

Sector: *Farmacéuticas*

Recortamos el precio objetivo a 18,90 €/acción y cambiamos nuestra recomendación a Neutral (desde Comprar)

Almirall

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: 18,90€

Analista: Pedro Echeguren

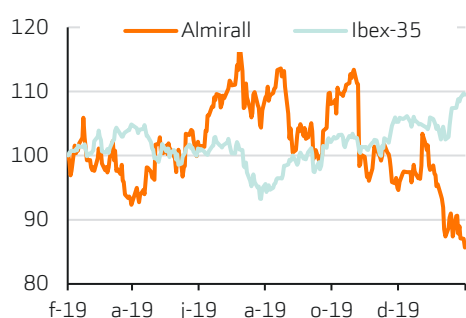
Datos Básicos

Precio (€)	13,09
Nº acciones (Mn)	174,6
Capitalización (Mn€)	2.284,9
Máx/Min (52 sem.)(€)	18,04 / 13,09
Cód. Reuters/Bloomberg	ALM.MC / ALM SM

Mn€	2019e	2020e	2021e	2022e
Bº neto grupo	121	117	123	154
% inc.	55,3	-3,0	5,3	25,0
EBITDA	305	290	300	344
% inc.	45,6	-4,9	3,4	14,8
BPA (€)	0,69	0,67	0,71	0,88
% inc.	55,3	-3,0	5,3	25,0
DPA (€)	0,22	0,25	0,28	0,33
% inc.	10,7	13,6	12,0	17,9
PER (x)	21,2	19,5	18,5	14,8
VE/EBITDA (x)	9,9	9,1	8,4	7,1
Rentab. div.	1,5	1,9	2,1	2,5
P/V (x)	2,0	1,7	1,6	1,5

Ratios	2019e	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA	1,5	1,2	0,7	0,4
DFN/FF.PP. (x)	0,4	0,3	0,2	0,1
CF Op./DFN	55,0	69,1	101,4	191,4
DFN/CE (x)	0,3	0,2	0,1	0,1
EBITDA/CE (x)	0,2	0,2	0,2	0,2
ROCE (%)	8,0	7,3	7,9	9,5
ROE (%)	9,4	8,6	8,5	9,9

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-13,0	-13,0	-14,3
Relativo	-16,6	-21,1	-23,8

Accionariado

Familia Gallardo:	59,7%
Autocartera:	1,0%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Revisamos a la baja nuestro precio objetivo diciembre 2020 a 18,90 €/acción (desde 20,10 €/acción) y modificamos a la baja nuestra recomendación a Neutral desde Comprar al recortar nuestra valoración de la franquicia respiratoria de Almirall. La evolución de las ventas de Duaklir (un medicamento para el tratamiento de EPOC vendido a AstraZeneca en fase de desarrollo el año 2014) no está cumpliendo objetivos desde su lanzamiento en EE.UU. en el mes de octubre 2019 y reduce significativamente el potencial que tiene la compañía de percibir ingresos por cumplimiento de hitos y royalties asociados a este medicamento. Esta situación nos hace recortar nuestras estimaciones al igual que el precio objetivo y recomendación. Aunque el valor ha perdido -13% en bolsa durante el último mes y tras esta caída puede sugerir potencial, no vemos catalizadores que puedan impulsar la cotización en el corto plazo.

Las ventas de Duaklir no cumplen objetivos

Almirall vendió a AstraZeneca en noviembre de 2014 los derechos sobre su franquicia respiratoria incluyendo el **desarrollo de Duaklir**, un medicamento para el tratamiento del EPOC (enfermedad pulmonar obstructiva crónica). AstraZeneca **inició la comercialización de Duaklir en EE.UU. en octubre 2019**, hito que generó un derecho de cobro a favor de Almirall de 100 Mn\$. AstraZeneca presentó sus resultados 2019 el 14 febrero ([link al informe](#)) y los comentarios sobre las ventas de Duaklir no ha sido favorables. **Entendemos que el medicamento no está alcanzando las ventas esperadas**, lo que **reduce el potencial para Almirall de percibir ingresos por hitos y royalties** asociados al éxito comercial del medicamento. Almirall presentará sus resultados del ejercicio 2019 el próximo 24 de febrero. Estimamos que los ingresos por hitos y royalties en 2019e representen el 20% del EBITDA (26% en 2018, 51% en 2017).

Revisamos a la baja nuestras estimaciones por el efecto Duaklir

Hemos **modificado nuestro escenario** y ahora asumimos un **menor potencial de ingresos** por hitos y royalties (incluyendo los asociados a Duaklir). Estimamos que estos pasarán del 20% del EBITDA 2019e al **7% del EBITDA para el periodo 2022e-2025e**, por debajo de nuestra estimación anterior de 22%. **Revisamos a la baja nuestras estimaciones** como consecuencia de esta menor expectativa de ingresos. No hemos modificado el resto de hipótesis clave, como son el calendario de lanzamiento de nuevos medicamentos, gasto en marketing para apoyar los nuevos lanzamientos o la partida de I+D. Prevedemos que el **beneficio neto en 2019e-2025e se incrementará +6% TAAC**, frente a nuestra estimación anterior de +10%.

Cambiamos nuestra recomendación a Neutral y reducimos el Precio Objetivo

El principal accionista vendió en noviembre un 6,3% del capital de Almirall a 15,25 €/acción (mantiene el 59,7%). Aunque en el último mes la cotización ha recortado un -13,0% y puede sugerir potencial, no vemos catalizadores a corto plazo. Nuestra revisión a la baja de las estimaciones supone **recortar -10% a nuestro precio objetivo** para diciembre 2020 que ahora es **18,90 €/acción** (anterior 20,10 €/acción). También **revisamos a la baja nuestra recomendación a Neutral** (desde Comprar).

Cuadro 1. Resumen de resultados y valoración

(Mn€)	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Cuenta de resultados						
Ventas	683,9	756,9	848,6	926,3	1.088,8	1.251,7
Beneficio bruto	455,8	529,2	608,9	666,9	783,9	901,2
EBITDA	142,2	209,5	305,0	290,0	299,9	344,2
Amortización del inmovilizado	-103,7	-90,2	-131,5	-133,7	-136,0	-141,8
EBIT	38,5	119,3	173,5	156,3	163,9	202,4
Resultado financiero	-359,6	-44,3	-18,7	-10,0	-9,9	-9,8
Beneficio antes de impuestos	-321,1	75,0	154,8	146,2	154,0	192,5
Impuesto de sociedades	17,1	2,7	-31,0	-29,2	-30,8	-38,5
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	-3,2	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beneficio neto atribuible	-304,0	77,7	120,7	117,0	123,2	154,0
BPA (€)	-1,74	0,45	0,69	0,67	0,71	0,88
DPA (€)	0,19	0,20	0,22	0,25	0,28	0,33
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	18,3	138,2	216,1	214,7	232,2	295,9
Variaciones de NOF	-12,2	5,1	33,2	24,4	-5,8	-5,8
Inversión	-67,2	-608,0	-145,5	-93,5	-60,0	-169,4
Cash flow libre	-61,1	-464,8	103,8	145,6	166,4	120,7
Remuneración al accionista	-33,0	-22,7	-24,1	-38,4	-43,6	-48,9
Otras variaciones	-20,7	-4,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	114,7	492,1	-79,7	-107,2	-122,8	-71,8
Balance						
Activo fijo neto	1.372,9	1.689,2	1.703,2	1.629,5	1.553,5	1.581,1
Inmovilizado financiero	19,5	5,5	5,5	5,5	5,5	5,5
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-113,2	86,7	53,5	29,1	34,9	40,7
Otros activos/(pasivos) neto	-104,5	-56,6	-20,6	48,9	75,9	75,9
Capital empleado	1.174,7	1.724,8	1.741,6	1.713,0	1.669,8	1.703,1
Recursos propios	1.133,7	1.191,7	1.288,3	1.366,8	1.446,4	1.551,6
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	41,0	533,1	453,4	346,1	223,4	151,6

(Mn€)	p=100	p estimada	Valoración	€/acción
Productos en comercialización	283,0	100%	283,0	1,50
Seysara	797,7	100%	797,7	4,24
Ilumetri	849,6	100%	849,6	4,51
Skilarence	162,3	100%	162,3	0,86
Lebrikizumab	654,7	100%	654,7	3,48
Franquicia respiratoria	274,4	100%	274,4	1,46
Queratosis actínica	604,8	80%	483,8	2,57
Onicomiosis, Alopecia	240,7	80%	192,6	1,02
Valor empresa			3.698,1	19,64

Inversiones financieras	5,5
Deuda neta	-346,1
Ajuste bono convertible	250,0
Provisiones	-47,3
Minoritarios y otros	0,0
Valor equity (Dic-2020e)	3.560,2
Precio objetivo (€ por acción)	18,90

		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	8,5%	16,04	16,51	17,03	17,63	18,31
	8,0%	16,76	17,30	17,91	18,60	19,40
	7,5%	17,57	18,19	18,90	19,73	20,68
	7,0%	18,49	19,22	20,06	21,04	22,19
	6,5%	19,54	20,40	21,40	22,58	24,00

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Realizamos una suma de partes considerando el valor de los productos en comercialización, la franquicia respiratoria vendida a AstraZeneca en 2014, las marcas adquiridas a Allegan en 3T18 y los fármacos en desarrollo que ponderamos por probabilidades de éxito. Hemos añadido una dilución del 2% por el bono convertible.

Hipótesis principales

Usamos un WACC de 7,5% y tasas de crecimiento en función del potencial de cada fármaco.

Escenarios de precio objetivo

Base 18,90 €

- Probabilidad de éxito del 100% en los productos en comercialización (incluyendo Seysara, Ilumetri y Skilarence) y del 80% a los fármacos en desarrollo

Positivo 19,80 €

- Igual que el caso base, pero con una probabilidad de éxito del 100% para los fármacos en desarrollo

Negativo €15.30

- Igual que el caso base, pero asumiendo que los fármacos en desarrollo fracasan (probabilidad 0%).

Vectores principales

- Márgenes comerciales
- Lanzamiento de nuevos fármacos

Catalizadores

- Crecimiento de los productos derma
- Lanzamientos de Seysara e Ilumetri
- Evolución de los fármacos en desarrollo

Riesgos

- Introducción de genéricos
- Riesgos asociados a posibles 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

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Luis Piñas - Consumo

Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Ana de Castro - Seguros

Aránzazu Bueno - Eléctricas

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