

Sector: *Farmacéuticas*

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **125,00€**
 Potencial: **+14,1%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

Zepzelca impulsa al alza los resultados 2020 y la temática COVID-19 refuerza el atractivo

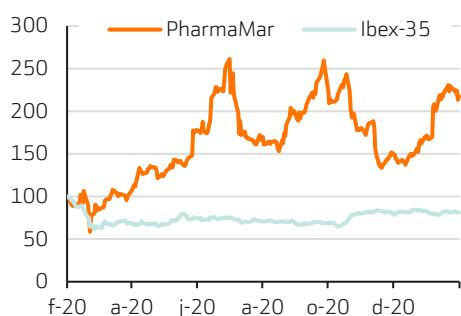
Pharma Mar

Datos	
Precio (€)	109,60
Nº acciones (M)	18,4
Capitalización (M€)	1.303,2
Máx/Mín (52 sem.)(€)	135,12 / 30,22
Comportamiento 2021	54,4%
Cód.	PHMR.MC / PHM SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	140	92	121	214
% inc.	n.r.	-34,7	32,4	76,7
EBITDA	167	117	152	261
% inc.	n.r.	-30,0	29,9	71,9
BPA (€)	7,6	5,0	6,6	11,7
% inc.	n.r.	-34,7	32,4	76,7
DPA (€)	0,98	1,08	1,19	1,31
% inc.	n.r.	10,0	10,0	10,0
PER (x)	9,3	22,0	16,6	9,4
VE/EBITDA (x)	6,8	15,9	12,2	6,5
Rentab. div. (%)	1,4	1,0	1,1	1,2
PVC (x)	12,7	11,5	7,3	4,3

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)	n.r.	4,8	1,3	1,8
ROCE (%)	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
ROE (%)	n.r.	52,5	44,3	46,1

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	1,9	14,2	139,6
Relativo	-2,9	13,8	145,5

Accionariado

Familia Fernández de Sousa:	15,6%
Rosp Corunna:	5,0%
Autocartera:	1,3%

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

Lo más positivo del año 2020 es el despegue de Zepzelca, fármaco recientemente aprobado para tratar el cáncer microcítico de pulmón, que genera ventas por primera vez en 2020, supone el 68% del total y contribuye a regresar a los beneficios positivos. La actividad de diagnóstico más que dobla sus ventas (crece con fuerza y supone el 5% del total) impulsada por los kits de detección del COVID. Además, están las posibilidades que abre la evolución de Aplidin como tratamiento para pacientes de COVID-19, desarrollo que está siendo valorado muy positivamente y que de culminar con éxito el proceso de registro posicionaría a Pharma Mar como una de las compañías al frente de esta temática. La estructura financiera es saneada y la tesorería neta garantiza los fondos necesarios para poder acometer nuevos desarrollos. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar y Precio Objetivo de 125,00 €/acción.

Resultados impulsado por Zepzelca y el diagnóstico del COVID-19

Las **principales cifras 4T19** son: ventas 47,8 M€ (+105% a/a, BKT est 50,2M€) donde resaltamos Oncología 27,2M€ (+43%) que incluye 8M€ de Zepzelca, Licencias 9,8M€ (+384%) y Diagnóstico 2,5M€ (+65%) impulsado por la venta de sus kits de diagnóstico COVID-19 recientemente aprobados, EBITDA 20,2M€ (+597%, BKTe 20,1M€), EBIT 18,7M€ (+0,9M€ en 4T19, BKTe 19,1M€), BAI 13,4M€ (-0,4M€ en 4T19), BNA 6,2M€ (-60,4%, BKTe -0,4M€). Por lo tanto, **en el año 2020** las ventas se elevan a 270,0M€ (+214% a/a), Oncología 100,7M€ (+37,9%) que incluye 21,5M€ de Zepzelca, Licencias 140,3M€ (4,0M€ en 2019) donde el grueso corresponde al acuerdo de licencia de Zepzelca para Estados Unidos suscrito con Jazz Pharma, Diagnóstico 13,0M€ (+137%). EBITDA 163,6M€ (-9,5M€ en 2019), EBIT 155,9M€ (-17,5M€ en 2019), BAI 145,6M€ (-21,7M€ en 2019), BNA 137,3M€ (-11,4M€ en 9M19), cash flow libre 275,9M€ (-30,1M€ en 2019), tesorería neta 163,5M€ (deuda neta de 60,8M€ en 4T19). Pharma Mar ha recibido en 2020 280M€ de Jazz Pharma por licencias y cumplimiento de hitos asociados a Zepzelca de los cuales ha contabilizado 135M€ en ventas, el resto se contabilizará en los próximos ejercicios. [Link a los resultados](#).

Buenas perspectivas de Zepzelca y el atractivo del tratamiento contra el COVID

El año 2020 supone una transformación para Pharma Mar gracias al éxito de Zepzelca, tratamiento para el cáncer de pulmón microcítico, y el acuerdo de comercialización firmado con Jazz Pharma en los EE.UU. y otros licenciarios en más países. El pago inicial y los hitos aportan fondos para acometer nuevos desarrollos y mejoran la estructura del balance. Las posibilidades para administrar Zepzelca en combinación con otros fármacos abren nuevas perspectivas. Además, la compañía está **desarrollando un tratamiento basado en Aplidin para tratar a enfermos de COVID** que si triunfa supondrá una nueva transformación y posicionará a la compañía al frente de esta temática.

Recomendación: Comprar Precio Objetivo: 125,00 €/acción

Los buenos resultados están en línea con nuestras estimaciones, los valoramos positivamente y aprovechamos para reiterar nuestra recomendación de **Comprar** y Precio Objetivo de 125 €/acción. .

La progresión de resultados continua al alza en 4T20

- Crecimiento en 4T de ventas (+105%) impulsadas por Oncología (+43,0%) donde el inicio de las ventas para uso compasivo de Zepzelca aportan el 58% de las ventas de esta división, y las ventas de materia prima de Yondelis el 13%. Las ventas de Yondelis retroceden -2%. Las ventas de *royalties* por licencias (casi todo es Zepzelca) se multiplican por 12x y representan el 21% de las ventas.
- Los resultados de explotación, BAI y BNA entran en beneficios desde pérdidas en 4T19, continuando la evolución favorable de los tres primeros trimestres de 2020. Zepzelca es el principal motor del crecimiento.
- El cash flow libre en el año 2020 son 275,9M€ (-30,1M€ en 2019). Tras el pago de dividendos, recompra de autocartera y otros, la tesorería neta aumenta a +163,5M€ desde una deuda neta de 60,8Me en 2019.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	4T19	4T20	Var. %	Estimado BK	2019	2020	Var. %
Yondelis	18,5	15,7	-14,9		71,9	69,9	-2,8
Zepzelca	0,0	8,0	n.r.		0,0	21,5	n.r.
Materia prima Yondelis y otros	0,5	3,5	540,0		1,1	9,3	711,6
Total Oncología	19,1	27,2	43,0		73,0	100,7	37,9
Diagnóstico	1,5	2,5	65,2		5,5	13,0	136,7
Royalties	0,7	8,2	n.r.		3,1	15,7	404,9
Licencias	2,0	9,8	383,6		4,0	140,3	n.r.
Otros	0,1	0,0	n.r.		0,2	0,3	14,3
Ventas	23,3	47,8	104,8	47,8	85,8	270,0	214,6
EBITDA	2,9	20,2	597,0	23,4	-9,5	163,6	n.r.
Margen (%)	12,4	42,3			-11,1	60,6	
EBIT	0,9	18,7	2.065,0	21,6	-17,5	155,9	n.r.
Margen (%)	3,7	39,1			-20,4	57,8	
Resultado financiero	-1,3	-5,3			-4,2	-10,3	
BAI	-0,4	13,4	-3.229,4		-21,7	145,6	n.r.
Impuestos	16,0	-7,3			12,5	-8,3	
Minoritarios	0,0	0,0			0,0	0,0	
Discontinuas	0,0	0,0			-2,2	0,0	
Beneficio neto atribuible	15,6	6,2	-60,4	9,1	-11,4	137,3	n.r.
Cash flow neto	2,5	9,9			-12,6	151,0	
NOF	-1,8	0,1			-13,6	127,9	
Inversiones	-3,3	-1,1			-4,0	-3,0	
Cash flow libre	-2,6	9,0	n.r.		-30,1	275,9	n.r.
Desinversiones	0,1	0,0			36,0	0,0	
Dividendos	0,0	0,0			0,0	-8,8	
Autocartera	1,0	-1,7			1,1	-33,5	
Otros	-1,6	-5,1			-2,2	-9,4	
Variación deuda financiera neta	3,0	-2,1			-4,9	-224,3	
Deuda financiera neta (- es caja)	60,8	-163,5			60,8	-163,5	
DFN / EBITDA año móvil (x)	n.r.	Caja neta			n.r.	Caja neta	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Cuenta de resultados							
Ventas	272,3	206,3	242,4	364,5	423,2	383,1	
Beneficio bruto	259,5	174,2	204,9	319,6	373,0	330,8	
EBITDA	163,5	74,7	103,3	216,0	268,1	263,1	
Amortización del inmovilizado	-7,2	-7,6	-7,7	-7,7	-7,8	-7,9	
EBIT	156,3	67,0	95,6	208,2	260,3	255,2	
Resultado financiero	-2,5	-1,7	-1,5	-0,5	0,8	2,0	
Beneficio antes de impuestos	153,8	65,3	94,1	207,7	261,1	257,2	
Impuesto de sociedades	-23,1	-9,8	-14,1	-31,2	-39,2	-38,6	
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	130,7	55,5	80,0	176,6	222,0	218,6	
BPA (€)	7,12	3,02	4,36	9,62	12,09	11,91	
DPA (€)	0,98	1,08	1,19	1,31	1,44	1,58	
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	228,7	41,3	65,7	224,6	144,9	203,8	
Variaciones de NOF	-11,6	-0,8	-0,3	1,0	-0,2	-6,5	
Inversión	-7,0	-7,5	-7,5	-7,5	-7,8	-7,9	
Cash flow libre	210,0	33,0	57,9	218,1	136,8	189,4	
Remuneración al accionista	-8,9	-18,0	-19,8	-21,8	-24,0	-26,4	
Otras variaciones	-29,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Variación deuda financiera neta	-171,2	-15,0	-38,1	-196,4	-112,9	-163,1	
Balance							
Activo fijo neto	32,5	32,4	32,2	32,0	32,0	32,0	
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	11,6	12,4	12,7	11,7	11,9	18,4	
Otros activos/(pasivos) neto	-64,4	-44,4	-24,4	-66,9	15,6	35,6	
Capital empleado	-20,3	0,4	20,5	-23,3	59,4	85,9	
Recursos propios	94,1	129,8	188,0	340,6	536,3	725,9	
Minoritarios	-3,9	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	
Deuda financiera neta	-110,5	-125,5	-163,6	-360,0	-472,8	-635,9	
Valoración (DCF)							
(M€)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
NOPLAT			81,3	177,0	221,3	216,9	
Amortización			7,7	7,7	7,8	7,9	
NOF			-0,3	1,0	-0,2	-6,5	
Inversión			-7,5	-7,5	-7,8	-7,9	
Cash flow libre			81,2	178,3	221,1	210,4	
Valor terminal					0,0	2.404,4	
Flujo a descontar			81,2	178,3	221,1	2.614,8	
Factor descuento			0,9	0,8	0,8	0,7	
VAN del flujo			74,0	148,0	167,2	1.802,3	
Valor empresa		2.191,5					
Inversiones financieras		0,0					
Deuda neta		125,5					
Provisiones		-5,7					
Minoritarios y otros		-16,9					
Valor equity (Dic-2021e)		2.294,3					
Precio objetivo (€ por acción)		125,00					
Matriz de sensibilidad (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%
WACC	11,8%	90,97	95,87	101,69	108,70	117,32	
	10,8%	98,84	104,88	112,14	121,07	132,31	
	9,8%	108,20	115,74	125,00	136,65	151,75	
	8,8%	119,49	129,10	141,19	156,85	177,96	
	7,8%	133,39	145,93	162,18	184,09	215,23	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Descuento de flujos de caja.

Hipótesis principales

Utilizamos un WACC de 9,75% y una tasa de crecimiento perpetuo del 1,0% (sin cambios).

Escenarios de precio objetivo

Base €125,00

- Pico de ventas de Zepzelca en EE.UU. 450 M\$, no consideramos ventas en otros mercados.
- Hitos y royalties según informes de la compañía.
- Ventas de Yondelis con ligero crecimiento
- Sin ventas de Aplidin para uso COVID-19

Positivo €175,00

- Igual que en Base
- 100 M€ de ventas adicionales en 2023e atribuidas a Aplidin para tratamiento de pacientes de COVID-19, y Zepzelca en nuevos mercados

Negativo €90,00

- Igual que en Base
- Pico de ventas de Zepzelca en EE.UU. 200 M\$

Vectores principales

- Desarrollo de un tratamiento con Aplidina para pacientes de COVID-19
- Evolución de las ventas de Zepzelca y aplicaciones en combinación con otros medicamentos
- Desarrollo de nuevas moléculas

Catalizadores

- Resultados ensayo Aplidina en pacientes de COVID-19
- Aprobación definitiva de Zepzelca en EE.UU.
- Adquisición de licencias

Riesgos

- Riesgos asociados con la investigación de biotecnología

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

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