

Sector: *Farmacéuticas**Los resultados 2021 son mejores de lo esperado e impulsan la cotización al alza*

# Almirall

Recomendación: **Comprar**  
 Precio Objetivo: **13,00€**  
 Potencial: **+18,2%**  
 Analista: **Pedro Echeguren**

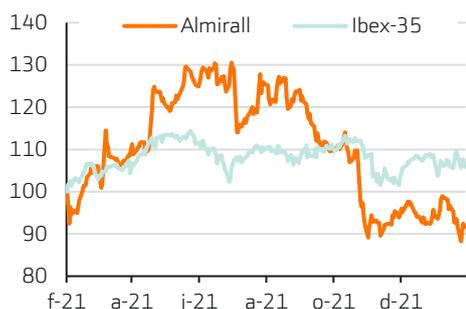
## Datos

Precio 18/02/2022; 17:35h (€)	11,00
Nº acciones (M)	179,8
Capitalización (M€)	1.977,5
Máx/Mín (52 sem.)(€)	15,12 / 10,22
Comportamiento 2022	-6,0%
Cód. Reuters/Bloomberg	ALM.MC / ALM SM

Mn€	2021	2022e	2023e	2024e
BNA	-41	79	92	124
% inc.	n.r.	n.r.	17,2	34,6
EBITDA	236	228	243	280
% inc.	-1,1	-3,1	6,5	15,3
BPA (€)	-0,23	0,44	0,51	0,69
% inc.	n.r.	n.r.	17,2	34,6
DPA (€)	0,20	0,20	0,25	0,30
% inc.	6,0	1,0	25,0	20,0
PER (x)	n.r.	25,1	21,4	15,9
VE/EBITDA (x)	9,7	9,5	8,5	6,8
Rentab. div. (%)	1,8	1,8	2,3	2,7
P/V (x)	1,6	1,5	1,4	1,3

Ratios	2021	2022e	2023e	2024e
DFN/EBITDA (x)	1,1	0,8	0,4	Caja
DFN/FF.PP. (x)	0,2	0,1	0,1	Caja
CF Op./DFN (%)	88,9	n.r.	n.r.	Caja
DFN/CE (x)	0,2	0,1	0,1	Caja
EBITDA/CE (x)	0,2	0,1	0,2	0,2
ROCE (%)	33,6	5,6	6,5	8,9
ROE (%)	n.r.	5,8	6,5	8,1

## Evolución bursátil



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

## Accionariado

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

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

Los resultados 4T 2021 son mejores de esperado y, la compañía cumple con las guías del año (suscitaron dudas en 3T al ralentizarse el crecimiento de las ventas). Nuestra valoración es positiva y la reacción del mercado tras publicarse es una subida de las acciones de +10%. El crecimiento de las ventas *core* recupera el ímpetu reciente (+10% en 4T estanco vs +2% en 3T) y el EBITDA *core* aumenta +6%. El *cash flow* libre crece con fuerza y permite recortar el endeudamiento a 1,0x EBITDA. Las guías 2022 reflejan un crecimiento de ventas más moderado y un aumento de los gastos asociados a los próximos lanzamientos comerciales, las vemos factibles. A la vista de estas guías y de la evolución de ventas en EE.UU. (-8%), recortamos nuestro precio Objetivo a 13,00 €/acción desde 14,85 €/acción (-12%). El potencial es +18% y mantenemos invariada nuestra recomendación en Comprar.

## Se recupera el impulso a las ventas en 4T 2021 y se cumplen las guías

Las **principales magnitudes del 4T 2021 estanco** son: ventas *core* (negocio recurrente) 208,1M€ (+10% a/a, estimación BKT 187,3M\$), ventas totales 209,9M€ (+8,4%, estimación BKT 193,0M\$), margen bruto 68,3% (-2,2p.p.), EBITDA *core* 47,1M€ (+5,6%, estimación BKT 39,5M\$) y margen 22,6% (-0,5 p.p.), EBITDA 54,4M€ (+11,7%, estimación BKT 48,8M\$). Por lo tanto, **las magnitudes del año 2021** son ventas *core* 809,8M€ (+7% a/a, consenso 800,0M€), ventas totales 827,2M€ (+2,4%, consenso 820,2M€), margen bruto 69,1% (-0,3 p.p.), EBITDA *core* 211,3M€ (+16,7%, consenso 208,3M€) y margen 26,1% (+2,1 p.p.), EBITDA 235,6M€ (-1,1%, consenso 226,6M€), EBIT 115,7M€ (+0,4%, consenso 108,4M€), BAI -9,1M€ (vs +79,3M€ en 2020), BNA -40,9M€ (+74,3M€ en 2020, consenso -25,9M€, estimación BKT -7,0M\$), BNA normalizado 81,4M€ (-14,4%), *cash flow* libre +176,6M€ vs +89,5M€ en 2020, deuda financiera neta 242,5M€ (-38,2% en 2021) y ratio DFN/EBITDA 1,0x. [Link a los resultados.](#)

## Valoración positiva, las expectativas están en los próximos lanzamientos

Nuestra valoración de los resultados es positiva, son mejores de lo esperado y superan las guías. Los lanzamientos recientes (Ilumetri, Seysara y Klisyri) impulsan las ventas *core* (+10% en 4T, +7,2% en 2021). Los ajustes no recurrentes en valoración (-107M€ en 1S 2021) ponen el BAI y BNA en negativo. Las **guías 2022** son un crecimiento de ventas de un dígito medio y, EBITDA 190M€/210M€ (-5% para el punto medio), retrocede por el aumento de los gastos por los nuevos lanzamientos. El *cash flow* libre aumenta y permite recortar el **endeudamiento a 1,0x EBITDA**. Las expectativas están en los próximos lanzamientos: Wynzora (psoriasis) se ha lanzado a principios de 2022, Lebrikizumab (dermatitis atópica) y Efinaconazole, ambos en 2023.

## Recortamos el Precio Objetivo a 13,00 €/acción (desde 14,85 €). Comprar

Mantenemos nuestra recomendación de **Comprar** pero el escenario de **menores márgenes** a causa de los lanzamientos previstos nos hace **recortar nuestro Precio Objetivo** a 13,00 €/acción desde 14,85 €/acción. La reacción en mercado tras anunciarse los resultados es positiva, la acción gana +10%

## Los resultados toman impulso en 4T 2021 y son mejores de lo esperado

- Las ventas *core* aumentan en 4T 2021 a 208,1M€ (+10,5%) y en 2021 a 809,8M€ (+7,2%). El negocio derma (+15,2% en 4T y +12,5% en 2021) crece con mayor rapidez que el resto de especialidades farma. El crecimiento se recupera desde +5,2%, +11,5% y +2,0% en 1T, 2T y 3T 2021, respectivamente.
- El margen bruto retrocede ligeramente en 4T. El EBITDA *core* aumenta +5,6% en 4T 2021 y +16,7% en 2021.
- El BNA recurrente cae -4,3% en 4T 2021 y -14,4% en 2021.
- El *cash flow* libre aumenta +42% en 2021 impulsado principalmente por el crecimiento del *cash flow* de explotación.
- La deuda financiera neta se reduce -38% en 2020. El ratio DFN/EBITDA cae a 1,0x (1,6x en 2020).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	4T20	4T21	Var. %	2020	2021	Var. %	Consenso	BKT est.
Derma core	91,5	105,4	15,2	343,6	386,6	12,5		
Otras especialidades core	96,9	102,7	6,0	411,6	423,2	2,8		
<b>Ventas core</b>	<b>188,4</b>	<b>208,1</b>	<b>10,5</b>	<b>755,2</b>	<b>809,8</b>	<b>7,2</b>	<b>800,0</b>	<b>789,0</b>
Ventas no core	5,2	1,8	-65,4	52,2	17,4	-66,7		
<b>Ventas</b>	<b>193,6</b>	<b>209,9</b>	<b>8,4</b>	<b>807,4</b>	<b>827,2</b>	<b>2,5</b>	<b>820,2</b>	<b>810,3</b>
Otros ingresos	-0,7	5,9	-942,9	7,1	9,3	31,0		
<b>Total ingresos</b>	<b>192,9</b>	<b>215,8</b>	<b>11,9</b>	<b>814,5</b>	<b>836,5</b>	<b>2,7</b>	<b>823,7</b>	<b>815,3</b>
<b>Beneficio bruto</b>	<b>136,4</b>	<b>143,4</b>	<b>5,1</b>	<b>560,1</b>	<b>571,3</b>	<b>2,0</b>		
<i>Margen bruto %</i>	<i>70,5</i>	<i>68,3</i>		<i>69,4</i>	<i>69,1</i>			
Investigación y Desarrollo	-20,7	-25,9	25,1	-78,9	-73,6	-6,7		
Gastos generales	-80,0	-86,1	7,6	-262,8	-288,1	9,6		
Otros	-2,0	1,9	-195,0	-2,9	1,5	-151,7		
<b>EBITDA</b>	<b>48,7</b>	<b>54,4</b>	<b>11,7</b>	<b>238,3</b>	<b>235,6</b>	<b>-1,1</b>	<b>226,6</b>	<b>230,0</b>
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>25,2</i>	<i>25,9</i>		<i>29,5</i>	<i>28,5</i>		<i>27,6</i>	
<b>EBITDA core</b>	<b>44,6</b>	<b>47,1</b>	<b>5,6</b>	<b>181,1</b>	<b>211,3</b>	<b>16,7</b>	<b>208,3</b>	<b>203,7</b>
<i>Margen EBITDA core %</i>	<i>23,7</i>	<i>22,6</i>		<i>24,0</i>	<i>26,1</i>			
Amortizaciones	-31,0	-31,4	1,3	-123,1	-119,9			
<b>EBIT</b>	<b>17,7</b>	<b>23,0</b>	<b>29,9</b>	<b>115,2</b>	<b>115,7</b>	<b>0,4</b>	<b>108,4</b>	<b>107,3</b>
<i>Margen EBIT %</i>	<i>9,1</i>	<i>11,0</i>		<i>14,3</i>	<i>14,0</i>		<i>13,2</i>	
Deterioros	-4,8	-2,2		-22,9	-109,6			
Resultado financiero	-1,6	-10,8		-13,0	-15,2			
<b>BAI</b>	<b>11,3</b>	<b>10,0</b>	<b>-11,5</b>	<b>79,3</b>	<b>-9,1</b>	<b>-111,5</b>		
Impuestos	5,9	-11,5		-5,0	-31,8			
Discontinuas	0,0	0,0		0,0	0,0			
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>17,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-108,7</b>	<b>74,3</b>	<b>-40,9</b>	<b>-155,0</b>	<b>-25,9</b>	<b>-7,0</b>
<b>BNA normalizado</b>	<b>20,9</b>	<b>20,0</b>	<b>-4,3</b>	<b>95,1</b>	<b>81,4</b>	<b>-14,4</b>		
Cash flow neto	40,0	55,0		197,8	228,0			
Var. NOF	40,3	17,4		-32,7	5,8			
<b>Cash flow de operaciones</b>	<b>80,3</b>	<b>72,4</b>	<b>-9,8</b>	<b>165,1</b>	<b>233,8</b>	<b>41,6</b>		
Inversiones recurrentes	-8,0	-7,2		-24,7	-31,5			
<b>Cash flow libre antes de expansión</b>	<b>72,3</b>	<b>65,2</b>	<b>-9,8</b>	<b>140,4</b>	<b>202,3</b>	<b>44,1</b>		
Inversiones de expansión	-2,4	-4,7		-50,9	-25,7			
<b>Cash flow libre</b>	<b>69,9</b>	<b>60,5</b>	<b>-13,4</b>	<b>89,5</b>	<b>176,6</b>	<b>97,3</b>		
Financieros	-2,7	-0,8		-6,5	-6,1			
Dividendos	-2,1	0,0		-2,1	-11,7			
Otros	-9,8	-7,7		-18,4	-8,8			
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>-55,3</b>	<b>-52,0</b>		<b>-62,5</b>	<b>-150,0</b>			
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>392,5</b>	<b>242,5</b>	<b>-38,2</b>	<b>392,5</b>	<b>242,5</b>	<b>-38,2</b>		
DFN / EBITDA año móvil (x)	1,6	1,0		1,6	1,0			

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Cuenta de resultados</b>						
Ventas	827,2	869,8	931,4	1.007,7	1.057,8	1.144,3
Beneficio bruto	571,3	582,7	624,0	675,1	708,7	771,2
EBITDA	235,6	228,2	243,0	280,3	328,0	363,0
Amortización del inmovilizado	-119,9	-120,0	-117,9	-115,4	-112,8	-110,2
EBIT	115,7	108,2	125,1	164,9	215,2	252,8
Resultado financiero	-124,8	-9,6	-9,5	-9,4	-9,2	-9,0
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>-9,1</b>	<b>98,6</b>	<b>115,6</b>	<b>155,5</b>	<b>206,1</b>	<b>243,8</b>
Impuesto de sociedades	-31,8	-19,7	-23,1	-31,1	-41,2	-48,8
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
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>-40,9</b>	<b>78,9</b>	<b>92,5</b>	<b>124,4</b>	<b>164,8</b>	<b>195,0</b>
BPA (€)	-0,23	0,44	0,51	0,69	0,92	1,08
DPA (€)	0,20	0,20	0,25	0,30	0,35	0,40
<b>Estado de flujo de caja</b>						
Cash flow neto	229,6	234,1	201,6	231,0	268,8	296,4
Variaciones de NOF	4,3	-25,4	-43,0	0,9	-6,0	-10,9
Inversión	-57,3	-120,2	-57,8	-57,8	-57,8	-57,8
<b>Cash flow libre</b>	<b>176,6</b>	<b>88,6</b>	<b>100,8</b>	<b>174,0</b>	<b>205,0</b>	<b>227,7</b>
Remuneración al accionista	-11,7	-12,7	-12,8	-16,0	-19,2	-22,4
Otras variaciones	-15,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>-149,4</b>	<b>-75,9</b>	<b>-87,9</b>	<b>-158,0</b>	<b>-185,8</b>	<b>-205,2</b>
<b>Balance</b>						
Activo fijo neto	1.428,3	1.428,5	1.368,5	1.311,0	1.256,0	1.203,6
Inmovilizado financiero	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Necesidades operativas de fondos (NOF)	29,5	54,9	97,8	96,9	102,9	113,8
Otros activos/(pasivos) neto	89,5	54,3	63,1	71,9	80,7	89,5
<b>Capital empleado</b>	<b>1.549,0</b>	<b>1.539,3</b>	<b>1.531,0</b>	<b>1.481,4</b>	<b>1.441,2</b>	<b>1.408,6</b>
Recursos propios	1.286,0	1.352,3	1.431,9	1.540,3	1.685,9	1.858,5
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	262,9	187,0	99,1	-58,9	-244,7	-449,9
<b>Valoración (Suma de partes)</b>						
(M€)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e

Productos en comercialización		1.054,5	100%	1.054,5	5,87
Klisyri (queratosis actínica)		668,4	100%	668,4	3,72
Efinaconazole (onicomicosis)		102,9	75%	77,1	0,43
Wynzora (psoriasis)		115,5	100%	115,5	0,64
Lebrikizumab (dermatitis atópica)		842,0	75%	631,5	3,51
<b>Valor empresa</b>				<b>2.547,0</b>	<b>14,17</b>

Inversiones financieras					1,6
Deuda neta					-187,0
Provisiones					-24,5
Minoritarios y otros					0,0
<b>Valor equity (Dic-2022e)</b>					<b>2.337,1</b>
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>					<b>13,00</b>

## Matriz de sensibilidad (€ por acción)

		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	8,8%	10,87	11,23	11,64	12,11	12,65
	8,3%	11,38	11,80	12,27	12,82	13,46
	7,8%	11,96	12,44	13,00	13,65	14,42
	7,3%	12,61	13,18	13,84	14,63	15,57
	6,8%	13,37	14,04	14,84	15,80	16,97

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 2018 y los fármacos en desarrollo que ponderamos por probabilidades de éxito.

### Hipótesis principales

Usamos un WACC de 7,8% (anterior 7,1%) y tasas de crecimiento en función del potencial de cada fármaco.

### Escenarios de precio objetivo

#### Base 13,00€

- 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 €9,05

- 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 Wyzora y Klisyri (lanzados recientemente)
- Aprobación mundial de Lebrikizumab (licencia de Eli Lilly) y 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.)	Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
22/02/2021	Comprar	13,60			
10/05/2021	Neutral	15,00	15/11/2021	Neutral	14,80
66/07/2021	Vender	16,15	21/02/2022	Vender	13,00

### 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](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](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	

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