

FAES FARMA (FAE.MC / FAE SM)

FARMA/ España

Capitalización: 573 Mns €
Free float: 100%
Volumen medio diario: 138.999 acc.

COMPRAR

Recomendación previa: Sobreponderar vigente desde: 01/10/2009

P. Objetivo: 4,6 €/acc

Precio al cierre del 28/10/2010: 2,94 €/acc

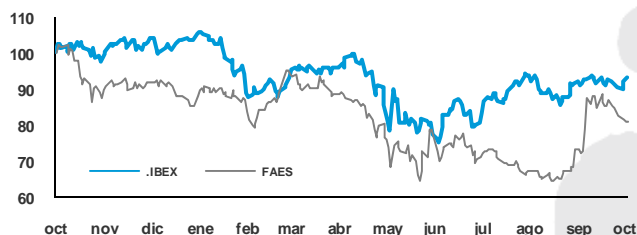
Ratios	2010e	2011e	2012e
PER	24,2x	16,2x	13,2x
EV/Ebitda	17,1x	12,7x	10,7x
EV/Ebit	22,1x	15,2x	12,5x
P/CF	17,9x	13,2x	11,2x
DPA	0,09€	0,10€	0,11€
Rentab. Div.	3,0%	3,3%	3,7%
FCF Yield	-1,9%	-1,3%	0,0%
ROCE (%)	7,5%	10,3%	11,8%

Fuente: "la Caixa"

Un paso adelante

Recomendación de inversión

- **Bilastina cambia el perfil de la compañía.** La aprobación de Bilastina por parte de las autoridades europeas, permitirá incrementar las ventas de FAES al menos un +50% en 5 años. Con un mercado mundial de 4.300 Mns € donde espera alcanzar una cuota de mercado del 15% que supondrá unas ventas de Bilastina de 645 Mns € en *peak sales*.
- **Tres áreas de crecimiento diferenciadas.** La compañía se comprometió a incrementar la cifra de negocio y el beneficio neto en términos de doble dígito alto a partir de este año y para los siguientes. Nuestras estimaciones muestran un Tacc 2010/14e en Ventas del +10% y del 30% en BDI. Este crecimiento vendrá derivado de:
 - lanzamiento de nuevos productos: Objetivo +90 Mns € ventas (incremento) en 5 años
 - internacionalización del grupo (x3 en 5 años)
 - comercialización de Bilastina.
- **Elevada generación de caja.** Tras el registro de Bilastina las necesidades de I+D en la compañía (gasto) se han relajado sensiblemente, lo que junto con el inicio de sus ventas, permitirá situar a la compañía en 2013/14 en posición de caja, por lo que de ir cumpliéndose las estimaciones pensamos que podría mejorar el dividendo.
- **Catalizadores en el corto/medio plazo:**
 - completar con éxito la búsqueda de un socio americano para poder finalizar y presentar el consiguiente Dossier de Registro de Bilastina ante la FDA.
 - alcanzar nuevos acuerdos de distribución de nuevos productos en España.
- **Todo parece indicar que lo peor habría pasado.** No pensamos que se vayan a producir en el medio plazo nuevos recortes de gasto público por el lado de la Administración tras los dos reales Decretos aprobados en el 1S10.
- **Actualizamos la valoración, elevando el precio objetivo a 4,6 €/acc (potencial +40% vs. 4,3 €/acc) y elevamos la recomendación a COMPRAR desde Sobreponderar.**



Fuente: Reuters

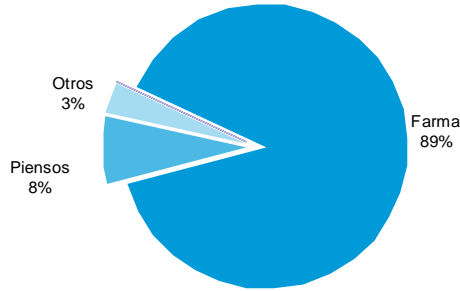
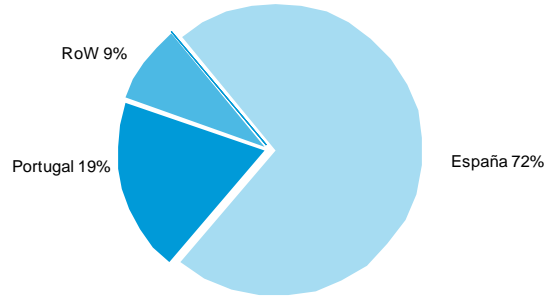
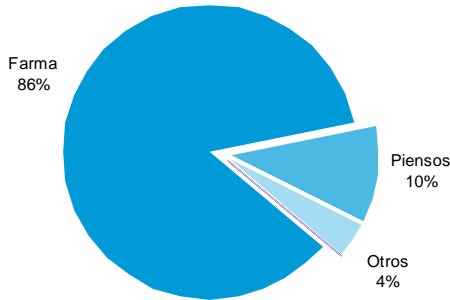
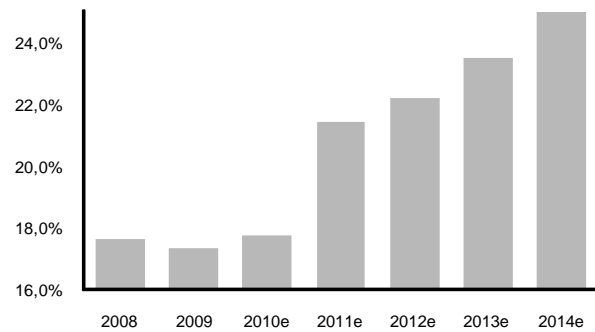
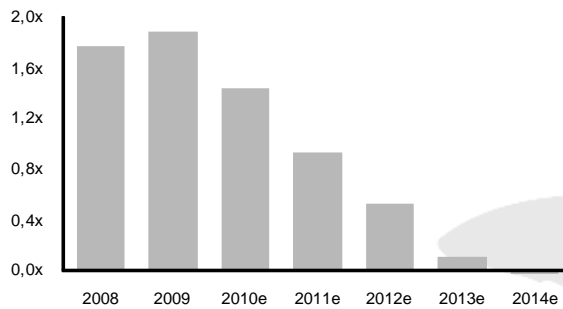
P&L	2010e	2011e	2011e
Ventas	206	228	253
Cto	5,4%	10,5%	11,3%
EBITDA	37	49	56
Cto	7,9%	33,2%	15,2%
Margen	17,8%	21,5%	22,2%
BDI	24	35	43
Cto	11,1%	49,2%	22,5%
Margen	11,5%	15,5%	17,1%

Fuente: "la Caixa"

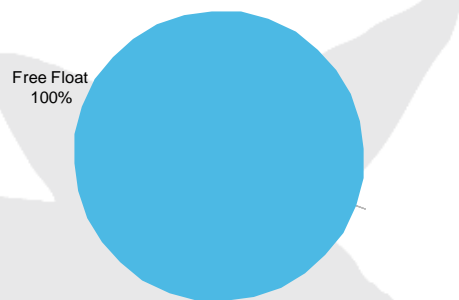
Santiago Marín. Analista de Renta Variable lacaixa_analisis@lacaixa.es 91 557 69 41

DESCRIPCION GENERAL

La actividad principal de FAES comprende la fabricación y comercialización tanto de productos farmacéuticos (propios o de terceros) como materias primas de uso farmacéutico. Faes fabrica en la planta de Lamiaco sustancias farmacéuticas para la utilización como ingredientes activos que comercializa. En el campo de I+D destaca la reciente aprobación por parte del regulador europeo de Bilastina, antihistamínico que estimamos pueda reportar unas ventas anuales superiores a los 600 Mns € (vs. ventas'10e Faes: 205 Mns €). Adicionalmente, Faes es propietaria de Ingaso Farm, grupo dedicado a la alimentación animal (porcina) que distribuye sus productos entre más de 20 países y que actualmente contribuye con un 8,5% a la facturación del grupo.

Distribución Ingresos'09 Actividad

Distribución Geográfica Ingresos'09

Distribución Operativa'09 Actividad

Evolución del Margen Operativo

Nivel de apalancamiento DFN/EBITDA


Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Accionariado

PRINCIPALES VARIABLES A TENER EN CONSIDERACION

- 1.- Riesgo regulatorio
- 2.- Riesgo de vencimientos de patentes
- 3.- Aparición de genéricos
- 4.- Bajo nivel de pipeline
- 5.- Sin accionistas de referencia
- 6.- Escaso nivel de apalancamiento

Presidente *Eduardo Fernández de Valderrama*
 CEO *Francisco Quintanilla*

IR *Mariana Soroa*
www.faesfarma.com

1. Valoración

Actualizamos la valoración de la compañía, elevando el precio objetivo a 4,6 €/acc (potencial +40% vs. 4,3 €/acc anterior) y elevamos la recomendación a COMPRAR desde Sobreponderar. En el modelo hemos aplicado un WACC del 7,9% como consecuencia de situar el coste de los recursos propios en el 9% y el coste de los recursos ajenos en el 5%, en las proporciones de 80% y 20% respectivamente.

Tabla 1.

Valoración

(Mns€)	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e
+ EBIT	41	48	59	74	89	93
- Impuestos	11	13	17	21	25	26
NOPLAT	29	35	42	53	64	67
+ Amortizaciones	8	8	8	8	8	6
- CAPEX	6	6	6	6	6	6
- Var. Fondo Maniobra	-7	4	4	5	6	6
Flujo de caja libre	39	33	40	50	60	61
Valor actual DCF	230					
Valor actual Ter. Residual	721					
VAN Total	951					
- DFN	53				VALORACION p.a.	4,6 €
- Minoritarios	0				Precio Actual	2,94 €
- Compromisos de caja	0				Potencial	57%
+ Autocartera	0					
+ Puesta en equivalencia	0					
Valor FFPP	898					
WACC	7,9%					
Ke	9,0%			Kd		3,6%
% Equity	80%			% Deuda		20%
Bono 10Y	5,0%			Coste Deuda		5,0%
Prima Riesgo	4,0%			Tasa Impositiva		28%
Beta	1,0 x			g		2,0%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"



2. Bilastina ya está en el mercado

¿Qué es Bilastina?

Bilastina es un nuevo antagonista H1 (antihistamínico de segunda generación) no sedante, seguro desde el punto de vista cardiaco, que no sufre metabolismo hepático, muestra ciertas propiedades antiinflamatorias in vitro y ha demostrado su eficacia en el tratamiento sintomático de la Rinoconjuntivitis Alérgica y la Urticaria.

En relación a las diferencias entre los distintos antihistamínicos de segunda generación se pueden observar muy pocas diferencias en cuanto a la eficacia clínica, **si bien las principales ventajas de Bilastina vs. resto de antihistamínicos están relacionadas con su perfil farmacocinético, así como con la tolerancia y los datos de seguridad.**

- Bilastina es rápidamente absorbida comenzando su efecto aproximadamente a los 30 minutos.
- La ausencia de metabolismo hepático contribuye a su perfil farmacocinético limpio, en particular en aquellos relacionados con el SNC, como son somnolencia, fatiga y cefalea.
- La ausencia de interacción con el alcohol, a dosis dos veces superior a la terapéutica, podría resultar de interés.

¿Cómo se ha registrado Bilastina?

Para el proceso regulatorio en Europa, FAES decidió solicitar la autorización para la comercialización de Bilastina en Alemania ante el BfArM (Bundesinstitut für Arzneimittel und Medizinprodukte) como EMR (Estado Miembro de Referencia) para un PD (Procedimiento Descentralizado) de conformidad con el artículo 8.2 de la Directiva 2001/83/EC para las siguientes indicaciones:

- Tratamiento de los síntomas de la rinoconjuntivitis alérgica
- Tratamiento de los síntomas de la urticaria

El dossier de Bilastina fue enviado al BfArM como EMR para 28 países de la UE el pasado febrero 2009, tras realizar 28 ensayos clínicos llevados a cabo por Faes en tres continentes y sobre más de 5.000 pacientes se ha constatado la eficacia de Bilastina en el control de los síntomas alérgicos y en la urticaria.

El pasado 8 de septiembre Faes obtuvo el dictamen positivo para Bilastina por parte de la BfArM de Alemania que como hemos comentado actúa como Estado Miembro de Referencia. A partir de este momento se debería ir ratificando la aprobación por parte de los 28 Estados de la Unión Europea implicados.

Para el proceso regulatorio en EEUU y tras la ruptura con Inspire, Faes decidió paralizar el proceso hasta finalizar el proceso regulatorio en Europa, a fin de incrementar el valor de la licencia, obviamente un producto que está en el mercado europeo comercializándose incrementa su precio sustancialmente sobre uno en fase de estudio.

¿A qué mercado se dirige Bilastina?

Según los últimos estudios de la OMS, se estima que entre el 10% y el 30% de la población se ve afectado por síntomas alérgicos. En la UE se estima que más de 100 Mns de personas se encuentran afectados por algún episodio alérgico. Los países con mayor incidencia serían Alemania, Francia, Italia y España.

El mercado mundial de antihistamínicos (fuente Faes) se estima a día de hoy en unos 4.300 Mns € y FAES espera que Bilastina llegue a una cuota de mercado del 15% alcanzando una cifra de *peak sales* superior a los 600 Mns €. Se espera que el crecimiento de este mercado se sitúe en el rango del +4/+6%. Este crecimiento se podría mantener en los años posteriores con la fuerte aportación de los países "pharmerging" con notables crecimientos de entre el +15% y el 17%. Estos crecimientos podrían contraerse ligeramente por dos factores: i) nuevas medidas de restricción del gasto público en sanidad por parte de las diferentes administraciones y ii) el vencimiento de las principales patentes de grandes moléculas como atorvastatina y clopidogrel que afectará principalmente en 2011.

Tabla 2.

Estimaciones de mercado, cuota y ventas (peak sales) de Bilastina

	Mercado	Cuota	Peak Sales
Iberia	100 Mns €	20%	20 Mns €
Europa (ex Iberia)	1000 Mns €	20%	200 Mns €
Japón	1100 Mns €	10%	110 Mns €
EEUU	1800 Mns €	13%	234 Mns €
RoW	300 Mns €	15%	45 Mns €

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Estimaciones de ventas de Bilastina

Faes espera que Bilastina esté disponible en los mercados europeos a lo largo de 2011, donde aspira a alcanzar una cuota del 20%. Faes distribuirá Bilastina en Iberia mediante su propio canal de distribución, si bien para el resto del mundo lo hará a través de terceros.

Faes ha firmado con diferentes compañías la distribución mediante *licensing out*, co-marketing o segunda marca de Bilastina, no solo para Europa, sino para diferentes países. En estos casos estimamos que el retorno a Faes se situará en el 17% de las ventas generadas mediante el concepto de *royalty*.

- Menarini gestionará la comercialización europea, se le han licenciado los derechos para un total de 51 países, incluidos los territorios de la antigua Unión Soviética.
- Pierre Fabre Medicament estará presente con segundas marcas en Francia y Bélgica, y Vianex, en Grecia.
- Merck-Serono para India; Pfizer para México; Hikma para Oriente Medio y norte de Africa; Nycomed para Brasil y Yuhan para Corea del Sur son las primeras grandes compañías y mercados con las que Faes ha firmado acuerdos de licencia fuera de la UE, ampliando así los contratos a nivel mundial.

Tabla 3.

Estimaciones de ventas de Bilastina

		2011e	2012e	2013e	2014e
Ventas		16,5	30,5	49,0	73,8
<i>Crec %</i>			85,2%	60,5%	50,7%
Ventas directas		5	10	11	16
<i>Crec %</i>			106,0%	3,0%	54,5%
Royalties		11	20	38	57
<i>Crec %</i>			76,1%	90,0%	49,7%
España-Portugal					
Mercado Iberia (Mns €)		100	103	106	110
Ingresos Faes		5,0	10,3	10,6	16,5
<i>% Cuota Faes</i>		5%	10%	10%	15%
Europa (ex Iberia)					
Royalties Faes	17%	6,5	9,9	13,6	17,4
Ventas Bilastina		38,0	58,4	79,8	102,3
<i>Cuota mercado Bilastina (Objetivo Faes: 20%)</i>		4%	6%	8%	10%
RoW					
Royalties Faes	17%		10,2	15,8	21,5
Ventas Bilastina			60,3	92,7	126,6
<i>Cuota mercado Bilastina (Objetivo Faes: 15%)</i>			4%	6%	8%
EE.UU.					
Royalties Faes	17%			9,0	18,5
Ventas Bilastina				53,0	108,6
<i>Cuota mercado Bilastina (Objetivo Faes: 13%)</i>					3,0%

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

3. Actualizamos estimaciones

Ajustamos las estimaciones de ingresos de Faes tras las reformas del gasto en sanidad (Real Decreto-ley 4/2010 de 26 de marzo, de racionalización del gasto farmacéutico con cargo al Sistema Nacional de Salud y Real Decreto ley 8/2010 de 20 de mayo, por el que se adoptan medidas extraordinarias para la reducción del déficit público) llevadas a cabo por la Administración en el 1S10.

Estas reformas tienen un impacto negativo sobre las ventas de 2010 de 5 Mns €, siendo el efecto en 2011 de otros 6 Mns €. En el lado positivo, tenemos: i) que la exportación de materias primas y productos terminados se multiplicará x3 en los próximos 3 años y ii) la incorporación a las ventas (desde mayo 2010) de Acoxxel tendrá un impacto positivo de +8 Mns €.

Por otro lado, hemos actualizado las estimaciones de ventas de Bilsatina, conforme al apartado anterior.

Tabla 4.

Estimaciones de ventas por área de negocio

	2009	2010e	2011e	2012e	2013e
Ventas	195	206	228	253	285
Farma	174	181	185	196	207
<i>Iberia</i>	160	158	157	162	168
<i>Exportación</i>	13	18	24	29	35
Ingaso	15	16	17	18	19
Bilastina			16	31	49
Otros	7	9	9	9	9

Fuente: Estimaciones "la Caixa"



4. Anexos financieros

Tabla 5.
Anexos financieros.

P & G	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2003-08
Ventas	163	166	185	186	194	195	206	228	253	285	2,3%
Cto %	-6,0%	2,1%	11,3%	0,4%	4,4%	0,6%	5,4%	10,5%	11,3%	12,3%	
EBITDA	37	34	39	37	34	34	37	49	56	67	-3,7%
Cto %	-11,9%	-6,6%	13,3%	-5,0%	-6,7%	-0,8%	7,9%	33,2%	15,2%	19,0%	
EBIT	19	20	23	22	26	25	28	41	48	59	0,7%
Cto %	-22,2%	2,9%	17,3%	-6,4%	17,6%	-1,2%	11,4%	43,6%	18,6%	22,5%	
BAI	22	20	22	19	20	20	24	35	43	57	-4,3%
Cto %	-8,9%	-9,6%	8,0%	-13,2%	3,9%	1,7%	18,4%	49,2%	22,5%	31,2%	
BDI	24	23	23	22	20	21	24	35	43	57	0,5%
Cto %	27,8%	-4,8%	-2,2%	-2,7%	-11,4%	8,5%	11,1%	49,2%	22,5%	31,2%	
Cash Flow Neto	42	38	38	37	28	30	32	44	51	65	-4,6%
Cto %	16,6%	-9,9%	1,6%	-2,8%	-23,9%	6,1%	7,2%	35,9%	17,9%	26,0%	
Márgenes											
EBITDA	22,4%	20,5%	20,9%	19,7%	17,6%	17,4%	17,8%	21,5%	22,2%	23,5%	20,8%
EBIT	11,9%	11,9%	12,6%	11,7%	13,2%	13,0%	13,7%	17,8%	19,0%	20,7%	12,6%
BDI	15,0%	14,0%	12,3%	11,9%	10,1%	10,9%	11,5%	15,5%	17,1%	19,9%	12,4%
BALANCE	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2003-08
Inmovilizado Neto	110	118	123	117	131	131	129	127	125	123	3,7%
Fdo Comercio	0	0	0	21	17	17	17	17	17	17	
Otros Activos	12	40	48	53	56	58	65	75	82	93	42,0%
Circulante	50	53	60	76	63	77	70	77	86	96	3,0%
Caja	26	6	2	5	8	9	9	9	9	9	-20,9%
TOTAL	199	216	232	272	275	293	291	306	320	339	6,8%
Fondos Propios	130	132	140	151	157	163	169	186	208	240	5,9%
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Otros Pasivos	24	16	18	17	22	20	23	25	28	31	-6,3%
Deuda Largo	23	38	42	73	68	74	63	55	39	17	216%
Deuda Corto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Circulante	21	31	33	31	28	36	36	40	45	50	3,1%
TOTAL	199	216	232	272	275	293	291	306	320	339	6,8%
Deuda Neta	-1	32	40	68	61	65	53	46	30	8	18,8%
Capital Empleado	154	180	198	236	240	247	245	256	265	279	6,6%
Capex	5	4	5	4	1	1	5	6	6	6	
Fdo Maniobra	33	22	27	45	35	41	33	37	41	46	-208,0%
EOAF	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2004-08
Recursos Gdos	42	38	38	37	28	30	32	44	51	65	-9,3%
BDI	24	23	23	22	20	21	24	35	43	57	-5,3%
Amort/Prov.	17	14	15	15	9	9	8	8	8	8	-16,0%
Inv Inmovilizado	-32	-60	-29	-31	-22	-10	-14	-16	-13	-17	-8,9%
Capex	-5	-4	-5	-4	-1	-1	-5	-6	-6	-6	-33,1%
Otros	-27	-56	-24	-27	-21	-9	-9	-10	-7	-11	-6,0%
Financiación	-17	-31	-12	-11	-9	-17	-14	-17	-18	-20	-14,2%
Var. Capital											
Dividendos	-11	-23	-14	-11	-14	-15	-17	-19	-21	-24	5,3%
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Otros	-6	-9	2	-1	5	-2	3	2	3	3	
Var. Circulante	-19	11	-5	-18	10	-5	7	-4	-4	-5	
Var. Deuda	27	43	7	23	-7	3	-11	-7	-16	-22	

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 6.

Ratios financieros

RATIOS	2004	2005	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2004-08
Precio (Max)	4,82	7,07	13,28	16,39	9,72	4,21	3,68				
Precio (Min)	4,03	4,75	6,25	7,91	3,34	2,23	2,50				
Precio (31/12)	4,78	6,25	11,67	8,04	4,00	3,29	2,94	2,94	2,94	2,94	-4,4%
Nº Accs	140,9	140,9	140,9	142,3	160,1	180,1	195,1	195,1	195,1	195,1	
Cap. Burs.	673	880	1.644	1.144	640	592	573	573	573	573	-1,3%
Deuda Neta	-1	32	40	68	61	65	53	46	30	8	
Minoritarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
EV	672	913	1.684	1.211	701	657	626	618	602	580	1,1%
Cap. Empleado	154	180	198	236	240	247	245	256	265	279	
BPA	0,17	0,17	0,16	0,16	0,12	0,12	0,12	0,18	0,22	0,29	-0,08
Cto %		-4,8%	-2,2%	-3,7%	-2,13%	-3,6%	2,5%	49,2%	22,5%	312%	
BPA ajust.	0,17	0,17	0,16	0,16	0,12	0,12	0,12	0,18	0,22	0,29	-0,08
Cto %		-4,8%	-2,2%	-3,7%	-2,13%	-3,6%	2,5%	49,2%	22,5%	312%	
DPA	0,08	0,16	0,10	0,08	0,09	0,08	0,09	0,10	0,11	0,12	
Cto %					13,5%	-3,5%	3,4%	12,0%	12,0%	12,0%	
Payout	46,6%	96,8%	61,9%	49,4%	71,2%	71,3%	71,9%	54,0%	49,3%	42,1%	65,2%
Rentab. Div.	1,7%	2,6%	0,9%	1,0%	2,2%	2,6%	3,0%	3,3%	3,7%	4,2%	1,6%
FCF Yield	4,0%	4,9%	0,5%	2,0%	-1,0%	0,5%	-1,9%	-1,3%	0,0%	0,0%	2,1%
EV/CE	4,4x	5,1x	8,5x	5,1x	2,9x	2,7x	2,6x	2,4x	2,3x	2,1x	5,2x
EV/Ventas	4,1x	5,5x	9,1x	6,5x	3,6x	3,4x	3,0x	2,7x	2,4x	2,0x	5,8x
EV/EBITDA	18,4x	26,7x	43,5x	33,0x	20,5x	19,3x	17,1x	12,7x	10,7x	8,7x	28,4x
EV/EBIT	34,8x	45,9x	72,2x	55,5x	27,3x	25,9x	22,1x	15,2x	12,5x	9,8x	47,1x
PER	27,6x	37,8x	72,2x	51,6x	32,6x	27,8x	24,2x	16,2x	13,2x	10,1x	44,4x
PER ajust.	27,6x	37,8x	72,2x	51,6x	32,6x	27,8x	24,2x	16,2x	13,2x	10,1x	44,4x
P/CF	16,2x	23,5x	43,1x	30,9x	22,7x	19,8x	17,9x	13,2x	11,2x	8,9x	27,3x
P/VC	5,2x	6,7x	11,8x	7,6x	4,1x	3,6x	3,4x	3,1x	2,8x	2,4x	7,1x
P/VC ajust. Fdo com.											
ROE	18,7%	17,7%	16,3%	14,7%	12,5%	13,1%	13,9%	19,0%	20,8%	23,6%	16,0%
ROCE	8,2%	7,2%	7,7%	6,0%	7,0%	6,7%	7,5%	10,3%	11,8%	13,7%	7,2%
ROA	12,3%	10,8%	9,8%	8,1%	7,1%	7,3%	8,1%	11,5%	13,5%	16,7%	9,6%
Deuda Neta/FF.PP.	-0,8%	24,5%	28,7%	44,7%	38,9%	39,7%	31,4%	24,6%	14,4%	3,2%	27,2%
Deuda Neta/EV	-0,2%	3,5%	2,4%	5,6%	8,7%	9,8%	8,5%	7,4%	5,0%	1,3%	4,0%
Deuda Neta/EBITDA	0,0x	0,9x	1,0x	1,8x	1,8x	1,9x	1,5x	0,9x	0,5x	0,1x	1,1x
Deuda Neta/CFN	0,0x	0,9x	1,1x	1,8x	2,2x	2,2x	1,7x	1,1x	0,6x	0,1x	1,2x
Cobertura Intereses	-2,9x	-3,6x	-4,7x	-2,9x	-3,6x	-3,4x	-3,5x	-5,5x	-7,8x	-14,7x	-3,6x

Fuente: Estimaciones "la Caixa"

Tabla 7.

Ratios operativos

OPERATIVOS	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010e	2011e	2012e	2013e	2005/07
Farmacéutico		162,4	178,3	176,4	173,8	173,5	180,9	185,0	195,7	207,2	
<i>crec %</i>			10%	-1%	-1%	0%	4%	2%	6%	5,9%	
Otras Operaciones		4,1	4,3	6,4	6,8	6,9	9,0	9,1	9,2	9,3	
<i>crec %</i>			5%	3%	6%	2%	30%	1%	1%	1%	
Ingaso				3,1	13,5	14,9	16,1	17,0	18,1	19,1	
<i>crec %</i>				0%	0%	10%	8%	6%	6%	6%	
Bilastina											
Ventas								16,5	30,5	73,8	
<i>Crec %</i>									85%	51%	
Probabilidad de Éxito								100%	100%		
Ventas directas								5,0	10,3	16,5	
<i>Crec %</i>									106%	55%	
Royalties								11,5	20,2	57,4	
<i>Crec %</i>								0%	76%	50%	
España-Portugal											
Mercado Iberia (Mns €)								100	103	110	
% <i>Cuota Faes</i>								5%	10%	15%	
Ingresos Faes								5	10	16	
EE.UU.											
Mercado EE.UU. (Mns €)										1809	
<i>Cuota mercado Bilastina (Objetivo Faes: 13%)</i>										6%	
Ventas Bilastina										109	
Royalties Faes										18	
Europa (ex Iberia)											
Mercado Europa (exIberia) (Mns €)								950	973	1023	
<i>Cuota mercado Bilastina (Objetivo Faes: 20%)</i>								4%	6%	10%	
Ventas Bilastina								38	58	102	
Royalties Faes								6	10	17	
RoW											
Mercado RoW (Mns €)								1.470	1.507	1.583	
<i>Cuota mercado Bilastina (Objetivo Faes: 15%)</i>								0%	4%	8%	
Ventas Bilastina									60	127	
Royalties Faes									10	22	

Fuente: Estimaciones "la Caixa"



Riesgos:

Legales:

- 1) Propio del sector Farma
 - a. De concederse la aprobación sobre los fármacos en fase de estudios, el riesgo implícito en todos los medicamentos de nueva comercialización a gran escala, la improbable toxicidad en pacientes.

Operativos:

- 2) Inherentes a la compañías de Farma.
 - a. No obtener finalmente el permiso para la comercialización de los compuestos sobre los que se está trabajando.
 - b. Retrasos en la comercialización afecta de forma ostensible la valoración de la compañía tanto desde el punto de vista cuantitativo como cualitativo
 - c. La aparición de nuevos competidores que estén desarrollando compuestos equivalentes



Sistema de recomendaciones:

El periodo al que se refiere la recomendación se establece entre seis meses y un año. La recomendación está basada en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación. La evolución posterior de alguna de esas variables (como por ejemplo: cambios sobrevenidos en tipos de interés, tipos de cambio, precios de materias primas, y otras variables que pueden ser tanto específicas de la compañía, como generales de su sector) podría motivar un cambio de recomendación mediante un nuevo informe de análisis. En general, se establecen cuatro tipos de recomendación: Comprar: precio objetivo superior en un 15% de la cotización actual; Sobreponderar: precio objetivo superior entre 0% y 15% de la cotización actual; Infraponderar: precio objetivo inferior entre un 0% y 15% de la cotización actual; Vender: precio objetivo inferior a un 15% de la cotización actual. Sin embargo, y por razones específicas, podremos dar una recomendación más alta o más baja que la que implique la diferencia entre el precio objetivo y la cotización actual de mercado. Excepcionalmente, podremos utilizar las dos siguientes recomendaciones: Sin recomendación; Recomendación en revisión. A 30 de septiembre de 2010 nuestras recomendaciones son las siguientes: Comprar: 52% del total, Sobreponderar: 25% del total, Vender: 6% del total, Infraponderar: 17% del total, En revisión: 0% del total, Acudir a la OPA 0% del total.

1. El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstas no han sido tomadas en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

2. Este documento, ha sido elaborado por "la Caixa" con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetos a cambio sin previo aviso. "la Caixa" no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato o compromiso.

3. El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaboradas por "la Caixa" y están basadas en informaciones de carácter público, y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por "la Caixa", por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección, así como, ni la recomendación ni la valoración han sido revelados al emisor antes de su difusión.

4. "la Caixa" no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

5. Los directores o empleados de la "Caixa" pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. "la Caixa" dispone de un Reglamento Interno de Conducta el aprobado por el Consejo de Administración de la Entidad con fecha 19 de Julio de 2007, y modificada en la sesión del mismo órgano de 18 de septiembre de 2008, siguiendo el Modelo de Reglamento Interno de Conducta, publicado por la CECA para Cajas de Ahorro, que establece una serie de medidas destinadas a prevenir y evitar los conflictos de interés en el desarrollo de sus funciones por los empleados de "la Caixa". Dichas medidas incluyen la obligación de los empleados de "la Caixa" de informar de los conflictos de interés a que estén sometidos por sus relaciones familiares, su patrimonio personal o por cualquier otra causa, y mantener dicha información actualizada, así como el establecimiento de barreras y medidas de separación entre las distintas áreas de actividad que desarrolla la entidad relacionadas con valores negociables o instrumentos financieros y con respecto al resto de áreas y departamentos de "la Caixa" de conformidad con lo previsto en la legislación aplicable, a fin de que la información y documentación propia de cada área de actividad se custodie y utilice dentro de ésta y la actividad de cada una de ellas se desarrolle de manera autónoma con respecto a la de las demás. Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de "la Caixa" u otra entidad del grupo "la Caixa" pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo "la Caixa" o cualquier otra entidad del grupo "la Caixa" puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

6. Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de "la Caixa". Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

7. Ninguna parte de este informe podrá reducirse, llevarse o transmitirse a los EE.UU. de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los EE.UU. de América.

8. A 30 de septiembre de 2010, "la Caixa" era titular, directa o indirectamente de al menos un 1% del capital social de las siguientes compañías cuyas acciones están admitidas a negociación en algún mercado organizado y que pueden ser objeto de análisis en el presente informe: Critería, Gas Natural S.D.G., S.A., Repsol YPF, S.A., Bolsas y Mercados Españoles S.A., Telefónica, S.A., Abertis Infraestructuras, S.A., Banco Portugués de Inversión SGPS, S.A., Bank of East Asia, Boursorama S.A., Inmobiliaria Colonial S.A., Metrovacesa, Erste Group Bank y Grupo Financiero Inbursa. Adicionalmente, "la Caixa" o entidades vinculadas pueden tener financiación concedida a alguno de los emisores mencionados en el presente informe.

9. "la Caixa" es una entidad de crédito sometida a la supervisión del Banco de España y a la CNMV en materias específicas del mercado de valores.

10. "la Caixa" puede ser creador de mercado o proveedor de liquidez en algunos de los valores mencionados en recomendaciones contenidas en este documento. "la Caixa" puede haber sido entidad directora o codirectora durante los 12 meses previos (30 de septiembre de 2010) de una oferta pública de alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este documento. "la Caixa" puede haber prestado servicios bancarios de inversión durante los 12 meses previos a alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este documento siendo las siguientes empresas cotizadas: Enagas. "la Caixa" puede ser parte de un acuerdo con un emisor relativo a la elaboración de la recomendación.

11. El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe no está vinculado a operaciones de banca de inversión realizadas por "la Caixa" o por cualquier otra persona jurídica vinculada a ésta.

12. "la Caixa" y el resto de entidades vinculadas que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos miembros.