

Sector: *Farmacéuticas**Los resultados 2021 se recuperan en 4T a pesar del declive de Bilastina***Faes Farma**

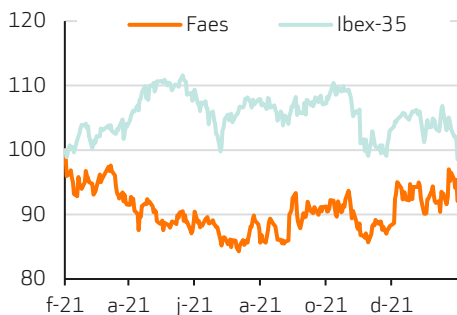
Recomendación: **Neutral**
 Precio Objetivo: **3,70€**
 Potencial: **+9,7%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

Datos

Precio 24/02/2022; 17:35h (€)	3,370
Nº acciones (M)	310,8
Capitalización (M€)	1.047,3
Máx/Min (52 sem.)(€)	3,66 / 3,09
Comportamiento 2022	-3,1%
Cód. Reuters/Bloomberg	FAE.MC / FAE SM

Mn€	2021	2022e	2023e	2024e
BNA	83	96	100	104
% inc.	14,6	15,1	4,5	4,0
EBITDA	114	130	136	140
% inc.	6,3	14,6	3,9	3,5
BPA (€)	0,28	0,31	0,32	0,33
% inc.	9,9	10,1	4,5	4,0
DPA (€)	0,21	0,22	0,23	0,24
% inc.	4,6	4,9	4,6	4,4
PER (x)	12,4	10,9	10,5	10,1
VE/EBITDA (x)	8,6	7,6	6,9	6,3
Rentab. div. (%)	5,9	6,4	6,7	7,0
PVC (x)	1,9	1,7	1,5	1,3

Ratios	2021	2022e	2023e	2024e
DFN/EBITDA (x)	Caja	Caja	Caja	Caja
DFN/FF.PP. (x)	Caja	Caja	Caja	Caja
CF Op./DFN (%)	Caja	Caja	Caja	Caja
DFN/CE (x)	Caja	Caja	Caja	Caja
EBITDA/CE (x)	0,2	0,2	0,2	0,2
ROCE (%)	17,2	17,3	17,2	16,8
ROE (%)	15,5	15,5	14,4	13,4

Evolución bursátil

Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	2,2	3,9	-7,9
Relativo	5,5	11,1	-6,5

Accionariado

Familias accionistas (estimado):	40,0%
Santander Asset Management:	3,0%
Autocartera:	1,5%

Fuentes: *Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV*

Las ventas en 4T mantienen la recuperación vista en 3T 2021 tras reanudarse las ventas de Bilastina a Taiho (Japón). El vencimiento de la patente de Bilastina en España (2021) y Europa (2022) abre una incógnita sobre este fármaco. La compañía ha recortado su precio en España (-45%) y, el volumen aumenta +9,5%. La evolución en Europa en 2022 es una incógnita a la vista de la caída de pedidos. El reto está en mantener el crecimiento de las nuevas moléculas (Calcifediol, Mesalazina) y del negocio recientemente adquirido en LatAm (Global Farma) para compensar el declive natural de Bilastina. Opinamos que los crecimientos se normalizarán con los del sector y que se alejarán de los dos dígitos de los últimos años. La compañía acelera las inversiones industriales con un plan de c. 170M€ hasta 2024. Reiteramos nuestra recomendación Neutral y Precio Objetivo de 3,70 €/acción.

La recuperación de las ventas en 4T 2021 unida al control de gastos operativos se refleja en una mejoría del EBITDA

Las **principales cifras del 4T 2021 estanco** son: **ventas** 103,5M€ (+15,9% a/a), **ingresos** 107,8M€ (+13,0%), **margen bruto** 64,9% (-2,1 p.p.), **gastos de explotación** 48,3M€ (+9,0%), **EBITDA** 18,8M€ (+21,8%), **margen EBITDA** 18,2% (+0,9 p.p.), **EBIT** 11,0M€ (+10,6%), **BAI** 10,8M€ (+18,0%), **BNA** 12,0M€ (+28,4%). Por lo tanto, las **principales cifras del año 2021** son: **ventas** 398,6M€ (+4,8% a/a, estimación BKT 400,8M€, consenso 409M€), **ingresos** 428,6M€ (+4,2%), **margen bruto** 70,9% (-0,4 p.p.), **gastos de explotación** 168,6M€ (+2,8%), **EBITDA** 113,9M€ (+6,3%, estimación BKT 127,5M€, consenso 111,4M€), **margen EBITDA** 4,9% (-0,5 p.p.), **EBIT** 94,3M€ (+8,7%), **BAI** 94,0M€ (+10,7%), **BNA** 83,2M€ (+14,6%, estimación BKT 95,2M€, consenso 78,2M€), **tesorería neta** 53,0M€ (-29,8%). [Link a los resultados.](#)

El reto es compensar el declive de Bilastina con nuevas moléculas

Nuestra valoración es positiva. Los resultados mejoran en 4T e impulsan los del año 2021, aunque están en línea con lo esperado por el consenso y, son algo inferiores a nuestra estimación. La compañía cumple con su guía 2021 de ventas (crecimiento de un dígito) y supera ampliamente la de EBITDA (89M€/93M€). Los efectos negativos del vencimiento de la patente de Bilastina en España (2021) y Europa (2022) y la bajada de precio (-45% en España desde julio) se compensan con el volumen vendido (+9,5% en España), las ventas de nuevas moléculas como Calcifediol y Mesalazina, la concesión de una licencia a Hikma para comercializar Bilastina en EE.UU. y, la aportación de la reciente adquisición de Global Farma al negocio de exportación y ventas en LatAm. La evolución de Bilastina en 2022 es una incógnita, los pedidos a Europa caen en 2021. Construye una segunda planta farmacéutica en Vizcaya y anuncia una de nutrición animal en Huesca. Prevemos que se financien con tesorería y el *cash flow* generado.

Reiteramos nuestro Precio Objetivo de 3,70 €/acc. y recomendación Neutral

Los fuertes crecimientos de ventas de los años anteriores se normalizan respecto al sector. Mantenemos nuestra recomendación invariada en **Neutral** y el **Precio Objetivo** en **3,70 €/acción.**

Impulso a las ventas y EBITDA en 4T 2021

- Las ventas aumentan +15,9% a/a en 4T 2021 y +4,8% en el año 2021 y los ingresos +13,0% y +4,2%, respectivamente. El 3T supuso un punto de inflexión tras caer las ventas e la primera mitad del año.
- Ligero retroceso del margen bruto en 2021 a 70,9% (-0,4p.p.) y mejora del margen EBITDA a 28,6% (+0,4p.p.)
- El aumento de las amortizaciones y deterioros en 4T (+42%) se refleja en crecimientos inferiores en el EBIT, BAI y BNA respecto al EBITDA. Este efecto es el contrario en el año 2021.
- La tesorería neta disminuye a 53,0M€ (-29,8% a/a) debido principalmente al aumento de las inversiones. Faes Farma está construyendo una nueva fábrica de productos farma en Derio (Vizcaya) con un presupuesto de 150M€ y prevé terminar esta inversión en 2024. Recientemente anunció la inversión de 17M€ para construir una fábrica de productos de nutrición animal en Huesca.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

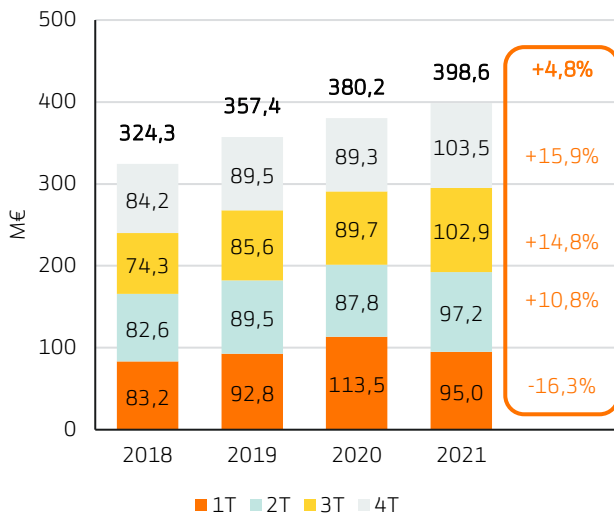
Millones de euros	4T20	4T21	Var. %	2020	2021	Var. %	Consenso	Est. BKT
Productos farmacéuticos				321,6	336,8	4,7		
Salud animal				56,8	60,3	6,2		
Otros				1,8	1,4	-21,2		
Ventas	89,3	103,5	15,9	380,2	398,6	4,8	409,0	401,0
Otros ingresos	6,1	4,3	-29,2	31,2	30,1	-3,7		
Total ingresos	95,4	107,8	13,0	411,5	428,6	4,2		
Beneficio bruto	59,8	67,1	12,3	271,1	282,5	4,2		
% de ventas	66,9	64,9		71,3	70,9			
Gastos operativos	-44,3	-48,3	9,0	-163,9	-168,6	2,8		
EBITDA	15,5	18,8	21,8	107,1	113,9	6,3	111,0	128,0
% de ventas	17,3	18,2		28,2	28,6			
Amortizaciones	-5,5	-7,8	42,2	-20,4	-19,6	-3,6		
EBIT	10,0	11,0	10,6	86,8	94,3	8,7		
% de ventas	11,2	10,7		22,8	23,7			
Resultado financiero	-0,8	-0,2	-73,1	-1,9	-0,3	-84,7		
BAI	9,2	10,8	18,0	84,9	94,0	10,7		
Impuestos	0,3	1,3	304,5	-11,5	-10,8	-6,4		
Tasa impositiva (%)	3,4	11,7		-13,6	-11,5			
Minoritarios	-0,1	-0,1		-0,8	-0,1			
Beneficio neto atribuible	9,3	12,0	28,4	72,5	83,2	14,6	78,0	95,0
Cash-flow de explotación				78,5	79,6			
Inversiones				-25,8	-83,5			
Cash flow libre				52,7	-3,8	-107,3		
Dividendos				-12,2	-13,7			
Otros				-1,1	-5,0			
Variación deuda financiera neta				-39,4	22,5			
Deuda financiera neta (- para caja neta)				-75,6	-53,0	-29,8		
DFN/EBITDA				Caja neta	Caja neta			

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

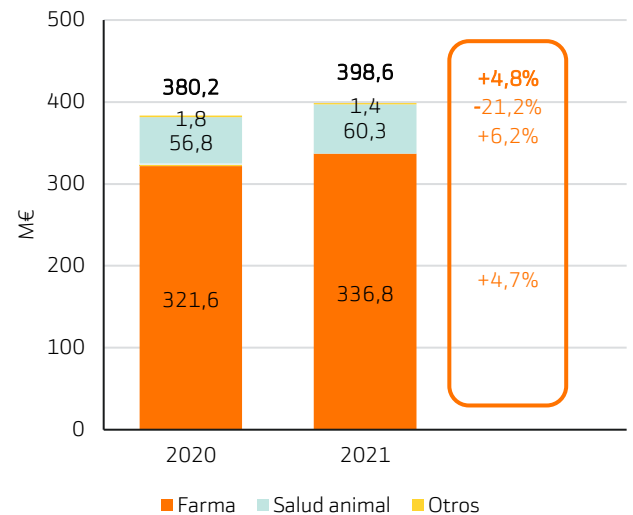
Ventas y EBITDA por trimestre

- Recuperación de ventas a lo largo de 2021. El incremento anual es +4,8%
- Las ventas de productos farma aumentan +4,7% a/a en 2021, es una crecimiento en línea con el sector. Nutrición animal crece al +6,2%.
- Se repite la estacionalidad en el margen EBITDA, con los trimestres 1 y 2 superiores a los 3 y 4. Puede ser un efecto relacionado con el cobro de royalties.

Cuadro 2. Ventas por trimestre



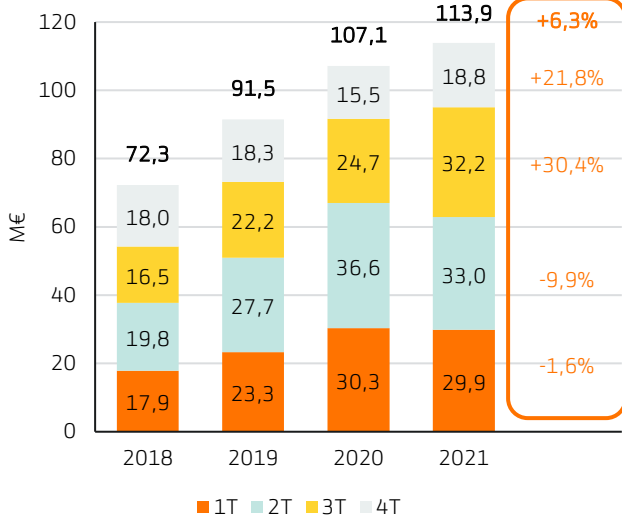
Cuadro 3. Ventas por segmento



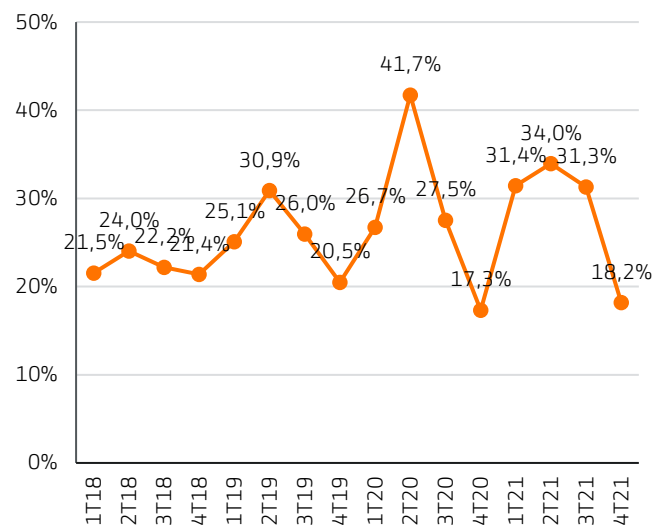
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. EBITDA por trimestre



Cuadro 5. Margen EBITDA por trimestre



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 6. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Cuenta de resultados						
Ventas	398,6	414,5	431,0	448,2	461,7	475,5
Beneficio bruto	282,5	306,9	318,5	330,5	339,9	349,6
EBITDA	113,9	130,5	135,6	140,3	140,1	140,6
Amortización del inmovilizado	-19,6	-18,8	-18,9	-19,0	-28,4	-29,2
EBIT	94,3	111,7	116,7	121,2	111,7	111,4
Resultado financiero	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1
Beneficio antes de impuestos	94,0	111,3	116,3	121,0	111,5	111,3
Impuesto de sociedades	-10,8	-15,6	-16,3	-16,9	-15,6	-15,6
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Beneficio neto atribuible	83,2	95,7	100,0	104,0	95,9	95,7
BPA (€)	0,28	0,31	0,32	0,33	0,31	0,31
DPA (€)	0,21	0,22	0,23	0,24	0,25	0,26
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	106,6	115,0	118,1	122,2	123,4	124,0
Variaciones de NOF	-26,9	-23,6	19,1	10,7	13,3	14,4
Inversión	-83,5	-65,2	-65,2	-65,2	-25,0	-25,0
Cash flow libre	-3,8	26,3	72,0	67,7	111,7	113,4
Remuneración al accionista	-13,7	-18,1	-20,4	-22,2	-24,0	-25,8
Otras variaciones	-5,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	22,5	-8,1	-51,5	-45,5	-87,7	-87,6
Balance						
Activo fijo neto	317,1	364,3	411,5	458,5	456,1	452,8
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	156,7	180,3	161,2	150,5	137,2	122,8
Otros activos/(pasivos) neto	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3	11,3
Capital empleado	485,0	555,9	583,9	620,3	604,5	586,8
Recursos propios	536,5	615,4	695,0	776,7	848,6	918,5
Minoritarios	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9
Deuda financiera neta	-53,0	-61,1	-112,7	-158,2	-245,9	-333,5
Valoración (DCF)						
(M€)		2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
NOPLAT			100,3	104,3	96,1	95,8
Amortización			16,0	16,1	25,5	26,3
NOF			19,1	10,7	13,3	14,4
Inversión			-65,2	-65,2	-25,0	-25,0
Cash flow libre			70,2	65,9	109,9	111,5
Valor terminal						1.127,3
Flujo a descontar			70,2	65,9	109,9	1.238,8
Factor descuento			0,92	0,85	0,78	0,72
VAN del flujo			64,7	56,0	86,0	893,9
Valor empresa		1.100,7				
Inversiones financieras		0,0				
Deuda neta		61,1				
Provisiones		-4,0				
Minoritarios y otros		-8,8				
Valor equity (Dic-2021e)		1.149,0				
Precio objetivo (€ por acción)		3,70				
Matriz de sensibilidad (€ por acción)						
		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
	9,5%	3,10	3,20	3,32	3,44	3,58
	9,0%	3,25	3,37	3,50	3,64	3,80
WACC	8,5%	3,42	3,55	3,70	3,86	4,05
	8,0%	3,61	3,76	3,92	4,11	4,33
	7,5%	3,82	3,99	4,18	4,40	4,65

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Modelo de descuento de flujos de caja libres (DCF).

Hipótesis principales

WACC 8,5%, tasa de crecimiento terminal (g): 0% (sin cambios).

Escenarios de precio objetivo

Base €3,70

- TAAC ventas 2021-2026e: +3,6%
- Margen EBITDA: objetivo 2026e 29%

Positivo €4,35

- TAAC ventas 2020-2026e: +5,0%
- Margen EBITDA: objetivo 2025e 32%

Negativo €2,85

- TAAC ventas 2020-2026e: +2,5%
- Margen EBITDA: objetivo 2024e 24%

Aspectos relevantes

- Crecimiento de ventas
- Evolución de márgenes

Catalizadores

- Evolución de las ventas de Calcifediol y Mesalazina
- Adquisiciones
- Política de retribución al accionista con mayor énfasis en pagos en efectivo

Riesgos

- Desaceleración ventas Bilastina
- Competencia de otros fármacos y genéricos
- Riesgos inherentes a las adquisiciones

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
26/02/2021	Neutral	4,40
13/04/2021	Neutral	4,10
30/04/2021	Comprar	4,10

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
28/07/2021	Neutral	3,90
02/11/2021	Neutral	3,90
25/02/2022	Neutral	3,70

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Jorge Pradilla - Logística

Mariana Queirós Ferro - Telecoms

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecoms

Eduardo Cabero - Seguros

Filipe Aires - Químicas y Papel

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable