

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar**Precio Objetivo: **15,00€**Potencial: **+16,3%**Analista: **Pedro Echeguren****Sorpresa positiva en los resultados 1T21 elevamos Precio Objetivo a 15,00 €/acc.**

Almirall

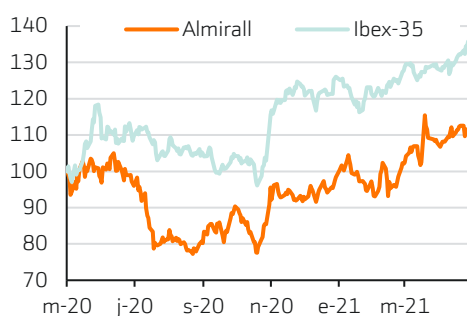
Datos Básicos

Precio (€)	12,90
Nº acciones (M)	178,1
Capitalización (M€)	2.297,7
Máx/Mín (52 sem.)(€)	13,39 / 8,96
Comportamiento 2021	+18,1%
Cód. Reuters/Bloomberg	ALM.MC / ALM SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	74	74	90	140
% inc.	-30,0	-0,7	21,9	55,7
EBITDA	238	220	250	321
% inc.	-21,7	-7,9	13,9	28,5
BPA (€)	0,42	0,41	0,51	0,79
% inc.	-31,4	-0,7	21,9	55,7
DPA (€)	0,19	0,20	0,20	0,25
% inc.	-8,4	7,0	1,0	25,0
PER (x)	30,9	31,1	25,5	16,4
VE/EBITDA (x)	11,4	11,9	10,4	7,6
Rentab. div.	1,7	1,5	1,6	1,9
P/V (x)	1,8	1,7	1,6	1,5

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA(x)	1,7	1,4	1,2	0,4
DFN/FF.PP. (x)	0,3	0,2	0,2	0,1
CFOp./DFN(%)	40,0	56,9	73,4	n.r.
DFN/CE (x)	0,2	0,2	0,2	0,1
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,2
ROCE (%)	6,3	5,1	5,9	9,1
ROE (%)	5,7	5,4	6,4	9,2

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	2,3	15,1	11,2
Relativo	-2,6	4,9	-24,6

Accionariado

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

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

Sorpresa positiva en los resultados 1T21, con una recuperación en el negocio Core (o recurrente), mayores márgenes de explotación, fuerte generación de *cash flow* libre, menor endeudamiento y lo que más importante, que en tan solo un trimestre se logra el 36% del EBIT marcado como objetivo para 2021 por las guías de la compañía. La estrategia es acertada y tras un 2020 que calificamos de periodo de transición marcado por la caída de ingresos por hitos de AstraZeneca, menores ventas derma a causa del COVID-19, competencia de varios genéricos y una reducción en los márgenes de explotación, las perspectivas son atractivas. Mirando hacia adelante, el foco está en el lanzamiento de dos nuevos fármacos y la evolución del pipeline. Revisamos al alza nuestras estimaciones, elevamos el precio Objetivo a 15,00 €/acción desde 13,60 €/acción y reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

Buena evolución de resultados 1T21 que superan lo esperado por el consenso

Las **principales magnitudes 1T21** son: ventas Core (negocio recurrente que excluye los ingresos diferidos de AstraZeneca) 214,5M€ (+5,2% a/a, consenso 198,1M€), donde ventas derma 88,8M€ (+3,0%), ventas otros productos 126,6M€ (+6,8%), ventas bajo criterios NIIC 222,6M€ (-7,7%, consenso 202,6M€), total ingresos 222,5M€ (-9,2%, consenso 204,5M€), margen bruto 71,5% vs 70,8% en 1T20, EBITDA Core 68,0M€ (+46%, consenso 49,8M€) y margen 31,7% vs 22,8% en 1T20, EBITDA bajo NIIC 74,2M€ (-14,8%, consenso 55,8M€), EBIT 45,0M€ (-21,9%, consenso 24,5M€), BAI 38,4M€ (-35,1%), BNA 29,8M€ (-40,5%, consenso 16,2M€), BNA normalizado 42,2M€ (-13,3%), *cash flow* libre +53,4M€ vs -6,8 en 1T20, deuda financiera neta 344,1M€ (-12,4% desde 4T20) y ratio DFN/EBITDA 1,5x. [Link a los resultados](#).

Las perspectivas son atractivas, elevamos estimaciones por encima de las guías

Nuestra **valoración de los resultados es positiva**. La distinción entre "Core" y "NIIC" es que Core excluye los ingresos diferidos de AstraZeneca que prácticamente desaparecen en 2021 (7,5% de las ventas en 2020) y EBITDA (24% del EBITDA 2020) relacionados con el negocio respiratorio vendido a AstraZeneca en 2004, mientras que NIIC (normas internacionales de contabilidad) los incluye. Los **resultados superan ampliamente lo esperado por el consenso**. Las ventas Core crecen en línea con las guías 2021 pero el EBITDA Core las supera con crecer al representar en 1T21 el 36% de las guías. La compañía reitera las guías (crecer en ventas Core a un dígito medio y EBITDA Core 190-210M€). Nosotros **revisamos al alza nuestra estimación EBITDA Core 2021e a 215M€ (anterior 197M€) ya que creemos que los resultados 2021e superarán las guías**. Resaltamos la evolución del negocio Core, el crecimiento del recientemente lanzado Seysara (+90% a/a, representa el 7,7% de las ventas), Klisiry y la evolución del pipeline (Lebrikizumab, Winzora, Seysara en China). El *cash flow* libre crece con fuerza y permite recortar el endeudamiento a niveles bajos (1,5x EBITDA).

Recomendación Comprar, elevamos nuestro Precio Objetivo a 15,00/acción

La revisión al alza de nuestras estimaciones, por encima de las guías 2021 nos hace **eleva nuestro precio objetivo a 15,00 €/acción** desde 13,60 €/acción). Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

Fuerte mejora del EBITDA Core en 1T21

- Aumento de ventas Core en 1T21 (una métrica que excluye los ingresos diferidos no recurrentes relacionados con AstraZeneca) de +5,2% a/a. Las ventas disminuyen -8,6% en 2020. Las ventas Derma se recuperan con mayor fuerza que las especialidades afectadas por la fortaleza de productos relacionados con COVID-19 en 1T20.
- Aumento del EBITDA Core (+46,2%) y supone el 36% del objetivo de las guías 2021.
- En 1T20 se deterioró el valor del activo Bioniz (-12,4M€) al no ejecutar la opción de compra, sin este efecto el BAI hubiese retrocedido -6%.
- El *cash flow* libre es positivo +53,4M€ y compara contra -6,8M€ en 1T20. Se consolida la entrada en *cash flow* libre positivo al encadenar cuatro trimestres positivos. La deuda financiera neta cae -12,4% desde 4T20 y el ratio de endeudamiento se sitúa en 1,5x (anterior 1,6x).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	Var. %	Consenso
Derma	86,0	71,0	85,0	78,6	88,8	3,3	
Otras especialidades	155,3	113,7	102,8	115,0	131,8	-15,1	
Ventas	241,3	184,7	187,8	193,6	220,6	-8,6	202,6
Ventas Core	204,7	179,5	182,6	188,4	204,7	5,2	198,1
Otros ingresos	6,0	1,0	0,8	-0,7	1,9	-68,3	
Total ingresos	247,3	185,7	188,6	192,9	222,5	-10,0	204,5
Beneficio bruto	170,8	125,9	127,0	136,4	157,8	-7,6	
<i>Margen bruto %</i>	<i>70,8</i>	<i>68,2</i>	<i>67,6</i>	<i>70,5</i>	<i>71,5</i>		
Investigación y Desarrollo	-21,3	-19,5	-17,4	-20,7	-13,4	-37,1	
Gastos generales	-67,4	-57,5	-57,9	-64,3	-72,0	6,8	
Otros	0,2	-1,0	-0,1	-2,0	-0,1	-150,0	
EBITDA	88,3	48,9	52,4	48,7	74,2	-16,0	55,8
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>36,6</i>	<i>26,5</i>	<i>27,9</i>	<i>25,2</i>	<i>33,6</i>		<i>27,5</i>
EBITDA core	46,5	43,0	47,0	44,6	68,0	46,2	49,8
<i>Margen EBITDA core %</i>	<i>22,7</i>	<i>24,0</i>	<i>25,7</i>	<i>23,7</i>	<i>31,6</i>		
Amortizaciones	-30,8	-31,1	-30,2	-31,0	-29,2	-5,2	
EBIT	57,5	17,8	22,2	17,7	45,0	-21,7	24,5
<i>Margen EBIT %</i>	<i>23,8</i>	<i>9,6</i>	<i>11,8</i>	<i>9,1</i>	<i>20,4</i>		<i>12,1</i>
Deterioros	-0,4	-17,7	0,0	-4,8	-12,4		
Resultado financiero	0,2	-7,0	-4,6	-1,6	5,8		
BAI	57,3	-6,9	17,6	11,3	38,4	-33,0	
Impuestos	-8,7	0,7	-2,9	5,9	-8,6		
Beneficio neto atribuible	48,6	-6,2	14,7	17,2	29,8	-38,7	16,2
BNA normalizado	48,9	10,6	14,7	20,9	42,2	-13,7	
Cash flow neto	82,0	26,6	49,2	40,0	105,3		
Var. NOF	-33,5	-7,0	-32,5	40,3	-23,3		
Cash flow de operaciones	48,5	19,6	16,7	80,3	82,0	69,1	
Inversiones recurrentes	-6,4	-3,9	-6,4	-8,0	-6,5		
Cash flow libre antes de expansión	42,1	15,7	10,3	72,3	75,5	79,3	
Inversiones de expansión	-48,9	0,5	-0,1	-2,4	-22,1		
Cash flow libre	-6,8	16,2	10,2	69,9	53,4	-885,3	
Financieros	-0,8	-2,4	-0,6	-2,7	-0,9		
Dividendos	0,0	0,0	0,0	-2,1	0,0		
Otros	-2,4	0,8	-7,0	-9,8	-4,1		
Variación deuda financiera neta	10,0	-14,6	-2,6	-55,3	-48,4		
Deuda financiera neta	465,0	450,4	447,8	392,5	344,1	-26,0	
DFN / EBITDA año móvil (x)	1,5	1,6	1,7	1,6	1,5		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Cuenta de resultados						
Ventas	807,4	797,2	868,9	1.022,4	1.123,4	1.249,0
Beneficio bruto	560,1	558,0	608,2	715,7	786,3	874,3
EBITDA	238,3	219,5	250,0	321,3	373,7	442,7
Amortización del inmovilizado	-123,1	-125,4	-132,1	-134,2	-136,3	-138,4
EBIT	115,2	94,1	117,9	187,1	237,4	304,2
Resultado financiero	-35,9	-12,1	-12,0	-11,9	-11,7	-11,4
Beneficio antes de impuestos	79,3	82,0	105,9	175,2	225,7	292,8
Impuesto de sociedades	-5,0	-8,2	-15,9	-35,0	-45,1	-58,6
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	74,3	73,8	90,0	140,2	180,6	234,2
BPA (€)	0,42	0,41	0,51	0,79	1,01	0,00
DPA (€)	0,19	0,20	0,20	0,25	0,30	0,00
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	150,8	199,2	222,1	274,4	316,9	372,6
Variaciones de NOF	13,9	-20,6	-7,2	-15,3	-10,1	-12,6
Inversión	-75,5	-64,1	-158,5	-59,7	25,4	-59,7
Cash flow libre	89,2	114,5	56,4	199,3	332,2	300,4
Remuneración al accionista	-2,1	-16,2	-35,3	-35,6	-44,5	-53,4
Otras variaciones	-25,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	-61,4	-98,3	-21,1	-163,7	-287,7	-247,0
Balance						
Activo fijo neto	1.524,2	1.461,5	1.486,6	1.410,7	1.247,7	1.167,6
Inmovilizado financiero	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Necesidades operativas de fondos (NOF)	104,1	124,7	131,9	147,2	157,3	169,9
Otros activos/(pasivos) neto	85,7	87,0	88,4	89,7	91,0	92,4
Capital empleado	1.715,3	1.674,6	1.708,2	1.649,1	1.497,4	1.431,2
Recursos propios	1.303,0	1.360,6	1.415,3	1.519,8	1.655,8	1.836,6
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	412,4	314,1	292,9	129,2	-158,4	-405,4
Valoración (Suma de partes)						
(M€)			p=100	p estimada	Valoración	€/ acción
Productos en comercialización			729,4	100%	729,4	4,10
Seysara			4,0	100%	4,0	0,02
Ilumetri			709,5	100%	709,5	3,98
Skilarence			171,7	100%	171,7	0,96
Lebrikizumab			714,0	80%	571,2	3,21
Franquicia respiratoria			55,1	100%	55,1	0,31
Queratosis actínica			510,5	100%	510,5	2,87
Onicomiosis, Alopecia			335,4	80%	268,3	1,51
Valor empresa					3.019,9	16,95
Inversiones financieras					1,4	
Deuda neta					-314,1	
Provisiones					-35,9	
Minoritarios y otros					0,0	
Valor equity (Dic-2021e)					2.671,3	
Precio objetivo (€ por acción)					15,00	
Matriz de sensibilidad (€ por acción)						
		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	9,4%	12,33	12,79	13,30	13,88	14,55
	8,9%	12,98	13,50	14,09	14,77	15,55
	8,4%	13,70	14,31	15,00	15,79	16,72
	7,9%	14,53	15,23	16,04	16,98	18,10
	7,4%	15,47	16,29	17,25	18,39	19,75

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 eliminado la dilución por el bono convertible al estar la cotización y nuestro precio objetivo por debajo del precio de conversión de 18,18 €/acción.

Hipótesis principales

Usamos un WACC de 8,4% (sin cambios) y tasas de crecimiento en función del potencial de cada fármaco.

Escenarios de precio objetivo

Base 15,00 €

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

Positivo 16,20€

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

Negativo €10,30

- 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
- Lanzamiento comercial de Terbinafide (2021e), Finasteride (2021e), Tirbanibulin (2022e)
- Desarrollo de Lebrikizumab
- Adquisiciones de licencias
- Efecto nuevo CEO

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 & 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