

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Neutral**Precio Objetivo: **3,90€**Potencial: **+19,1%**Analista: **Pedro Echeguren***Se deteriora la calidad de resultados 1S 2021, recortamos Precio Objetivo. Neutral*

Faes

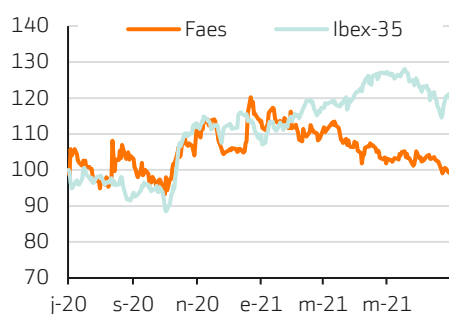
Datos

Precio (€)	3,274
Nº acciones (M)	285,2
Capitalización (M€)	973,7
Máx/Mín (52 sem.)(€)	3,96 / 3,07
Comportamiento 2021	-6,2%
Cód. Reuters/Bloomberg	FAE.MC / FAE SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	73	77	84	92
% inc.	13,4	5,8	10,0	8,5
EBITDA	107	103	112	120
% inc.	17,1	-4,0	8,7	7,5
BPA (€)	0,25	0,26	0,28	0,31
% inc.	13,4	1,5	10,0	8,5
DPA (€)	0,20	0,21	0,22	0,23
% inc.	14,3	5,1	4,8	4,6
PER (x)	13,7	12,7	11,5	10,6
VE/EBITDA (x)	8,6	8,4	7,5	6,7
Rentab. div. (%)	5,6	6,3	6,6	6,9
P/V (x)	2,1	1,8	1,6	1,4

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	0,2	0,2
ROCE (%)	18,9	18,0	18,1	18,1
ROE (%)	15,4	14,3	14,0	13,5

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-3,6	-7,4	-0,5
Relativo	-1,2	-6,3	-20,5

Accionariado

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

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

Los resultados 1S 2021 están marcados por un retroceso en ventas, ingresos, EBITDA y EBIT (es la primera vez que esto sucede desde 2014). Se deteriora la calidad de los resultados pero no son una sorpresa y están en línea con lo esperado. En la presentación anual a analistas la compañía describió un empeoramiento del entorno y dio unas guías 2021 de crecimientos moderados que se alejan de los dos dígitos a los que Faes nos tenía acostumbrados en los últimos años y que reflejan nuestras estimaciones. El comportamiento de la acción va a depender de la evolución de las ventas y resultados de explotación en los próximos ejercicios, las expectativas están en la comercialización de Calcifediol y Mesalazina y el negocio en LatAm. Recortamos nuestro Precio Objetivo a 3,90 €/acción desde 4,10 €/acción, este es ahora para diciembre 2022, y mantenemos invariada nuestra recomendación en Neutral.

Menores ventas de Bilastina se reflejan en una disminución del EBITDA y EBIT

Las principales cifras 2T 2021 son: **ventas** 97,2M€ (+10,8% a/a), **otros ingresos** (royalties e hitos) 6,9M€ (-42,5%), **total ingresos** 104,1M€ (+4,4%), margen bruto 72,7% (-7,8pp), **EBITDA** 33,0M€ (-9,9%), margen EBITDA 34,0% (-7,7pp), **EBIT** 29,4M€ (-2,32%), **BAI** 29,3M€ (-1,3%), **BNA** 25,7M€ (+3,9%)., **Por lo tanto, las cifras 1S 2021** son: **ventas** 192,2M€ (-4,5%, consenso 193,8M€), ventas por segmentos Productos farma 161,6M€ (-6,5%), Salud animal 29,4M€ (+5,8%), otros 1,3M€. **Otros ingresos** 16,8M€ (-20,2%), **total ingresos** 209,0M€ (-6,0%), margen bruto 74,2% (-0,9pp), **EBITDA** 62,9M€ (-6,1%, consenso 63,0M€), margen EBITDA 32,7% (-0,6pp), **EBIT** 55,3M€ (-1,0%, consenso 54,7M€), **BAI** 55,2M€ (+0,3%), **BNA** 47,2M€ (+3,5%, consenso 46,2M€), **Cash flow libre** -8,1M€ vs. +39,1M€ en 1S 2020. La **tesorería neta** disminuye a 56,6M€ desde 62,1M€ en 4T 2020. [Link a los resultados.](#)

Faes mantiene las guías 2021 que describen un año de transición

Nuestra valoración de los resultados es negativa pero no suponen ninguna sorpresa y están en línea con lo esperado por el consenso. En la presentación anual a analistas se explicó el empeoramiento del entorno. Sigue la reducción de ventas de Bilastina a Taiho que vimos en 1T 2021 (y bajada de precio -6,3%) debido al exceso de stock y de los ingresos por royalties e hitos. El crecimiento orgánico del resto del negocio es +3% y el margen bruto disminuye. Una reducción de amortizaciones (-31,6%) en 1S 2021 posibilita suavizar la caída del EBIT y menores de gastos financieros se refleja en un ligero incremento del BAI y BNA. El **cash flow libre** negativo se debe a la construcción de una nueva fábrica e inversiones inorgánicas. La compañía **reitera las guías 2021**: crecimiento de ventas de un dígito y BAI 87 - 91M€ (85M€ en 2020) que reflejan nuestras estimaciones y alejan de los dos dígitos a los que Faes nos tenía acostumbrados en los últimos años.

Recortamos nuestro Precio Objetivo a 3,90 €/acc., recomendación Neutral

Los resultados nos reafirman en nuestra **visión y recomendación Neutral (sin cambios) y sin catalizadores** a corto plazo. **Revisamos a la baja nuestro Precio Objetivo a 3,90 €/acción** desde 4,10 €/acción, este es ahora para diciembre 2022.

Caída de ventas y márgenes en 1S 2021

- Las ventas caen -4,5% a/a en 1S 2021 y los ingresos -6,0%.
- Reducción del margen bruto a 74,0% desde 75,1% en 1S 2020 y del margen EBITDA a 32,7% desde 33,3%.
- La reducción de amortizaciones (-31,6%) y financieros (-95%) posibilita ligeros crecimientos de BAI (+0,3%) y BNA (+3,5%).
- El aumento de inversiones (nueva fábrica en España e inorgánicas) se refleja en *cash flow* libre negativo.
- La tesorería bruta disminuye a 56,6M€ (73,7M€ en 4T 2020) debido principalmente a inversiones (nueva fábrica e inorgánicas) y al retroceso del *cash flow* de explotación.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	2T 2020	2T 2021	Var. %	1S 2020	1S 2021	Var. %	Consenso
Productos farmacéuticos				172,8	161,6	-6,5	
Salud animal				27,8	29,4	5,8	
Otros				0,8	1,3	65,0	
Ventas	87,8	97,2	10,8	201,3	192,2	-4,5	193,8
Otros ingresos	12,0	6,9	-42,5	21,1	16,8	-20,2	
Total ingresos	99,8	104,1	4,4	222,4	209,0	-6,0	
Beneficio bruto	70,7	70,7	0,0	151,2	142,2	-5,9	
<i>% de ventas</i>	<i>80,5</i>	<i>72,7</i>		<i>75,1</i>	<i>74,0</i>		
Gastos operativos	-34,0	-37,6	10,7	-84,2	-79,3	-5,7	
EBITDA	36,6	33,0	-9,9	67,0	62,9	-6,1	63,0
<i>% de ventas</i>	<i>41,7</i>	<i>34,0</i>		<i>33,3</i>	<i>32,7</i>		
Amortizaciones	-6,6	-3,7	-44,7	-11,1	-7,6	-31,6	
EBIT	30,0	29,4	-2,2	55,9	55,3	-1,0	54,7
<i>% de ventas</i>	<i>34,2</i>	<i>30,2</i>		<i>27,7</i>	<i>28,8</i>		
Resultado financiero	-0,3	0,0	-88,1	-0,8	0,0	-95,0	
BAI	29,7	29,3	-1,3	55,1	55,2	0,3	
Impuestos	-4,4	-3,6	-17,7	-8,9	-8,1	-9,3	
<i>Tasa impositiva (%)</i>	<i>-14,8</i>	<i>-12,4</i>		<i>-16,1</i>	<i>-14,6</i>		
Minoritarios	-0,6	0,0		-0,6	0,0		
Beneficio neto atribuible	24,7	25,7	3,9	45,6	47,2	3,5	46,2
Cash-flow de explotación				49,8	27,6		
Inversiones				-10,7	-35,6		
Cash flow libre				39,1	-8,1	-120,7	
Dividendos				-4,2	-8,8		
Otros				-8,9	-0,3		
Variación deuda financiera neta				-26,0	17,2		
Deuda financiera neta (- para caja neta)				-62,2	-56,6	-9,0	
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	2026e
Cuenta de resultados							
Ventas	380,2	399,1	417,0	435,7	455,3	475,9	497,5
Beneficio bruto	271,1	283,8	300,7	317,6	331,0	345,0	359,6
EBITDA	107,1	102,8	111,8	120,1	126,0	131,6	137,4
Amortización del inmovilizado	-20,4	-12,9	-13,0	-13,1	-13,2	-23,3	-24,7
EBIT	86,8	89,9	98,8	107,0	112,8	108,2	112,8
Resultado financiero	-1,9	0,4	0,5	0,7	0,9	1,1	1,4
Beneficio antes de impuestos	84,9	90,3	99,3	107,7	113,7	109,4	114,2
Impuesto de sociedades	-11,5	-12,6	-13,9	-15,1	-15,9	-15,3	-16,0
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1
Beneficio neto atribuible	72,5	76,8	84,4	91,6	96,7	93,0	97,1
BPA (€)	0,25	0,26	0,28	0,31	0,32	0,31	0,33
DPA (€)	0,20	0,21	0,22	0,23	0,24	0,25	0,26
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	108,0	92,0	98,7	106,0	111,2	117,7	123,2
Variaciones de NOF	-29,5	3,8	-4,8	-5,4	-7,2	-7,6	-8,0
Inversión	-25,8	-48,1	-48,1	-48,1	-48,1	-29,0	-29,0
Cash flow libre	52,7	47,7	45,7	52,5	55,8	81,0	86,1
Remuneración al accionista	-12,2	-13,5	-15,7	-17,3	-19,0	-20,6	-22,3
Otras variaciones	-1,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	-39,4	-34,3	-30,0	-35,2	-36,8	-60,4	-63,9
Balance							
Activo fijo neto	258,3	293,5	328,7	363,7	398,7	404,4	408,8
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	125,0	121,3	126,2	131,7	139,1	146,8	154,9
Otros activos/(pasivos) neto	14,0	13,6	13,2	12,8	12,4	12,0	11,6
Capital empleado	397,3	428,4	468,1	508,2	550,2	563,2	575,3
Recursos propios	471,4	535,9	604,6	678,9	756,5	828,9	903,7
Minoritarios	1,5	2,4	3,3	4,4	5,5	6,5	7,6
Deuda financiera neta	-75,6	-109,8	-139,8	-175,0	-211,8	-272,2	-336,1
Valoración (DCF)							
(M€)			2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
NOPLAT				92,0	97,0	93,1	97,0
Amortización				13,1	13,2	23,3	24,7
NOF				-5,5	-7,4	-7,7	-8,1
Inversión				-48,1	-48,1	-29,0	-29,0
Cash flow libre				51,5	54,7	79,6	84,5
Valor terminal							1.141,0
Flujo a descontar				51,5	54,7	79,6	1.225,5
Factor descuento				0,92	0,85	0,78	0,72
VAN del flujo				47,5	46,4	62,4	884,3
Valor empresa			1.040,5				
Inversiones financieras			0,0				
Deuda neta			139,8				
Provisiones			-8,3				
Minoritarios y otros			-12,0				
Valor equity (Dic-2022e)			1.160,0				
Precio objetivo (€ por acción)			3,90				
Matriz de sensibilidad a productos en comercialización (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
	9,5%		3,27	3,38	3,50	3,63	3,78
	9,0%		3,43	3,55	3,69	3,84	4,01
WACC	8,5%		3,61	3,75	3,90	4,07	4,27
	8,0%		3,80	3,96	4,14	4,34	4,57
	7,5%		4,02	4,20	4,41	4,64	4,91

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 €3,90

- TAAC ventas 2020-2026e: +4,6%
- Margen EBITDA: objetivo 2026e 28%

Positivo €5,00

- TAAC ventas 2020-2026e: +6,5%
- Margen EBITDA: objetivo 2025e 32%

Negativo €3,05

- TAAC ventas 2020-2026e: +3,0%
- Margen EBITDA: objetivo 2024e 24%

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

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

Álvaro Lence

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

Filipe Aires - Químicas & Papel

Adrián González

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