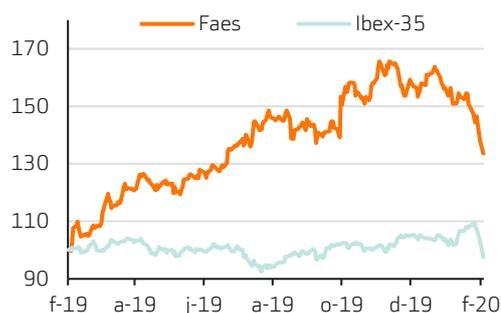


Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar***Resultados 2019 con crecimiento de ingresos de +13%***Faes**Precio Objetivo: **5,00€**Analista: **Pedro Echeguren****Datos Básicos**

Precio (€)	4,36
Nº acciones (Mn)	285,2
Capitalización (Mn€)	1.242,2
Máx/Mín (52 sem.)(€)	5,4 / 3,25
Cód. Reuters/Bloomberg	FAE.MC / FAE.SM

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
Bº neto grupo	64	79	88	96
% inc.	24,0	23,4	11,6	9,3
EBITDA	92	104	115	125
% inc.	26,6	13,9	10,6	8,6
BPA (€)	0,22	0,28	0,31	0,34
% inc.	24,0	23,4	11,6	9,3
DPA (€)	0,17	0,18	0,19	0,20
% inc.	15,1	4,0	5,6	5,3
PER (x)	22,3	15,7	14,1	12,9
VE/EBITDA (x)	14,8	10,9	9,3	8,0
Rentab. div. (%)	3,4	4,1	4,3	4,5
P/V (x)	3,5	2,6	2,2	1,9

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA (x)	-0,4	-1,0	-1,5	-1,9
DFN/FF.PP. (x)	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4
CF Op./DFN (%)	-186,7	-91,4	-57,4	-42,0
DFN/CE (x)	-0,1	-0,3	-0,4	-0,6
EBITDA/CE (x)	0,2	0,3	0,3	0,3
ROCE (%)	17,1	20,7	22,6	23,8
ROE (%)	15,5	16,4	15,8	15,1

Evolución bursátil

Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-13,6	-19,1	31,6
Relativo	-8,3	-15,1	34,7

Accionariado

Familias accionistas:	40,0%
Norges Bank:	3,1%
Santander Asset Management:	3,0%
Autocartera:	1,5%

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

Lo mejor de los resultados del año 2019 es que por cuarto año consecutivo, las ventas crecen a dos dígitos impulsadas por el negocio farma, los márgenes brutos, EBITDA y EBIT siguen aumentando, la generación de *cash flow* libre es sólida y el ROCE vuelve a aumentar, lo que indica el saber hacer de Faes al integrar las compañías adquiridas recientemente. Un reto para 2020 es integrar BCN Medical, adquirida en 4T19. La tesorería neta y la desahogada situación financiera permiten augurar que habrá nuevas compras de licencias o de empresas que contribuirán a impulsar los crecimientos en los años próximos. Nosotros revisamos nuestro precio objetivo al alza a 5,00 €/acción desde 4,50 €/acción y elevamos nuestra recomendación a Comprar desde Neutral.

Los ingresos crecen por cuarto año consecutivo a dos dígitos

Las **ventas en 2019** alcanzan 357 Mn€ (+10,2%, consenso 367 Mn€) y los **ingresos** 383 Mn€ (+12,7%, consenso 367 Mn€) que crecen a nivel superior a las ventas por el efecto positivo de los ingresos por hitos y royalties. Los ingresos por divisiones son: farma 300 Mn€ (+7,0%), salud animal 54 Mn€ (-1,8%), otros 30 Mn€ (+498%). Las **principales cifras de 2019** son: **beneficio bruto** 253 Mn€ (+15,2%), margen bruto 70,8% (67,8% en 2018), **EBITDA** 92 Mn€ (+26,6%, consenso 94 Mn€), margen EBITDA 25,6% (22,3% en 2018), **EBIT** 75 Mn€ (+20,8%), margen EBIT 20,9% (20,8% en 2018), **BAI** 74 Mn€ (+20,2%), **beneficio neto** 64 Mn€ (+24,0%, consenso 67 Mn€), **cash flow libre** 34 Mn€ (-16% debido al esfuerzo inversor con la compra de BCN Medical en octubre de 2019 aunque aumenta +13% excluyendo este efecto) y la **tesorería neta** 36 Mn€ (21 Mn€ en 2018). La **evolución en el 4T19 estanco** muestra crecimientos inferiores a los 9M19: los ingresos aumentan +8,3% (+14,3% en 9M19), EBITDA +1,8% (+34,9% en 9M19), EBIT -20,9% (+34,5% en 9M19), beneficio neto +13,2% (+26,5% en 9M19).

Resultados positivos impulsados por los ingresos y márgenes al alza

Son unos **resultados que calificamos de positivos**. Los **ingresos** aumentan a una tasa superior al 10% (esto es un crecimiento elevado en este sector), los márgenes aumentan debido a la evolución favorable del margen bruto y a moderación en los costes salariales (+6,8%). El balance está saneado con tesorería neta que prevemos se utilice -al igual en años recientes- para adquirir licencias o compañías que impulsen el crecimiento. Faes tiene un excelente historial a la hora de integrar las empresas adquiridas, el ROCE mejora al 17,1% en 2019 (14,3% en 2018, 13,0% en 2017, 8,5% en 2011).

Cambiamos recomendación a Comprar, nuevo precio objetivo 5,00 €/acción

Los resultados son positivos y opinamos que van a favorecer la evolución de la cotización. **Revisamos nuestro precio objetivo a 5,00 €/acción** desde 4,50 €/acción (+8,4%) y mejoramos nuestra recomendación a **Comprar** desde Neutral. Tras la caída de las bolsas por el efecto COVID-19, vemos buen valor en Faes.

Resultados impulsados por crecimiento de ingresos y márgenes al alza

- Buena evolución en 2019, con ingresos +12,7%, aumento del margen bruto a 70,8% (+3pp) y del EBITDA a 25,6% (+3,3pp). Este último refleja un crecimiento de salarios inferior a las ventas.
- El cash flow libre retrocede -15,7% en 2019 principalmente por la adquisición de BCN Medical en 4T19 por 12 Mn€. Si se excluye este efecto, aumenta +13%.
- La tesorería neta aumenta a 36 Mn€ (+74,5%).

Cuadro 1. Resumen de resultados

Millones de euros	4T18	4T19	Var. %	2018	2019	Var. %	Consenso
Productos farmacéuticos	0,0			280,4	300,0	7,0	
Salud animal	0,0			54,5	53,5	-1,8	
Otros	0,0			5,0	3,9	-21,4	
Total ingresos	88,1	95,4	8,3	339,9	383,2	12,7	366,7
Beneficio bruto	58,6	61,4	4,8	219,7	253,2	15,2	
<i>% de ventas</i>	<i>69,6</i>	<i>68,6</i>		<i>67,8</i>	<i>70,8</i>		
Gastos operativos	-40,6	-43,1	6,1	-147,5	-161,7	9,6	
EBITDA	18,0	18,3	1,8	72,3	91,5	26,6	93,9
<i>% de ventas</i>	<i>21,4</i>	<i>20,5</i>		<i>22,3</i>	<i>25,6</i>		
Amortizaciones	-2,7	-6,2	132,7	-10,3	-16,7	61,8	
EBIT	15,3	12,1	-20,9	62,0	74,9	20,8	80,1
<i>% de ventas</i>	<i>18,2</i>	<i>13,5</i>		<i>19,1</i>	<i>20,9</i>		
Resultado financiero	-0,1	-0,6	432,7	-0,2	-0,7	182,6	
BAI	15,2	11,6	-24,0	61,7	74,2	20,2	79,8
Impuestos	-5,4	-0,5	-91,5	-9,9	-10,1	2,2	
<i>Tasa impositiva (%)</i>	<i>-35,6</i>	<i>-4,0</i>		<i>-16,1</i>	<i>-13,7</i>		
Minoritarios	0,0	0,0		-0,2	-0,1	-69,2	
Beneficio neto grupo	9,8	11,1	13,2	51,6	64,0	24,0	66,7
Cash-flow de explotación				59,3	67,6	13,9	
Inversiones				-19,6	-34,0	74,1	
Cash flow libre				39,8	33,6	-15,7	
Dividendos				-7,5	-10,3	37,0	
Otros				-3,1	-7,7		
Variación deuda financiera neta				-29,2	-15,5	-47,0	
Deuda financiera neta (- indica caja neta)				-20,7	-36,2	74,5	-59,6
DFN/EBITDA				n.r.	n.r.	n.r.	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(Mn€)	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Cuenta de resultados						
Ventas	274,6	324,3	357,4	389,9	416,8	445,9
Beneficio bruto	185,7	219,7	253,2	276,8	296,0	316,6
EBITDA	57,5	72,3	91,5	104,2	115,3	125,1
Amortización del inmovilizado	-6,9	-10,3	-16,7	-11,6	-12,1	-12,7
EBIT	50,6	62,0	74,9	92,7	103,2	112,5
Resultado financiero	-1,1	-0,2	-0,7	0,3	0,6	0,9
Beneficio antes de impuestos	49,5	61,7	74,2	92,9	103,7	113,4
Impuesto de sociedades	-8,0	-9,9	-10,1	-13,9	-15,6	-17,0
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Beneficio neto atribuible	41,4	51,6	64,0	78,9	88,1	96,3
BPA (€)	0,15	0,18	0,22	0,28	0,31	0,34
DPA (€)	0,13	0,15	0,17	0,18	0,19	0,20
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	54,7	70,6	92,6	90,6	99,7	108,5
Variaciones de NOF	-13,0	-11,3	-25,0	2,3	-2,4	-8,3
Inversión	-83,2	-19,6	-34,0	-16,5	-16,5	-16,5
Cash flow libre	-41,4	39,8	33,6	76,4	80,8	83,6
Remuneración al accionista	-6,3	-7,5	-10,3	-10,9	-13,1	-14,6
Otras variaciones	-25,0	-3,6	-7,2	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	72,7	-28,6	-16,0	-65,5	-67,7	-69,0
Balance						
Activo fijo neto	226,6	234,3	248,7	253,7	258,1	261,9
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	77,7	89,8	108,6	106,9	109,9	118,9
Otros activos/(pasivos) neto	24,1	15,8	20,1	20,1	20,1	20,1
Capital empleado	328,5	339,9	377,4	380,7	388,1	400,9
Recursos propios	319,5	359,9	413,0	481,7	556,7	638,4
Minoritarios	0,5	0,3	0,7	0,8	0,9	0,9
Deuda financiera neta	8,4	-20,2	-36,2	-101,7	-169,5	-238,4
Valoración (DCF)						
(Mn€)		2020e	2021e	2022e	2023e	2024e
NOPLAT			87,7	95,6	104,3	111,9
Amortización			12,1	12,7	13,2	13,8
NOF			-3,0	-9,0	-0,9	-5,4
Inversión			-16,5	-16,5	-16,5	-16,5
Cash flow libre			80,3	82,8	100,1	103,8
Valor terminal						1.461,8
Flujo a descontar			80,3	82,8	100,1	1.565,6
Factor descuento			0,93	0,87	0,80	0,75
VAN del flujo			74,7	71,7	80,6	1.172,3
Valor empresa		1.399,3				
Inversiones financieras		0,0				
Deuda neta		36,2				
Provisiones		-7,864				
Minoritarios y otros		-1,7				
Valor equity (Dic-2020e)		1.425,9				
Precio objetivo (€ por acción)		5,00				
Matriz de sensibilidad (€ por acción)						
		Crecimiento perpetuo "q"				
		-0,6%	-0,1%	0,4%	0,9%	1,4%
WACC	8,5%	4,02	4,19	4,38	4,59	4,83
	8,0%	4,26	4,45	4,67	4,92	5,20
	7,5%	4,53	4,75	5,00	5,29	5,63
	7,0%	4,83	5,08	5,38	5,72	6,13
	6,5%	5,17	5,47	5,82	6,24	6,73

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

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

Hipótesis principales

WACC 7,5%, tasa de crecimiento terminal (g): 0,4%.

Escenarios de precio objetivo

Base €5,00

- TAAC ventas 2019-2024e: +6,9%
- Margen EBITDA: objetivo 2024e 29%

Positivo €5,90

- TAAC ventas 2019-2024e: +4,9%
- Margen EBITDA: objetivo 2024e 31%

Negativo €4,10

- TAAC ventas 2019-2024e: +4,9%
- Margen EBITDA: objetivo 2024e 29%

Aspectos relevantes

- Crecimiento de ventas
- Expansión de márgenes

Catalizadores

- Adquisiciones
- Política de retribución al accionista

Riesgos

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

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- 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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

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

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Luis Piñas - Consumo

Elena Fernández-Tрпиella - Consumo

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Ana de Castro - Seguros

Aránzazu Bueno - Eléctricas

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