

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Neutral**Precio Objetivo: **4,10€**Potencial: **+15,8%**Analista: **Pedro Echeguren***Los resultados 1T21 confirman el deterioro esperado. Reiteramos nuestra visión Neutral*

Faes

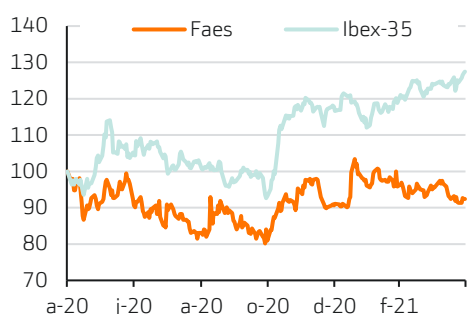
Datos

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	-2,7	-3,3	-7,6
Relativo	-5,4	-16,4	-35,0

Accionariado

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

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

Los resultados 1T21 están marcados por un retroceso en ventas e ingresos (es la primera vez que esto sucede desde 2014) aunque un aumento del margen bruto y un recorte en los costes de explotación posibilitan crecimientos moderados en EBIT, BAI y BNA. Los resultados no son una sorpresa, en la reciente 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. Los resultados 1T21 nos reafirman en nuestra visión neutral. Opinamos que Faes está bien valorada y que su evolución en bolsa va a depender de lograr los retos anunciados en la presentación anual. Nuestra recomendación se mantiene invariada en Neutral al igual que nuestro Precio Objetivo de 4,10 €/acción.

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

Las principales cifras de 1T21 son: ventas 94,9M€ (-16,3% a/a), total ingresos 104,9M€ (-14,4%), margen bruto 75,3% (70,9% en 1T20), EBITDA 29,9M€ (-1,6%), EBIT 25,9M€ (+0,2%), BAI 25,9M€ (+2,1%), BNA 21,5M€ (+3,1%). La compañía reitera las guías 2021 que anunció hace unas semanas en la presentación anual a analistas: crecimiento de ventas de un dígito y BAI 87 - 91M€ (85M€ en 2020). [Link a los resultados.](#)

Nuestra valoración es neutral aunque empeoran los crecimientos

Nuestra valoración de los resultados es neutral, lo negativo es el retroceso en ventas (-16,3% a/a) que compara frente a -0,3% en 4T20 y también la caída de ingresos (-14,4%) reflejo de menores ventas a Taiho (Japón) y del efecto de compararlos con un excelente 1T20 pre-COVID. Los ingresos solamente aumentan en LatAm y exportación (19,5M€, +4,8%) tras la adquisición de Global Farma (Guatemala) en 1T21, mientras que retroceden en España (41,9M€ -8,5%), Licencias (20,4M€, -29,2%), salud animal (16,5M€, -13,7%) y Portugal (6,6M€, -35,9%). La evolución de las ventas de Calcifediol y Mesalazina es positiva al igual que la reducción de costes que posibilita aumentar ligeramente el EBIT, BAI y BNA. La tesorería bruta (no hay detalle de la caja neta) se reduce a 56M€ desde 91M€ en 4T20, creemos que la compra de Global Farma por 30M€ en 1T21 y las obras para construcción de una nueva fábrica son los principales consumidores de caja. En la presentación a analistas se explicó el empeoramiento del entorno, con lo que los resultados no suponen ninguna sorpresa y confirman nuestra visión neutral de la compañía, sin catalizadores a corto plazo.

Reiteramos nuestra recomendación de Neutral y Precio Objetivo 4,10 €/acción

Tras la reciente presentación anual a analistas, recortamos nuestro Precio Objetivo a 4,10 €/acción desde 4,40 €/acción. Estos resultados nos reafirman en nuestra visión neutral. Opinamos que Faes está bien valorada y que su evolución en bolsa va a depender de lograr los retos anunciados en la presentación (licencias de Calcifediol y Mesalazina, crecimiento en LatAm, evolución del negocio farma en Iberia) y de la evolución de Bilastina, Calcifediol, Mesalazina y otras moléculas en desarrollo. Nuestra recomendación se mantiene invariada en Neutral.

Caída de ventas e ingresos 1T21, EBIT y BNA aumentan ligeramente

- Las ventas caen -16% a/a y los ingresos -14,4%.
- Aumento del margen bruto a 75,3% desde 70,5% en 1T20.
- Reducción de los gastos operativos -16,9% y de las amortizaciones en -12,1%.
- El aumento del margen bruto y el recorte de costes posibilitan aumentar el EBIT (+0,2%), BAI (+2,1%) y BNA (+3,1%).
- La tesorería bruta disminuye a 56M€ (91M€ en 4T20) tras la compra de Global Farma por 30M€ en 1T21 y las obras para construcción de una nueva fábrica.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	Var. %
Ventas	113,5	87,8	89,7	89,3	95,0	-16,3
Otros ingresos	9,1	12,0	4,1	6,1	10,0	9,0
Total ingresos	122,6	99,8	93,7	95,4	104,9	-14,4
Beneficio bruto	80,5	70,7	60,2	59,8	71,6	-11,1
<i>% de ventas</i>	<i>70,9</i>	<i>80,5</i>	<i>67,1</i>	<i>66,9</i>	<i>75,3</i>	
Gastos operativos	-50,2	-34,0	-35,5	-44,3	-41,7	-16,9
EBITDA	30,3	36,6	24,7	15,5	29,9	-1,6
<i>% de ventas</i>	<i>26,7</i>	<i>41,7</i>	<i>27,5</i>	<i>17,3</i>	<i>31,4</i>	
Amortizaciones	-4,5	-6,6	-3,8	-5,5	-3,9	-12,1
EBIT	25,9	30,0	20,9	10,0	25,9	0,2
<i>% de ventas</i>	<i>22,8</i>	<i>34,2</i>	<i>23,3</i>	<i>11,2</i>	<i>27,3</i>	
Resultado financiero	-0,5	-0,3	-0,3	-0,8	0,0	-99,2
BAI	25,4	29,7	20,6	9,2	25,9	2,1
Impuestos	-4,5	-4,4	-2,9	0,3	-4,4	-1,0
<i>Tasa impositiva (%)</i>	<i>-17,6</i>	<i>-14,8</i>	<i>-14,2</i>	<i>3,4</i>	<i>-17,1</i>	
Minoritarios	-0,1	-0,6	-0,1	-0,1	0,0	
Beneficio neto atribuible	20,8	24,7	17,6	9,3	21,5	3,1

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Cuenta de resultados							
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	
Beneficio neto atribuible	72,5	79,5	94,5	103,4	113,0	115,2	
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	
Estado de flujo de caja							
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	
Cash flow libre	52,7	51,9	49,9	60,1	71,2	107,6	
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	
Variación deuda financiera neta	-39,4	-39,0	-34,8	-43,4	-52,8	-87,6	
Balance							
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	
Capital empleado	397,3	427,0	472,7	517,1	560,2	569,0	
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	
Valoración (DCF)							
(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	
Cash flow libre			49,0	59,0	70,0	106,0	
Valor terminal						1.247,5	
Flujo a descontar			49,0	59,0	70,0	1.353,6	
Factor descuento			0,92	0,85	0,78	0,72	
VAN del flujo			45,2	50,2	54,8	976,7	
Valor empresa		1.126,8					
Inversiones financieras		0,0					
Deuda neta		114,5					
Provisiones		-6,0					
Minoritarios y otros		-12,0					
Valor equity (Dic-2021e)		1.218,3					
Precio objetivo (€ por acción)		4,10					
Matriz de sensibilidad (€ por acción)							
			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	4,10	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

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