

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar**Precio Objetivo: **13,95€**Potencial: **+20,5%**Analista: **Pedro Echeguren***Los resultados 1T 2022 reflejan el inicio de un año que prevemos irá de menos a más*

Almirall

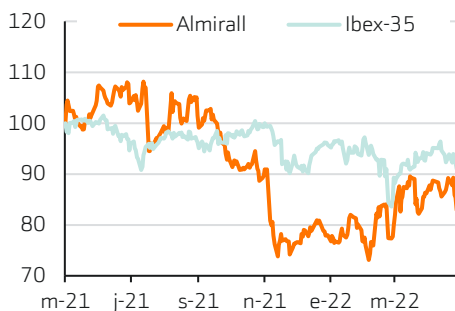
Datos

Precio 30/09/2021; 17:35h (€)	11,58
Nº acciones (M)	179,8
Capitalización (M€)	2.081,8
Máx/Mín (52 sem.)(€)	15,12 / 10,22
Comportamiento 2021	2,5%
Cód. Reuters/Bloomberg	ALM.MC / ALM SM

Mn€	2021	2022e	2023e	2024e
BNA	-41	60	71	111
% inc.	n.r.	n.r.	19,1	55,4
EBITDA	236	201	220	270
% inc.	-1,1	-14,7	9,7	22,3
BPA (€)	-0,23	0,33	0,40	0,62
% inc.	n.r.	n.r.	19,1	55,4
DPA (€)	0,19	0,20	0,25	0,30
% inc.	-0,4	4,8	28,2	20,0
PER (x)	n.r.	34,7	29,1	18,7
VE/EBITDA (x)	9,7	11,6	10,0	7,6
Rentab. div. (%)	1,6	1,7	2,2	2,6
PVC (x)	1,6	1,6	1,5	1,4

Ratios	2021	2022e	2023e	2024e
DFN/EBITDA (x)	1,0	1,1	0,5	Caja
DFN/FF.PP. (x)	0,2	0,2	0,1	Caja
CF Op./DFN (%)	96,4	68,4	177,1	Caja
DFN/CE (x)	0,2	0,1	0,1	0,0
EBITDA/CE (x)	0,2	0,1	0,1	0,2
ROCE (%)	34,0	4,4	5,3	8,3
ROE (%)	n.r.	4,5	5,1	7,5

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	9,3	62,7	-10,0
Relativo	3,3	42,4	4,6

Accionariado

Familia Gallardo:	59,7%
Wellington:	5,1%
Autocartera:	1,5%

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

Nuestra valoración de los resultados 1T 2022 es neutral. Las ventas se estancan y el EBITDA, EBIT y BNA retroceden, pero son unos resultados mejores de lo esperado. No han gustado al mercado y la reacción tras su publicación es una caída de las acciones del -7%. Esta sobreacción es una oportunidad para comprar a precios atractivos. A la debilidad del negocio en EE.UU. se suman los gastos asociados a los lanzamientos comerciales. Lo positivo es la buena evolución de los lanzamientos (Wynzora, Klisyri) y las expectativas para la esperada aprobación de Lebrizumab en Europa, Seysara en China y, Eficonazol. La compañía reitera sus guías 2022 que vemos factibles y reflejan nuestras estimaciones. Reiteramos nuestro precio Objetivo de 13,95 €/acción (potencial +20,5%) y, mantenemos nuestra recomendación invariada en Comprar.

Las ventas se estancan en 1T 2022, los beneficios caen menos de lo esperado

Las **principales magnitudes del 1T 2022** son: ventas *core* (negocio recurrente) 218,8M€ (+1,6% a/a y +0,8% a tipo de cambio constante, consenso 214,6M€), ventas totales 218,8M€ (-0,8%, consenso 214,6M€), margen bruto *core* 66,7% (-4,1 p.p.), EBITDA *core* 50,3M€ (-26,0%, consenso 48,7M\$) y margen 23,0% (-6,6 p.p.), EBITDA 59,6M€ (-19,7%, consenso 51,6M\$), EBIT 30,5M€ (-32,2%, consenso 22,0M€), BAI 28,1M€ (-26,80%), BNA 20,4M€ (-31,5%, consenso 13,4M€), BNA normalizado 20,5M€ (-51,4%), *cash flow* libre -9,2M€ vs +71,2M€ en 1T 2021, deuda financiera neta 253,0M€ (+10,5% en 2022) y ratio DFN/EBITDA 1,1x. [Link a los resultados](#)

Valoración neutral, las expectativas están en los próximos lanzamientos

La comparativa trimestral está distorsionada por el efecto de una desinversión en 2021. Las **ventas core** apenas crecen, el **EBITDA, EBIT y BNA** caen. Las ventas derma en Europa (39% del total) crecen +31,1% ante la buena evolución de la división y los lanzamientos de Wynzora y Klisyri, pero en EE.UU. (7% del total) caen -27,7% ante el aumento de los descuentos y la competencia de genéricos. El empeoramiento de **márgenes** refleja los gastos asociados a los lanzamientos, algo esperado y, la desinversión del año pasado. Esperamos que las ventas ganen tracción en los próximos trimestres por la contribución de estos lanzamientos. El *pipeline* evoluciona positivamente: Lebrizumab presentó datos positivos de los estudios fase III (esperamos que este novedoso producto que competirá contra Dupixent de Sanofi llegue al mercado en 2023; los ensayos de fase III para la aprobación de Seysara en China están en marcha y; se espera presentar la documentación regulatoria para solicitar la licencia de comercialización de Efinaconazol en 2T 2022. La compañía **reitera sus guías 2022** (crecimiento de ventas de un dígito medio y, EBITDA 190M€/210M€, -5% para el punto medio) que vemos factibles.

No modificamos nuestro Pr. Obj.de 13,95 €/acc. y recomendación de Comprar

La reacción del mercado ha sido negativa tras publicarse los resultados, la acción de Almirall cae -7%. Juzgamos esta reacción de excesiva y supone una oportunidad de compra. Los fundamentales y las perspectivas no varían. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar con un Precio Objetivo de 13,95 €/acción.

Las ventas se estancan en 1T 2022, los beneficios retroceden

- Las ventas *core* aumentan en 218,8M€ (+1,6% a/a). El negocio derma se recupera (+17,2%) mientras que el resto de especialidades farma cae -9,7%. las ventas totales caen -0,8%.
- El margen bruto retrocede a 66,7% (-4,8 p.p.) por el efecto de una desinversión extraordinaria.
- El EBITDA *core* retrocede a 50,3M€ (-26,0%) impactado por los costes asociados a los nuevos lanzamientos comerciales y un aumento en los gastos de I+D (+57,5%).
- El BNA cae a 20,4M€ (-31,5%).
- El *cash flow* libre disminuye a +2,6M€ (vs +82,0M€ en 1T 2021) debido a la disminución del BAI y al aumento en la inversión en NOF.
- La deuda financiera neta aumenta a 253,0M€ (+10,5% en 2022). El ratio de endeudamiento es 1,1x EBITDA.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	Var. %	Consenso
Derma core	90,3	96,7	94,2	105,4	105,8	17,2	
Otras especialidades core	125,1	103,4	92,0	102,7	113,0	-9,7	
Ventas core	215,4	200,1	186,2	208,1	218,8	1,6	214,6
Ventas no core	5,2	5,2	5,2	1,8	0,0	-100,0	
Ventas	220,6	205,3	191,4	209,9	218,8	-0,8	214,6
Otros ingresos	1,9	0,0	1,5	5,9	10,2	436,8	
Total ingresos	222,5	205,3	192,9	215,8	229,0	2,9	217,9
Beneficio bruto	157,8	141,3	128,8	143,4	146,0	-7,5	
<i>Margen bruto %</i>	<i>71,5</i>	<i>68,8</i>	<i>67,3</i>	<i>68,3</i>	<i>66,7</i>		
Investigación y Desarrollo	-13,4	-17,2	-17,1	-25,9	-21,1	57,5	
Gastos generales	-72,0	-61,7	-68,3	-86,1	-73,8	2,5	
Otros	-0,1	0,0	-0,3	1,9	-1,7		
EBITDA	74,2	62,4	44,6	54,4	59,6	-19,7	51,6
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>33,6</i>	<i>30,4</i>	<i>23,3</i>	<i>25,9</i>	<i>27,2</i>		
EBITDA core	68,0	57,6	38,6	47,1	50,3	-26,0	48,7
<i>Margen EBITDA core %</i>	<i>31,6</i>	<i>28,8</i>	<i>20,7</i>	<i>22,6</i>	<i>23,0</i>		
Amortizaciones	-29,2	-29,8	-29,5	-31,4	-29,1	-0,3	
EBIT	45,0	32,6	15,1	23,0	30,5	-32,2	22,0
<i>Margen EBIT %</i>	<i>20,4</i>	<i>15,9</i>	<i>7,9</i>	<i>11,0</i>	<i>13,9</i>		
Deterioros	-12,4	-94,7	-0,3	-2,2	-0,2		
Resultado financiero	5,8	-3,2	-7,0	-10,8	-2,2		
BAI	38,4	-65,3	7,8	10,0	28,1	-26,8	
Impuestos	-8,6	-7,3	-4,4	-11,5	-7,7		
Discontinuadas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Beneficio neto atribuible	29,8	-72,6	3,4	-1,5	20,4	-31,5	13,4
BNA normalizado	42,2	15,6	3,6	20,0	20,5	-51,4	
Cash flow neto	105,3	35,3	32,4	55,0	48,8		
Var. NOF	-23,3	-7,5	19,2	17,4	-46,2		
Cash flow de operaciones	82,0	27,8	51,6	72,4	2,6	-96,8	
Inversiones recurrentes	-6,5	-6,8	-11,0	-7,2	-11,8		
Cash flow libre antes de expansión	75,5	21,0	40,6	65,2	-9,2	n.r.	
Inversiones de expansión	-22,1	4,2	-3,1	-4,7	3,0		
Cash flow libre	53,4	25,2	37,5	60,5	-6,2	n.r.	
Financieros	-0,9	-2,8	-1,6	-0,8	-4,0		
Dividendos	0,0	-11,7	0,0	0,0	0,0		
Otros	-4,1	4,9	-1,9	-7,7	-0,3		
Variación deuda financiera neta	-48,4	-15,6	-34,0	-52,0	10,5		
Deuda financiera neta ex IFRS-16	344,1	328,5	294,5	242,5	253,0	-26,5	
DFN / EBITDA año móvil (x)	1,5	1,4	1,3	1,0	1,1		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Cuenta de resultados						
Ventas	827,2	875,6	953,3	1.051,2	1.150,8	1.247,0
Beneficio bruto	571,3	586,7	638,7	704,3	794,0	872,9
EBITDA	235,6	201,0	220,5	269,7	317,4	363,5
Amortización del inmovilizado	-119,9	-120,9	-121,6	-121,5	-123,1	-124,7
EBIT	115,7	80,1	98,8	148,2	194,3	238,9
Resultado financiero	-124,8	-9,6	-9,5	-9,4	-9,2	-9,0
Beneficio antes de impuestos	-9,1	70,5	89,3	138,8	185,1	229,9
Impuesto de sociedades	-31,8	-10,6	-17,9	-27,8	-37,0	-46,0
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Beneficio neto atribuible	-40,9	60,0	71,4	111,0	148,1	183,9
BPA (€)	-0,23	0,33	0,40	0,62	0,82	1,02
DPA (€)	0,19	0,20	0,25	0,30	0,35	0,40
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	229,6	202,3	184,0	223,5	262,1	299,5
Variaciones de NOF	4,3	-52,1	15,8	12,1	-9,6	-7,2
Inversión	-57,3	-115,4	-80,5	-53,7	-53,7	-53,7
Cash flow libre	176,6	34,8	119,4	181,9	198,8	238,6
Remuneración al accionista	-11,7	-11,9	-12,5	-16,0	-19,2	-22,4
Otras variaciones	-14,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	-150,1	-22,8	-106,9	-165,9	-179,6	-216,2
Balance						
Activo fijo neto	1.562,0	1.544,1	1.521,2	1.471,5	1.420,3	1.367,4
Inmovilizado financiero	80,5	71,4	62,3	53,2	44,1	35,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	29,5	81,6	65,8	53,6	63,2	70,4
Otros activos/(pasivos) neto	-143,4	-143,4	-143,4	-143,4	-143,4	-143,4
Capital empleado	1.528,5	1.553,7	1.505,8	1.434,9	1.384,2	1.329,5
Recursos propios	1.286,0	1.334,1	1.393,0	1.488,0	1.616,9	1.778,4
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	242,5	219,7	112,8	-53,1	-232,7	-448,9
Valoración (Suma de partes)						
(M€)			p=100	p estimada	Valoración	€/ acción

Productos en comercialización		1.352,5	100%	1.352,5	7,52
Klisyri (queratosis actínica)		503,1	100%	503,1	2,80
Efinaconazole (onicomicosis)		84,6	75%	63,5	0,35
Wynzora (psoriasis)		81,4	100%	81,4	0,45
Lebrikizumab (dermatitis atópica)		812,8	95%	772,2	4,30
Valor empresa				2.772,6	15,42

Inversiones financieras					0,0
Deuda neta					-219,7
Provisiones					-24,5
Minoritarios y otros					-20,4
Valor equity (Dic-2022e)					2.528,5
Precio objetivo (€ por acción)					13,95

		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	8,8%	12,18	12,39	12,62	12,89	13,18
	8,3%	12,74	12,98	13,25	13,54	13,88
	7,8%	13,37	13,65	13,95	14,30	14,69
	7,3%	14,10	14,41	14,76	15,16	15,62
	6,8%	14,93	15,29	15,70	16,17	16,72

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.

Hipótesis principales

Usamos un WACC de 7,8% y tasas de crecimiento en función del potencial de cada fármaco.

Escenarios de precio objetivo

Base 13,95€

- Probabilidad de éxito del 100% en los productos en comercialización y del 75% a los fármacos en desarrollo

Positivo 14,30€

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

Negativo €13,60

- Igual que el caso base, pero asumiendo que el desarrollo de efinaconazole fracasa.

Vectores principales

- Márgenes comerciales
- Lanzamiento de nuevos fármacos

Catalizadores

- Evolución de Klisyri y Wyzora (lanzamientos recientes)
- Aprobación comercial de Lebrikizumab en 2022/2023
- Resultados ensayos fase III de Seysara en China
- Adquisiciones de licencias

Riesgos

- Introducción de genéricos
- Riesgos asociados a posibles adquisiciones

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
10/05/2021	Comprar	15,00
26/07/2021	Comprar	16,15
15/11/2021	Comprar	14,85

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
21/02/2022	Comprar	13,00
28/02/2022	Comprar	13,95
09/05/2022	Comprar	13,95

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- 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

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

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

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

Mariana Queirós Ferro - Telecoms

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Popcoin