

Cartera de Valores

5 + 1

Departamento de Análisis de Renta Variable

Marzo 2010

Nuestras apuestas

- BBVA
- Faes Farma
- Iberdrola Renov.
- Prosegur
- Telecinco

+

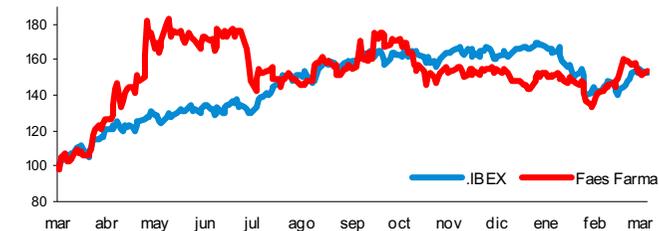
- ACS

FAES FARMA

Pendientes de la Bilastina

	Principales Ratios	2010e	2011e	2012e
Recomendación: SOBREPONDERAR	PER	32,5x	16,2x	15,6x
P. Objetivo: 4,5 €/acc	EV/Ebitda	17,6x	11,0x	10,0x
Capitalización: 690 Mns €	EV/Ebit	27,3x	14,1x	12,5x
Free Float: 99%	P/CF	19,2x	12,1x	11,8x
Vol. medio diario: 285.237 t.	DPA	0,09€	0,10€	0,11€
FAE.MC / FAE SM	Rentab. Div. (%)	2,4%	2,7%	3,0%
	FCF Yield	-4,0%	-2,0%	0,0%
	ROCE (%)	7,0%	12,6%	13,5%

Estimaciones: "la Caixa"



Fuente: Reuters

- Los resultados de Bilastina deberían conocerse en el 1S10.** En Europa, Faes presentó el Dossier de Registro de Bilastina el pasado mes de Febrero´09 ante la EMEA. Deberíamos conocer el Dictamen del regulador en 12 y 18 meses, por lo que tendríamos que tener noticias en el 1S10. Posponemos el inicio de ventas de Bilastina de 2010 a 2011 (año completo).
- En EEUU, la compañía es consciente que presentar el Dossier de Registro ante la FDA sin ser una compañía Americana, es una difícil labor.** Tras la ruptura con Inspire, Faes ha manteniendo en stand-by la presentación del Dossier de registro ante la FDA. Creemos que una vez se obtenga veredicto de la EMEA, y en caso de ser positivo, será fácil licenciar Bilastina a alguna compañía estadounidense (en la actualidad se mantienen conversaciones), por lo que retrasamos el inicio de ventas en EEUU hasta 2013. Consideraríamos este hito como un importante catalizador para la cotización.
- Grandes esfuerzos en Co-marketing para Bilastina. Faes ya ha alcanzado acuerdo de co-marketing y Licesing –out en diferentes países para Bilastina.** Se ha firmado acuerdos con: i) HIKMA para el área M.E.N.A. (Middle East and North Africa), ii) Merck-Serono para la India, iii) Menarini para la Unión Europea (ex Iberia), iv) Yuhan para Corea del Sur y v) Vianex para Grecia bajo Co-marketing. Por otro lado, Faes mantienen diferentes negociaciones para Canadá, LatAm y resto de Asia.
- El mayor riesgo, el mercado de genéricos.** El mayor riesgo para Faes se centra en la pérdida de patentes de los principales antihistamínicos del mercado Claritin (Shering) o Allegra (Sanofi) y la aparición de genéricos.

Valoración Faes Farma

(Mns €)	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
+ EBIT	24	47	51	62	77	92
- Impuestos	7	13	14	17	22	26
NOPLAT	18	34	37	45	55	66
+ Amortizaciones	13	13	13	13	13	13
- CAPEX	12	12	12	12	12	12
- Var. Fondo Maniobra	14	2	5	4	4	4
Flujo de caja libre	5	33	33	42	52	63
Valor actual DCF	163					
Valor actual Ter. Residual	676					
VAN Total	838					
- DFN	34					
- Minoritarios	0					
- Compromisos de caja	0					
+ Autocartera	0					
+ Puesta en equivalencia	0					
Valor FFPP	805					
WACC	8,4%					
Ke	9,0%			Kd		3,6%
% Equity	88%			% Deuda		12%
Bono 10Y	5,0%			Coste Deuda		5,0%
Prima Riesgo	4,0%			Tasa Impositiva		28%
Beta	1,0 x			g		2,0%

VALORACION p.a.
4,5 €

Precio Actual

4,25 €

Potencial

5%

Estimaciones: "la Caixa"

Estimaciones de Bilastina

	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Ventas			27	38	59	87	120
<i>Crec %</i>			0,0%	38,4%	57,0%	48,6%	32,9%
<i>Probabilidad de Éxito</i>			80%	80%	80%	80%	80%
Ventas directas			13	13	13	20	27
<i>Crec %</i>				1,0%	1,0%	51,5%	34,7%
Royalties			14	24	45	67	93
<i>Crec %</i>			0,0%	73,9%	87,9%	47,7%	38,4%
Mercado Mundial (\$)			7.700	7.777	7.855	7.933	8.013
<i>Crecimiento de mercado</i>			0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Mercado Mundial (€)			5.500	5.555	5.611	5.667	5.723
<i>Crecimiento Mercado</i>			0,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
<i>Tipo de cambio</i>	1,4						
España-Portugal							
Mercado Iberia (Mns €)			165	167	168	170	172
% Cuota Faes			10,0%	10,0%	10,0%	15,0%	20,0%
Ingresos Faes			13	13	13	20	27
EE.UU.							
Mercado EE.UU. (Mns €)					2.244	2.267	2.289
Cuota Inspire/EE.UU.					3,0%	6,0%	10,0%
Ingresos Partner EEUU					67	136	229
Royalties EEUU	20%				11	22	37
Europa (ex Iberia)							
Mercado Europa (exIberia) (Mns €)			1.210	1.222	1.234	1.247	1.259
Cuota Newco/Europa (ex Iberia)			4,0%	6,0%	8,0%	10,0%	12,0%
Ingresos Newco			48	73	99	125	151
Royalties Newco	20%		8	12	16	20	24
RoW							
Mercado RoW (Mns €)			1.925	1.944	1.964	1.983	2.003
Cuota Newco/RoW				4,0%	6,0%	8,0%	10,0%
Ingresos Newco				78	118	159	200
Royalties Newco	20%			12	19	25	32

Estimaciones: "la Caixa"

Ratios financieros y operativos

P&G	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2003-08
Ventas	163	166	185	186	194	195	200	230	243	268	2,3%
Cto %	-6,0%	2,1%	11,3%	0,4%	4,4%	0,6%	2,5%	14,9%	5,8%	10,0%	
EBITDA	37	34	39	37	34	34	38	60	64	75	-3,7%
Cto %	-11,9%	-6,6%	13,3%	-5,0%	-6,7%	-0,8%	11,8%	57,8%	7,1%	17,1%	
EBIT	19	20	23	22	26	25	24	47	51	62	0,7%
Cto %	-22,2%	2,9%	17,3%	-6,4%	17,6%	-1,2%	-3,4%	90,3%	9,4%	21,8%	
BAI	22	20	22	19	20	20	20	39	41	49	-4,3%
Cto %	-8,9%	-9,6%	8,0%	-13,2%	3,9%	1,7%	-2,0%	100,3%	4,0%	21,1%	
BDI	24	23	23	22	20	21	20	39	41	49	0,5%
Cto %	27,8%	-4,8%	-2,2%	-2,7%	-11,4%	8,5%	-8,1%	100,3%	4,0%	21,1%	
Cash Flow Neto	42	38	38	37	28	30	33	52	54	62	-4,6%
Cto %	16,6%	-9,9%	1,6%	-2,8%	-23,9%	6,1%	10,5%	58,9%	2,7%	15,7%	
Márgenes											
EBITDA	22,4%	20,5%	20,9%	19,7%	17,6%	17,4%	19,0%	26,0%	26,4%	28,1%	20,8%
EBIT	11,9%	11,9%	12,6%	11,7%	13,2%	13,0%	12,2%	20,3%	21,0%	23,2%	12,6%
BDI	15,0%	14,0%	12,3%	11,9%	10,1%	10,9%	9,8%	17,0%	16,7%	18,4%	12,4%
BALANCE											
Inmovilizado Neto	110	118	123	117	131	131	104	102	101	100	3,7%
Fdo Comercio	0	0	0	21	17	17	17	17	17	17	
Otros Activos	12	40	48	53	56	58	55	64	67	74	42,0%
Circulante	50	53	60	76	63	77	86	95	100	110	3,0%
Caja	26	6	2	5	8	9	38	55	105	156	-20,9%
TOTAL	199	216	232	272	275	293	300	334	391	457	6,8%
Fondos Propios	130	132	140	151	157	163	172	194	216	243	5,9%
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Otros Pasivos	24	16	18	17	22	20	22	25	27	29	-6,3%
Deuda Largo	23	38	42	73	68	74	72	76	109	141	21,6%
Deuda Corto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Circulante	21	31	33	31	28	36	34	38	40	44	3,1%
TOTAL	199	216	232	272	275	293	300	334	391	457	6,8%
Deuda Neta	-1	32	40	68	61	65	34	21	4	-15	18,8%
Capital Empleado	154	180	198	236	240	247	228	240	246	258	6,6%
Capex	5	4	5	4	10	10	12	12	12	12	
Fdo Maniobra	33	22	27	45	35	41	52	57	60	66	-208,0%

Estimaciones: "la Caixa"

OPERATIVOS	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2005/07
Farmacéutico	162,4	178,3	176,4	173,8	173,5	179,0	181,4	183,8			
crec %	10%	-1%	-1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1,3%	
Otras Operaciones	4,1	4,3	6,4	6,8	6,9	6,9	7,0	7,1			
crec %		5%			3%	3%	1%	1%	1%		
Ingaso				3,1	13,5	14,9	14,3	14,6	15,0		
crec %				0%	0%	3%	3%	3%	3%		
Bilastina											
Ventas							27,1	37,5	87,5		
Crec %								38%	49%		
Probabilidad de Éxito							80%	80%			
Ventas directas							13,2	13,3	20,4		
Crec %							0%	1%	52%		
Royalties							13,9	24,2	67,1		
Crec %							0%	74%	48%		
Mercado Mundial (\$)							7.700	7.777	7.933		
Crecimiento de mercado							0%	1%	1%		
Mercado Mundial (€)							5.500	5.555	5.667		
Crecimiento Mercado							0%	1%	1%		
España-Portugal											
Mercado Iberia (Mns €)							165	167	170		
% Cuota Faes							10%	10%	15%		
Ingresos Faes							13	13	20		
EE.UU.											
Mercado EE.UU. (Mns €)										2.267	
Cuota Inspire/EE.UU.										6%	
Ingresos Partner EE.UU.										136	
Royalties EE.UU.										22	
Europa (ex Iberia)											
Mercado Europa (exIberia) (Mns €)							1.210	1.222	1.247		
Cuota Newco/Europa (ex Iberia)							4%	6%	10%		
Ingresos Newco							48	73	125		
Royalties Newco							8	12	20		
RoW											
Mercado RoW (Mns €)							1.925	1.944	1.983		
Cuota Newco/RoW							0%	4%	8%		
Ingresos Newco									78	159	
Royalties Newco									12	25	

Estimaciones: "la Caixa"