

Sector: *Farmacéuticas**Modificamos nuestra recomendación a Neutral, buscamos valores de crecimiento*

## Faes

Recomendación: **Neutral**  
 Precio Objetivo: **4,40€**  
 Potencial: **+15,1%**  
 Analista: **Pedro Echeguren**

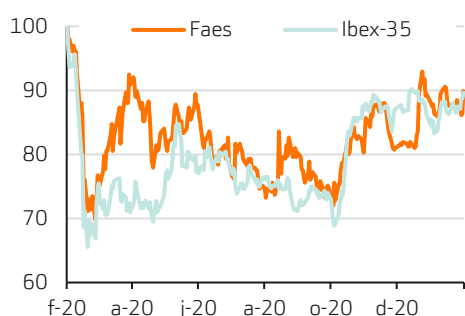
### Datos

Precio (€)	3,83
Nº acciones (M)	285,2
Capitalización (M€)	1.137,6
Máx/Mín (52 sem.)(€)	4,26 / 2,97
Comportamiento 2021	9,7%
Cód. Reuters/Bloomberg	FAE.MC / FAE SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	73	86	97	108
% inc.	13,4	19,0	11,9	11,5
EBITDA	107	115	127	141
% inc.	17,1	7,6	10,5	10,3
BPA (€)	0,25	0,29	0,32	0,36
% inc.	13,4	14,1	11,9	11,5
DPA (€)	0,20	0,21	0,22	0,23
% inc.	13,2	5,1	4,9	4,7
PER (x)	13,7	13,2	11,8	10,6
VE/EBITDA (x)	8,6	8,8	7,7	6,7
Rentab. div. (%)	5,6	5,4	5,6	5,9
P/V (x)	2,1	2,1	1,8	1,6

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	0,3	0,3	0,3
ROCE (%)	18,9	20,3	20,4	20,5
ROE (%)	15,4	15,8	15,4	15,0

### Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	2,1	8,8	-10,1
Relativo	-2,7	5,8	0,3

### Accionariado

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

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

Modificamos nuestra Recomendación a Neutral y ajustamos el Precio Objetivo a 4,40 €/acción desde 4,70 €/acción. Nuestra estrategia de inversión se enfoca hacia valores de crecimiento en detrimento de los "value", esto es negativo para valores como Faes. Los resultados 4T20 reflejan un estancamiento de las ventas, posiblemente debido al recrudescimiento de las restricciones por el COVID-19 en la recta final del año y un retroceso de márgenes, algo que se debería corregir en 2021. La comparativa de 2020 es más favorable. Bilaxten (líder en España con cuota de mercado del 34,5%) e Hidroferol (producto más vendido) siguen siendo los motores del crecimiento. El aumento de la tesorería neta resalta la conveniencia de encontrar inversiones en las que emplear el *cash flow* excedentario. Estimamos que la inversión en una nueva fábrica se autofinancie y que siga habiendo un excedente de *cash flow*.

### Los ingresos apenas crecen en 4T20, el margen EBITDA cae

Las principales cifras de 4T20 son: **ventas** 89,3M€ (-0,3% a/a, consenso 99M€), **ingresos por licencias** 6,1M€ (+3,1%), **ingresos totales** 95,4M€ (-0,1%), **margen bruto** 66,9% (-1,6pp), **EBITDA** 15,5M€ (-15,6%, consenso 12,0M€), **margen EBITDA** 17,3% (20,5% en 4T19 y 27,5% en 3T20), **EBIT** 10,0M€ (-17,7%, consenso 8,3M€), **BAI** 9,2M€ (-20,8%), **BNA** 9,3M€ (-15,9%, consenso 9,7M€). Por lo tanto, **las principales cifras del año 2020** son: **ventas** 380,2M€ (+6,4%), **licencias y otros ingresos** 31,2M€ (+21,2%), **ingresos totales** 411,5M€ (+7,4%), **margen bruto** 71,3% (+0,5pp), **EBITDA** 107,1M€ (+17,1%) y **margen EBITDA** 28,2% (+2,6pp), **EBIT** 86,6M€ (+15,9%), **BAI** 84,9M€ (+14,4%), **BNA** 72,5M€ (+13,4%), **cash flow libre** 52,7M€ (+57,1%), **tesorería neta** 73,7M€ (6,5% de la capitalización bursátil). [Link a los resultados](#).

### Nuestra valoración es positiva aunque se frenan los crecimientos

Se frena el crecimiento de las ventas en 4T20, los resultados están por encima de lo esperado, pero el **margen EBITDA cae** desde 3T20. Con todo, nuestra valoración es positiva y consideramos que la evolución de los resultados es buena teniendo en cuenta el contexto COVID-19 y que mejorarán en 2021 a medida que se levantan las restricciones. Si tomamos los **resultados anuales**, las ventas e ingresos totales moderan su tasa de crecimiento por debajo del 10% mientras que el EBITDA aumenta a tasas superiores gracias a la contención de gastos de explotación. El *cash flow* libre sigue creciendo al igual que lo hace la acumulación de tesorería neta. El proyecto de una **nueva fábrica** (inversión 2021e-2023e 150M€) corrige parcialmente este efecto pero estimamos que seguirá sobrando *cash-flow* y que la tesorería aumentará. Un reto es encontrar inversiones para **emplear eficazmente el cash flow excedentario**.

### Recortamos nuestra recomendación a Neutral, Precio Objetivo 4,40 €/acción

El **cambio de recomendación a Neutral** desde Comprar no está influido por los resultados sino a un cambio de enfoque en nuestra estrategia de inversión. Vemos que el mercado se focaliza en valores de crecimiento en detrimento de los "value", esto es negativo para valores como Faes y nos ajustamos a esta realidad. Ajustamos nuestro **Precio Objetivo a 4,40 €/acción** desde 4,70 €/acción.

## El 4T20 está perjudicado al no crecer las ventas y aumentar los costes

- Las ventas prácticamente repiten en 4t20 (-0,3% a/a) pero el margen bruto cae, los gastos operativos aumentan +2,9% y fuerzan un retroceso del margen EBITDA. La comparativa del año 2020 es más favorable.
- Otros ingresos, principalmente ingresos por licencias de Bilastina, aumentan +3% en 4T20 y +21% en 2020. Las ventas e ingresos por royalties de Bilastina siguen siendo el principal motor de crecimiento para Faes.
- El *cash flow* libre aumenta en 2020 a 52,7M€ (+57%), impulsado por el crecimiento del *cash flow* de explotación y las menores inversiones.
- Aumento de la tesorería neta a 73,7M€ (+104% en 2020), representa el 6,5% de la capitalización bursátil.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	4T19	4T20	Var. %	Consenso	2019	2020	Var. %
Productos farmacéuticos					300,0	321,6	7,2
Salud animal					53,5	56,8	6,1
Otros					3,9	1,8	-53,8
<b>Ventas</b>	<b>89,5</b>	<b>89,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>99,1</b>	<b>357,4</b>	<b>380,2</b>	<b>6,4</b>
Otros ingresos	5,9	6,1	3,1		25,8	31,2	21,2
<b>Total ingresos</b>	<b>95,4</b>	<b>95,4</b>	<b>-0,1</b>		<b>383,2</b>	<b>411,5</b>	<b>7,4</b>
<b>Beneficio bruto</b>	<b>61,4</b>	<b>59,8</b>	<b>-2,7</b>		<b>253,2</b>	<b>271,1</b>	<b>7,1</b>
<i>% de ventas</i>	<i>68,6</i>	<i>66,9</i>			<i>70,8</i>	<i>71,3</i>	
Gastos operativos	-43,1	-44,3	2,9		-161,7	-163,9	1,4
<b>EBITDA</b>	<b>18,3</b>	<b>15,5</b>	<b>-15,6</b>	<b>12,0</b>	<b>91,5</b>	<b>107,1</b>	<b>17,1</b>
<i>% de ventas</i>	<i>20,5</i>	<i>17,3</i>			<i>25,6</i>	<i>28,2</i>	
Amortizaciones	-6,2	-5,5	-11,7		-16,7	-20,4	22,3
<b>EBIT</b>	<b>12,1</b>	<b>10,0</b>	<b>-17,7</b>	<b>8,3</b>	<b>74,9</b>	<b>86,8</b>	<b>15,9</b>
<i>% de ventas</i>	<i>13,5</i>	<i>11,2</i>			<i>20,9</i>	<i>22,8</i>	
Resultado financiero	-0,6	-0,8	47,1		-0,7	-1,9	176,2
<b>BAI</b>	<b>11,6</b>	<b>9,2</b>	<b>-20,8</b>		<b>74,2</b>	<b>84,9</b>	<b>14,4</b>
Impuestos	-0,5	0,3	-167,8		-10,1	-11,5	13,4
<i>Tasa impositiva (%)</i>	<i>-4,0</i>	<i>3,4</i>			<i>-13,7</i>	<i>-13,6</i>	
Minoritarios	0,0	-0,1			-0,1	-0,8	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>11,1</b>	<b>9,3</b>	<b>-15,9</b>	<b>9,7</b>	<b>64,0</b>	<b>72,5</b>	<b>13,4</b>
Cash-flow de explotación					67,6	78,5	
Inversiones					-34,0	-25,8	
<b>Cash flow libre</b>					<b>33,6</b>	<b>52,7</b>	<b>57,1</b>
Dividendos					-10,3	-12,2	
Otros					-7,7	-2,9	
<b>Variación deuda financiera neta</b>					<b>-15,5</b>	<b>-37,5</b>	
<b>Deuda financiera neta (- para caja neta)</b>					<b>-36,2</b>	<b>-73,7</b>	<b>103,6</b>
DFN/EBITDA					Caja neta	Caja neta	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
<b>Cuenta de resultados</b>							
Ventas	380,2	407,0	435,9	467,0	500,5	523,7	
Beneficio bruto	271,1	284,9	305,1	326,9	350,4	361,3	
EBITDA	107,1	115,2	127,4	140,5	160,9	167,9	
Amortización del inmovilizado	-20,4	-12,9	-13,1	-13,2	-13,3	-24,2	
EBIT	86,8	102,3	114,3	127,4	147,6	143,7	
Resultado financiero	-1,9	0,4	0,6	0,8	1,0	1,4	
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>84,9</b>	<b>102,7</b>	<b>114,9</b>	<b>128,1</b>	<b>148,6</b>	<b>145,1</b>	
Impuesto de sociedades	-11,5	-15,4	-17,2	-19,2	-22,3	-21,8	
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Minoritarios	-0,8	-1,0	-1,1	-1,2	-1,4	-1,4	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>72,5</b>	<b>86,3</b>	<b>96,6</b>	<b>107,7</b>	<b>124,9</b>	<b>121,9</b>	
BPA (€)	0,25	0,29	0,32	0,36	0,42	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	101,7	111,0	122,4	139,9	147,8	
Variaciones de NOF	-29,5	10,8	-7,9	-10,3	-9,1	-6,6	
Inversión	-25,8	-54,1	-54,1	-54,1	-54,1	-24,5	
<b>Cash flow libre</b>	<b>52,7</b>	<b>58,4</b>	<b>49,0</b>	<b>57,9</b>	<b>76,7</b>	<b>116,7</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>-45,5</b>	<b>-33,9</b>	<b>-41,2</b>	<b>-58,3</b>	<b>-96,7</b>	
<b>Balance</b>							
Activo fijo neto	258,3	299,5	340,6	381,5	422,4	422,7	
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	125,0	114,3	122,3	132,8	141,9	148,7	
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>427,4</b>	<b>476,1</b>	<b>527,1</b>	<b>576,7</b>	<b>583,3</b>	
Recursos propios	471,4	546,0	627,5	718,4	824,9	926,8	
Minoritarios	1,5	2,5	3,6	4,8	6,2	7,6	
Deuda financiera neta	-75,6	-121,0	-154,9	-196,1	-254,4	-351,1	
<b>Valoración (DCF)</b>							
(M€)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
NOPLAT			97,2	108,3	125,4	122,1	
Amortización			13,1	13,2	13,3	24,2	
NOF			-8,0	-10,4	-9,2	-6,7	
Inversión			-54,1	-54,1	-54,1	-24,5	
<b>Cash flow libre</b>			<b>48,1</b>	<b>56,9</b>	<b>75,4</b>	<b>115,1</b>	
Valor terminal						1.353,9	
<b>Flujo a descontar</b>			<b>48,1</b>	<b>56,9</b>	<b>75,4</b>	<b>1.469,0</b>	
Factor descuento			0,92	0,85	0,78	0,72	
<b>VAN del flujo</b>			<b>44,3</b>	<b>48,3</b>	<b>59,0</b>	<b>1.060,0</b>	
Valor empresa		1.211,6					
Inversiones financieras		0,0					
Deuda neta		121,0					
Provisiones		-6,2					
Minoritarios y otros		-12,0					
<b>Valor equity (Dic-2021e)</b>		<b>1.309,4</b>					
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>		<b>4,40</b>					
<b>Matriz de sensibilidad (€ por acción)</b>							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
	9,5%		3,66	3,79	3,93	4,09	4,26
	9,0%		3,85	3,99	4,15	4,33	4,53
WACC	8,5%		4,06	4,22	4,40	4,61	4,84
	8,0%		4,29	4,47	4,68	4,92	5,19
	7,5%		4,55	4,76	5,00	5,28	5,60

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 €4,40

- TAAC ventas 2020-2025e: +6,6%
- Margen EBITDA: objetivo 2025e 32%

#### Positivo €5,60

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

#### Negativo €3,45

- TAAC ventas 2020-2025e: +4,5%
- Margen EBITDA: objetivo 2024e 28%

### Aspectos relevantes

- Crecimiento de ventas
- Evolución de márgenes

### Catalizadores

- Adquisiciones
- Política de retribución al accionista con mayor énfasis en pagos en efectivo

### 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](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

Rafael Diogo - Portugal

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

Susana André - Portugal, Assistant

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