

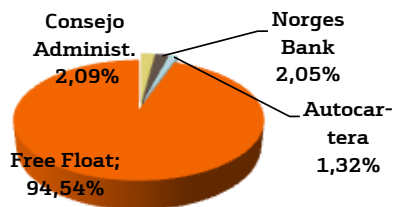
## Sector Farma

Sin apalancamiento, FAES es una oportunidad. Crecimiento del negocio impulsado por nuevas inversiones y sostenibilidad de dividendos.

### Datos Básicos (mercado)

Capitalización (M €): 614,8 M€  
 Último: 2,48 €/acc.  
 N° Acciones: 247,9 M acc.  
 Max / Min (52 sem): 2,62/1,612  
 Cód. Reuters / Bloomberg: FAE.MC / FAE SM

### Accionariado



### Principales cifras y ratios

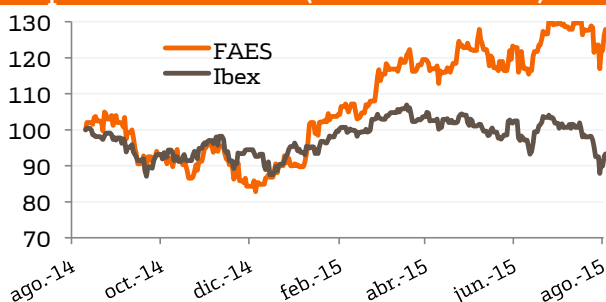
(M euros)	2013r	2014r	2015e	2016e	TAMI <sup>(1)</sup>
Ingresos	192	198	207	216	3,9%
Ebitda	36	42	45	48	9,5%
Mg. Ebitda	20,1%	21,9%	21,7%	22%	
BAI	24	33	37	40	
BNA	22	25	29	31	11,7%
BPA (€/acc.)	0,100	0,108	0,116	0,123	7,3%
DPA (€/acc.)	0,070	0,080	0,086	0,072	
Rent. Divid.	2,8%	4,8%	3,5%	2,9%	
PER	24,9x	15,6x	21,4x	20,1x	
DFN o Caja Neta	37	3	-7	-15	
DFN/Ebitda	1,0x	0,06x	n.a.	n.a.	
EV/Ebitda	17,1x	9,7x	13,5x	12,6x	

<sup>(1)</sup> TAMI 13/16 Fuente: Análisis Bankinter.  
<sup>(2)</sup> DIVIDENDO FLEXIBLE: el 92,03% de los accionistas eligieron pago en acciones.

### Valoración

Crecimiento sostenible esperado (g)	0,75%
Coste de capital (Ke)	7,2%
Coste de la deuda (Kd)	n.a.
Prima de riesgo (Rp)	5,6%
Tasa libre de riesgo (RFR)	2,1%
Weighted Average Cost of Capital (WACC)	7,2%
Beta (5 años)	0,91
<b>Precio objetivo (€/acc.)</b>	<b>3,0</b>
Cotización (€/acc.)	2,48
<b>Potencial de revalorización</b>	<b>19%</b>

### Comparativa con Ibex35 (últimos 12 meses)



Fuentes: Bloomberg y Análisis Bankinter.

### Equipo de Análisis de Bankinter:

**Ana de Castro** (analista principal de este informe)  
 Ramón Forcada      Jesús Amador      Rafael Alonso  
 Eva del Barrio      Pilar Aranda      Belén San José

Esther Gutierrez de la Torre      Avda. Bruselas 12  
 Ramón Carrasco      Ana Achau (Asesoramiento)      28108 Alcobendas  
 Madrid

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

<http://broker.ebankinter.com/www/es-es/cqi/broker+binarios?secc=OPVS&subs=DISC&nombre=disclaimer.pdf>

\* Si desea acceder directamente al disclaimer seleccione sobre el link "open weblink in Browser" con el botón derecho de su ratón.

Precio Objetivo: 3,0 €

Recomendación: Comprar

*Iniciamos cobertura de la compañía con recomendación de Comprar fijando el Precio Objetivo en 3,0€/acc. con un potencial de +19%. Los resultados del 1S'15 han dado consistencia al plan estratégico cuyo objetivo más destacado es la fuerte reducción del apalancamiento. Las cuentas saneadas consolidarán su crecimiento, con caja neta positiva (7M€ en jun.15) que eleva su capacidad de inversión y ofrece una atractiva rentabilidad por dividendo (yield'15 est. > 3%). Identificamos estos factores como sus principales fortalezas.*

**1.- Evolución del Negocio:** habiendo dejado atrás varios años de consecutivos de contracción en los ingresos, la tendencia se revierte en 2014 (+6% a/a) y parece haber tomado consistencia durante el 1S de 2015 (Ingresos Totales +5% a/a e Ingresos Ordinarios +9% a/a). Según nuestras estimaciones, concluirá este ejercicio con un ritmo de crecimiento de +8% en ingresos, +6,9% en Ebitda y +13,5% en BNA (supone alcanzar un BPA de 0,116€). Consideramos que la dependencia del mercado doméstico (España + Portugal) sigue siendo elevada (69% /sb total) pero debería ir equilibrándose gracias a la expansión internacional a tenor de la evolución de las ventas de Bilastina en otros países (+85% a/a) y los recientes acuerdos comerciales y de fabricación de nuevos productos en EE.UU. y en Asia. De cara a los próximos años, los esfuerzos se focalizarán en los mercados de Latinoamérica y África.

**2.- Apalancamiento:** la compañía cuenta con una posición de Caja Neta de 7M€ (1S'15) vs. Deuda Financiera Neta de 2,5M€ en dic'14. Esto supone haber disminuido el apalancamiento desde 3,1x Ebitda en 2011 hasta 0,1x en dic'14 gracias a una estricta política de contracción del gasto desde el año 2012 (-13% en 2013 y 0,0% en 2014), a los *royalties* cobrados por las licencias de Bilastina y al elevado número de accionistas (93% aproximadamente) que optaron por el pago en acciones (modalidad de dividendo flexible aplicado desde 2012). El reducido endeudamiento es una de sus principales fortalezas, en la medida que facilitará acometer nuevas inversiones en cumplimiento de sus objetivos estratégicos (nuevos productos y licencias, adquisición de negocios y/o compañías, inversión en sus plantas industriales y desarrollo de productos propios).

**3.- Dividendos:** la política de remuneración vía dividendo flexible parece haber tenido buena aceptación por parte de los accionistas (en 2014 el 92% eligió pago en acciones con un valor equivale 0,08€/acc. y que supone una *yield* de 4,8%). Tradicionalmente, Faes ha mantenido una generosa política de remuneración complementando el pago de dividendos (cash) con una ampliación de capital liberada (excepto en 2012) generando rentabilidad adicional al accionista, si bien, ésta se ha ido estrechando en los últimos años (desde 13% en 2009, 5% en 2010 y 2011, hasta 4% en 2014). Este año tampoco llevarán a cabo dicha ampliación de capital tradicional, continuando con la modalidad de dividendo flexible y *yield* (estimada) en torno a 3,5% que sigue siendo una rentabilidad atractiva. Además, Faes ha expresado su intención de recuperar el pago tradicional (efectivo), aspecto que valoramos positivamente.

**Conclusión.-** En base a los puntos detallados anteriormente encontramos en Faes una oportunidad de Compra, fijando nuestro Precio Objetivo en 3,0€/acc con un holgado potencial de +19%. Para obtener este precio hemos aplicado una prima de riesgo adicional de +2% sobre la *yield* del Ibex. Este precio supone aceptar un PER'15e de 21x y PER'16e de 20x que compara con un PER medio ampliamente más elevado de sus comparables (26x y 25x respectivamente). En términos de EV/Ebitda, la media de los comparables se sitúa en 17x en 2015 y 15x en 2017, superior al múltiplo que obtenemos para FAES (13x y 12x respectivamente). Por lo tanto, nuestro Precio Objetivo parece razonable y con un margen de revalorización suficientemente generoso (+19%), a pesar de exigir mayor retorno por no formar parte del Ibex (prima de riesgo: 5,6%).

<http://broker.bankinter.com/>  
<http://www.bankinter.com/>