

Faes Farma

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

Bilastina: fármaco sin competencia

Elena Fernández
 efernandez@ahorro.com
 914 368 675

Comprar

Precio Actual (18 Abr 2006): **18,42€**Precio Objetivo (Dic 2006): **23,20€**

Magnitudes y ratios

Fuente: Análisis ACF y compañía

(Mn€)	2005	2006e	2007e	2008e
B° neto atribuible	23,2	18,8	20,2	21,2
% inc.	11,6	-18,6	7,2	5,1
EBITDA	34,2	39,1	42,6	45,5
% inc.	21,4	14,2	9,0	6,7
EBIT	20,0	23,4	25,6	27,4
% inc.	31,2	17,4	9,4	7,1
BPA (€)	0,41	0,33	0,32	0,30
% inc.	-2,2	-18,6	-3,5	-5,4
DPA (€)	0,24	0,24	0,24	0,24
% inc.	0,0	0,0	0,0	0,0
PER	40,4	55,1	57,2	60,4
VE/EBITDA	27,9	27,1	27,5	28,5
VE/EBIT	47,8	45,2	45,7	47,3
Rentab. divdo. (%)	1,4	1,3	1,3	1,3
P/V	7,1	7,6	8,0	8,4

Información relevante

Fuente: Análisis ACF y Bloomberg

Nº acciones (Mn)	55,6	Vol. día (Mn€)	1,2
Capitalización (Mn€)	1.025,1	Free-float (%)	97,0
Ticker Reuters	FAE.MC	Máx.(€)	19,91
Ticker Bloomberg	FAE SM	Mín.(€)	12,07

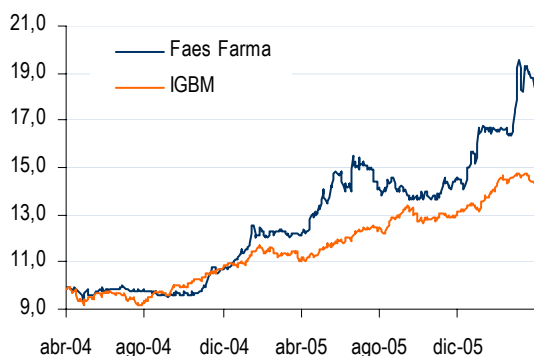
Comportamiento bursátil

Fuente: Análisis ACF y Bloomberg

(%)	1 mes	3 meses	1 año	YTD
Absoluto	6,3	19,4	52,0	30,9
Relativo	8,5	10,7	22,2	21,9

Evolución bursátil (€)

Fuente: Bloomberg



Tesis de inversión

■ **Faes Farma** es una empresa farmacéutica dedicada a la fabricación, comercialización y exportación tanto de productos farmacéuticos como de materias primas para su venta a otros laboratorios. Sin embargo, en los últimos años se inició en la adquisición de licencias o productos a otras farmacéuticas para incrementar sus ventas y compensar la caída de los ingresos, motivada por la reducción de precios impuesta por la Ley del Medicamento.

■ Por otro lado, y como vía para sortear un presente marcado por la reducción de los gastos del Sistema Nacional de Salud, **Faes apostó por la investigación, de donde surgió Bilastina, un antihistamínico en Fase III.** La proyección de este medicamento una vez inicie su comercialización (prevista para 2008) es muy elevada, teniendo en cuenta que el mercado mundial de este tipo de fármacos es de unos 6.000Mn\$, y que en los próximos dos años vencen las patentes de sus principales competidores: Allegra (octubre de 2006) y Zyrtec (diciembre de 2007).

■ En esta línea, Faes está **negociando, entre otros, con cinco de las grandes multinacionales farmacéuticas la venta de la licencia de comercialización**, noticia que, de producirse, podría ser muy bien acogida en mercado.

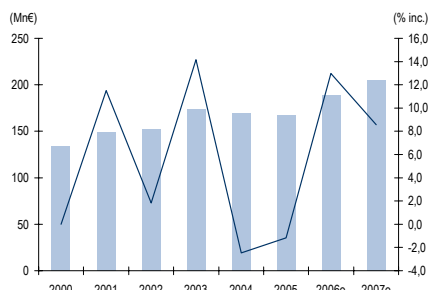
■ **Recomendamos Comprar con precio objetivo (Dic'06) de 23,2€/acción.** El negocio recurrente de Faes supone el 80% del precio objetivo (18,0€/acción), mientras que Bilastina añade los 5,2€ restantes (sobre una probabilidad de éxito del 90% por la próxima solicitud de comercialización ante la EMEA).

Últimas noticias

■ Faes, junto con Zeltia, Rovi, Lipotec y Dendrico, han formado el consorcio Nanofarma para el diseño y desarrollo de nuevos sistemas de liberación de fármacos dirigiéndolos hacia el órgano o tejido afectado.

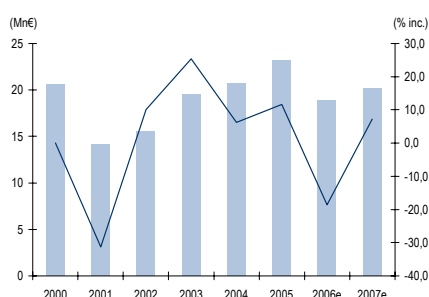
Evolución de las ventas

Fuente: Análisis ACF y compañía



Evolución del beneficio neto

Fuente: Análisis ACF y compañía



Principales hipótesis

Fuente: Análisis ACF y compañía

Precio objetivo (€)	23,2
% potencial revaloración	26,0%
Ventas TACC 2005-08	9,2%
EBITDA TACC 2005-08	9,9%
Pay-out (%)	58,5%
Deuda/EBITDA	0,5
EBIT/Resultado financiero	53,07
ROCE (%)	15,0
ROE (%)	13,8

Perfil y estrategia de la compañía

La actividad principal de Faes Farma comprende la investigación, fabricación y venta tanto de productos farmacéuticos (éticos, publicitarios y dermofarmacia) como materias primas de uso farmacéutico. Sin embargo, las últimas fusiones del sector en España han hecho que la venta de especialidades de la compañía no sea suficiente para competir en el mercado farmacéutico nacional, dominado por las grandes multinacionales, lo que le ha llevado a desarrollar una política estratégica a tres bandas:

- Investigación:** orientada a la consecución de nuevos fármacos activos sobre el sistema respiratorio y el sistema nervioso central o útiles en el tratamiento de procesos antiinflamatorios, osteoporosis y cáncer. Los productos más representativos de estas investigaciones son Bilastina (antihistamínico cuya comercialización está prevista para 2008), Flufenoxina (antidepresivo en fase preclínica), y ciertos inhibidores de la recaptación de la serotonina. Por otro lado, y estrechamente vinculado con el I+D de Faes Farma, cuenta con 1% de la biotecnológica canadiense ViRexx, quien confirió en exclusiva los derechos de comercialización de OvaRex® (fármaco en Fase III que espera lanzarse al mercado a finales de 2007) para el tratamiento del cáncer de ovario en España y Portugal.
- Licencias:** Faes cuenta con licencias de comercialización de nueve de las doce principales multinacionales farmacéuticas, lo que hace que el 50% de su actividad en España y Portugal esté sujeta a contratos de licencia.
- Adquisición de productos a otras compañías:** en los últimos años Grupo Faes ha destinado parte de sus inversiones a la compra de marcas y registros considerados de interés por su connotación de oportunidad de negocio o por completar gamas de líneas de producto ya existentes.

Valoración y factores de sensibilidad

Para valorar el negocio de Faes hay que tener en cuenta sus negocios presente y futuro. Por un lado está la venta de los fármacos de prescripción, OTCs y materias primas que lleva a cabo y a la que previsiblemente se irán añadiendo fármacos nuevos a medida que vaya firmando acuerdos de comercialización y/o adquiera productos.

Sin embargo, su apuesta más fuerte es el lanzamiento comercial de **Bilastina**, prevista para 2008. En nuestras estimaciones barajamos una **probabilidad de éxito del 90%** (el compuesto está en Fase III avanzada), logrando una cuota de mercado el primer año en España en torno al 10% (5% en Europa), que se irá incrementando con el paso del tiempo favorecido por la finalización de las patentes de sus principales competidores. Además, Bilastina supondrá un **“first payment” a Faes de unos 40Mm€** más unos royalties, lo que hará que el margen EBIT de la cuenta de resultados de Bilastina se pueda situar por encima del 20%.

En cuanto al método de valoración, en ambos casos (negocio actual y Bilastina) hemos optado por el DCF. En el caso del negocio tradicional estamos empleando un WACC del 5,2% y una G del 1,5%; mientras que en el caso de Bilastina, el WACC se eleva al 12,2% y la G al 2,5%, dando como resultado un **precio objetivo de 23,2€/acción y una recomendación de Comprar.**

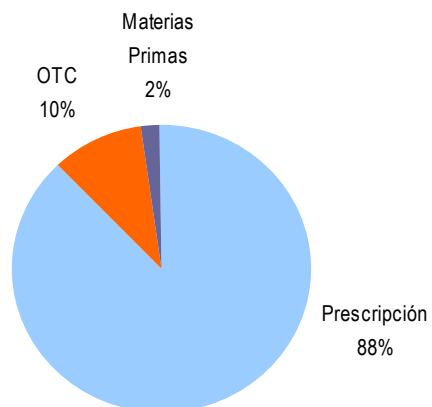
Principales magnitudes

Fuente: Análisis ACF y compañía

(Mn€)	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e
Ventas	173,3	169,1	167,1	188,8	204,9	217,7
% inc.	14,1	-2,5	-1,2	13,0	8,5	6,3
Coste de las mercancías vendidas	-63,3	-59,2	-54,0	-63,0	-68,6	-73,2
Margen bruto	110,1	109,8	113,1	125,7	136,3	144,6
Costes de explotación	-69,7	-81,7	-78,9	-86,7	-93,7	-99,1
EBITDA	40,4	28,2	34,2	39,1	42,6	45,5
% inc.	16,7	-30,3	21,4	14,2	9,0	6,7
Amortización del inmovilizado	-15,7	-13,0	-14,2	-15,6	-17,0	-18,0
EBIT	24,8	15,2	20,0	23,4	25,6	27,4
% inc.	2,5	-38,6	31,2	17,4	9,4	7,1
Resultado financiero	-0,1	7,1	0,2	-0,4	-0,4	-0,2
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros resultados	-2,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beneficio antes de impuestos	22,5	22,3	20,2	23,0	25,3	27,2
Impuesto de sociedades	-2,9	-1,6	3,0	-4,1	-5,1	-6,0
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beneficio neto atribuible	19,5	20,8	23,2	18,8	20,2	21,2
% inc.	25,3	6,2	11,6	-18,6	7,2	5,1
BPA (€)	0,35	0,42	0,41	0,33	0,32	0,30
% inc.	25,3	19,5	-2,2	-18,6	-3,5	-5,4
DPA (€)	0,19	0,24	0,24	0,24	0,24	0,24
% inc.	11,1	23,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	35,2	33,7	37,4	34,5	37,2	39,3
% inc.	35,0	-4,2	10,9	-7,8	7,8	5,7
Variaciones de NOF	5,7	-1,1	16,0	10,2	16,1	19,1
Capex	-42,3	16,5	12,8	19,1	12,8	10,2
Cash flow libre	-1,4	49,2	66,2	63,7	66,1	68,6
Remuneración al accionista	-10,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otras variaciones de deuda	-0,5	49,6	76,9	65,2	64,9	66,1
Balance						
Activo fijo neto	108,9	113,7	143,4	158,9	183,5	210,9
Inmovilizado financiero	16,3	0,3	0,7	0,7	0,8	0,8
Necesidades operativas de fondos (NOF)	16,2	17,3	1,2	-8,9	-25,0	-44,1
Otros activos/(pasivos) neto	-16,0	-3,3	4,4	5,4	3,8	0,8
Capital empleado	125,4	127,9	149,8	156,1	163,1	168,4
Recursos propios	117,8	120,1	131,6	136,7	145,1	153,1
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	7,6	7,8	18,2	19,4	18,0	15,3
Márgenes (%)						
Margen bruto/Ventas	63,5	65,0	67,7	66,6	66,5	66,4
EBITDA/Ventas	23,3	16,7	20,5	20,7	20,8	20,9
EBIT/Ventas	14,3	9,0	11,9	12,4	12,5	12,6
Ventas/Capital empleado	138,2	132,2	111,5	120,9	125,6	129,3
EBITDA/Capital empleado	32,2	22,0	22,8	25,0	26,1	27,0
ROCE	19,7	11,9	13,3	15,0	15,7	16,3
ROE	16,6	17,3	17,6	13,8	13,9	13,9
Endeudamiento (x)						
Deuda financiera neta/Capital empleado	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Deuda financiera neta/EBITDA	0,2	0,3	0,5	0,5	0,4	0,3
EBIT/Resultado financiero	485,7	-2,1	-99,8	53,1	70,0	139,8
Nº Empleados	775	747	746	746	746	746

Desglose de las ventas por división (%)

Fuente: Análisis ACF y compañía



Principales accionistas (2006)

Fuente: Análisis ACF y compañía

Consejo de Administración (3%)

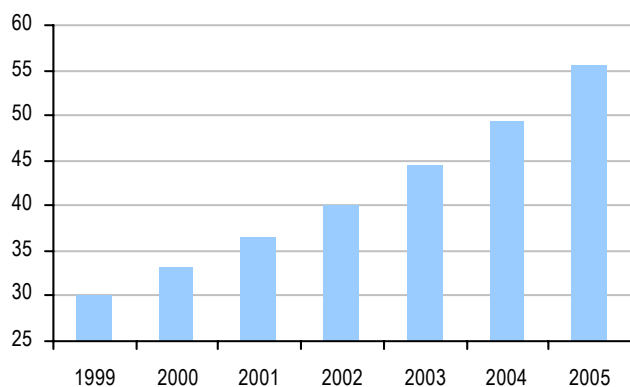
Principales participaciones (2006)

Fuente: Análisis ACF y compañía

ViRexx, Canadá (1%)

Evolución ampliaciones liberadas (Mn acciones)

Fuente: Análisis ACF y compañía



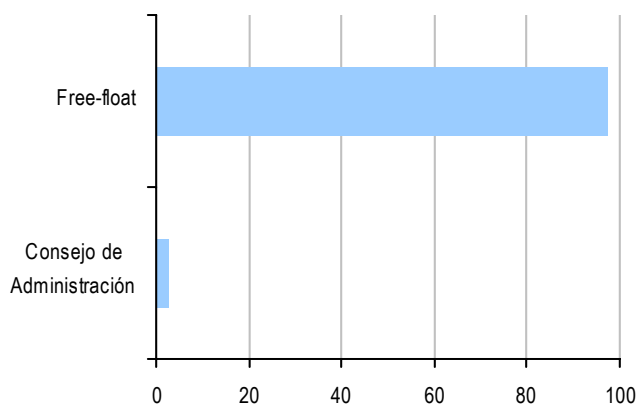
Magnitudes por acción

Fuente: Análisis ACF y compañía

	BPA (€)	DPA (€)	VC por acción (€)
1998	n.a.	0,00	n.a.
1999	n.a.	0,00	n.a.
2000	0,37	0,35	1,86
2001	0,25	0,20	1,84
2002	0,28	0,18	1,95
2003	0,35	0,19	2,12
2004	0,42	0,24	2,43
2005	0,41	0,24	2,33

Accionistas (%)

Fuente: Análisis ACF y compañía



Información de la empresa (2006)

Fuente: Análisis ACF y compañía

Dirección Financiera:
Alpedrete, 24
28045 Madrid (España)

Página web: www.faes.es

IR: Mariana Soroa
Atención al accionista: accionistas@faes.es (901 120 362)

Próximos acontecimientos

Fuente: Análisis ACF y compañía

Resultados 1T'06: hasta 15 mayo 2006