

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Neutral**Precio Objetivo: **3,60€**Potencial: **+11,1%**Analista: **Pedro Echeguren****Recortamos nuestro Pr. Obj. a 3,60€/acc. tras los resultados 2022, recomendación Neutral**

## Faes Farma

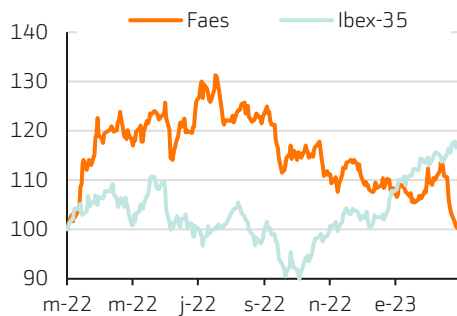
### Datos

|                               |                 |
|-------------------------------|-----------------|
| Precio 09/03/2023; 17:35h (€) | 3,245           |
| Nº acciones (M)               | 310,8           |
| Capitalización (M€)           | 1.008,5         |
| Máx/Mín (52 sem.)(€)          | 4,25 / 3,24     |
| Comportamiento en 2023        | -7,5%           |
| Cód. Reuters/Bloomberg        | FAE.MC / FAE SM |

| M€               | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|------------------|------|-------|-------|-------|
| BNA              | 90   | 91    | 93    | 95    |
| % inc.           | 7,7  | 2,0   | 1,8   | 2,0   |
| EBITDA           | 121  | 123   | 126   | 140   |
| % inc.           | 6,0  | 2,0   | 2,5   | 11,0  |
| BPA (€)          | 0,29 | 0,29  | 0,30  | 0,30  |
| % inc.           | 3,1  | 2,0   | 1,8   | 2,0   |
| DPA (€)          | 0,21 | 0,23  | 0,24  | 0,26  |
| % inc.           | 2,9  | 8,0   | 6,6   | 6,1   |
| PER (x)          | 12,2 | 11,2  | 11,0  | 10,8  |
| VE/EBITDA (x)    | 8,6  | 7,7   | 7,2   | 6,0   |
| Rentab. div. (%) | 6,0  | 7,1   | 7,5   | 8,0   |
| P/V (x)          | 1,8  | 1,5   | 1,4   | 1,3   |

| Ratios         | 2022 | 2023e | 2024e | 2025e |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 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 (%)       | 16,3 | 14,9  | 14,7  | 15,1  |
| ROE (%)        | 14,9 | 13,8  | 12,8  | 12,0  |

### Evolución bursátil



| Comportamiento (%) | 1 m.  | 3 m.  | 12 m. |
|--------------------|-------|-------|-------|
| Absoluto           | -8,8  | -8,1  | 0,2   |
| Relativo           | -12,2 | -22,2 | -16,6 |

### Accionariado

|                                  |       |
|----------------------------------|-------|
| Familias accionistas (estimado): | 40,0% |
| Indumenta Pueri:                 | 5,0%  |
| Autocartera:                     | 1,5%  |

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

Los resultados 2022 cumplen con las guías, nuestra valoración es neutral. Están impulsados por las ventas del negocio internacional y Licencias, mientras que Salud animal y Farma en España retroceden ligeramente, ésta última a causa del vencimiento de la patente de bilastina. Los márgenes se resienten por el efecto de la inflación de costes, especialmente materias primas y energía, algo ya visto en otras farmas. La compañía está construyendo dos nuevas fábricas para añadir capacidad de producción en Farma y, Salud animal. A pesar de este esfuerzo inversor, aumenta el dividendo +32% a la vez que se estabiliza la tesorería neta. Ajustamos nuestras estimaciones para reflejar el aumento de costes y, recortamos nuestro Precio Objetivo hasta 3,60€/acc. desde 3,95€/acc, implica que nuestra valoración VE/EBITDA se mantiene en el 8,6x promedio de 2020-2022. Reiteramos nuestra recomendación Neutral.

### El negocio internacional y las licencias impulsan las ventas y resultados 2022

Las principales cifras 4T 2022 son: ventas 105,4M€ (+1,9% a/a, consenso 111,4M€, BKT est. 97,2M€), otros ingresos (hitos por licencias y otros) 4,2M€ (-1,6%), ingresos totales 109,7M€ (+1,8%), margen bruto 68,6% (+3,7 p.b.), EBITDA 20,1M€ (+6,8%, consenso 23,2M€, BKT est. 19,3M€), EBIT 15,2M€ (+38,0%), BNA 15,6M€ (+29,6%, consenso 16,3M€, BKT est. 18,2M€). Consecuentemente, en el año completo 2022 las ventas son 438,8M€ (+10,1%), otros ingresos 23,0M€ (-23,7%), ingresos totales 461,7M€ (+7,7%). Los ingresos totales se desglosan en Farma España 160,2M€ (-0,9%); Internacional 146,8M€ (+15,6%); Licencias 95,5M€ (+19,8%) y; Salud animal 59,3M€ (-1,8%). Margen bruto 69,5% (-1,4 p.b.), EBITDA 120,8M€ (+6,0%), EBIT 101,5M€ (+7,6%), BNA 89,6M€ (+7,7%), *cash flow* libre +14,6M€ (-3,8M€ en 2022), tesorería neta 51,4M€ (-1,2% en 2022). [Link a los resultados.](#)

### Nuestra valoración de los resultados es neutral

Los resultados del año 2022 cumplen con las guías. Los ingresos aumentan +7,7% impulsados por Internacional y, Licencias, mientras que Salud animal y Farma España retroceden ligeramente, esta última debido al vencimiento de la patente de bilastina. El retroceso de los márgenes bruto y EBITDA en 2022 refleja el aumento de costes de materias primas, energía y logística, algo ya visto en otras farmas. El BNA aumenta +7,7%, al igual que los ingresos. Se han destinado c. 81M€ a inversiones en dos nuevas fábricas (farma en Derio, Salud animal en Huesca, vs. 59M€ en 2021 y 26M€ en 2020). A pesar de estas inversiones, el *cash flow* libre es positivo y aumenta el dividendo +32% a la vez que mantiene la tesorería neta prácticamente invariada. La compañía no ha presentado las guías 2023, previsiblemente lo hará en la jornada anual con inversores.

### Recomendación Neutral, nuevo Pr. Objetivo 3,60 €/acc., anterior 3,95 €/acc.

Recortamos nuestras estimaciones a la baja para reflejar el efecto de la inflación de costes. Como consecuencia, rebajamos nuestro Precio Objetivo a 3,60 €/acc. desde 3,95 €/acc. supone que la valoración por VE/EBITDA se mantiene en el 8,6x promedio de 2020-2022. La rentabilidad por dividendo 2023e actualmente es 7,1%. Reiteramos nuestra recomendación Neutral, el potencial es +11%.

## El aumento de costes modera el crecimiento de los beneficios

- Las ventas aumentan en 4T 2022 a 105,4M€ (+1,9% a/a) y en 2022 a 438,8M€ (+10,1%). Ingresos: 4T 109,7M€ (+1,8%) y, en 2022 461,7M€ (+7,7%).
- El margen bruto en 4T es 68,6% (+3,7 p.p.) y en 2022 69,5% (-1,4 p.p.). Margen EBITDA: en 4T es 19,1% (+0,9 p.p.) y en 2022 27,5% (-1,1 p.p.).
- El EBIT aumenta en 4T a 15,2M€ (+16,7%) y, en 2022 a 101,5M€ (+7,6%)
- El BNA aumenta en 4T a 26,3M€ (+3,4%) y a 52,9M€ en 1S (+12,8%).
- El *cash flow* libre en 2022 es 14,6M€ (-3,8M€ en 2021).
- Los dividendos pagados aumentan +32%. La tesorería neta se estabiliza en 51,4M€ (-1,2% en 2022).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

| Millones de euros                          | 4T21         | 4T22         | Var. a/a %  | Consenso     | BKT est.    | 2021         | 2022         | Var. a/a %  |
|--|--------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|
| Productos farmacéuticos                    |              |              |             |              |             | 336,8        | 377,9        | 12,2        |
| Salud animal                               |              |              |             |              |             | 60,3         | 59,2         | -1,8        |
| Otros                                      |              |              |             |              |             | 1,4          | 1,6          | 15,6        |
| <b>Ventas</b>                              | <b>103,5</b> | <b>105,4</b> | <b>1,9</b>  | <b>111,4</b> | <b>97,2</b> | <b>398,6</b> | <b>438,8</b> | <b>10,1</b> |
| Otros ingresos                             | 4,3          | 4,2          | -1,6        |              |             | 30,1         | 23,0         | -23,7       |
| <b>Total ingresos</b>                      | <b>107,8</b> | <b>109,7</b> | <b>1,8</b>  |              |             | <b>428,6</b> | <b>461,7</b> | <b>7,7</b>  |
| <b>Beneficio bruto</b>                     | <b>67,1</b>  | <b>72,3</b>  | <b>7,8</b>  |              |             | <b>282,5</b> | <b>305,0</b> | <b>8,0</b>  |
| <i>% de ventas</i>                         | <i>64,9</i>  | <i>68,6</i>  |             |              |             | <i>70,9</i>  | <i>69,5</i>  |             |
| Gastos operativos                          | -48,3        | -52,2        | 8,2         |              |             | -168,6       | -184,2       | 9,3         |
| <b>EBITDA</b>                              | <b>18,8</b>  | <b>20,1</b>  | <b>6,8</b>  | <b>23,2</b>  | <b>19,3</b> | <b>113,9</b> | <b>120,8</b> | <b>6,0</b>  |
| <i>% de ventas</i>                         | <i>18,2</i>  | <i>19,1</i>  |             |              |             | <i>28,6</i>  | <i>27,5</i>  |             |
| Amortizaciones                             | -7,8         | -4,9         | -37,3       |              |             | -19,6        | -19,3        | -1,8        |
| <b>EBIT</b>                                | <b>11,0</b>  | <b>15,2</b>  | <b>38,0</b> | <b>16,7</b>  |             | <b>94,3</b>  | <b>101,5</b> | <b>7,6</b>  |
| <i>% de ventas</i>                         | <i>10,7</i>  | <i>14,4</i>  |             |              |             | <i>23,7</i>  | <i>23,1</i>  |             |
| Resultado financiero                       | -0,2         | -0,2         | 8,7         |              |             | -0,3         | -0,1         | -78,5       |
| <b>BAI</b>                                 | <b>10,8</b>  | <b>15,0</b>  | <b>38,6</b> |              |             | <b>94,0</b>  | <b>101,4</b> | <b>7,9</b>  |
| Impuestos                                  | 1,3          | 0,5          | -62,6       |              |             | -10,8        | -11,9        | 10,6        |
| <i>Tasa impositiva (%)</i>                 | <i>11,7</i>  | <i>3,1</i>   |             |              |             | <i>-11,5</i> | <i>-11,8</i> |             |
| Minoritarios                               | -0,1         | 0,0          |             |              |             | -0,1         | 0,0          |             |
| <b>Beneficio neto atribuible</b>           | <b>12,0</b>  | <b>15,6</b>  | <b>29,6</b> | <b>16,3</b>  | <b>18,2</b> | <b>83,2</b>  | <b>89,6</b>  | <b>7,7</b>  |
| Cash-flow de explotación                   |              |              |             |              |             | 79,6         | 106,8        |             |
| Inversiones                                |              |              |             |              |             | -83,5        | -92,2        |             |
| <b>Cash flow libre</b>                     |              |              |             |              |             | <b>-3,8</b>  | <b>14,6</b>  | <b>n.r.</b> |
| Dividendos                                 |              |              |             |              |             | -13,7        | -18,1        |             |
| Otros                                      |              |              |             |              |             | -5,6         | 2,9          |             |
| <b>Variación deuda financiera neta</b>     |              |              |             |              |             | <b>23,2</b>  | <b>0,6</b>   |             |
| <b>Deuda financiera neta (- caja neta)</b> |              |              |             |              |             | <b>-52,0</b> | <b>-51,4</b> | <b>-1,2</b> |
| DFN/EBITDA                                 |              |              |             |              |             | Caja neta    | Caja neta    |             |

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

| (M€)                                   | 2022e        | 2023e          | 2024e        | 2025e        | 2026e        | 2027e          |
|--|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| <b>Cuenta de resultados</b>            |              |                |              |              |              |                |
| Ventas                                 | 438,8        | 454,5          | 470,9        | 496,1        | 522,7        | 541,8          |
| Beneficio bruto                        | 305,0        | 316,1          | 326,7        | 347,9        | 370,6        | 383,2          |
| EBITDA                                 | 120,8        | 123,2          | 126,3        | 140,2        | 154,3        | 159,9          |
| Amortización del inmovilizado          | -19,3        | -19,4          | -19,5        | -30,1        | -30,8        | -31,5          |
| EBIT                                   | 101,5        | 103,8          | 106,8        | 110,1        | 123,6        | 128,4          |
| Resultado financiero                   | -0,1         | -0,1           | 0,0          | 0,1          | 0,2          | 0,4            |
| <b>Beneficio antes de impuestos</b>    | <b>101,4</b> | <b>103,8</b>   | <b>106,8</b> | <b>110,2</b> | <b>123,8</b> | <b>128,8</b>   |
| Impuesto de sociedades                 | -11,9        | -12,5          | -13,9        | -15,4        | -21,0        | -23,2          |
| Operaciones discontinuadas y Otros     | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            |
| Minoritarios                           | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            |
| <b>Beneficio neto atribuible</b>       | <b>89,6</b>  | <b>91,3</b>    | <b>92,9</b>  | <b>94,8</b>  | <b>102,7</b> | <b>105,6</b>   |
| BPA (€)                                | 0,29         | 0,29           | 0,30         | 0,30         | 0,33         | 0,34           |
| DPA (€)                                | 0,21         | 0,23           | 0,24         | 0,26         | 0,27         | 0,29           |
| <b>Estado de flujo de caja</b>         |              |                |              |              |              |                |
| Cash flow neto                         | 117,8        | 110,7          | 112,4        | 124,8        | 133,5        | 137,0          |
| Variaciones de NOF                     | -11,0        | -1,1           | -1,1         | -2,9         | -7,9         | -7,5           |
| Inversión                              | -92,2        | -78,9          | -38,1        | -22,4        | -19,4        | -19,4          |
| <b>Cash flow libre</b>                 | <b>14,6</b>  | <b>30,7</b>    | <b>73,2</b>  | <b>99,6</b>  | <b>106,2</b> | <b>110,2</b>   |
| Remuneración al accionista             | -18,1        | -28,6          | -31,4        | -33,4        | -35,4        | -37,4          |
| Otras variaciones                      | 2,9          | 0,0            | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            |
| <b>Variación deuda financiera neta</b> | <b>0,6</b>   | <b>-2,2</b>    | <b>-41,8</b> | <b>-66,2</b> | <b>-70,9</b> | <b>-72,8</b>   |
| <b>Balance</b>                         |              |                |              |              |              |                |
| Activo fijo neto                       | 380,4        | 439,9          | 458,5        | 450,8        | 439,4        | 427,4          |
| Inmovilizado financiero                | 0,0          | 0,0            | 0,0          | 0,0          | 0,0          | 0,0            |
| Necesidades operativas de fondos (NOF) | 163,6        | 164,6          | 165,8        | 168,6        | 176,5        | 184,0          |
| Otros activos/(pasivos) neto           | 6,9          | 6,9            | 6,9          | 6,9          | 6,9          | 6,9            |
| <b>Capital empleado</b>                | <b>550,8</b> | <b>611,4</b>   | <b>631,1</b> | <b>626,3</b> | <b>622,8</b> | <b>618,2</b>   |
| Recursos propios                       | 601,1        | 663,8          | 725,4        | 786,7        | 854,1        | 922,3          |
| Minoritarios                           | 1,2          | 1,2            | 1,2          | 1,2          | 1,2          | 1,2            |
| Deuda financiera neta                  | -51,4        | -53,6          | -95,4        | -161,6       | -232,5       | -305,3         |
| <b>Valoración (DCF)</b>                |              |                |              |              |              |                |
| (M€)                                   |              | 2023e          | 2024e        | 2025e        | 2026e        | 2027e          |
| NOPLAT                                 |              |                | 92,9         | 94,7         | 102,6        | 105,3          |
| Amortización                           |              |                | 19,5         | 30,1         | 30,8         | 31,5           |
| NOF                                    |              |                | -1,1         | -2,9         | -7,9         | -7,5           |
| Inversión                              |              |                | -38,1        | -22,4        | -19,4        | -19,4          |
| <b>Cash flow libre</b>                 |              |                | <b>73,2</b>  | <b>99,5</b>  | <b>106,1</b> | <b>109,9</b>   |
| Valor terminal                         |              |                |              |              |              | 1.108,3        |
| <b>Flujo a descontar</b>               |              |                | <b>73,2</b>  | <b>99,5</b>  | <b>106,1</b> | <b>1.218,2</b> |
| Factor descuento                       |              |                | 0,91         | 0,83         | 0,76         | 0,70           |
| <b>VAN del flujo</b>                   |              |                | <b>66,9</b>  | <b>83,0</b>  | <b>80,8</b>  | <b>847,3</b>   |
| Valor empresa                          |              | 1.078,0        |              |              |              |                |
| Inversiones financieras                |              | 0,0            |              |              |              |                |
| Deuda neta                             |              | 53,6           |              |              |              |                |
| Provisiones                            |              | -2,4           |              |              |              |                |
| Minoritarios y otros                   |              | -9,2           |              |              |              |                |
| <b>Valor equity (Dic-2023e)</b>        |              | <b>1.120,0</b> |              |              |              |                |
| <b>Precio objetivo (€ por acción)</b>  |              | <b>3,60</b>    |              |              |              |                |

|      |       | Crecimiento perpetuo "q" |       |             |      |      |
|------|-------|--------------------------|-------|-------------|------|------|
|      |       | -1,0%                    | -0,5% | 0,0%        | 0,5% | 1,0% |
| WACC | 10,5% | 3,08                     | 3,17  | 3,26        | 3,37 | 3,49 |
|      | 10,0% | 3,22                     | 3,32  | 3,43        | 3,55 | 3,68 |
|      | 9,5%  | 3,37                     | 3,48  | <b>3,60</b> | 3,74 | 3,90 |
|      | 9,0%  | 3,53                     | 3,66  | 3,80        | 3,96 | 4,13 |
|      | 8,5%  | 3,72                     | 3,86  | 4,02        | 4,20 | 4,41 |

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Metodología de valoración

### Método de valoración

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

### Hipótesis principales

WACC 9,5%, tasa de crecimiento terminal (g): 0%. Sin cambios.

## Escenarios de precio objetivo

### Base €3,60

- TAAC ventas 2022-2027e: +4,3%
- Margen EBITDA: objetivo 2027e: 30%

### Positivo €4,30

- TAAC ventas 2022-2027e: +6,5%
- Margen EBITDA: objetivo 2027e: 32%

### Negativo €2,70

- TAAC ventas 2022-2027e: +2,0%
- Margen EBITDA: objetivo 2027e: 25%

### Aspectos relevantes

- Crecimiento de ventas
- Evolución de márgenes
- Rentabilidad por dividendo superior al sector

### 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
- Inflación de costes

### Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

| Fecha      | Recomendación | Precio Obj. (€/Acc.) |
|------------|---------------|----------------------|
| 23/03/2022 | Neutral       | 3,75                 |
| 28/04/2022 | Neutral       | 4,10                 |
| 06/05/2022 | Neutral       | 4,10                 |

| Fecha      | Recomendación | Precio Obj. (€/Acc.) |
|------------|---------------|----------------------|
| 29/07/2022 | Neutral       | 4,40                 |
| 05/10/2022 | Neutral       | 3,95                 |
| 27/10/2022 | Neutral       | 3,95                 |
| 10/03/2023 | Neutral       | 3,60                 |

### 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://docs.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf](https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/fuentes-de-informacion.pdf)

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://docs.bankinter.com/file\\_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf](https://docs.bankinter.com/file_source/broker/estaticos/documentos/responsabilidad-legal.pdf)

### NOTAS DE COMPAÑÍAS

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

### EQUIPO DE ANÁLISIS:

|   |   |
|---|---|
| Ramón Forcada - Director                    | Aránzazu Cortina - Industriales                         |
| Rafael Alonso - Bancos                      | Juan Moreno - Inmobiliarias, Infraestructuras & Hoteles |
| Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas        | Pedro Echeguren - Renovables, Farma & Salud             |
| Esther Gutiérrez de la Torre - Autos        | Juan Tuesta - Construcción, Defensa & Tecnología        |
| Aránzazu Bueno - Eléctricas                 | Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo                |
| Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad | Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago               |
| Pedro Ribeiro - Químicas & Papel            | Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución           |

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Bankinter Roboadvisor