

FAES FARMA

Productos farmacéuticos y biotecnología

COMPRAR

Francisco Rodríguez 91 782 9157/8
RodriguezFra@bancsabadell.com

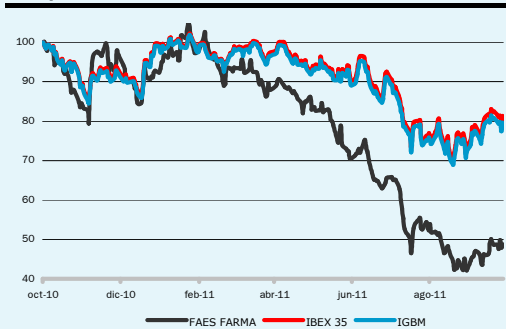
INFORMACIÓN CLAVE

Reuters / Bloomberg:	FAE.MC/FAE SM
Cap. Bursátil / EV	273 M / 365 M
# acciones:	204,8 M
12M Max/Min:	3,00/1,21
Perf. Rel. IBEX 35 (1,3,6 meses):	0,3%/-13,1%/-30,3%
Vol. medio acc. M Eur/M Acc.	0,329/0,187
Beta (5años)	0,81
Free-float:	97,2%
Accionistas Principales	
Consejeros	2,77%

BS(e)	2010	2011e	2012e
Ventas Totales	203	211	224
Crec. %	3,7%	4,4%	5,9%
EBITDA	32	25	35
Crec. %	-7,1%	-22,2%	43,2%
Margen EBITDA	15,6%	11,6%	15,7%
EBIT	23	16	27
Crec. %	-11,2%	-29,7%	68,6%
Margen EBIT	11,1%	7,5%	11,9%
BDI	20	13	19
Crec. %	-6,2%	-36,0%	48,6%
x ACC.	2010	2011e	2012e
BPA	0,10	0,06	0,09
Crec. %	-13,4%	-39,1%	48,6%
BPA Ajustado	0,10	0,06	0,09
Crec. %	-13,4%	-39,1%	48,6%
DPA	0,09	0,08	0,08
Crec. %	0,0%	-14,3%	0,0%
CFPA	0,14	0,10	0,13
Crec. %	-3,0%	-25,9%	27,8%
VCPA	0,85	0,79	0,80
RATIOS	2010	2011e	2012e
PER	13,67x	22,38x	15,06x
PER Ajustado	13,67x	22,38x	15,06x
PCF	9,41x	13,31x	10,42x
PVC	1,65x	1,77x	1,74x
ROE	12,1%	7,9%	11,5%
Yield	6,5%	5,6%	5,6%
EV/Ventas	1,69x	1,73x	1,62x
EV/EBITDA	10,80x	14,87x	10,32x
EV/EBIT	15,16x	23,08x	13,60x

Fuente: Análisis BS

Compañía vs País e Índice Ibex:



Fuente: Bloomberg

¡Se aprobó Bilastina!!

Cierre (24-10-11): 1,49 euros /acc.

P.O.: 2,70 euros/acc. (potencial +81,82%)

- Su exposición a España (>90% ventas) y las dudas sobre las medidas de reducción de gasto farmacéutico y la falta de noticias de Bilastina han pesado sobre el valor de manera exagerada (-36% en el año vs IBEX). Está barata y esperamos mejor newsflow a corto plazo.
- **Negocio farma:** Sufre los recortes de gasto sanitario de 2010 (-7,5%), que se está compensando con licencias (ventas 1S'11: -0,2%). Los márgenes están sufriendo por los costes de comercialización inicial de Bilastina (~3 M euros en 2011) y las nuevas licencias, pero su aportación irá aumentando, mejorando notablemente los Rdos. Los recortes de 2011, deberían tener menos impacto. Nosotros asumimos un impacto similar por prudencia (~10 M euros; 4,5% ventas'11).
- **Bilastina:** Aprobada en Europa en septiembre'10, se comercializa en España desde abril'11 e irá haciéndolo en nuevos mercados en 2012. Así, su aportación debería ir en aumento, llegando a representar ~10% ventas en 2013e y hasta ~19% a partir de 2017e. En España ha alcanzado ya una cuota del 10%.
- **Nuevos hitos:** Esperan llegar a un acuerdo para la distribución de Bilastina en Japón (mercado ~2.000 M dólares). Sería muy positivo, aunque no esperamos que aporte a los Rdos. hasta 2016 (vs 2013 hasta ahora). La idea de distribuir Bilastina en EE.UU. sigue parada.
- **Valoración:** Rebajamos el P.O. por DCF (WACC 9,1%; g 1%) hasta 2,70 euros/acc. (vs 4 euros/acc. antes). Las razones para dicha rebaja son: **i) escenario macro más conservador** (0,4 euros/acc.), **ii) nuevas medidas de Sanidad** (0,2 euros/acc.), **iii) más gastos asociados a licencias y Bilastina** (0,1 euros/acc.), **iv) retraso de comercialización en Japón** desde 2013 a 2016 (0,1 euros/acc.), **v) reducción de la g a 1% desde 2%** (0,25 euros/acc.; dudas de crecimiento del sector), **vi) incremento de WACC de 8,6% a 9,14%** (0,25 euros/acc.). Intentando ser muy conservadores, rebajamos el EBITDA recurrente en un -15% y el EBITDA'15e (pre Japón) en un -30%. La TACC'10-15e en EBITDA pasa de un +22% a un +14%, fruto de los efectos comentados.
- **Recomendación:** A pesar de la rebaja en estimaciones y el retraso de hitos de Bilastina, obtenemos un fuerte potencial (+82%). **FAE ha caído un -48% frente al día anterior a la aprobación de Bilastina.** Creemos que, una vez ya asumido el impacto de las medidas de reducción del gasto sanitario, la **vuelta de noticias relacionadas con Bilastina y una mayor visibilidad en los acuerdos de licencia, deberían beneficiar al valor. La mayor pega son los ratios a los que cotiza (EV/EBITDA'11e 15x) que evidencian unos gastos actuales para asegurarse el crecimiento futuro (9,5x en 2013 e <5x en 2015).**
- **Escenarios:** Nuestro **escenario macro alternativo** asume recesión y nos llevaría a una valoración de 1,62 euros/acc. (+9% potencial). Con Bilastina sólo en España el P.O. sería 1,41 euros/acc. (-5,4%). Con Bilastina sólo en Europa (2,5 euros/acc.; +68%). De incluir EE.UU. (3,35 euros/acc. +124%; poco probable actualmente). Ver pag. 6.
- **Técnico:** Sigue siendo bajista, tanto a largo como a corto plazo, pero recientemente ha tocado mínimos no vistos desde 1997 en 1,16€, repuntando a continuación, intentando recuperar y consolidar la base de un canal bajista, cuyo soporte (1,25€) habrá que seguir vigilando. Desde los niveles actuales el potencial de mejora es relevante.

Índice

1. ULTIMOS EVENTOS E IMPLICACIONES.....	3
MEDIDAS DE REDUCCION DEL GASTO Y NUEVAS LICENCIAS.....	3
BILASTINA: VIENTO EN POPA	3
REVISION DE ESTIMACIONES	4
2. VALORACION, RECOMENDACIÓN Y ESCENARIOS	5
ESCENARIOS DE VALORACION.....	6
ESCENARIO ALTERNATIVO – ECONOMÍA EN RECESION	6
3. ANÁLISIS TÉCNICO	7
4. DATOS FINANCIEROS	8
5. DATOS OPERATIVOS.....	8

1. ULTIMOS EVENTOS E IMPLICACIONES

MEDIDAS DE REDUCCION DEL GASTO Y NUEVAS LICENCIAS

En **julio de 2010**, el **Ministerio de Sanidad anunció unas medidas de recorte de gasto, con implicación para todo el sector**. Estas medidas que las compañías no esperaban, suponen para FAE ~9 M euros de ventas (4,6% de las ventas y ~26% del EBITDA de 2009). **Estas medidas ya se han dejado notar en 2S'10 y en 1S'11.**

Los acuerdos de licencia tratan de compensar la reducción del gasto sanitario.

Para compensar esto, **FAE sigue potenciando la consecución de acuerdos de licencia con farmacéuticas importantes en los mercados de España y Portugal**. En este sentido, FAE ha firmado en los últimos años varios acuerdos importantes en este sentido (Bondenza, Acoxel, SLA), con unas ventas potenciales conjuntas de 30-40 M euros (18% de las ventas'09). Adicionalmente **desde finales de 2010, FAE ha anunciado dos importantes acuerdos en España** (Sitagliptina de Merck y Hirobriz de Novartis) con unas ventas potenciales conjuntas que estimamos >40 M euros adicionales (20% de las ventas'10) en 5 años, si bien la Sitagliptina ya tendrá impacto en 2011.

Los costes de inicio de comercialización de licencias y Bilastina afectarán al 2011. Pero deberían ir reduciéndose a la vez que sus ventas crecer.

Los Rdos. del 1S'11, dejaron apreciar la importancia de los acuerdos comentados. Así, las ventas se mantuvieron planas, a pesar del efecto de los descuentos (4,1% ventas 1S'10). Sin embargo, a nivel de EBITDA hubo una caída del -20%, fruto de los **gastos asociados con el inicio de comercialización de las nuevas licencias y de Bilastina**. A tenor de los visto en el 1S'11, **estimamos que a nivel anualizado estos costes podrían rondar los 10 M euros en 2011** (6% del total de costes del 2010 y un 30% del EBITDA'10). Estos costes **no son extrapolables y deberían ir reduciéndose de manera notable los próximos años, a medida que los productos vayan madurando**. Sin embargo, **la foto del 2011, quedará claramente afectada por esta circunstancia**.

Por último, **FAE espera que las medidas de reducción de gasto anunciadas este año** (obligación de recetar genéricos, reducción de precios de medicamentos con patente superior a 10 años pero sin genérico en mercado) tengan un impacto menor a las anunciadas en 2010. Nosotros por prudencia asumimos un impacto similar de ~10 M euros en ventas (4,5% ventas'11), en la medida en que el Ministerio de Sanidad estima un ahorro semejante al conseguido con los descuentos comentados en 2010 (~2.500 M euros).

BILASTINA: VIENTO EN POPA

Bilastina fue aprobada en septiembre de 2010 por la agencia de medicamento alemana. Como era esperado, **desde su aprobación, ha recibido la autorización de comercialización en varios países de Europa** donde destacamos Alemania, Reino Unido, España, Portugal, Suecia, etc. En todo caso, el objetivo es la aprobación en los 29 países europeos, algo que debería alcanzarse sin ningún problema de manera paulatina.

En España comenzó su comercialización en abril'11 y tiene ya una cuota ~10%.

En abril de 2011, comenzó la comercialización de Bilastina (con el nombre de Bilaxten) en España. Desde entonces ha habido poco newsflow sobre la evolución de las ventas, si bien la compañía se muestra satisfecha con la evolución. En concreto, ha comentado que **ha alcanzado una cuota de mercado en España del 9,5% en sus 3 primeros meses, dando muestra del interés del fármaco**. Además de la propia FAES, Pfizer y Menarini comercializarán el producto con otras marcas en España, aportando royalties a FAES (15-20% BS(e)).

En el resto de Europa y otros mercados, deberíamos empezar a ver ventas en 2012.

En el **resto de Europa**, FAES tiene un acuerdo de licencia con Menarini firmado en 2007 y que engloba 51 países. Esperamos que este acuerdo vaya **aportando a la cuenta de Rdos. de FAES (vía royalties), algo que deberíamos ver con mayor intensidad a partir del 2012**. Además, tienen acuerdo de segunda licencia en otros países europeos. Adicionalmente **FAE ha firmado acuerdos de licencia en otros mercados** como India, Méjico, Norte de África, Corea del Sur, Brasil, que deberían aportar a la cuenta de Rdos. los próximos años.

En definitiva, la comercialización de Bilastina ya ha comenzado en España y su en otros países se iniciará en los próximos meses. **Los acuerdos alcanzados con importantes grupos farmacéuticos a nivel global, hacen pensar que dicha comercialización debiera ser un éxito**.

Japón es el otro gran mercado con posibilidades de entrada. EE.UU. por el momento está descartado.

El espaldarazo definitivo para FAE sería alcanzar un acuerdo en el mercado japonés (~2.000 M dólares), que supondría un importante potencial de cara al futuro y además un ingreso extraordinario a día de hoy por la firma del contrato de licencia (10-15 M euros BS(e); 4,7%/7,1% de las ventas'11e; aunque la visibilidad en este punto es reducida). Este **hito es algo que la compañía viene buscando desde hace varios años y sería una muy buena noticia tanto cualitativa como cuantitativamente**.

REVISION DE ESTIMACIONES

Revisamos nuestros números incluyendo todo lo comentado anteriormente y tratando de ser aún más cautos tanto en el negocio farmacéutico “tradicional”, como en lo que a Bilastina se refiere. Los principales cambios y su impacto en P.O. son:

- **Escenario macro más conservador** (impacto en valoración: -0,4 euros/acc. en P.O.; -10%)
- Las **nuevas medidas del Ministerio de Sanidad** (impacto: -0,2 euros/acc.; -5%) conocidas en julio'11, que pasan por el uso de genéricos. Las medidas de julio de 2010 ya estaban incluidas en nuestros números. Asumimos un impacto similar por prudencia (~10 M euros; 4,5% ventas'11), si bien la compañía cree que las más recientes les afectan menos.
- Los **mayores gastos asociados a licencias y Bilastina** (impacto: -0,1 euros/acc.; -2,5%). En estimaciones supone incrementar los gastos un 4% en 2011 y un 3,5% en 2012, como consecuencia del inicio de comercialización de estos productos. Estos gastos deberían ir diluyéndose en el tiempo, mientras la aportación de los fármacos además irá en aumento.
- **Retraso de comercialización en Japón** en nuestras estimaciones, desde 2013 a 2016 (impacto: -0,1 euros/acc.; -2,5%).
- **Reducción de la g hasta 1% desde 2%** (-0,25 euros/acc.; -6,3%), como consecuencia de las dudas sobre el crecimiento en el sector en el futuro.

Todos estos impactos se resumen en la siguiente tabla que muestra nuestras estimaciones nuevas frente a las antiguas.

	Estimaciones nuevas frente a antiguas						
	2009	2010	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e
Ventas	195,3	202,5	211,5	224,0	237,8	250,5	271,9
crec.		3,7%	4,4%	5,9%	6,2%	5,3%	8,5%
EBITDA	34,0	31,6	24,6	37,2	44,1	45,8	60,3
crec.		-7,1%	-22,2%	51,4%	18,7%	3,9%	31,4%
Mg. EBITDA		15,6%	11,6%	16,6%	18,6%	18,3%	22,2%
EBIT	25,4	22,5	15,8	28,7	35,8	37,8	52,4
crec.		-11,2%	-29,7%	81,2%	24,8%	5,5%	38,5%
Net Pr.	21,3	20,0	12,8	20,4	25,5	27,2	38,1
crec.		-6,2%	-36,0%	60,0%	24,7%	6,8%	40,0%
Estimaciones anteriores							
Ventas	195,3	202,5	220,6	244,9	275,0	288,7	298,9
crec.		3,7%	8,9%	11,0%	12,3%	5,0%	3,6%
EBITDA	34,0	31,6	38,7	52,4	68,5	76,3	84,6
crec.		-7,1%	22,5%	35,5%	30,6%	11,4%	10,9%
Mg. EBITDA	17,4%	15,6%	17,5%	21,4%	24,9%	26,4%	28,3%
EBIT	25,4	22,5	29,6	43,4	59,4	67,2	75,5
crec.		-11,1%	31,5%	46,4%	37,0%	13,1%	12,4%
Net Pr.	21,3	20,0	25,5	31,4	42,8	48,8	55,4
crec.		-6,2%	27,6%	23,4%	36,1%	14,0%	13,5%

Fuente Análisis BS

Cabe destacar que los cambios comentados tienen un **efecto importante en el crecimiento futuro**. La TACC'10-15e en EBITDA pasa de un +22% a un +14%, si **bien este sigue siendo muy relevante gracias al potencial de Bilastina y las nuevas licencias**.

Como se puede apreciar, asumimos unos márgenes operativos más conservadores dada la asunción de un escenario macro más desfavorable (con impacto en los incrementos de precio futuros), el efecto de las nuevas medidas de recorte de gasto sanitario y los mayores gastos por el inicio de comercialización de productos. En todo caso, **los márgenes siguen siendo atractivos y deberían tener una evolución claramente favorable, a medida que los royalties cobrados por Bilastina y los ingresos por las nuevas licencias vayan en aumento**.

2. VALORACION, RECOMENDACIÓN Y ESCENARIOS

Reducción de la g de 2% al 1% por la madurez que alcanzarán los productos en cartera, incluido Bilastina al final del periodo de estimaciones (2020).

Más allá de la revisión de estimaciones, ha habido cambios en lo que a la valoración se refiere. Hemos incrementado las primas de riesgo en España, con un **importante impacto en la WACC de FAE que pasa de 8,6% a 9,14%** (con un impacto en valoración de 0,25 euros/acc.; -6,3%). **Además, como hemos comentado hemos reducido la g desde 2% hasta el 1% como consecuencia de las dudas sobre el crecimiento futuro** y por la madurez que alcanzarán los productos en cartera, incluido Bilastina al final del periodo de estimaciones (2020), en un intento de ser aún más cautos. **La WACC del 9,14% para un negocio sólido como el farmacéutico, creemos que ya refleja los riesgos implícitos del valor, entre los que podríamos considerar nuevas medidas de recorte de gastos futuros o problemas con la comercialización de Bilastina en alguno de los mercados asumidos.**

Con la revisión de estimaciones comentada y la revisión del crecimiento perpetuo, alcanzamos un **P.O. de 2,70 euros/acc. (+82% de potencial), que resumimos en la siguiente tabla:**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018...	...2020
EBIT x (1-t)	19,2	24,4	29,4	37,7	47,2	52,5	52,5	52,6
Amortización	8,8	8,5	8,3	8,2	8,0	7,9	7,8	7,6
Inversión	-7,6	-6,6	-7,1	-7,3	-6,3	-6,8	-7,0	-7,6
Variación Circulante	5,0	2,5	2,3	-0,5	8,0	0,8	2,9	-0,4
FCF	35,5	34,2	43,0	50,2	39,2	39,6	50,9	52,1
VAN	633,5	Wacc	9,14%	Ke	9,8%	Kd	3,2%	
deuda neta/prov/AF	-79,7	Ke/Kd	90/10	ALR	0,035			
Valor accionista	553,8	g	1,0%	R. Eqty	0,07			
...por acc.	2,70			beta	0,90			

Fuente Análisis BS

La cotización de FAE está un 52% por debajo de la cotización previa a la aprobación de Bilastina.

Cabe destacar, que **FAE está cotizando un 48% por debajo de la situación previa a la aprobación de Bilastina.** Desde entonces el único cambio real ha sido la medida de recorte de gasto sanitario conocida en agosto '11 (las medidas de 2010 fueron conocidas antes de la aprobación de Bilastina en septiembre de 2010), que como hemos comentado justificaría un impacto en valoración de 0,2 euros/acc. (-5%). Creemos que esta circunstancia no justifica por tanto la reciente evolución del valor, que creemos **que debería reaccionar al alza a medida que podamos ir viendo newsflow positivo por las ventas de Bilastina y la posibilidad de su comercialización en Japón, así como por una comparativa más fácil en el 2S'11.**

El negocio "tradicional" de FAE representa 1,30 euros/acc. (48%): Nuestros números ya asumirían las medidas de ahorro de costes conocidas hasta ahora en España y no consideraría la entrada de ninguna nueva licencia (algo poco probable, en la medida en que FAE está muy activo en este aspecto y es una de sus principales vías de crecimiento futura).

Bilastina supone 1,40 euros/acc. de la valoración (53%): Ya desde el 2T'11 y de manera más evidente desde 2012, Bilastina debería empezar a aportar en mayor medida a los Rdos. por las ventas primero en España y luego de Europa. Además, **asumimos que las ventas en Japón comienzan a materializarse en 2016 (vs 2013 hasta ahora), con un impacto en P.O. de 0,1 euros/acc.** La aportación estimada de Bilastina en Rdos. se puede ver en la siguiente tabla:

	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Ventas Bilastina España y Portugal	7,3	14,7	22,3	22,5	30,3	30,9	31,5	32,2	32,8	33,5
FAES (ventas directas)	2,9	5,9	8,9	9,0	12,1	12,4	12,6	12,9	13,1	13,4
Royalties cobrados por 2as licencias (15%)	0,0	1,3	2,0	2,0	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0	3,0
Impacto total FAES (España y Portugal)	2,9	7,2	10,9	11,0	14,9	15,2	15,5	15,8	16,1	16,4
% cuota mcdo Esp & Port	5,0%	10,0%	15,0%	15,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Mercado mundial antihistamínicos										
EEUU/Canada	1.624,5	1.543,3	1.466,1	1.466,1	1.466,1	1.466,1	1.466,1	1.466,1	1.466,1	1.466,1
UE	1.040,4	1.050,8	1.061,3	1.071,9	1.082,6	1.093,5	1.104,4	1.115,4	1.126,6	1.137,9
Asia (básicamente Japón)	1.124,2	1.146,7	1.169,7	1.193,1	1.205,0	1.217,0	1.229,2	1.241,5	1.253,9	1.266,5
ROW	396,8	404,7	412,8	421,0	429,5	438,0	446,8	455,7	464,9	474,2
Mercado total M (euros)	4.185,9	4.145,5	4.109,9	4.152,1	4.183,2	4.214,7	4.246,5	4.278,8	4.311,5	4.344,6
% cuota EE.UU.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
% cuota UE	2,5%	5,0%	7,5%	10,0%	12,5%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
% cuota Asia	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
% cuota ROW	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
% Cuota Mundo	0,4%	1,6%	2,5%	3,1%	4,0%	5,6%	6,6%	6,6%	6,7%	6,7%
Ventas Bilastina Mundo	7,8	52,5	79,6	107,2	135,3	205,4	249,5	252,2	254,9	257,7
Royalties	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Ingresos Licencia FAES	0,0	7,9	11,9	16,1	20,3	30,8	37,4	37,8	38,2	38,7
Total Ingresos por Bilastina	2,9	15,1	22,9	27,1	35,2	46,0	52,9	53,6	54,3	55,1

Fuente Análisis BS

ESCENARIOS DE VALORACION

La siguiente tabla trata de mostrar los **niveles de valoración en función de distintos escenarios**. La cotización actual está asumiendo, no sólo el impacto de las nuevas medidas de ahorro de gasto farmacéutico en España, sino que además sólo estaría dando un 13% de probabilidades a la comercialización de Bilastina en Europa y 0% en Japón. Creemos que **este escenario no es razonable, teniendo en cuenta el número de licencias firmadas ya por Bilastina en varios países del mundo, con buena parte de las mayores farmacéuticas a nivel global y además considerando que su comercialización ya ha sido aprobada en varios países de Europa**. Esto se resume de manera evidente en la siguiente tabla:

	Escenarios de valoración					
	P.O.	Potencial	EBITDA'12e	EBITDA'14e	EBITDA'16e	TACC'12-16e
ExBilast	1,31	-11,8%	23,4	30,0	40,9	15,0%
Bilastina sólo España y Portugal	1,41	-5,1%	28,3	31,5	43,0	11,0%
Bilastina sólo Europa	2,50	68,4%	37,2	45,7	66,3	15,5%
Bilastina con Europa, Japón y RoW (ex EE.UU.)	2,71	82,5%	37,2	45,7	73,3	18,5%
Bilastina con EE.UU. (poco probable)	3,35	125,6%	n.a.	n.a.	n.a.	

Fuente Análisis BS

Entendemos que **sobre FAE ha pesado su condición de *small cap* española**, que ha afectado a otras compañías de su mismo tamaño, unido a **las dudas sobre medidas de recorte de gasto sanitario**. Creemos que esto ha hecho que el mercado haya dejado de lado el potencial de Bilastina, dejándolo en niveles inferiores a los que cotizaba cuando fue aprobada. Además, los gastos de nuevas licencias y la comercialización de Bilastina, dejan un 2011 con caída de EBITDA, algo que debería mejorar notablemente desde 2012, pero que en una visión corto placista tiene un efecto muy negativo (atendiendo a múltiplos, etc).

ESCENARIO ALTERNATIVO – ECONOMÍA EN RECESION

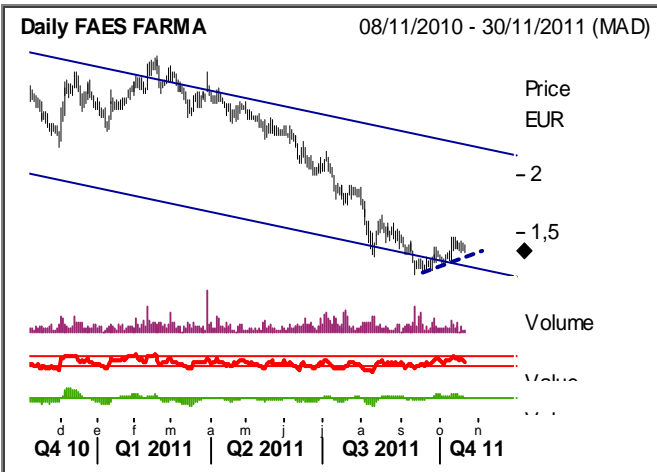
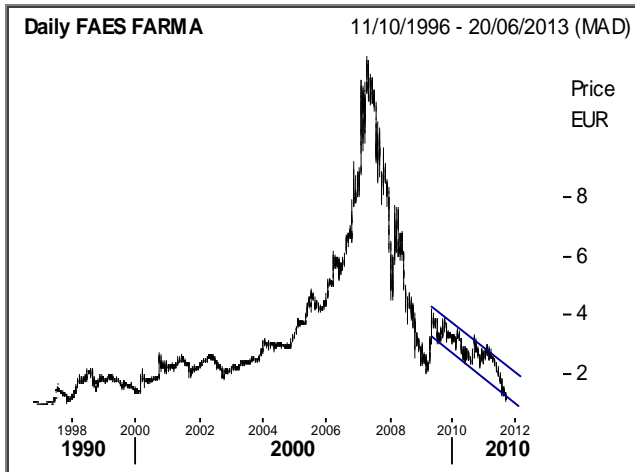
Nuestro escenario macro central asume un crecimiento moderado los próximos años. Bajo un **escenario macro alternativo de economía en recesión y a pesar de la recurrencia del negocio farmacéutico, entendemos que podríamos ver nuevos recortes de gasto con impacto en valoración**. Además, creemos que habría que incrementar primas de riesgo (dando lugar a un WACC del 12,4% vs 9,14% en el central) y asumir una g menor por menor previsión de crecimiento futuro (0% vs 1% en el central). Bajo este escenario, **alcanzamos una valoración de 1,62 euros/acc.** (+9% frente a la cotización actual). Esto supondría reducir en un -10% el EBITDA considerado recurrente, un 7% el de 2012 y hasta un 12% el estimado en 2014. Los detalles sobre las diferencias entre ambos escenarios se pueden ver en la siguiente tabla:

	Diferencias entre escenarios de valoración	
	Central	Alternativo
EBITDA'12e	35,2	32,5
EBITDA'14e	48,8	38,6
EBITDA'20e (rec)	80,6	70,5
WACC	9,1%	12,4%
g	1,0%	0%
P.O.	2,71	1,62
Potencial	82,5%	9,1%

Fuente Análisis BS

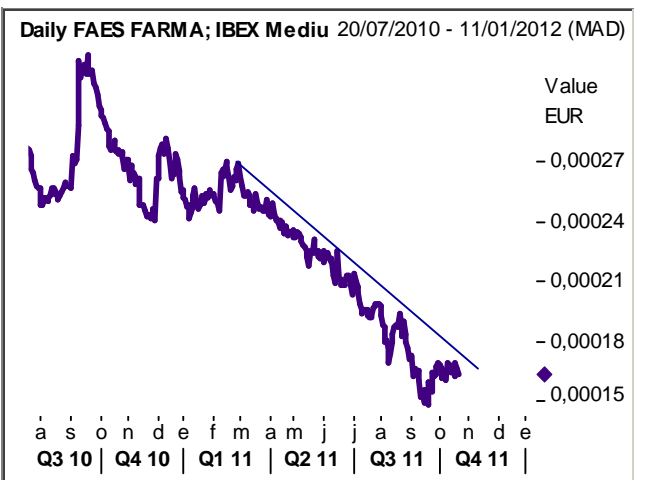
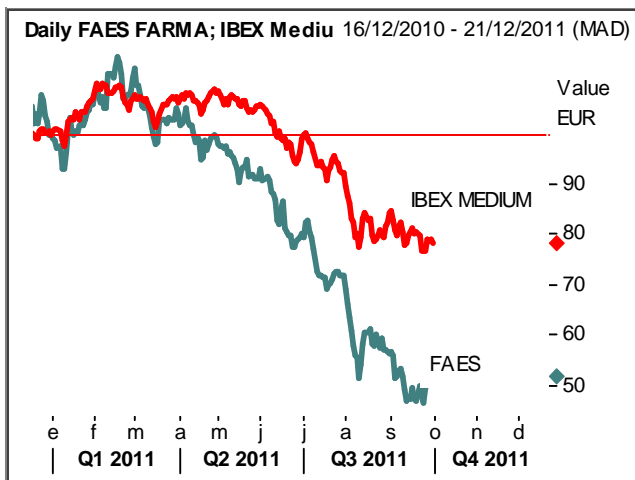
3. ANÁLISIS TÉCNICO

FAES (20/10/11)		Último precio	Soportes	Var.%	Resistencias	Var.%
Tendencia a largo:	Bajista	1,37	1,20	-12,4	1,65	20,4
Tendencia a corto:	Bajista		1,16	-15,3	1,91	39,4



LARGO PLAZO: FAES mantiene una tendencia bajista, tanto a largo como a corto plazo. Actualmente ha tocado una zona de mínimos que no se veía desde el año 1997. El día 13 de septiembre'11 ha tocado un mínimo intradía en 1,16€, intentando hacer suelo en la siguientes sesiones en 1,20€.

CORTO PLAZO: En el corto plazo, el valor ha recuperado el suelo del canal bajista, dibujado en el gráfico. A nivel de osciladores técnicos, el momento es positivo, el oscilador de Fuerza Relativa (RSI-14) ha marcado una divergencia alcista en zona de sobreventa, lo que ha provocado un ligero repunte que esperamos consolide por encima de la base del canal bajista. Apreciamos mínimos relativos ascendentes que podrían formar una directriz alcista. El potencial de mejora es importante, si bien habrá que vigilar que no perfore el suelo del canal, situado actualmente en 1,215€, ni los mínimos recientes de 1,20€. Recomendaríamos tomar posiciones sobre 1,296 (posible directriz alcista).



FAES vs. IBEX Medium Cap.: El valor lleva un peor comportamiento relativo en lo que va del año 2011, con una caída de -49% vs. -22% del IBEX de media capitalización. En las últimas sesiones registra una evolución mejor que la media del mercado, como lo muestra el ratio, si bien éste todavía presenta una tendencia bajista. La posible rotura de la misma, nos avisaría del posible cambio de tendencia, para tomar posiciones largas.

4. DATOS FINANCIEROS

	2008	2009	2010	2011e	2012e	2013e	TACC 08/13
PERDIDAS Y GANANCIAS							
Ventas	194,2	195,3	202,5	211,5	224,0	237,8	4,1%
<i>Crec%</i>		0,6%	3,7%	4,4%	5,9%	6,2%	
EBITDA	34,2	34,0	31,6	24,6	35,2	42,1	4,2%
<i>Crec%</i>		-0,8%	-7,1%	-22,2%	43,2%	19,8%	
<i>Margen EBITDA</i>	17,6%	17,4%	15,6%	11,6%	15,7%	17,7%	
EBIT	25,7	25,4	22,5	15,8	26,7	33,8	5,7%
<i>Crec%</i>		-1,2%	-11,2%	-29,7%	68,6%	26,6%	
<i>Margen EBIT</i>	13,2%	13,0%	11,1%	7,5%	11,9%	14,2%	
Impuestos	-4,3	-4,7	-4,4	0,0	-4,2	-5,2	4,1%
<i>Tasa Impositiva (%)</i>	-28,0%	-28,0%	-28,0%	0,0%	-28,0%	-28,0%	
Minoritarios s/ BAI (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
BDI	19,6	21,3	20,0	12,8	19,0	23,9	4,1%
<i>Nº Accs medio</i>	160,1	180,1	195,0	204,8	204,8	204,8	
<i>BPA</i>	0,12 €	0,12 €	0,10 €	0,06 €	0,09 €	0,12 €	-0,9%
<i>Crec%</i>		-3,6%	-13,4%	-39,1%	48,6%	26,1%	
<i>BPA Ajust.</i>	0,12 €	0,12 €	0,10 €	0,06 €	0,09 €	0,12 €	-0,9%
<i>Crec%</i>		-3,6%	-13,4%	-39,1%	48,6%	26,1%	
DPA	0,09 €	0,09 €	0,09 €	0,08 €	0,08 €	0,08 €	-3,0%
<i>Payout (%)</i>	74,4%	77,2%	89,1%	125,3%	84,3%	66,9%	
<i>Yield (%)</i>	6,5%	6,5%	6,5%	5,6%	5,6%	5,6%	
Capex	11,1	13,9	9,1	6,3	6,7	7,1	-8,5%
FLUJOS DE TESORERIA (M euros)							
NOPLAT	18,5	18,3	16,2	15,8	19,2	24,4	5,7%
Amortizaciones	8,6	8,6	9,0	8,7	8,5	8,3	-0,7%
Variación Circulante Neto	-23,1	0,1	14,9	9,5	2,2	2,5	-163,9%
Total Inversiones	11,1	13,9	9,1	6,3	6,7	7,1	-8,5%
Ajustes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Cash Flow Libre	38,9	12,9	1,3	8,7	18,7	23,0	-9,9%
BALANCE (M Euros)							
Activo fijo	148,1	150,2	148,6	146,3	144,5	143,4	-0,6%
Circulante neto	13,1	13,2	28,2	37,7	39,9	42,4	26,4%
<i>% circulante neto / Ventas</i>	6,8%	6,8%	13,9%	17,8%	17,8%	17,8%	
Patrimonio neto atribuible	156,7	162,8	165,5	161,5	164,5	172,4	1,9%
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0%
Deuda Neta	43,0	53,0	68,0	79,0	77,0	70,0	10,2%
<i>Deuda Neta / Equity</i>	0,3x	0,3x	0,4x	0,5x	0,5x	0,4x	
<i>Deuda Neta / EBITDA</i>	1,3x	1,6x	2,2x	3,2x	2,2x	1,7x	
ROE	12,5%	13,1%	12,1%	7,9%	11,5%	13,9%	
ROCE	9,2%	8,5%	6,9%	6,6%	8,0%	10,0%	
RATIOS DE MERCADO							
EV/Ventas	1,38x	1,56x	1,69x	1,73x	1,62x	1,50x	
EV/EBITDA	7,80x	8,98x	10,80x	14,87x	10,32x	8,45x	
ROCE/WACC							
PER	11,42x	11,84x	13,67x	22,38x	15,06x	11,94x	
PER Ajustado	11,42x	11,84x	13,67x	22,38x	15,06x	11,94x	
P/CF	7,95x	8,43x	9,41x	13,31x	10,42x	8,87x	
P/VC	1,43x	1,55x	1,65x	1,77x	1,74x	1,66x	
FCF Yield	14,5%	4,2%	0,4%	2,4%	5,2%	6,5%	

5. DATOS OPERATIVOS



Dirección Análisis**Assistants**

Ana Torrente: TorrenteA@bancsabadell.com
Isabel Riera: Rieral@bancsabadell.com
Eamon Donoghue: DonoghueE@bancsabadell.com
Conchi Galán: GalanC@bancsabadell.com

Director Análisis

Nicolás Fernández: FernandezNi@bancsabadell.com

Financieras

Mario Lodos: LodosM@bancsabadell.com

Utilities, gas y energía

Nicolás Fernández: FernandezNi@bancsabadell.com
Jorge González: GonzalezJo@bancsabadell.com

TMTs

Jesús Domínguez: DominguezJe@bancsabadell.com
María Cebollero: CebolleroM@bancsabadell.com
Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com

Industriales

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com

**Farmacia, química y
papeleras**

Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com

**Construcción, materiales
de construcción e
inmobiliarias**

María Cebollero: CebolleroM@bancsabadell.com
Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com

**Distribución, retail,
logística, alimentación y
bebidas**

Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Jesús Domínguez: DominguezJe@bancsabadell.com

**Hoteles, transportes y
autopistas**

Jesús Domínguez: DominguezJe@bancsabadell.com
Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com

**Análisis Derivados, Cuantitativo y
Técnico**

Diego Ferrer: FerrerDiego@bancsabadell.com
Javier Agrela: AgrelaFranciscoJavier@bancsabadell.com

Equipo Small&Medium

María Cebollero: CebolleroM@bancsabadell.com
Javier Esteban: EstebanJ@bancsabadell.com
Jesús Domínguez: DominguezJe@bancsabadell.com
Marta Díaz de la Cuerda: DiazMarta@bancsabadell.com

Equipo Eurostoxx50

Glen Spencer Chapman: chapmang@bancsabadell.com
Francisco Rodríguez: RodriguezFra@bancsabadell.com
Jorge González: GonzalezJo@bancsabadell.com
Ignacio Romero: Romerolgnacio@bancsabadell.com
Andrés Bolumburu: BolumburuA@bancsabadell.com

Estrategía de Renta Variable y Crédito

Glen Spencer Chapman: chapmang@bancsabadell.com
Antonio Zamora: ZamoraAntonio@bancsabadell.com
Patricia Garcia: GarciaCPatricia@bancsabadell.com
María Salud Vicente: VicenteMariaSalud@bancsabadell.com
Diego Fernández: FernandezDi@bancsabadell.com

Disclaimer sin asesoramiento de inversión**Sistema de recomendaciones:**

El periodo al que se refiere la recomendación se establece en 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.

Las recomendaciones de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. son COMPRAR, VENDER y BAJO REVISIÓN. La recomendación de COMPRAR se emite para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución mejor a la del mercado (referencia Ibex35 e Índice General de la Bolsa de Madrid para las compañías españolas; referencia Eurostoxx50 para las compañías de la zona Euro) mientras que las de VENDER se emiten para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. espera una evolución peor a la del mercado de referencia. La recomendación de BAJO REVISIÓN se emite para aquellas compañías en las que la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. está analizando posibles cambios en las estimaciones o valoración tras algún hecho relevante que haga posible ese análisis detallado.

El presente informe ha sido preparado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., basado en información pública disponible, empleando información de fuentes consideradas fiables, pero Banco de Sabadell, S.A. 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.

Banco de Sabadell, S.A. se encuentra supervisado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y por el Banco de España.

Este informe, ha sido elaborado por la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe, y está sujeto a cambio sin previo aviso. Banco de Sabadell, S.A. no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. 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.

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 en este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores. Banco de Sabadell, S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe 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 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.

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 rentabilidad.

Banco de Sabadell, S.A., así como sus Consejeros, directores o empleados pueden: tener una relación comercial relevante con la Compañía o Compañías referidas en el presente documento; formar parte de los órganos de gobierno de las mismas; tener posición directa o indirecta en cualesquiera de los valores o instrumentos emitidos por dicha o dichas Compañías; negociar con dichos valores o instrumentos por cuenta propia o ajena, incluso actuando como creador de mercado de los mismos o proveedor de liquidez; disponer de derechos de cualquier tipo para la adquisición de valores emitidos por la Compañía o Compañías analizadas o vinculados directa y fundamentalmente a ellos; proporcionar servicios de asesoramiento u otros al emisor de dichos valores o instrumentos; tener intereses o llevar a cabo transacciones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

No obstante lo señalado en el párrafo anterior, el Grupo Banco Sabadell tiene establecidos procedimientos de actuación y medidas de control que constan en el Reglamento Interno de Conducta del Grupo Banco Sabadell en el ámbito del mercado de Valores (aprobado por el Consejo de Administración de Banco de Sabadell el 26 de noviembre de 2009), aplicable a los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A., para prevenir y evitar los conflictos de interés en el desarrollo de sus funciones. Dichas medidas incluyen la obligación de los miembros de la Dirección de Análisis de Banco de Sabadell, S.A. 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 Banco de Sabadell, S.A. 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 otros departamentos de Banco de Sabadell, S.A. u otra entidad del grupo Banco Sabadell 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 Banco de Sabadell, S.A. o cualquier otra entidad del grupo Banco Sabadell puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento.

Dicho Reglamento Interno de Conducta puede consultarse en la Web corporativa del Grupo Banco Sabadell (www.bancosabadell.com).

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de Banco de Sabadell, S.A.

Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

A 31 de diciembre de 2009, Banco de Sabadell, S.A. era titular, directa o indirectamente de al menos un 3% 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: BANCO COMERCIAL PORTUGUÉS, FERSA ENERGIAS RENOVABLES, S.A., COMPANYIA D'AIGÜES DE SABADELL, S.A., METROVACESA, S.A., FLUIDRA, S.A.. Adicionalmente, Banco de Sabadell, S.A. o entidades vinculadas pueden tener financiación concedida a alguno de los emisores mencionados en el presente informe.

Banco de Sabadell, S.A., directa o indirectamente, o alguna entidad vinculada puede haber sido entidad directora o codirectora durante los 12 meses previos de una oferta pública de alguno de los emisores cuyos valores se mencionan en recomendaciones contenidas en este documento, o 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 informe. Banco de Sabadell, S.A. puede ser parte de un acuerdo con un emisor relativo a la elaboración de la recomendación.

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 Banco de Sabadell, S.A., parte de los cuales puede ser generado por actividades de banca de inversión.