	9,2	9,2	
% incr	n/d	0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	0,4
% mercado	10,7%	10,5%	10,4%	10,3%	10,2%	10,0%	9,8%	9,6%	
- Zyloric (ant-gota'67)	8,9	8,9	8,9	8,8	8,8	8,7	8,7	8,6	
% incr	n/d	-0,5%	-0,5%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,5
% mercado	55.8%	55.0%	54.7%	54.4%	54.1%	53.8%	53.5%	53.2%	
- Labileno (digestivo'93)	7,0	7,1	7,1	7,2	7,3	7,3	7,2	7,0	
% incr	n/d	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	-2,4%	-2,5%	0,0
% mercado	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2,9%	2.8%	-,-
- Bilastina (prob. 90%)	0,0	0,0	0,0	34,5	75,5	128,3	135,7	141,0	
% incr	n/a	n/a	n/a	n/a	118,6%	70,0%	5,7%	4,0%	n/
- ViRexx (prob. 30-80%)	0,0	0,0	0,0	1,2	5,9	9.7	14,0	22,9	
% incr	n/a	n/a	n/a	n/a	370,6%	65,0%	44,8%	62,8%	n/
- Otros	69,4	83,2	85,7	88,3	91,0	93,7	96,5	99,4	
% incr	n/d	20,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	5,39
Quimica/Servicios	7,0	7,2	7,4	7,6	7,7	7,8	7,9	8,0	
% incr	2,9%	3.8%	2.6%	2.0%	1,4%	1,4%	1,4%	1.4%	2,09
EBITDA	33,6	42,2	68,2	111,9	147,1	146,4	139,9	143,2	
% incr	21,0%	25,4%	61,6%	64,1%	31,5%	-0,5%	-4,4%	2,4%	23,0
% margen	20,2%	23,0%	36,1%	48,6%	52,4%	42,9%	39,3%	38,4%	
Otros ingresos (licencias)	2,0	7,3	31,0	50,3	55,8	15,1	2,2	2,3	1,5
CMV	-53,7	-58,6	-59,5	-70,5	-85,1	-102,4	-107,6	-115,2	11,5
% ingresos	-32,3%	-32,0%	-31,5%	-30,6%	-30,3%	-30,0%	-30,2%	-30,9%	
I+D	-12,8	-19,1	-19,5	-19,9	-20,3	-20,7	-21,1	-21,5	
% incr	-22,4%	49,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	7,79
Gastos Generales	-68,1	-70,6	-72,7	-78,3	-84,2	-86,6	-89,7	-95,3	
% incr	10,6%	3,7%	2,9%	7,7%	7,6%	2,9%	3,5%	6,3%	4,9
Capex	-28,6	-18,3	-13,2	-16,1	-19,7	-23,9	-24,9	-26,1	•
% capex/ventas	-17,2%	-10,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	-7,0%	
EBITDA-Capex	5,0	23,9	54,9	95,8	127,4	122,6	115,0	117,1	
% incr	n/d	374,7%	130,4%	74,3%	33,1%	-3,8%	-6,1%	1,8%	56,89





Tabla 3: Resumen Estimaciones. PYG 280.9 373.1 Ventas 183.2 188.8 230.2 341.1 356.1 166.2 % incr 2.0% 10.2% 3.1% 21.9% 22.0% 21.4% 4.4% 4.8% 12,2% **EBITDA** 33,6 42.2 68,2 111,9 147,1 146,4 139.9 143,2 21,0% 25,4% 61,6% 64,1% 31,5% -0,5% -4,4% 2,4% % incr 23,0% 20,2% 23,0% 48,6% 52,4% 42,9% 39,3% 38,4% % margen 36,1% -14,2 -12,7 Amortización -15.7 -14,6 -13,4 -13,6 -14,6 -15.719,4 26,5 53,6 98,5 134,4 132,9 125,3 127,6 30,9% 4,9 -1,9 Rdo. Financiero/otros -1.7 -1.1 0.2 1.7 3.1 4.4 24,3 97,3 134,6 BAI 24,8 51,7 134,6 128,4 132.0 27,4% Impuestos -1,4 -2,5 -8,8 -16,5 -22,9 -22,9 -21,8 -22,4 BDI 22,8 22,3 42,9 80,8 111,7 111,7 106,6 109,6 9,6% 92.4% 88,2% -4,6% 25,1% % inc -2,3% 38,3% 0,0% 2,8% % revisión vs anterior estimación -1,1% -12,8% -14,4% -0,2% 15,8% ventas FRITDA 42,8% 77,8% -2.1% 21.7% 67,8% -5.9% 45,2% BDI 21,3% 85,3% 63,1% Balance 143,4 145,1 149,7 157,8 174,5 Activo Fijo 146,0 143,8 166,1 17,7 28,4 43,9 20,0 23,3 34,6 42,1 46,0 274,8 -23.8 -17.558.4 136.5 207.1 341.4 Caja Neta 4.1 FFPP 131,6 138,3 163,2 223,8 312,8 398,9 476,8 553,9 Provisiones 8,0 8,0 8,0 8,0 8,0 8,0 8,0 8,0 **EOAF** CF Operativo 23,3 40,3 52,8 90,8 120,5 120,1 121,5 125,4 27,1% EBITDA 33,6 42,2 68,2 111,9 147,1 139,9 143,2 146.4 G fi pago/Extraord. -6.8 -4,2 -9,8 -16,0 -20,4 -18,9 -16.6 -15,8 -5,5 -5,1 -7 4 -2,1 2.3 -6.2 -1,8 Var. NOF -3.5-25,1 -25 2 -19 7 -23,9 -26,3 0.6% Inversiones netas -18.3-13.2-16.3CF Financiero -20.7-15,7-18.0-20.2-22,7-25,6-28.8-32.4Dividendos -12,3 -15,7 -18,0 -20,2 -22,7 -25,6 -28,8 -32,4 Incr. Capital/otros -8,4 0,0 0,0 0,0 0,0 0,0 0,0 0,0 Varia<u>ción</u> Caja -22,6 6,3 21,7 54,3 78,1 70,7 67,6 66,7 Ratios NOF/ventas 12.1% 9.7% 12.3% 12.3% 12,3% 12.3% 12.3% 12,3% % capex/ventas -17,2% -10,0% -7,0% -7,0% -7.0% -7,0% -7,0% -7.0% CF Yield -1,1% 1,3% 1,7% 2,9% 3,4% 2,9% 2,6% 2,4% DPA 0,13 0,13 0,24 0,25 0,13 0,13 0,13 0,13 Rentabilidad por dividendo 0,8% 0,8% 0,8% 1,5% 1,0% 0,8% 0,8% 0,8% Deuda Neta 23.8 17,5 -58.4 -136,5 -207,1 -274.8 -341.4 -4.1Deuda/EBITDA 0,42 -0,06 -0,52 -1,96 -2,38 0.71 -0.93 -1.41 fuente: Ibersecurities (*) CF yield: CF disponible para pago deuda y div s/capitalización

Con respecto a nuestras anteriores estimaciones resaltamos la revisión a la baja en la cifra de ventas (comercialización más tardía de Bilastina) y al alza en EBITDA/BDI (como resultado de incluir la venta de licencias).

Ibersecurities

Sociedad de Valores



VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.

Escaso potencial de revalorización incluso asumiendo 100% de éxito de Bilastina.

Nuestro modelo de valoración por DCF hasta 2020 (para recoger adecuadamente la comercialización y madurez de Bilastina en mercado) de FAE como empresa independiente arroja un valor de 12,8 euros/acc. (-21% potencial, desde 7,45 euros/acc. anterior) atribuyendo una probabilidad de que Bilaltina salga a mercado del 90%. En caso de aprobación de Bilastina nuestra valoración subiría 1 euro hasta 13,8 euros/acc. (-14,8% potencial).

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014		
EBIT x (1-t)	81,7	111,6	110,3	104,0	105,9	112,1	115,2	117,3	1	
Amortización	13,4	12,7	13,6	14,6	15,7	16,8	17,8	18,9		
Inversión	-16,3	-19,7	-23,9	-25,1	-26,3	-27,9	-28,5	-29,0	-	
Variación Circulante	-5,1	-6,2	-7,4	-1,8	-2,1	-2,8	-1,5	-0,9		
FCF	73,7	98,3	92,5	91,6	93,1	98,2	103,0	106,2	1	
VAN	1.607,9	W	acc	7,28%	g	2,0%				
deuda neta/prov/AF	-0,4	H	<e <<="" td=""><td>7,4%</td><td>Ke/Kd</td><td>95/5</td><td></td><td></td><td></td></e>	7,4%	Ke/Kd	95/5				
Valor accionista	1.607,5	H	<d< td=""><td>4,9%</td><td></td><td></td><td></td><td></td><td></td></d<>	4,9%						
por acc.	12,8									

Flujo de noticias positivo a medio plazo. Potencial de pago de una prima importante por parte de otra farmacéutica No obstante consideramos que el valor de Bilastina para una farmacéutica global (con una red de distribución mundial) es muy superior al que podría tener para FAE como empresa independiente. Sin embargo el negocio de distribución de fármacos de FAE para España y Portugal no tendría mucho interés para otra farmacéutica que ya tendría red en España (sobre todo si consideramos la posibilidad de que en caso de integrarse FAE dentro de una farmacéutica global, las demás farmacéuticas que han otorgado licencias a FAE podrían intentar

Pensamos que el interés principal de una farmacéutica global sería por tanto comprar Bilastina. Como Bilastina es también muy importante para FAE, (38% ventas, 70% de la valoración como empresa independiente) en el transcurso de la negociación el comprador de Bilsatina podría llegar a ceder la licencia de esta a FAE para España y Portugal. En caso de no llegar a ningún acuerdo pensamos que una farmacéutica global podría llegar a lanzar una OPA hostil sobre el 100% de la compañía (free float FAE >95%), desinvertir del negocio de distribución (3,9 euros/acc.) y quedarse con Bilastina.

A continuación realizamos un ejercicio para determinar cuánto podría llegar a valer FAE para una farmacéutica global (a fin de tener una orientación sobre cuando podría estar dispuesta a pagar en una OPA). Para ello aplicamos la misma valoración por DCF anterior, con una probabilidad de éxito de Bilastina del 90%, pero modificando algunos parámetros en nuestras estimaciones: (i) Comercialización directa de Bilastina en el mundo entero (mercado potencial de 6.000 M euros vs escenario anterior: comercialización sólo en España y Portugal y venta de licencias y cobro de royalties para el resto del mundo). Como FAE ya ha vendido la licencia para EE.UU. y Canadá (pago inicial estimado de 5,3 M euros de un valor total de la licencia de 69 M euros) asumimos que FAE pagaría una indemnización de 50 M euros para deshacer el acuerdo. (ii) Mayor penetración de Bilastina en el mercado mundial de antihistamínicos (8% vs 6,5% máximos en el escenario anterior) fruto del mayor poder de comercialización de una farmacéutica global. (iii) Pequeños ahorros en costes de producción (8% ventas vs 10% anterior) y comercial/marketing (5% ventas a largo plazo vs 10% anterior) asumiendo que una farmacéutica global se beneficiaría de ciertas economías de escala. Esto implicarían mejorar el margen de contribución de Bilastina de 80% a 87%. (iv) Eliminación de costes de I+D (5,5% ventas), ya que la farmacéutica dispone de su propio I+D para desarrollo de nuevos productos y sólo le interesaría incorporar Bilastina a su cartera. (v) Tasa impositiva más elevada (31% media sector vs 17% FAE beneficiada por un régimen fiscal especial). Con esto llegaríamos a un valor de 34,5 euros/acc. (+113% potencial) del cual 3,9 euros/acc. seguirían viniendo del negocio de distribución susceptible de desinversión.





Tabla 5: Valoración DCF FAES para una Farma Global.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2020
EBIT x (1-t)	29,3	130,2	226,6	301,1	348,7	360,5	369,0	376,8	405,7
Amortización	13,7	13,6	15,8	18,6	21,7	24,9	27,9	30,8	42,7
Inversión	-21,2	-30,2	-42,0	-49,0	-53,6	-55,9	-57,3	-58,6	-63,2
Variación Circulante	-13,6	-16,3	-20,8	-11,8	-8,2	-4,0	-2,8	-2,3	-1,7
FCF	8,1	97,3	179,6	259,0	308,6	325,5	336,7	346,7	383,5
VAN	4.317,8	W	acc	7,28%	g	1,0%			
deuda neta/prov/AF	-0,4	k	(e	7,4%	Ke/Kd	95/5			
Valor accionista	4.317,3	k	(d	4,9%					
por acc.	34,5								
fuente: Ihersecurities						•			

fuente: Ibersecurities

En la tabla 6 contrastamos las principales magnitudes de Bilastina y FAE con respecto a las mayores farmacéuticas del mundo. En ella contrastamos la escasa importancia de FAE en términos relativos frente a estas y los ratios que se podrían llegar a pagar por Bilastina tomando una valoración de 34,5 euros/acc.

	Tá	abla 6: FA	E-Bilasti	na vs Farn	nacéuticas	Globale
		Pfeifer	Sanofi	Novartis	Roche	J&J
Ventas Bilastina'08	540	1,5%	1,8%	1,7%	1,7%	1,1%
Margen Contribución Bilastina'08	470	2,7%	3,9%	5,1%	3,9%	3,2%
Valor FAE (34,5 euros/acc,)	4.320	3,0%	4,6%	3,7%	3,4%	2,9%
Valor Bilastin 30.6 euros/acc.)	3.831	2,6%	4,1%	3,3%	3.0%	2,6%
EV/Ventas'08 Bilastina vs sector	7,1	3,6	2,9	3,5	3,5	2,9
EV/EBITDA'08 Bilastina vs sector	8,2	7,5	7,4	12,0	8,9	9,6
fuente: Ibersecurities	·	•		•		

Para contrastar nuestra valoración de FAE para una farmacéutica global, hemos realizado una valoración DCF de Bilastina sólo basado en su margen de contribución (con las mismas premisas de costes de producción de 8% y marketing de 5%, circulante 12% ventas) utilizando un wacc estandar de 7,9% (que utilizamos en el caso de Sanofi) y llegaríamos a un valor de 30 euros/acc. Si en lugar de tomar estas cifras aplicamos el margen EBITDA ex-I+D medio de Sanofi (de 50%) a las ventas mundiales de Bilastina llegaríamos a una valoración de 46 euros/acc. que sumados a los 3,9 euros/acc. de FAE sin Bilastina nos llevarían a una valoración de 34,5/50 euros/acc.

Fijamos nuestro P.O. en 23,65 euros/acc. (+46%) asignando una probabilidad de 50% a que otra farmaceutica lance una OPA sobre FAE o adquiera Bilastina (asignando un valor conjunto a FAE de 34,5 euros/acc.). Aunque pensamos que el mercado ya refleja correctamente el valor de FAE como empresa independiente, este tendrá que descontar en mayor medida la posibilidad de operación corporativa. Además las noticias en los próximos meses serán positivas (aprobación de Bilastina, ventas de licencias, aunque esta sea incluso contraproducente y entorpezca una operación de mayor calado). Cambiamos nuestra recomendación de VENDER a COMPRAR.





Análisis de Sensibilidad sobre el valor de FAE como empresa independiente.

Ignorando la posibilidad de OPA y centrándonos en el valor de FAE como empresa independiente, creemos que el potencial de revisión de nuestra valoración radica en el nivel de apalancamiento. Asumimos un apalancamiento objetivo a largo plazo de 5% sobre el EV objetivo (Deuda/EBITDA promedio 0,6x) vs deuda neta'06e 17,5 M euros (< 1% EV, deuda/EBITDA'06 0,4x). A pesar de la recurrencia en la generación de caja de FAE, el apalancamiento del sector suele ser muy bajo, debido a la necesidad de financiar un elevado coste de I+D sin garantías de que los productos salgan al mercado.

Como hemos comentado aparte de Bilastina, otro posible revulsivo para el valor a más largo plazo sería la aprobación y comercialización en exclusiva en España y Portugal de algunos de los compuestos desarrollados por ViRexx (1% FAE). En nuestro escenario base damos una probabilidad de éxito del 90% a Bilastina (Fase III ya presentado en Europa y pendiente en EE.UU.), del 80% para OvaRexx (también en FIII pero con un proceso de aprobación más complejo) y 30% para el resto de compuestos en FII.

En la tabla siguiente cruzamos las probabilidades de éxito de Bilastina y ViRexx con el apalancamiento financiero objetivo. Llegamos a la conclusión que en un escenario optimista, descontando 100% de probabilidades para Bilastina llegaríamos a 13,8 euros/acc. Para alcanzar 16,8 euros/acc. (+3,7% potencial) tendríamos que asumir un apalancamiento de 15% EV, que si bien podría ser un nivel razonable, no creemos que se vaya a alcanzar en ningún momento y una probabilidad de 100% para Bilastina. De ello deducimos que la evolución reciente de FAE y el potencial que le restaría radica exclusivamente en la posibilidad de que esta sea comprada.

Tabla 7: Análisis de Sensibilidad.

				Prot	oabilidades (de aprobac	ión		
				Bilas	tina		ViRexx		
			0,0%	50,0%	90,0%	100,0%	0,0%	30/80%	
DA	0,0%	0,00	3,6	8,1	11,7	12,6	11,2	11,8	
≥ E	2,5%	0,27	3,7	8,5	12,2	13,2	11,8	12,3	
a/EV EBITI	5,0%	0,57	3,9	8,8	12,8	13,8	12,4	13,0	
Deuda, uda/El	7,5%	0,90	4,0	9,3	13,5	14,5	13,0	13,6	
Deu Deuda,	10,0%	1,26	4,2	9,7	14,1	15,3	13,6	14,3	
	15,0%	2,09	4,5	10,7	15,6	16,8	15,0	15,8	

fuente: Ibersecurities

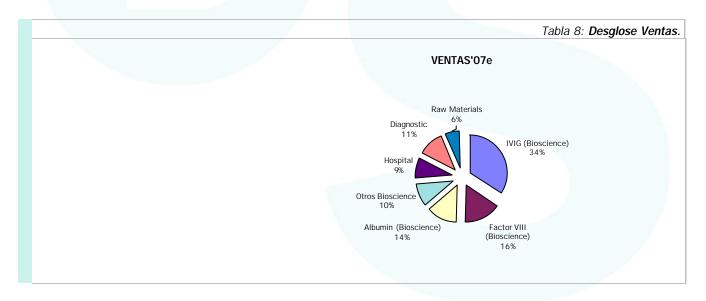


2. Grifols.

BREVE DESCRIPCIÓN Y REVULSIVOS PARA EL VALOR.

Descripción de la actividad.

Cuarto productor mundial de hemoderivados y uno de los tres totalmente integrados. La división de Bioscience de GRF (70% ventas'06e) es el cuarto productor mundial de hemoderivados con una cuota de mercado del 8% (Baxter 22%, CSL 19%, Talecris 13%), y uno de los tres productores mundiales totalmente integrados. Aparte de Bioscience y nacidas como servicios de apoyo a la primera, GRF también cuenta con la división de Hospital (9% ventas, suministra fluidos terapéuticos, aparatos médicos y servicios de logística a hospitales), Diagnostics (11% ventas, instrumentos de analítica para laboratorios y bolsas de sangre) y Raw Materials (5% ventas, productos intermedios derivados de la obtención de hemoderivados). Tanto, Hospital como Diagnostics están centradas casi exclusivamente en el mercado domestico.



La actividad de hemoderivados consiste en la extracción de plasma sanguíneo humano y su posterior fraccionamiento para separar el aqua (90% del volumen) de las proteínas. Las principales proteínas que se obtienen del plasma son: (i) La Gammaglobulina (IVIG, 47% ventas de la división) utilizada para el tratamiento de inmunodeficiencias y sin tratamientos alternativos. La demanda de IVIG en la actualidad supera la oferta, aunque mediante un mayor fraccionamiento del plasma (hasta 6 veces) se podría obtener una mayor cantidad de esta proteína. Al final del proceso, al ser la única proteína que se obtendría del fraccionamiento por encima de 4 veces, ya no resulta rentable. (ii) Factor VIII (20% ventas división), es un coagulante utilizado para tratar la hemofilia. Esta proteína ha perdido en los últimos años mucho terreno frente a una reconstrucción genética de la misma elaborada a partir de células animales que además presenta menores riesgos de infección para el paciente. No obstante muchos pacientes han desarrollado una intolerancia a la versión genéticamente reconstruida. Por otra parte existe una demanda creciente de Factor VIII por parte de hemofílicos de países en vías de desarrollo (80% de los pacientes no tratados en el mundo) donde la extracción de esta proteína es inviable por el riesgo de infección (Sida). (iii) Albumin (20% ventas división) es la proteína más abundante de la sangre (60% total), es la responsable de los procesos de osmosis y se utiliza para reemplazar fluidos en casos de traumatología y quemados. En concentraciones pequeñas (5%, utilizado en operaciones normales de traumatología) es equivalente pero mucho más cara (140x más cara) que las soluciones salinas, pero para concentraciones mayores (operaciones de hígado, neurología) al requerirse una cantidad mucho mayor de solución salina el riesgo de complicaciones hace más recomendable el Albumin. (iv) Aparte de estas tres proteínas, en las primeras fragmentaciones (escaso volumen) se pueden obtener otras proteínas de aplicación más marginal.



Acceso privilegiado a la materia prima, mejoras del rendimiento en la extracción de proteínas, incrementos de precio.

Revulsivos para el negocio.

- Uno de los principales cuellos de botella del sector es la recolección de plasma. Sólo el plasma recolectado en países desarrollados ofrece las garantías suficientes, por otra parte el proceso es mucho más pesado para el donante que en el caso de la donación de sangre y sólo en EE.UU. se permite pagar al mismo por lo que este país se ha convertido en el principal proveedor mundial. Tras la compra de PlasmaCare (16 centros de recolección en EE.UU) y 8 centros más de Baxter en 15'06, GRF ha aumentado su capacidad de recolección de 1 M a 1,8 M litros anuales. Manteniendo las compras de plasma realizadas hasta ahora a terceros esperamos que GRF aumente fraccionamiento desde 1,6 M litros plasma/año (44% utilización de la capacidad) hasta 2,2 M litros (+38%, 60% utilización) en 2009 sin tener que hacer frente a inversiones significativas. Por otra parte al ser capaz de auto-aprovisionarse en mayor medida esto también repercutirá de forma favorable en los márgenes de la compañía.
- Mejora del rendimiento en la extracción de IVIG. Recientemente GRF ha obtenido la aprobación por parte de la FDA para poner en marcha un nuevo proceso de extracción de IVIG que aumentará el rendimiento de forma gradual en los próximos 3 años de 3 a 4 gr. por litro de plasma (sin necesidad de un mayor fraccionamiento).
- Evolución de los precios. En los últimos dos años GRF se ha visto beneficiada por un fuerte incremento de precios de las principales proteínas y aunque esperamos una moderación en el ritmo de subida, creemos que los precios podrían seguir subiendo por encima de la inflación 2 años más. En el caso de IVIG el motor sigue siendo la creciente demanda. En Europa los precios están dictados por las Administraciones Sanitarias y en media son un 30% inferiores a los de EE.UU., lo que ha llevado a que los incrementos de producción se destinen mayoritariamente al mercado americano y redoblan la presión para que los precios se ajusten en Europa y se reduzca este diferencial. El caso del Albumin es el opuesto, el precio viene de niveles muy bajos a raíz de problemas de sobreoferta después de que algún productor liquidará sus inventarios acumulados en los meses anteriores a recibir la aprobación de la FDA y de un informe, después corregido, que daba la voz de alerta sobre algunas contraindicaciones de esta proteína. Todavía tendríamos que ver cierta recuperación en precios en EE.UU. para acercarse a niveles europeos. Los precios de FVIII también vienen de una recuperación tras resolverse ciertos problemas de sobrecapacidad. Por todo ello, creemos que los niveles actuales son sostenibles pero no esperamos que suban por encima de la inflación tanto en EE.UU. como en Europa.

REVISIÓN DE ESTIMACIONES.

En la tabla 9 vemos como esperamos un **fuerte crecimiento en ventas para los próximos 3 años derivado** del incremento de producción y crecimiento en ventas para la división de **Biosciences** (por las razones anteriormente explicadas: compra de centros de recolección en EE.UU., mejoras en los procesos de fraccionamiento y subida de precios). Para Hospital y Diagnostic esperamos crecimientos más moderados. Las ventas de Raw Materials en 2006-07 están distorsionadas por la compra de los centros de recolección de PlasmaCare que tenía un contrato para suministrar plasma a Talecris y que vence en 1T'07.

Esperamos cierta expansión en márgenes en los próximos años como resultado del fuerte crecimiento en ventas y **apalancamiento operativo**, así como por mejoras en el margen bruto de la división de Bioscience, resultado de un mayor auto-aprovisionamiento de plasma (con un coste menor). Por contra GRF espera seguir incrementando de forma significativa su inversión en I+D (hasta alcanzar niveles de 6% sobre ventas), lo que por otra parte podría terminar traduciéndose en nuevas mejoras en los procesos productivos o nuevas aplicaciones para las proteínas extraídas del plasma, lo cual no hemos incluido en nuestras estimaciones.

Por debajo del EBITDA, el nivel de capex/amortizaciones no es elevado (4/5% ventas, incluso después de la compra de los centros de Baxter y PlasmaCare el nivel de utilización de capacidad no superará el 60%). Las cargas financieras, aunque tienden a reducirse tras la ampliación de capital realizada para la OPV-OPS, seguirán siendo elevadas, no obstante la recurrencia del negocio acepta sin problemas niveles de apalancamiento de hasta Deuda/EBITDA 2x. La tasa impositiva prevista a largo plazo es del 30%.

Fuerte crecimiento en ventas (apoyado por la buena evolución de Bioscience) que impulsará los márgenes por el apalancamiento operativo.



Posibilidad de incrementar la retribución al accionista a partir de 2007 (tras reducir endeudamiento).

Generación de Caja y Retribución al accionista.

La política de retribución al accionista de GRF es un *pay-out* equivalente al 15% del BAI, lo que implica una rentabilidad por dividendo baja (0,5%). Aunque la compañía no ha dado indicaciones al respecto, pensamos de a partir de 2007 (Deuda/EBITDA <2x) GRF podría incrementar el dividendo. Un factor más que podría llevar a mejorar el dividendo es la ausencia de inversiones importantes y la generación de caja esperada a largo plazo para retribuir al accionista/pagar deuda (CF yield 6,5%).

						Ī	abla 9: R	esultados	Operativ
					9"				
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011		TAAC'05-12
Ventas	524,3	661,5	721,8	846,7	917,1	949,4	979,6	1.007,1	
% incr	14,9%	26,2%	9,1%	17,3%	8,3%	3,5%	3,2%	2,8%	9,89
Bioscience	367,0	451,3	532,3	659,9	720,9	744,8	766,3	786,4	
% incr	19,8%	23,0%	17,9%	24,0%	9,2%	3,3%	2,9%	2,6%	11,5%
(fragmentación plasma -lt)	1,6	1,8	2,0	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	5,09
- IVIG	160,0	201,6	248,5	335,2	383,2	398,6	412,6	425,0	
% incr	46,8%	26,0%	23,3%	34,9%	14,3%	4,0%	3,5%	3,0%	15,0%
yield (gr/lt plasma)	3,0	3,0	3,2	3,7	4,0	4,0	4,0	4,0	
precio gr	33,3	37,3	38,8	41,2	43,3	44,8	46,2	47,3	
- Factor VIII	85,0	102,3	116,0	133,3	138,9	142,4	146,0	149,7	
% incr	9,0%	20,4%	13,3%	15,0%	4,2%	2,5%	2,5%	2,5%	8,49
yield (IU/It plasma)	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	200,0	
precio IU	0,266	0,284	0,290	0,303	0,314	0,320	0,327	0,333	
- Albumin	67,0	84,4	97,6	113,8	120,3	124,6	127,7	130,9	
% incr	21,8%	26,0%	15,6%	16,6%	5,8%	3,5%	3,0%	2,5%	10,0%
yield (gr/lt plasma)	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	25,0	
precio gr	1,68	1,88	1,95	2,07	2,18	2,24	2,29	2,33	
- Otras proteinas	55,0	63,0	70,3	77,7	78,4	79,2	80,0	80,8	
% incr	-14,6%	14,5%	11,6%	10,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	5,79
Hospital	58,3	62,4	65,5	68,8	72,2	75,1	78,1	80,4	
% incr	6,6%	7,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%	3,0%	4,79
Diagnostic	69,7	74,6	78,3	83,0	88,0	92,4	97,0	100,9	.,,,
% incr	7,4%	7,0%	5,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%	4,0%	5,4%
Raw Materials	32,0	73,3	45,8	35,0	36,0	37,1	38,2	39,4	0/1/
% incr	-5,9%	128,9%	-37,5%	-23,5%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Otros	-2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,07
EBITDA	100,5	135,3	149,3	202,7	237,9	250,6	262,3	273,3	
% incr	22,9%	34,6%	10,4%	35,7%	17,4%	5,4%	4,7%	4,2%	15,4%
% margen	19,2%	20,4%	20,7%	23,9%	25,9%	26.4%	26,8%	27,1%	13,47
CMV (incluido personal)	-313,5	-392,8	-425,6	-483,4	-507,3	-519,9	-533,1	-545,6	8,29
% ingresos	-59,8%	-59,4%	-59,0%	-57,1%	-55,3%	-54,8%	-54,4%	-54,2%	0,27
- Bioscience	-215,8	-262.2	-308.8	-368.9	-388.3	-396.1	-404.0	-412.1	
% margen bruto	41,2%	-202,2 41,9%	-306,6 42,0%	-306,9 44,1%	-366,3 46,1%	46,8%	47,3%	-412,1 47,6%	
•	-134,9	-145,7	-154,4	-167,7	-175,6	-178,2	-180,9	-183,6	
(coste/litro fragmentado)	,	,		,	,	,	,	,	
- Hospital	-38,5	-41,2 34.0%	-43,2	-45,0	-46,9	-48,8	-50,8	-52,3	
% margen bruto	34,0% -40,2	- /	34,0%	34,5% -46,9	35,0% -48,8	35,0% -51,3	35,0% -53,8	35,0% -56,0	
- Diagnostic		-42,5	-44,2	,	,	,	,	,	
% margen bruto	42,3%	43,0%	43,5%	43,5%	44,5%	44,5%	44,5%	44,5%	
- Raw Material	-19,0	-46,9	-29,3	-22,6	-23,3	-23,8	-24,5	-25,2	
% margen bruto	40,6% -23,4	36,0% -36,4	36,0% -41,8	35,5% -48,1	<mark>35,5%</mark> -53,9	<mark>36,0%</mark> -56,0	36,0% -57,7	36,0% -59,2	
I+D			-						14.00
% incr	3,5%	55,5%	15,0%	15,0%	12,0%	4,0%	3,0%	2,5%	14,2%
Gastos Generales	-86,9	-97,3	-105,1	-112,5	-118,1	-122,8	-126,5	-129,0	E 00
% incr	22,9%	12,0%	8,0%	7,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	5,8%
Capex	-52,2	-33,1	-36,1	-38,1	-41,3	-38,0	-39,2	-40,3	
% capex/ventas	-10,0%	-5,0%	-5,0%	-4,5%	-4,5%	-4,0%	-4,0%	-4,0%	
EBITDA-Capex	48,3	102,2	113,2	164,6	196,6	212,6	223,1	233,0	0= ==
% incr	n/d	111,5%	10,8%	45,3%	19,5%	8,2%	4,9%	4,4%	25,2%



	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TAAC'05-
PYG	2000	2000	2007	2000	2007	2010	2011	2012	171710 03
Ventas	524,3	661,5	721,8	846,7	917,1	949,4	979,6	1.007,1	
% incr	14,9%	26,2%	9,1%	17,3%	8,3%	3,5%	3,2%	2,8%	9,8
EBITDA	100,5	135,3	149,3	202,7	237,9	250,6	262,3	273,3	
% incr	22,9%	34,6%	10,4%	35,7%	17,4%	5,4%	4,7%	4,2%	15,4
% margen	19,2%	20,4%	20,7%	23,9%	25,9%	26,4%	26,8%	27,1%	
Amortización	-26,9	-35,7	-38,4	-38,3	-38,4	-38,5	-38,5	-38,6	
EBIT	73,6	99,6	111,0	164,4	199,5	212,1	223,8	234,7	18,0
Rdo. Financiero/otros	-32,8	-33,5	-21,0	-16,2	-10,3	-4,1	0,8	3,7	
BAI	40,8	66,1	89,9	148,2	189,2	208,0	224,6	238,3	28,
Impuestos	-15,3	-21,8	-27,0	-44,5	-56,8	-62,4	-67,4	-71,5	
BDI	25,5	44,3	62,9	103,7	132,4	145,6	157,2	166,8	
% incr	-3,0%	73,6%	42,2%	64,8%	27,6%	10,0%	8,0%	6,1%	30,8
% revisión vs anterior estimaci			,	,	, , , , , , , , , , , , , , , , , , , ,		,		
ventas		9,0%	9,2%	13,8%	14,6%	11,1%			
EBITDA		9,7%	9,0%	24,6%	30,3%	24,3%			
BDI		3,6%	-3,2%	21,6%	30,1%	23,3%			
Balance									
Activo Fijo	385,3	447,7	445,4	445,2	448,1	447,6	448,3	449,9	
NOF	237,2	259,2	267,0	296,9	301,5	299,1	295,2	303,5	
Caja Neta	-524,5	-321,3	-273,8	-213,3	-110,6	7,5	131,6	241,3	
FFPP	55,9	385,6	438,6	528,9	639,1	754,2	875,1	994,7	
Provisiones	42,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
EOAF									
CF Operativo	102,1	15,9	93,5	112,1	166,2	186,5	199,6	197,2	9,0
EBITDA	100,5	135,3	149,3	202,7	237,9	250,6	262,3	273,3	
G fi pago/Extraord.	-49,6	-97,4	-48,0	-60,7	-67,1	-66,5	-66,6	-67,8	
Var. NOF	51,2	-22,0	-7,8	-29,9	-4,6	2,4	3,9	-8,3	
Inversiones netas	-52,2	-98,0	-36,1	-38,1	-41,3	-38,0	-39,2	-40,3	-3,0
CF Financiero	-219,4	285,4	-9,9	-13,5	-22,2	-30,5	-36,4	-47,2	
Dividendos	-2,8	-7,0	-9,9	-13,5	-22,2	-30,5	-36,4	-47,2	
Incr. Capital/otros	-216,6	292,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Variación Caja	-169,5	203,2	47,5	60,5	102,7	118,1	124,1	109,7	
Ratios									
NOF/ventas	45,2%	39,2%	37,0%	35,1%	32,9%	31,5%	30,1%	30,1%	
% capex/ventas	-10,0%	-5,0%	-5,0%	-4,5%	-4,5%	-4,0%	-4,0%	-4,0%	
CF Yield	-26,7%	-4,7%	2,3%	2,9%	4,9%	5,9%	6,3%	6,2%	
DPA	0,02	0,06	0,05	0,06	0,10	0,14	0,17	0,22	
Rentabilidad por dividendo	0,4%	0,5%	0,4%	0,5%	0,9%	1,2%	1,4%	1,9%	
Deuda Neta	524,5	321,3	273,8	213,3	110,6	-7,5	-131,6	-241,3	
Deuda/EBITDA	5,22	2,38	1.83	1.05	0.46	-0,03	-0.50	-0.88	

Con respecto a nuestras anteriores estimaciones hemos revisado sustancialmente al alza tanto ingresos como márgenes basándonos en la evolución esperada de precios e introduciendo las mejoras en rendimiento (que siendo conocidas, esperábamos a su aprobación para introducirlas en nuestras estimaciones).



VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.

Potencial sobre valoración y flujo de noticias positivo relacionado con Rdos. Nuestro modelo de valoración por DCF arroja un P.O. de 14,30 euros/acc. (+22% potencial desde 6,20 euros/acc. anterior). Además del potencial pensamos que el flujo de noticias seguirá siendo positivo, principalmente relacionado con Rdos. (aunque GRF no ha facilitado objetivos precisos sí esperamos se excedan las indicaciones dadas al mercado: crecimiento en ventas, mejora gradual de 1 pp/año de márgenes EBITDA).

A diferencia del resto del sector farmacia (que puede presentar incertidumbre respecto a fármacos en el *pipeline* o la amenaza de genéricos), el negocio de GRF es muy recurrente y ofrece gran visibilidad. Si nos referimos al crecimiento esperado en Rdos. para los próximos 2-3 años, el incremento de volúmenes depende de la capacidad de recolección de plasma en EE.UU. y la mejora de los rendimientos para la extracción de IVIG son ya un hecho, sólo podría haber cierta incertidumbre respecto a la subida de precios de las proteínas (IVIG y Albumin).

Además, como para FAE, aparte de Rdos. creemos que hay potencial para mejorar la valoración si la compañía incrementa retribución al accionista/cierra alguna compra y no reduce significativamente el nivel actual de apalancamiento (deuda/EBITDA'06 2,3x).

Cambiamos nuestra recomendación de VENDER a COMPRAR.

							Tabla	11: Valor	ación
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	20
EBIT	77,7	115,1	139,6	148,5	156,7	164,3	172,1	178,5	220
Amortización	38,4	38,3	38,4	38,5	38,5	38,6	38,8	39,1	4
Inversión	-36,1	-38,1	-41,3	-38,0	-39,2	-40,3	-41,4	-42,4	-48
Variación Circulante	-7,8	-29,9	-4,6	2,4	3,9	-8,3	-8,5	-7,2	-8
FCF	72,1	85,3	132,2	151,4	159,9	154,3	161,0	168,0	20!
VAN	3.343,4	V	/acc	6,41%	g	2,0%			
deuda neta/prov/AF	-301,2		Ke	6,8%	Ke/Kd	90/10			
Valor accionistapor acc.	3.042,2 14,3		Kd	4,2%					

Como hemos comentado los dos elementos que más pueden influir en la valoración de GRF es el crecimiento en ventas (sobre todo en los próximos 2-3 años, TAAC ventas 05-08 17,3%, +21,6% Bioscience) y el nivel de apalancamiento financiero. A continuación realizamos un análisis de sensibilidad en función de ambos criterios. A los precios actuales el mercado descontaría una reducción del endeudamiento por debajo de Deuda/EBITDA 1x (lo cual creemos que sería innecesario) o un crecimiento en ventas -0,6 pp inferior (TAAC ventas 05-08 +15,8%, Bioscience +19,5%). Sin embargo sólo manteniendo el apalancamiento esperado para 2006 nuestra valoración subiría a 15,2 euros/acc. (+29% potencial).

					Tak	ola 12: An	álisis de S	Sensibilidad.
					Taac'05-	12 ventas		
			8,5%	9,2%	9,8%	10,4%	11,0%	11,5%
₹.	5,0%	0,45	7,2	9,2	11,1	13,1	15,1	17,0
1 <u>2</u> 2	10,0%	1,07	8,2	10,4	12,6	14,8	17,0	19,2
_ <u> </u>	15,0%	1,93	9,4	11,8	14,3	16,7	19,2	21,6
Deuda uda/El	17,5%	2,47	10,0	12,6	15,2	17,8	20,4	22,9
Deu	20,0%	3,10	10,7	13,4	16,2	18,9	21,6	24,4
De	22,5%	3,83	11,5	14,3	17,2	20,1	23,0	25,9
fuente:	Ibersecurit	ies						

Por otra parte, como hemos comentado, el crecimiento de la división de Bioscience depende del aumento de la recolección de plasma y mejoras en el rendimiento de extracción de IVIG, que ya son un hecho, y nuevas subidas en precio para IVIG y Albumin. Asumiento subidas en precio en línea con la inflación para ambas proteínas (TAAC'05-08 ventas +16,8%, Bioscience +20,9%), nuestra valoración seguiría siendo de 12,6 euros/acc. (+7% potencial).



3. Zeltia.

BREVE DESCRIPCIÓN Y REVULSIVOS PARA EL VALOR.

Descripción de la actividad.

Originalmente Zeltia era una empresa de **Química de Consumo** (Xylazel y Zelnova, producción y comercialización de pinturas e insecticidas). Estas divisiones representan casi la **totalidad de las ventas pero su peso en la valoración es muy pequeño**.

Dentro de la actividad biotecnológica ZEL cuenta con varias filiales: PharmaMar (búsqueda de compuestos activos para oncología entre organismos marinos), Neuropharma (investigación para el tratamiento de Alzheimer y Parkinson), Genómica (laboratorio de diagnosis del ADN) y Sylentis (investigación para el silenciamiento de la expresión genética para la producción de algunas proteínas responsables de la enfermedad de Crohn y Glaucoma). De todas estas filiales sólo PharmaMar gracias a sus compuestos Yondelis y Aplidin, todavía en Fase Clínica pero ya más avanzados, contribuyen a la valoración del Grupo.

De momento, al ser una **neta consumidora de caja** (aprox. 60 M euros/año, la generación de caja de la Quimica de Consumo -EBITDA'06e 13 M euros- no es suficiente para cubrir la inversión en I+D, 2006e 55 M euros), ZEL no puede recurrir a la financiación bancaria y la continuidad del modelo de negocio depende de sucesivas rondas de financiación (ampliaciones de capital, emisión de convertibles). En los próximos meses ZEL podría necesitar unos 100 M euros adicionales (6,7% capitalización) y la **facilidad con la que podría obtener estos fondos dependerá de la aprobación por parte de la EMEA de Yondelis** para el tratamiento del Sarcoma de Tejido Blando (STS, esperada para el 1S'07). Aunque está es sólo una de las indicaciones de Yondelis y afecta a un segmento muy pequeño de la población, su aprobación reestablecería la confianza en la compañía que ha sufrido importantes retrasos en el desarrollo de estos compuestos.

Revulsivos para el negocio.

Es importante tener en cuenta que desde el punto de vista retorno sobre la inversión, ZEL es una apuesta a muy largo plazo y de *news flow*. La evolución de la cotización a corto-medio plazo depende exclusivamente de las expectativas. La evolución de los Rdos. no es significativa ya que ni siquiera tras la comercialización de Yondelis para STS (en el mejor de los casos en 2008) ZEL tendrá una generación de caja positiva (ni que justifique su actual valoración). El consumo de caja depende de la inversión en I+D que variará poco en los próximos años y la facilidad para obtener financiación adicional dependerá de la aprobación de sus compuestos.

- Aprobación de los compuestos para sus distintas indicaciones. Actualmente habría 7 indicaciones para las cuales los compuestos de ZEL estarían en fases clínicas más o menos avanzadas (II o III) con expectativas razonables de ser aprobadas en los próximos 5 años. El primer examen se producirá en 15'07 cuando la EMEA apruebe/rechace Yondelis para STS. El impacto de la aprobación de indicaciones es doble: (i) A efectos de estimaciones y valoración atribuimos una probabilidad de éxito para cada indicación (80% para STS en Fase Il pivotal y sometido a la aprobación de la EMEA, 60% para indicaciones en FIII, 30% para FII avanzada, 0% para el resto). Incluso tratándose del mismo compuesto, desde el punto de vista médico cada indicación es totalmente independiente (la aprobación o no de Yondelis para STS no afecta de ninguna manera las probabilidades de éxito de Yondelis para Ovario u otra indicación). Sin embargo, desde el punto de vista de mercado es muy probable que a raíz de la aprobación de la EMEA/FDA de la primera indicación se empiecen inmediatamente a descontar mayores probabilidades de aprobación para el resto de indicaciones y viceversa. (ii) La aprobación de indicaciones refuerza la confianza del mercado en la compañía y facilita las sucesivas rondas de financiación (no esperamos que ZEL genere caja hasta 2010). El rechazo de Yondelis para STS podría complicar enormemente la obtención de financiación adicional, recordamos que según nuestras estimaciones y con las probabilidades asignadas para cada indicación, ZEL necesitaría al menos 100 M euros este año para poder financiar su plan de negocio con cierto margen.
- Venta de licencias. En 2001 ZEL vendió la licencia para la comercialización de Yondelis en todo el mundo menos en Europa a Johnson & Johnson por 40 M euros (pago inicial de 23 M euros y resto escalonado a medida que el compuesto pase distintos hitos en el transcurso de las fases clínicas) y pago del 65% de los test clínicos. Esperamos que ZEL venda una licencia en condiciones similares en 2007-08 para Aplidin y para Kahalalide (compuesto para el tratamiento del cancer en Fase II poco avanzado pero que ha demostrado ser muy activo para el tratamiento de la Soriasis).

La Química de
Consumo sólo
contribuye a reducir
el consumo de caja.
Todo el valor está en
las expectativas
para Yondelis y
Aplidin. La obtención
de financiación
adicional es crítica y
dependerá de la
aprobación en 15'07
de Yondelis para

Revulsivos a cortomedio plazo para el valor: aprobación de Yondelis para STS, venta de la licencia para Aplidin y Kahalalide.



En el caso de Kahalalide para Soriasis ZEL cedería el desarrollo del producto. La venta de licencias además de suponer una financiación adicional para ZEL (en nuestras estimaciones asumimos 34 M euros en 2007-08 como pagos iniciales) también incrementa la confianza en el desarrollo exitoso del compuesto por el cual se habría interesado la farmacéutica compradora de la licencia.

La próxima aprobación de Yondelis para STS será clave (a pesar de ser una indicación muy pequeña).

Perspectivas de los distintitos Compuestos y sus Indicaciones.

Yondelis para tratamiento del Sarcoma de Tejido Blando (STS). El STS es la indicación para la cual Yondelis estaría más avanzada. ZEL ya habría completado los estudios comparativos en FII pivotal y hecho el filing por segunda vez en julio'06 (recordamos que en julio'03 la EMEA rechazo Yondelis para STS). Sorprende el hecho de que J&J (tenedor de la licencia de Yondelis para el mundo ex-Europa) ha descartado presentar esta indicación en EE.UU. Esto podría deberse a que considera que el coste de iniciar una FIII confirmatoria como pide la Agencia no se compensa con los beneficios futuros para su comercialización (aunque vemos difícilmente sostenible que se apruebe la indicación en Europa y no en EE.UU.). El verdadero interés de J&J en Yondelis está en el cáncer de Ovario, que se administraría en combinación con Doxil (uno de los principales compuestos de J&J). Damos una probabilidad de comercialización de Yondelis para esta indicación de 80%.

La incidencia del STS sobre la población total es marginal (mercado muy pequeño). No obstante la importancia de esta indicación es capital: (i) Desde el punto de vista de ingresos, aunque para la mayoría de las pruebas clínicas Yondelis se ha empleado en 3ª línea, tampoco hay ningún compuesto en la actualidad para tratar el STS y esperamos que se emplee rápidamente en 1ª línea y que su penetración sea muy elevada (hasta 85%, lo que implicaría que el fuerte crecimiento esperado para este mercado se deriva enteramente de la entrada de Yondelis). De hecho por esta razón tanto la EMEA como la FDA le han otorgado la condición de medicamento huérfano (compromiso a no aprobar otro medicamento para la misma indicación durante 7 años en EE.UU. y 10 en Europa). De media a largo plazo y asignando la misma probabilidad a todas las indicaciones, el STS representaría el 15% de las ventas totales (sobre ventas medias totales de ZEL para el periodo 2007-20 asumiendo un 100% de éxito para cada una de las 7 indicaciones preferentes de Yondelis y Aplidin), el porcentaje más alto después de Yondelis para Pecho y Próstata. (ii) Desde el punto de vista cualitativo, marcaría un antes y un después en la evolución de ZEL. Aunque desde el punto de vista médico no hay ninguna razón para que la aprobación de Yondelis para STS influya en modo algunos las probabilidades de éxito para otras indicaciones, lo cierto es que restablecería la confianza del mercado en el valor y facilitaría su financiación en los próximos años.

- Yondelis para cáncer de Ovario, actualmente en FIII (todavía reclutando pacientes para pruebas comparativas de tratamiento en combinación con Doxil vs Doxil sólo). Al igual que en el caso de STS se le ha otorgado la calidad de medicamento huérfano. Aunque no tan marginal como el STS sigue siendo un mercado pequeño donde el único tratamiento efectivo actualmente es Doxil (con una toxicidad mayor que Yondelis), por lo que la penetración de Yondelis también sería alta (hasta 35%) y su peso sobre ventas totales del 10%. Se espera que se presente ante la EMEA/FDA a finales de 2008 y estimamos su comercialización en 2009 con una probabilidad de 60%.
- Yondelis para Pecho y Próstata, actualmente completando FII, se estudiará su administración en combinación con otros compuestos. Ambas indicaciones son muy importantes y con un fuerte crecimiento esperado (envejecimiento de la población, aparición del cáncer de próstata más temprano), pero habría media docena de compuestos efectivos en el mercado para cada indicación, por lo que estimamos que su penetración no superaría el 12%, aún así podría llegar a suponer el 35% de las ventas totales entre las dos. Su presentación ante la EMEA/FDA no se llevará a cabo hasta 2009-10 y no estimamos su comercialización hasta 2010-11 con una probabilidad del 30%. También habría otra inidación posible de Yondelis para Neuroblastoma, no obstante creemos los test clínicos no están suficientemente avanzados (iniciando FII) como para atribuir ninguna probabilidad todavía a su comercialización.
- Aplidin para Melenoma, Mieloma Múltiple y Linfoma, actualmente en FII. Asumimos una probabilidad de comercialización a partir de 2010-11 con una probabilidad del 30% con una penetración máxima de 20-30%, con los que su peso sobre ventas totales podría alcanzar el 25%.

Pecho y Próstata serían las indicaciones más importantes (a pesar de existir ya bastantes compuestos). Su comercialización no llegaría hasta 2010-



Tabla 13: Principales Indicaciones Yondelis/Aplidin.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Yondelis para STS (FIII pivot	tal, filing EME	A '06/FDA '	<u>'07)</u>				(probab	ilidad 80%)
Ventas	0,0	0,0	0,0	20,5	77,9	188,2	230,0	241,5
% incr	n/a	n/a	n/a	n/a	279%	142%	22%	5%
% total	0,0%	0,0%	0,0%	18,9%	42,3%	52,8%	42,0%	25,0%
mercado potencial	94,0	95,9	97,8	146,7	264,1	412,0	473,8	497,5
% penetración	0,0%	0,0%	0,0%	40,0%	65,0%	80,0%	85,0%	85,0%
ventas directas (Eu)	0,0	0,0	0,0	20,5	60,1	115,4	141,0	148,0
ventas por licencia (resto)	0,0	0,0	0,0	0,0	17,9	72,8	89,0	93,5
Margen Contribución	0,0	0,0	0,0	8,2	54,3	132,2	168,5	184,4
% EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%	189,0%	66,9%	90,6%	78,1%	57,1%
Yondelis para Ovario (FIII, fil	ling'08)						(probab	ilidad 60%)
Ventas	0,0	0,0	0,0	0,0	15,5	75,4	128,9	164,7
% incr	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	387%	71%	28%
% total	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,4%	21,1%	23,5%	17,0%
mercado potencial	550,0	555,5	561,1	566,7	595,0	700,0	770,0	823,9
% penetración	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	5,0%	20,0%	30,0%	35,0%
ventas directas (Eu)	0,0	0,0	0,0	0,0	10,4	49,0	80,9	100,9
ventas por licencia (resto)	0,0	0,0	0,0	0,0	5,1	26,4	48,0	63,7
Margen Contribución	0,0	0,0	0,0	0,0	7,3	32,0	77,5	110,6
% EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	9,0%	21,9%	35,9%	34,2%
Yondelis para Pecho/Prostat	ta v Aplidin p	ara Melanoi	ma/MM/Linfo	oma (FII. fil	<u>ina'09-10)</u>		(prob. 30%)
Ventas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	93,8	462,8
% incr	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	394%
% total	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	17,1%	47,9%
mercado potencial	7.770,0	8.354,7	9.000,0	9.754,5	10.600,4	11.570,0	12.603,2	13.672,3
% penetración	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1-5%	5-15%
ventas directas (Eu)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	63,0	311,1
ventas por licencia (resto)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	30,7	151,7
Margen Contribución	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	37,9	187,2
% EBITDA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	17,6%	58,0%

fuente: Ibersecurities



REVISIÓN DE ESTIMACIONES.

Crecimiento en operativo a partir de 2008 con la comercialización de las primeras indicaciones. Esperamos un fuerte **crecimiento en operativo a partir de 2008 con la comercialización de la primera indicación para Yondelis** (nuestras estimaciones recogen las ventas para las distintas indicaciones en proporción a la probabilidad que damos a su comercialización).

En ventas para Química esperamos un crecimiento moderado con la excepción de 2006-07 por la consolidación desde 2T'06 de la italiana Copyr en Zelnova, que compensa la mala evolución de Xylazel (cuya situación debería mejorar a partir de 4T'06 con el lanzamiento de nuevos antioxidantes). La división de biotecnología no comenzará a pesar en ingresos hasta 2008.

Para el EBITDA, esperamos una recuperación y estabilización de los márgenes de Química en torno a 25% tras el bache de 2006 (lanzamiento de nuevas marcas, integración de Copyr y mala evolución de las ventas de Xylazel: margen 16,4% vs 24,2% 2005). En biotecnología esperamos que la venta de licencias en 2007 y comercialización de Yondelis para STS a partir de 2008 reduzcan progresivamente las pérdidas de la división (elevados costes de I+D: EBITDA'06e –51 M euros) hasta alcanzar EBITDA positivo a finales de 2009 (año completo en 2010).

Por debajo del operativo, ZEL apenás tiene deuda y la carga fiscal es mínima (deducción por I+D y créditos fiscales acumulados). Desde el punto de vista de generación de caja no esperamos que ZEL pague impuestos hasta 2014 (lber(e) créditos fiscales no activados por 160 M euros y 20 M euros más en balance) ni que tenga que hacer frente a un incremento de circulante hasta que no se comercialicen sus distintos compuestos (el capex tampoco será sustancial). No obstante el gasto en I+D seguirá lastrando la generación de caja.

Generación de Caja y Situación Financiera.

ZEL necesitará financiación adicional en 2007, la facilidad para su obtención dependerá de la aprobación de Yondelis. Debido a la fuerte inversión en I+D no esperamos que ZEL genere caja hasta 2010 (más tarde en caso de retrasarse la aprobación de alguno de sus compuestos o venta de licencias esperada para 2007-08). Aunque según nuestras estimaciones el punto mínimo de caja se produciría en 2009 con 38 M euros (equivalente a una situación de deuda neta de 50 M euros), pensamos que el margen de error es pequeño y que ZEL no está cómoda con una caja inferior a 100 M euros (20 meses de consumo de caja actual), por lo que no descartamos alguna emisión de deuda o ampliación de capital en 25'07 tras la aprobación de Yondelis para STS.

Tabla	14: Resulta	ados Operativos.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TAAC'05-12
Ventas	72,1	82,7	87,8	106,8	164,4	290,7	386,6	530,3	
% incr	-8,6%	14,8%	6,1%	21,7%	53,9%	76,9%	33,0%	37,2%	33,0%
Biotecnología	10,4	5,7	5,5	21,9	77,1	201,3	294,9	436,3	
% incr	42,0%	-45,1%	-3,5%	298,7%	251,7%	161,0%	46,5%	47,9%	70,6%
- Pharmamar	7,0	2,2	2,0	18,4	73,6	197,8	291,4	432,8	
% incr	41,6%	-68,5%	-9,1%	821,5%	299,5%	168,6%	47,3%	48,5%	80,3%
Quimica	61,7	77,0	82,3	84,9	87,2	89,4	91,7	93,9	
% incr	-13,8%	24,9%	6,8%	3,2%	2,8%	2,5%	2,5%	2,5%	6,2%
- Xylazel	25,5	20,9	21,9	23,0	23,8	24,4	25,0	25,7	
% incr	-3,9%	-18,0%	5,0%	5,0%	3,5%	2,5%	2,5%	2,5%	0,19
- Zelnova	36,2	56,1	60,4	61,9	63,4	65,0	66,6	68,3	
% incr	-19,7%	55,0%	7,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	9,59
EBITDA	-33,7	-44,4	-30,1	-14,4	4,3	81,2	146,0	215,8	
% incr	103,5%	31,8%	-32,3%	- 52 , 2 %	n/a	1767,6%	79,8%	47,9%	n/a
% margen	-46,7%	-53,7%	-34,2%	-13,4%	2,6%	27,9%	37,8%	40,7%	
Otros ingresos (licencias)	10,4	8,7	23,4	33,2	11,4	13,1	13,4	10,1	-0,39
CMV	-28,5	-36,0	-39,3	-41,9	-52,2	-76,7	-94,2	-121,3	23,09
% ingresos	-39,6%	-43,5%	-44,8%	-39,2%	-31,7%	-26,4%	-24,4%	-22,9%	
margen bruto Biotecnolog.	19,8%	-57,9%	-76,4%	48,3%	73,1%	77,9%	79,3%	79,9%	
margen bruto Quimica	67,3%	65,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	64,0%	
I+D y pruebas clinicas	-45,7	-54,0	-56,5	-59,2	-61,3	-63,1	-65,0	-67,0	
% incr	24,3%	18,3%	4,6%	4,8%	3,5%	3,0%	3,0%	3,0%	5,69
Gastos Generales	-22,0	-21,5	-22,7	-23,3	-24,7	-27,5	-29,9	-33,2	
% incr	-11,2%	-2,3%	5,2%	2,8%	6,1%	11,4%	8,5%	11,0%	6,09
Gastos Comerciales	-19,9	-24,2	-22,7	-29,9	-33,3	-55,3	-64,9	-103,1	26,59
% ingresos	-27,6%	-29,3%	-25,9%	-28,0%	-20,2%	-19,0%	-16,8%	-19,4%	•
Capex	-1,3	-1,7	-1,8	-2,1	-3,3	-5,8	-7,7	-10,6	
% capex/ventas	-1,9%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	
EBITDA-Capex	-35,0	-46,0	-31,8	-16,5	1,1	75,3	138,2	205,2	
% incr	n/a	31,5%	-30,9%	-48,2%	n/a	7019,6%	83,4%	48,5%	n/a

fuente: Ibersecurities



Tabla 15: Resumen Estimaciones.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	TAAC'05-12
PYG									
Ventas	72,1	82,7	87,8	106,8	164,4	290,7	386,6	530,3	
% incr	-8,6%	14,8%	6,1%	21,7%	53,9%	76,9%	33,0%	37,2%	33,09
EBITDA	-33,7	-44,4	-30,1	-14,4	4,3	81,2	146,0	215,8	
% incr	103,5%	31,8%	-32,3%	-52,2%	-130,3%	1767,6%	79,8%	47,9%	n/a
% margen	-46,7%	-53,7%	-34,2%	-13,4%	2,6%	27,9%	37,8%	40,7%	
Amortización	-5,6	-6,0	-5,6	-5,2	-5,0	-4,9	-5,1	-5,5	
EBIT	-39,3	-50,4	-35,6	-19,6	-0,6	76,2	140,8	210,3	n/a
Rdo. Financiero/otros	-0,2	-0,6	-0,3	-2,0	-0,2	-0,1	0,3	1,1	
BAI	-39,5	-51,0	-35,9	-21,6	-0,9	76,1	141,2	211,4	n/a
Impuestos/minorit.	1,8	1,0	0,8	0,5	0,2	-1,3	-2,6	-4,0	
BDI	-37,7	-50,0	-35,1	-21,1	-0,7	74,8	138,6	207,5	
% incr	82,6%	32,4%	-29,8%	-39,9%	-96,8%	n/a	85,3%	49,7%	n/a
% revisión vs anterior estimad	ción								
ventas		-4,7%	-8,2%	-70,2%	-73,8%	-65,0%	-61,0%	-49,0%	
EBITDA		227,2%	-22,7%	-120,6%	-97,6%	-69,1%	-55,4%	-36,9%	
BDI		162,4%	-20,9%	-151,9%	-100,6%	-57,7%	-37,2%	-10,3%	
<u>Balance</u>									
Activo Fijo	88,6	84,3	80,4	77,3	75,6	76,5	79,1	84,2	
NOF	-6,6	12,5	13,2	16,1	24,8	43,8	58,3	79,9	
Caja Neta	50,8	12,4	-20,5	-41,8	-49,7	6,5	130,6	315,3	
FFPP	128,7	105,0	69,1	47,5	46,6	122,7	263,9	475,3	
Provisiones	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	4,1	
EOAF	20.7	1	21.1	10.0	4.7	(2.0	121.0	105.0	- /-
CF Operativo EBITDA	-29,7 -33,7	-64,1 -44,4	-31,1 -30,1	-19,2 -14,4	-4,6	62,0 81,2	131,8 146,0	195,3	n/a
	-33,7 -0,2	-44,4 -0,6	-30,1		4,3 -0,2	-0,1	0,3	215,8 1,1	
G fi pago/Extraord.				-2,0					
Var. NOF	4,2	-19,0	-0,8	-2,9	-8,7	-19,0	-14,4	-21,6	27.00
Inversiones netas CF Financiero	-1,2 51,4	-1,7 27,3	-1,8	-2,1	-3,3	-5,8	-7,7	-10,6	36,9%
			0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Incr. Capital/otros	51,4	27,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Variación Caja	20,5	-38,4	-32,8	-21,4	-7,8	56,2	124,1	184,7	
Ratios	0.40/	45.40/	45.40/	45.40/	45.40/	45.40/	45.40/	45 40/	
NOF/ventas	-9,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	15,1%	
% capex/ventas	-1,9%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	
CF Yield	1,8%	-3,2%	-2,4%	-1,6%	-0,6%	4,2%	9,2%	13,7%	
DPA	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Rentabilidad por dividendo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Deuda Neta	-50,8	-12,4	20,5	41,8	49,7	-6,5	-130,6	-315,3	
Deuda/EBITDA fuente: Ibersecurities	1,51	0,28	-0,68	-2,91	11,43	-0,08	-0,90	-1,46	

fuente: Ibersecurities

(*) CF yield: CF disponible para pago deuda y div s/capitalización

Con respecto a nuestras anteriores estimaciones hemos revisado sustancialmente a la baja tanto ingresos como márgenes al haber reducido las probabilidades de aprobación para cada una de las indicaciones. Fruto de distinguir probabilidades en función del grado de avance de las pruebas clínicas y no por compuesto, mantenemos 80% para STS pero reducimos Ovario de 80% a 60% y Pecho/Próstata de 80% a 30%, del mismo modo rebajamos las probabilidades de Aplidin de 50% a 30%).



VALORACIÓN Y ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.

Nuestra valoración por DCF hasta 2020 (para recoger correctamente el inicio de comercialización y estabilización de las ventas para cada una de las principales indicaciones) arroja un valor de 7,4 euros/acc. (+19% potencial). Mantenemos nuestro P.O. a pesar de la reducción de estimaciones al haber prolongado 10 años el DCF recogiendo de forma más precisa todo el potencial de cada uno de los compuestos/indicaciones una vez aprobados. También hemos incluido la última ampliación de capital para NeuroPharma (27 M euros netos de ingreso en el consolidado). Para este DCF hemos utilizado una tasa de descuento conservadora de 9,6% basada en una financiación exclusivamente con FF.PP. y una beta de 1,15 (vs 0,9 sector) para recoger adecuadamente el riesgo de ZEL que no tiene ninguna aportación recurrente de caja significativa y cuyo valor se basa en la opción de que se comercialicen sus distintos compuestos.

Tras una muy mala evolución de las cotización en 2006 (-3% vs +66% FAE vs +130% GRF), el valor se ha recuperado considerablemente desde inicios de año (+12%) fruto de la especulación de una aprobación ya en enero de Yondelis para STS (lo que nosotros no esperamos hasta julio).

Considerando el escaso potencial actual cambiamos nuestra recomendación de COMPRAR a VENDER. Sobre todo seguimos pensamos que el valor tiene que descontar en la cotización el valor de la opción de que le aprueben Yondelis para STS antes del verano y en caso de que finalmente se apruebe, el incremento de probabilidad de comercialización de 80% a 100% implicará que el valor pueda superar los 8 euros/acc., pero también pensamos que la subida de principios de año ha sido prematura y que surgirán oportunidades más atractivas de compra en los próximos meses (por debajo de 6 euros/acc.).

Mantenemos nuestro P.O. a pesar de rebajar estimaciones, pero cambiamos nuestra recomendación a VENDER a la espera de que surjan oportunidades de comprar más atractivas en los próximos meses.

							rabia	a 16: Valor	acio
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
EBIT	-35,6	-19,6	-0,6	76,2	140,8	210,3	316,8	288,8	1
Amortización	5,6	5,2	5,0	4,9	5,1	5,5	6,1	7,0	
Inversión	-1,8	-2,1	-3,3	-5,8	-7,7	-10,6	-13,8	-16,0	-
Variación Circulante	-0,8	-2,9	-8,7	-19,0	-14,4	-21,6	-23,7	-17,0	
FCF	-32,6	-19,4	-7,6	56,3	123,8	183,6	285,5	262,8	1
VAN	1.581,9	W	acc	9,60%	g	2,0%			
deuda neta/prov/AF	8,3	k	(e	9,6%	Ke/Kd	100/0			
Valor accionista	1.590,2	k	(d	5,6%					
por acc.	7,4								

Como hemos comentado la sensibilidad de ZEL a las probabilidades asignadas a cada indicación es muy elevada. En caso de aprobación de Yondelis para STS (incremento de la probabilidad a 100%) nuestra valoración subiría automáticamente a 8,3 euros/acc. (+33% potencial). Sin embargo y aunque desde el punto de vista clínico no hay razones para ello, no sería de extrañar que el mercado inmediatamente comenzara a descontar (al menos temporalmente) mayores probabilidades de éxito para el resto de indicaciones llevando el valor por ejemplo a niveles por encima de 9 euros/acc. (+44% potencial; probabilidad de 80% para Ovario y 35-40% para el resto desde 60% y 30% respectivamente). En el caso contrario de no aprobarse Yondelis para STS la valoración caería hasta 4,15 euros/acc. (-33,5% potencial), la reacción del mercado podría ser igualmente más negativa (menor probabilidad de aprobación para otra indicaciones, pérdida de confianza del mercado, dificultades para obtener financiación adicional).

		Proba	bilidades d	le aprobac	ión Yonde	lis STS
		0%	65%	80%	90%	100%
<u>و</u> و	40%	3,65	6,48	6,91	7,36	7,81
aprob. Ovario	50%	3,90	6,47	7,14	7,59	8,04
	60%	4,15	6,70	7,37	7,82	8,27
Prob	70%	4,40	6,93	7,60	8,05	8,50
ਕੁ≍	80%	4 64	7 16	7 84	8 29	8 73

		Probal	bilidades c	le aprobac	ión Yondel	is STS
		0%	65%	80%	90%	100%
j.	20%	2,68	5,44	5,91	6,36	6,81
aprob. c. FII	25%	3,36	5,97	6,64	7,09	7,54
	30%	4,15	6,70	7,37	7,82	8,27
Prob Apli	35%	4,94	7,43	8,10	8,55	9,00
P.	40%	5,49	8,16	8,83	9,28	9,73

Tabla 17: Análisis de Sensibilidad.

		Probab	ilidades de	aprobació	in Yondelis	Ovario
		40%	50%	60%	70%	80%
	20%	5,45	5,68	5,91	6,14	6,37
aprok c. FII	25%	6,18	6,41	6,64	6,87	7,11
	30%	6,91	7,14	7,37	7,60	7,84
Prob Apl	35%	7,64	7,87	8,10	8,34	8,57
4	40%	8,37	8,60	8,83	9,07	9,30

fuente: Ibersecurities



4. Ratios Comparativos.

A pesar de su mayor crecimiento potencial, la generación de cajacapacidad de retribuir al accionista a medio plazo es menor en el caso de FAE, GRF y 7FI. A continuación distinguimos entre FAE y ZEL, más parecidas a las grandes farmacéuticas (J&J, GlaxoSmimthKline,...) y GRF con un componente más industrial y que se compararía a otras empresas con una fuerte presencia en producción-comercialización de hemoderivados.

- Elevado crecimiento para todo el sector en España. Tanto FAE como ZEL se caracterizan por un mayor crecimiento potencial (el signo negativo en el caso de ZEL refleja la disminución de pérdidas) gracias al mayor peso de nuevos compuestos sobre el total de ventas. De hecho ZEL actualmente no comercializa ningún fármaco y por tanto su visibilidad recurrencia es menor. GRF también tendría un mayor crecimiento potencial que sus comparables gracias a la entrada de nueva capacidad y mejoras en rendimientos de producción.
- Ratios elevados en parte justificados por el mayor crecimiento. La contrapartida al mayor crecimiento son unos elevados ratios (operativos y PER). Si ajustamos estos por el crecimiento esperado para los próximos 3 años la comparativa sigue siendo favorable para las españolas.
- En el caso de ZEL los ratios están desvirtuados por el hecho de que la compañía estaría en pérdidas. Además la visibilidad en ingresos es mucho menor (depende de la aprobación de sus compuestos para las distintas indicaciones).
- En el caso de FAE, a pesar de las buenas perspectivas de crecimiento, la generación de caja y la rentabilidad por dividendo estarían por debajo del sector. Pensamos que a los ratios actuales la compañía estaría sobrevalorada frente al sector. Sin embargo, si contemplamos la posibilidad de un movimiento corporativo y la mayor rentabilidad que extraería una farmacéutica global de Bilastina, estos ratios ya no serían tan exigentes.
- En el caso de GRF, la prima sobre el sector no sería tan importante e incluso podría ser mayor si consideramos su crecimiento potencial y ventajas competitivas frente al sector (mejoras en productividad, mejor acceso a materia prima). No obstante y aunque la generación de caja sería superior también estaría más endeudada, lo que limitaría su capacidad para retribuir al accionista a corto-medio plazo.

Tabla 18: Ratios Comparables.

RATIOS									
	FAE	ZEL	sec. Far.	GRF	sec. Hem.				
TAAC'05-08 ventas	11,5%	14,0%	2,9%	17,3%	3,4%				
TAAC'05-08 EBITDA	49,3%	-24,7%	4,4%	26,3%	9,9%				
TAAC'05-08 EBITDA-Cpx	167,1%	-22,2%	n/a	50,5%	n/a				
TAAC'05-08 BDI	52,4%	-17,6%	5,5%	59,6%	18,9%				
margen EBITDA'06	23,0%	-53,7%	31,5%	20,4%	24,2%				
margen EBITDA'07	36,1%	-34,2%	32,2%	20,7%	25,9%				
margen EBITDA'08	48,6%	-13,4%	32,9%	23,9%	26,6%				
ROCE'06	15,3%	-54,4%	n/a	9,4%	n/a				
ROCE'07	28,0%	-39,8%	n/a	10,9%	n/a				
ROCE'08	49,4%	-21,9%	n/a	15,5%	n/a				
EV/EBITDA'06	39,40	-26,84	9,20	18,29	13,75				
EV/EBITDA'07	33,85	-45,47	9,97	18,79	11,72				
EV/EBITDA'08	22,72	-96,69	9,06	13,55	10,28				
EV/EBITDA/crto.	0,80	1,08	2,07	0,69	1,38				
EV/EBITDA-Capex'06	69,66	-25,87	n/a	24,21	n/a				
EV/EBITDA-Capex'07	42,00	-42,96	n/a	24,78	n/a				
EV/EBITDA-Capex'08	26,55	-84,17	n/a	16,69	n/a				
EV/EBITDA-Capex/crto.	0,42	1,17	n/a	0,48	n/a				
PER'06	73,67	-24,08	17,09	48,61	23,88				
PER'07	53,84	-38,35	16,44	40,24	20,24				
PER'08	32,19	-63,84	15,41	24,41	17,85				
PEG	1,41	1,36	3,09	0,82	1,26				
FCF Yield'06	1,4%	-9,7%	2,6%	-0,7%	0,7%				
FCF Yield'07	1,7%	-2,4%	3,0%	2,6%	0,9%				
FCF Yield'08	2,9%	-1,4%	3,3%	3,1%	1,1%				
CF yield'06	1,3%	-3,2%	n/a	-4,7%	n/a				
CF yield'07	1,7%	-2,4%	n/a	2,3%	n/a				
CF yield'08	2,9%	-1,6%	n/a	2,9%	n/a				
yield'06 (pagado'06)	1,0%	0,0%	2,5%	0,5%	1,2%				
yield'07	0,8%	0,0%	2,7%	0,4%	1,4%				
yield'08	0,8%	0,0%	3,0%	0,5%	1,4%				
DN/EBITDA'06	0,42	0,28	0,06	2,38	1,25				
DN/EBITDA'07	-0,06	-0,68	-0,21	1,83	-0,89				
DN/EBITDA'08	-0,52	-2,91	-0,52	1,05	-3,58				
Evolución 1 mes	17,3%	12,9%	2,8%	16,2%	8,4%				
Evolución 6 meses	63,0%	4,3%	1,6%	79,0%	21,1%				
Evolución 1 año	83,8%	8,9%	4,7%		31,8%				

fuente: Ibersecurities

(*) CF yield: CF disponible para pago deuda y div s/capitalización



Análisis

Financieras

Ana Torrente, María Verónica Saavedra Ibersecurities_BancoSabadell@ibersecurities.es

Mario Lodos: mario.lodos@ibersecurities.es Laura Benito: laura.benito@ibersecurities.es Manuel Gallego: manuel.gallego@ibersecurities.es

Utilities, gas y energía

Nicolás Fernández: nfernandez@ibersecurities.es Jorge González: jorge.gonzalez@ibersecurities.es

TMT's

Glen S. Chapman: gchapman@ibersecurities.es Agustín Alberti: agustin.alberti@ibersecurities.es María Cebollero: maria.cebollero@ibersecurities.es

Industriales y automoción

Francisco Rodríguez: francisco.rodriguez@ibersecurities.es Javier Esteban: javier.esteban@ibersecurities.es

Farmacia, químicas y papeleras

Javier Esteban: javier.esteban@ibersecurities.es Clara Espino: clara.espino@ibersecurities.es

Construcción, materiales de construcción e inmobiliarias

María Cebollero: maria.cebollero@ibersecurities.es Ignacio Romero: ignacio.romero@ibersecurities.es Clara Espino: clara.espino@ibersecurities.es

Distribución, retail, logística, alimentación y bebidas

Jesús Domínguez: jesus.dominguez@ibersecurities.es Ignacio Romero: ignacio.romero@ibersecurities.es Clara Espino: clara.espino@ibersecurities.es

Hoteles, transportes y autopistas

Jesús Domínguez: jesus.dominguez@ibersecurities.es Francisco Rodríguez: francisco.rodriguez@ibersecurities.es

Macroeconomía y estrategia

Beatriz Tejero: beatriz.tejero@ibersecurities.es

Ventas

Mariano Sanmartín: msanmartin@ibersecurities.es Natalia Rodríguez: natalia.rodríguez@ibersecurities.es Reyes Moraleda Sandra Ramboarina

Salidia Rallibual IIIa Javier Sánchez Jaime Trujillano, Javier Naya (Área Internacional) Soledad De Miguel, Jacinto Adanez, Javier Rajo

Área de Derivados

Diego Ferrer: diego.ferrer@ibersecurities.es

Irene Ares

Renta Variable y Warrants

Francisco Ruiz: francisco.ruiz@ibersecurities.es

Sara Muñoz Luis Marzo Hermann Knupfer Diego Jiménez

Ignacio Izquierdo, Tomás Rodríguez (warrants)

El presente informe está basado en información pública disponible. Las opiniones publicadas en este informe han sido preparadas por Ibersecurities, SV, S.A. ("Ibersecurities") empleando información de fuentes consideradas fiables, pero Ibersecurities no se hace cargo ni acepta responsabilidad ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera, y empleando los consejos independientes que consideren oportunos, y no simplemente en el contenido de este informe. Las inversiones comentadas o recomendadas er este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores.

Cuando una inversión se realiza en una moneda distinta de la de referencia del inversor, la evolución del tipo de cambio podría afectar a la inversión negativamente, tanto en su valor de mercado como en su rentabilidade. Rentabilidades pasadas no permiten asegurar ni suponer rentabilidades futuras, que siempre pueden fluctuar, así como el valor de mercado de los valores comentados, directa o indirectamente en este informe, que puede evolucionar al alza c a la baia en contra del interés de los inversores.

Este informe no es ni implica en ningún caso oferta o solicitud de compra o venta de los valores en él mencionados.

La remuneración de los analistas que han elaborado estos informes no esta vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos. Los factores de remuneración de los analistas pueden incluir los resultados de lbersecurities y del Grupo Banco Sabadell, parte de los cuales puede ser generado por actividades de banca de inversión. La cabecera del Grupo Banco Sabadell, al que pertenece al 100% lbersecurities, es Banco de Sabadell, S.A., empresa que cotiza en bolsa y es emisora de instrumentos financieros. Tanto el Banco como otras empresas de su Grupo pueder realizar negocios con compañías objeto de estos informes.

© Copyright 2007 Ibersecurities SV / Grupo Banco Sabadell