

Sector: *Farmacéuticas*

La acción cae -12% tras publicarse los resultados 9M 2021, oportunidad de compra

Almirall

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **14,85€**
 Potencial: **+16,8%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

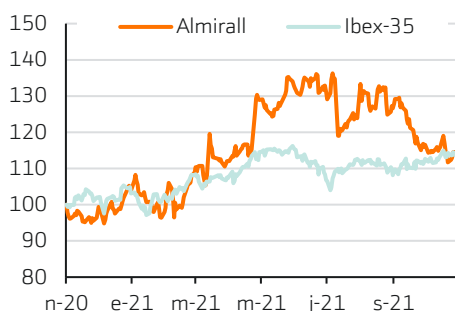
Datos

Precio 12/11/2021; 17:35h (€)	12,71
Nº acciones (M)	179,8
Capitalización (M€)	2.285,0
Máx/Mín (52 sem.)(€)	15,12 / 10,52
Comportamiento 2021	17,5%
Cód. Reuters/Bloomberg	ALM.MC / ALM SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	74	-18	110	155
% inc.	-30,0	n.r.	n.r.	41,0
EBITDA	238	217	268	318
% inc.	-21,7	-9,0	23,7	18,6
BPA (€)	0,41	-0,10	0,61	0,86
% inc.	-30,0	n.r.	n.r.	41,0
DPA (€)	0,19	0,20	0,20	0,25
% inc.	-5,7	6,0	1,0	25,0
PER (x)	30,8	n.r.	20,8	14,7
VE/EBITDA (x)	11,3	11,8	9,4	7,4
Rentab. div. (%)	1,7	1,6	1,6	2,0
P/V (x)	1,8	1,8	1,6	1,5

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	1,7	1,3	0,8	0,3
DFN/FF.PP. (x)	0,3	0,2	0,2	0,1
CF Op./DFN (%)	40,0	75,7	97,8	n.r.
DFN/CE (x)	0,2	0,2	0,1	0,1
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,2	0,2
ROCE (%)	6,3	5,1	7,4	10,2
ROE (%)	5,7	n.r.	7,9	10,1

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-1,9	-7,6	14,5
Relativo	-4,2	-8,5	0,8

Accionariado

Familia Gallardo:	59,7%
Wellington:	3,0%
Autocartera:	1,5%

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

Los resultados 9M 2021 son ligeramente inferiores a lo esperado, no han gustado al mercado y la reacción tras su publicación es una caída de las acciones del -12%. Nuestra valoración es neutral y creemos que esta sobreacción es una oportunidad para comprar a precios atractivos. El crecimiento de las ventas se ralentiza (+2% en el 3T estanco) y el EBITDA retrocede -15%. A la debilidad del negocio en EE.UU. se suman los gastos asociados a los nuevos productos y a próximos lanzamientos comerciales. La compañía eleva ligeramente sus guías 2021, las vemos factibles. A la vista de estos resultados, ajustamos ligeramente a la baja nuestras estimaciones que asumían una recuperación más rápida del negocio en EE.UU. Como consecuencia, recortamos nuestro precio Objetivo a 14,85 €/acción desde 16,15 €/acción (-8%). Mantenemos nuestra recomendación en Comprar.

Se modera el crecimiento de ventas en 3T 2021 a +2%, el EBITDA cae -15%

Las **principales magnitudes del 3T 2021 estanco** son: ventas *core* (negocio recurrente) 186,2M€ (+2,0% a/a), ventas 191,4M€ (+1,9%), margen bruto *core* 66,3% (-0,7p.p.), EBITDA *core* 44,6M€ (-17,9%) y margen 23,3% (-1,9p.p), EBITDA 38,6M€ (-14,9%). Por lo tanto, las **magnitudes 9M 2021** son ventas *core* 601,7M€ (+6,2% a/a, consenso 607M€), ventas 617,3M€ (+0,6%, consenso 619M€), margen bruto *core* 68,5% (+2,0p.p), EBITDA *core* 164,2M€ (+20,3%, consenso 173,0M€) y margen 27,3% (+3,2p.p), EBITDA 181,2M€ (-4,4%, consenso 189M€), EBIT 92,7M€ (-4,9%, consenso 98M€), BAI -19,1M€ (vs +68,0M€ en 9M20), BNA -39,4M€ (+57,1M€ en 9M20, consenso -30M€), BNA normalizado 61,4M€ (-17,3%), *cash flow* libre +116,1M€ vs +19,6 en 9M20, deuda financiera neta 294,5M€ (-25,0% desde 4T20) y ratio DFN/EBITDA 1,3x. [Link a los resultados](#). Las ventas y EBIT *core* excluyen la contribución del negocio respiratorio vendido a AstraZeneca en 2004 que prácticamente ha desaparecido. La distinción permite conocer la evolución del negocio recurrente o *core*.

Valoración neutral, las expectativas están en los próximos lanzamientos

Los resultados son ligeramente inferiores a lo esperado y nuestra valoración es neutral. Los lanzamientos recientes (Ilumetri, Seysara y Klisyri) impulsan las ventas *core* 9M 2021 +11% en Europa (82% de las ventas totales), pero en EE.UU. (12% del total) se contraen -10% y en el resto del mundo -14% por efecto del COVID-19. Los gastos asociados a los nuevos productos penalizan el EBITDA. La compañía eleva la guía del EBITDA *core* 2021 a 200-215M€ (190-210M€ anterior) y mantiene la de ventas (crecer a un dígito medio). El EBITDA *core* 9M21 supone el 79% del objetivo anual y, las guías nos parecen alcanzables. Los resultados están distorsionados por un deterioro financiero realizado en 1S 2021. Las expectativas están en los próximos lanzamientos de 2022 Wyzora (psoriasis), Lebrikizumab (dermatitis) y Efinaconazole (en 2023).

Recortamos el Precio Objetivo a 14,85 €/acción (desde 16,15 €). Comprar

Ajustamos a la baja nuestras estimaciones que asumían una recuperación más rápida del negocio en EE.UU. y recortamos el precio Objetivo a 14,85 €/acción desde 16,15 €/acción (-8%). Mantenemos nuestra recomendación en Comprar.

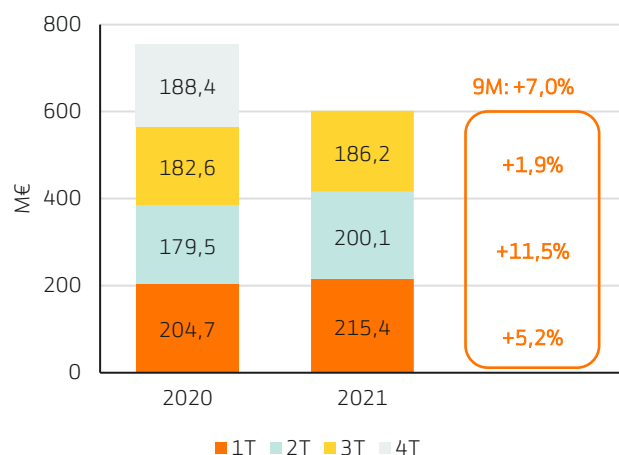
Crecimiento de ventas moderado en 3T 2021, el EBITDA retrocede

- Las ventas *core* aumentan en 3T 2021 a 186,2M€ (+2,0%) y en 9M 201 a 601,7M€ (+6,2%). El negocio derma se (+8,2% en 3T y +11,5% en 9M) recupera con mayor rapidez que el resto de especialidades farma. El crecimiento se ralentiza desde +5,2% y +11,5% en 1T 2021 y 2T 2021, respectivamente.
- El margen bruto apenas fluctúa, pero el EBITDA *core* cae -17,9% en 3T 2021 y -4,4% en 9M 2021.
- El BNA recurrente cae -75,5% en 3T 2021 y -17,3% en 9M 2021.
- El *cash flow* libre aumenta +492% en 9M 2021 impulsado principalmente por el crecimiento del *cash flow* de explotación.
- La deuda financiera neta se reduce -25,0% desde 4T20. El ratio DFN/EBITDA cae a 1,3x (1,6x a 4T 2020).

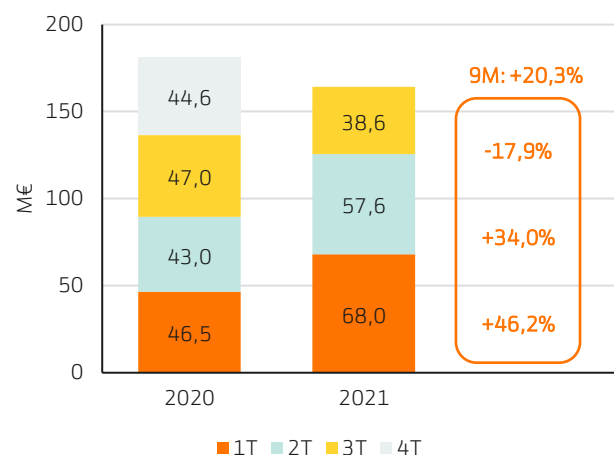
Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	3T20	3T21	Var. %	9M20	9M21	Var. %	Consenso
Derma	87,1	94,2	8,2	252,1	281,2	11,5	
Otras especialidades	100,7	97,2	-3,5	361,7	336,1	-7,1	
Ventas	187,8	191,4	1,9	613,8	617,3	0,6	619,0
Ventas core	182,6	186,2	2,0	566,8	601,7	6,2	607,0
Total ingresos	188,6	192,9	2,3	621,6	620,7	-0,1	622,0
Margen bruto %	67,6	67,3		69,0	69,3		
EBITDA	52,4	44,6	-14,9	189,6	181,2	-4,4	189,0
EBITDA core	47,0	38,6	-17,9	136,5	164,2	20,3	173,0
Margen EBITDA <i>core</i> %	25,7	20,7		24,1	27,3		
EBIT	22,2	15,1	-32,0	97,5	92,7	-4,9	98,0
Beneficio neto atribuible	14,7	3,4	-76,9	57,1	-39,4	-169,0	-30,0
BNA normalizado	14,7	3,6	-75,5	74,2	61,4	-17,3	
Cash flow de operaciones	16,7	51,6	209,0	84,8	161,4	90,3	
Inversiones recurrentes	-6,4	-11,0		-16,7	-24,3		
Cash flow libre antes de expansión	10,3	40,6	294,2	68,1	137,1	101,3	
Inversiones de expansión	-0,1	-3,1		-48,5	-21,0		
Cash flow libre	10,2	37,5	267,6	19,6	116,1	492,3	
Financieros, dividendos y otros	-7,6	-3,5		-12,4	-18,1		
Variación deuda financiera neta	-2,6	-34,0		-7,2	-98,0		
Deuda financiera neta	447,8	294,5	-34,2	447,8	294,5	-34,2	
DFN / EBITDA año móvil (x)	1,7	1,3		1,7	1,3		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Ventas *core*

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 3. EBITDA *core*

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
Cuenta de resultados								
Ventas	807,4	801,1	869,4	966,7	1.075,5	1.232,7	1.341,6	
Beneficio bruto	560,1	560,8	608,6	676,7	752,9	862,9	939,1	
EBITDA	238,3	216,8	268,2	318,0	373,4	452,2	514,0	
Amortización del inmovilizado	-123,1	-122,4	-118,6	-112,0	-105,4	-98,9	-98,8	
EBIT	115,2	94,4	149,6	206,0	267,9	353,3	415,2	
Resultado financiero	-35,9	-115,6	-12,0	-11,9	-11,7	-11,4	-11,2	
Beneficio antes de impuestos	79,3	-21,2	137,6	194,1	256,3	341,9	404,1	
Impuesto de sociedades	-5,0	3,2	-27,5	-38,8	-51,3	-68,4	-80,8	
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	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	0,0	
Beneficio neto atribuible	74,3	-18,0	110,1	155,3	205,0	273,5	323,3	
BPA (€)	0,41	-0,10	0,61	0,86	1,14	1,52	1,80	
DPA (€)	0,19	0,20	0,20	0,25	0,30	0,35	0,40	
Estado de flujo de caja								
Cash flow neto	150,8	229,4	228,6	267,3	310,4	372,4	422,1	
Variaciones de NOF	13,9	-19,0	-6,7	-9,5	-7,1	-11,8	-10,0	
Inversión	-75,5	-64,1	-158,5	-99,1	-14,0	-99,1	-99,1	
Cash flow libre	89,2	146,3	63,5	158,7	289,4	261,5	313,0	
Remuneración al accionista	-2,1	-11,7	-12,7	-12,8	-16,0	-19,2	-22,4	
Otras variaciones	-25,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Variación deuda financiera neta	-61,4	-134,5	-50,8	-145,9	-273,4	-242,3	-290,5	
Balance								
Activo fijo neto	1.524,2	1.361,0	1.399,6	1.385,3	1.292,5	1.291,4	1.290,3	
Inmovilizado financiero	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	104,1	123,1	129,8	139,3	146,3	158,1	168,1	
Otros activos/(pasivos) neto	85,7	87,0	88,4	89,7	91,0	92,4	93,7	
Capital empleado	1.715,3	1.572,5	1.619,1	1.615,7	1.531,3	1.543,3	1.553,6	
Recursos propios	1.303,0	1.294,7	1.392,1	1.534,5	1.723,5	1.977,8	2.278,6	
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda financiera neta	412,4	277,9	227,1	81,2	-192,2	-434,5	-725,0	
Valoración (Suma de partes)								
(M€)				p=100	p estimada	Valoración	€/ acción	
Productos en comercialización				267,7	100%	267,7	1,49	
Seysara				282,8	100%	282,8	1,57	
Ilumetri				891,8	100%	891,8	4,96	
Skilarence				186,4	100%	186,4	1,04	
Lebrikizumab				714,0	75%	535,5	2,98	
Franquicia respiratoria				55,1	100%	55,1	0,31	
Queratosis actínica				541,9	100%	541,9	3,01	
Onicomycosis y Wynzora (psoriasis)				194,8	75%	165,9	0,92	
Valor empresa						2.927,1	16,28	
Inversiones financieras						1,4		
Deuda neta						-227,1		
Provisiones						-35,9		
Minoritarios y otros						4,0		
Valor equity (Dic-2022e)						2.665,6		
Precio objetivo (€ por acción)						14,85		
Matriz de sensibilidad (€ por acción)								
				Crecimiento perpetuo "q"				
				-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
	8,1%			12,04	12,52	13,06	13,69	14,41
	7,6%			12,70	13,25	13,89	14,63	15,50
WACC	7,1%			13,45	14,10	14,85	15,73	16,78
	6,6%			14,31	15,07	15,97	17,04	18,34
	6,1%			15,31	16,22	17,31	18,63	20,26

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 7,1% y tasas de crecimiento en función del potencial de cada fármaco.

Escenarios de precio objetivo

Base 14,85€

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

Positivo 16,00€

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

Negativo €11,00

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

Vectores principales

- Márgenes comerciales
- Lanzamiento de nuevos fármacos

Catalizadores

- Evolución de Klisyri (lanzado en 2S 2021)
- Resultados fase III Lebrikizumab en 2S 2021
- Inicio ensayos clínicos 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.)
20/02/2021	Comprar	13,60
10/05/2021	Comprar	15,00

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

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	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas y Papel
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	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