

Sector: *Farmacéuticas**Presentación a analistas: desaceleración en 2021. Recortamos nuestro Precio Objetivo*

## Faes

Recomendación: **Neutral**  
 Precio Objetivo: **4,10€**  
 Potencial: **+11,5%**  
 Analista: **Pedro Echeguren**

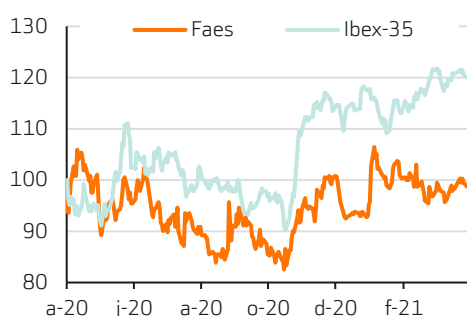
### Datos

Precio (€)	3,674
Nº acciones (M)	285,2
Capitalización (M€)	1.092,7
Máx/Mín (52 sem.)(€)	3,96 / 3,07
Comportamiento 2021	5,3%
Cód. Reuters/Bloomberg	FAE.MC / FAE SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	73	79	94	103
% inc.	13,4	9,5	18,9	9,4
EBITDA	107	106	124	134
% inc.	17,1	-1,1	16,6	8,4
BPA (€)	0,25	0,27	0,32	0,35
% inc.	13,4	5,0	18,9	9,4
DPA (€)	0,20	0,21	0,22	0,23
% inc.	13,2	5,1	4,9	4,7
PER (x)	13,7	13,8	11,6	10,6
VE/EBITDA (x)	8,6	9,2	7,6	6,7
Rentab. div. (%)	5,6	5,6	5,9	6,1
PVC (x)	2,1	2,0	1,8	1,5

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
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)	0,3	0,2	0,3	0,3
ROCE (%)	18,9	18,7	20,1	20,1
ROE (%)	15,4	14,7	15,3	14,7

### Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	0,9	3,8	-1,2
Relativo	2,1	1,7	-21,3

### Accionariado

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

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

En la presentación anual a analistas, Faes describe el año 2021 como de transición y prevé que el crecimiento de ventas se desacelere a un dígito (TAAC últimos 5 años +13%) y el EBITDA a +2% / +7% (TAAC +18%). El principal factor adverso es la evolución de Bilastina, cuyos stocks aumentan en el canal de ventas, el precio de venta en Japón (unos de sus principales mercados) cae y se espera que los ingresos asociados a las licencias también se reduzcan en 2021. Además, se ralentizan las ventas del segmento salud (algo común en el sector). Las guías están ligeramente por debajo de nuestras estimaciones, que retocamos a la baja. Como consecuencia, recortamos nuestro Precio Objetivo a 4,10 €/acción desde 4,40 €/acción. Mantenemos nuestra recomendación en Neutral. Nuestra estrategia se enfoca hacia valores de crecimiento en detrimento de los "value", esto es desfavorable para valores como Faes.

### Las guías 2021 indican una desaceleración superior a lo que estimábamos

Tras los buenos resultados de 2020 (año récord en ingresos, EBITDA y BNA), en la presentación anual a analistas la compañía describe 2021 como un año de reto en el que espera que el crecimiento de ventas se frene a un dígito (tras crecer a una TACC 2015-2020 +13%) y que el EBITDA aumente +2% / +7% (compara frente a TACC 2015-2020 +18%). Nuestras estimaciones 2021, que revisamos a la baja para ajustarnos a las guías, eran superiores, con un crecimiento de ventas +7,1% y EBITDA +7,6%.

### El principal factor adverso es la evolución de Bilastina

El antihistamínico Bilastina es el segundo producto más vendido tras Calcifediol (vitamina D). En 2021 aumentan las existencias de Bilastina en el canal de ventas y se espera un retroceso en los ingresos asociados a las licencias de este producto a 66M€ (-19%) por el mencionado efecto canal. Además, su precio cae -6,3% en Japón (uno de sus principales mercados) y aparecen genéricos. Por otra parte, se ralentizan las ventas del segmento Salud, esto es algo común a otras farmas. Para contrarrestar estos efectos negativos, la compañía espera beneficiarse de un aumento de las licencias de Calcifediol y Mesalazina (antiinflamatorio intestinal) en mercados internacionales, a lo que se uniría el crecimiento del negocio en LatAm (donde recientemente adquirió Global Farma) y de la evolución del negocio farma en Iberia. Las expectativas están en sus tres productos principales (Bilastina, Calcifediol y Mesalazina), en otras moléculas en desarrollo y en la nueva fábrica que prevé inaugurar en 2024. La política financiera conservadora de apalancamientos muy bajos se mantiene sin cambios.

### Recortamos Pr. Objetivo 4,10 €/acc. desde 4,40 €/acc. recomendación Neutral

Ajustamos nuestras estimaciones a las guías y retocamos a la baja nuestra estimación 2021e y los crecimientos a largo plazo (TAAC ventas 2020-2025e +6,2% vs. +6,6% anterior y EBITDA +8,0% vs. +9,4% anterior) y el margen EBITDA 2025e a 31% (-1pp) debido a un mix de ventas con menores ingresos por licencias. En consecuencia, recortamos nuestro Precio Objetivo a 4,10 €/acción desde 4,40 €/acción. Nuestra recomendación se mantiene invariada en Neutral. El mercado se focaliza en valores de crecimiento en detrimento de los "value", esto es negativo para valores como Faes.

## Cuadro 1. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
<b>Cuenta de resultados</b>							
Ventas	380,2	399,1	430,8	456,8	484,5	514,0	
Beneficio bruto	271,1	283,8	307,8	325,1	343,5	363,1	
EBITDA	107,1	106,0	123,5	133,9	145,1	157,2	
Amortización del inmovilizado	-20,4	-12,9	-13,0	-13,1	-13,2	-23,0	
EBIT	86,8	93,1	110,5	120,8	131,9	134,1	
Resultado financiero	-1,9	0,4	0,6	0,8	1,0	1,4	
Beneficio antes de impuestos	84,9	93,5	111,1	121,6	132,9	135,5	
Impuesto de sociedades	-11,5	-13,1	-15,6	-17,0	-18,6	-19,0	
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Minoritarios	-0,8	-0,9	-1,1	-1,2	-1,3	-1,3	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>72,5</b>	<b>79,5</b>	<b>94,5</b>	<b>103,4</b>	<b>113,0</b>	<b>115,2</b>	
BPA (€)	0,25	0,27	0,32	0,35	0,38	0,00	
DPA (€)	0,20	0,21	0,22	0,23	0,24	0,00	
<b>Estado de flujo de caja</b>							
Cash flow neto	108,0	94,8	108,8	117,9	127,8	139,8	
Variaciones de NOF	-29,5	5,2	-10,8	-9,7	-8,4	-8,8	
Inversión	-25,8	-48,1	-48,1	-48,1	-48,1	-23,4	
<b>Cash flow libre</b>	<b>52,7</b>	<b>51,9</b>	<b>49,9</b>	<b>60,1</b>	<b>71,2</b>	<b>107,6</b>	
Remuneración al accionista	-12,2	-12,9	-15,1	-16,8	-18,4	-20,0	
Otras variaciones	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>-39,4</b>	<b>-39,0</b>	<b>-34,8</b>	<b>-43,4</b>	<b>-52,8</b>	<b>-87,6</b>	
<b>Balance</b>							
Activo fijo neto	258,3	293,5	328,7	363,7	398,7	399,1	
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	125,0	119,9	130,8	140,6	149,1	158,0	
Otros activos/(pasivos) neto	14,0	13,6	13,2	12,8	12,4	12,0	
<b>Capital empleado</b>	<b>397,3</b>	<b>427,0</b>	<b>472,7</b>	<b>517,1</b>	<b>560,2</b>	<b>569,0</b>	
Recursos propios	471,4	539,2	618,5	705,1	799,7	894,9	
Minoritarios	1,5	2,4	3,5	4,6	5,9	7,2	
Deuda financiera neta	-75,6	-114,5	-149,3	-192,7	-245,5	-333,1	
<b>Valoración (DCF)</b>							
(M€)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
NOPLAT			95,1	103,9	113,4	115,3	
Amortización			13,0	13,1	13,2	23,0	
NOF			-10,9	-9,8	-8,5	-8,9	
Inversión			-48,1	-48,1	-48,1	-23,4	
<b>Cash flow libre</b>			<b>49,0</b>	<b>59,0</b>	<b>70,0</b>	<b>106,0</b>	
Valor terminal						1.247,5	
<b>Flujo a descontar</b>			<b>49,0</b>	<b>59,0</b>	<b>70,0</b>	<b>1.353,6</b>	
Factor descuento			0,92	0,85	0,78	0,72	
<b>VAN del flujo</b>			<b>45,2</b>	<b>50,2</b>	<b>54,8</b>	<b>976,7</b>	
Valor empresa		1.126,8					
Inversiones financieras		0,0					
Deuda neta		114,5					
Provisiones		-6,0					
Minoritarios y otros		-12,0					
<b>Valor equity (Dic-2021e)</b>		<b>1.218,3</b>					
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>		<b>4,10</b>					
<b>Matriz de sensibilidad (€ por acción)</b>							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
	9,5%		3,41	3,53	3,66	3,81	3,97
	9,0%		3,59	3,72	3,87	4,03	4,22
WACC	8,5%		3,78	3,93	<b>4,10</b>	4,29	4,50
	8,0%		3,99	4,16	4,36	4,57	4,82
	7,5%		4,23	4,43	4,65	4,90	5,20

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 €4,10

- TAAC ventas 2020-2025e: +6,2%
- Margen EBITDA: objetivo 2025e 31%

### Positivo €5,60

- TAAC ventas 2020-2025e: +8,5%
- Margen EBITDA: objetivo 2025e 35%

### Negativo €3,35

- TAAC ventas 2020-2025e: +4,0%
- Margen EBITDA: objetivo 2024e 27%

### Aspectos relevantes

- Crecimiento de ventas
- Evolución de márgenes

### Catalizadores

- Adjudicación de licencias a terceros
- 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

### 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](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 & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Susana André - Portugal, Assistant

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

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