

Sector: *Farmacéuticas**Finaliza un 2020 marcado por el COVID, las perspectivas 2021 son atractivas*

Almirall

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **13,60€**
 Potencial: **+14,6%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

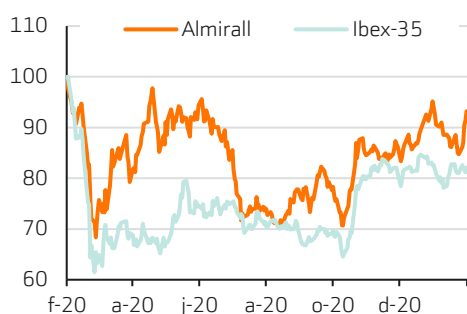
Datos Básicos

Precio (€)	11,87
Nº acciones (M)	178,1
Capitalización (M€)	2.114,2
Máx/Mín (52 sem.)(€)	12,74 / 8,71
Comportamiento 2021	8,7%
Cód. Reuters/Bloomberg	ALM.MC / ALM SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	74	88	98	137
% inc.	-30,0	17,8	11,9	40,2
EBITDA	238	235	259	319
% inc.	-21,7	-1,5	10,4	23,1
BPA (€)	0,42	0,49	0,55	0,77
% inc.	-31,4	17,8	11,9	40,2
DPA (€)	0,20	0,20	0,21	0,26
% inc.	0,0	1,0	2,9	23,8
PER (x)	28,5	24,1	21,6	15,4
VE/EBITDA (x)	10,6	10,2	9,0	6,8
Rentab. div.	1,8	1,7	1,8	2,2
P/V (x)	1,6	1,6	1,5	1,4

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA(x)	1,7	1,2	0,9	0,2
DFN/FF.PP. (x)	0,3	0,2	0,2	0,0
CFOp./DFN(%)	40,0	65,1	n.r.	n.r.
DFN/CE (x)	0,2	0,2	0,1	0,0
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,2	0,2
ROCE (%)	6,3	6,0	6,6	9,3
ROE (%)	5,7	6,5	6,9	9,1

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-0,7	10,1	-6,8
Relativo	0,0	7,9	11,1

Accionariado

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

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

Termina un año 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, como consecuencia, una reducción en los márgenes de explotación. Las perspectivas para 2021 mejoran con el lanzamiento de dos nuevos fármacos y con la evolución de productos en fase avanzada de desarrollo. La vuelta a la normalidad post-COVID debe reflejarse en una mejoría del negocio Derma y en una mejora de los márgenes de explotación. Valoramos positivamente la orientación hacia incrementar el EBITDA "core" mientras se invierte en nuevos lanzamientos y en la cartera de productos en desarrollo. Las guías 2021 perfilan un escenario de recuperación. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar y elevamos nuestro Precio Objetivo a 13,60 €/acción (desde 13,10 €/acción).

Resultados 4T20 de transición pero esperados y están en línea con el consenso

Las principales magnitudes del **4T estanco** son: ventas son 193,6M€ (-10,1%) donde Derma 78,6M€ (-19,6%), Otras especialidades 115,0M€ (-2,2%), Ventas Core (una nueva métrica que excluye ingresos diferidos de AstraZeneca) 188,4M€ (sin comparable), total ingresos 192,9M€ (-14,3%), margen bruto 70,5% vs 68,2% en 4T19, EBITDA 48,7M€ (-28,1%), EBITDA core (sin el efecto de AstraZeneca) 44,6M€, EBIT 17,7M€ (-50,6%), BAI 11,3M€ (+29,9%), BNA 17,2M€ (+97,7%), BNA normalizado 17,2M€ (-12,2%). Por lo tanto, **en el año 2020** las ventas son 807,4M€ (-5,4%, consenso 819,9) donde Derma 320,6M€ (-19,6%), Otras especialidades 486,8M€ (+7,2%), ventas core 755,2M€ (-8,3%), total ingresos 814,5M€ (-10,3%, consenso 828,6M€), margen bruto 69,4% (70,8% en 2019), EBITDA 238,3M€ (-21,7%, consenso 241,8M€), EBITDA core 181,1M€ (-18,6%), EBIT 115,2M€ (-34,1%, consenso 114,8M€), BAI 79,3M€ (-39,7%), BNA 74,3M€ (-29,9%, consenso 74,4M€), BNA ajustado 95,1M€ (-30,1%), *cash flow* libre 89,5M€ (-31,9%), deuda financiera neta 392,5M€ (-13,5% desde 4T19) y ratio DFN/EBITDA 1,6x. [Link a los resultados.](#)

El foco está en 2021, las perspectivas son atractivas

Tras un 2020 de transición, el foco en 2021 está en el lanzamiento de Klysiri y Wyzora y en los registros de Lebrikizumab y de Seysara en China. Las guías para 2021 son de un crecimiento de ventas de un dígito medio, EBITDA "core" de 190-210M€ (+10,5%) y EBITDA 215-235M€ (supone repetir frente a 2020). Nuestras estimaciones reflejan estas guías. Valoramos positivamente la orientación a mejorar el EBITDA "core" mientras se invierte en nuevos lanzamientos y en la cartera de productos en desarrollo.

Recomendación Comprar, elevamos nuestro Precio Objetivo a 13,60/acción

Las perspectivas son favorables gracias a los próximos lanzamientos, fruto de las inversiones de los últimos años y la adquisición de licencias. Esperamos que la evolución del negocio Derma mejore y que los márgenes de explotación se recuperen en una normalidad post-COVID. Creemos que el nuevo CEO mantendrá el enfoque estratégico de su predecesor que hemos valorado positivamente. Reiteramos **nuestra recomendación de Comprar** y ajustamos nuestro precio objetivo al alza a 13,60 €/acción desde 13,10 €/acción).

Los resultados caen en 4T20, pero en línea con lo esperado

- Caída de ventas en 4T20 de -10,1% y de -5,4% en 2020. Las ventas core (una nueva métrica que excluye los ingresos diferidos relacionados con AstraZeneca) retroceden -8,3% en 2020. Las ventas Derma retroceden con mayor fuerza que el resto de especialidades debido al efecto del COVID-19 y a la competencia de genéricos.
- Retroceso del margen EBITDA (-6,2pp en 2020) como consecuencia de un mix de ventas con menor peso de productos de Dermatología y la práctica desaparición de ingresos por hitos procedentes de AstraZeneca (-87%).
- En 2T20 se deterioró el valor de la cartera de productos en el negocio de EE.UU. en -16,8 M€, contabilizado como mayor gasto financiero, lo que incide en el retroceso del BAI y BNA frente a EBIT.
- Reducción del *cash flow* libre a 89,5M€ (-31,9%) en 2020. Se retrasa el pago de dividendos a 2021. La DFN cae -13,7% en 2020 y el ratio de endeudamiento se sitúa en 1,6x.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	4T19	4T20	Var. %	2019	2020	Var. %	Consenso
Derma	97,8	78,6	-19,6	399,0	320,6	-19,6	
Otras especialidades	117,6	115,0	-2,2	454,1	486,8	7,2	
Ventas	215,4	193,6	-10,1	853,1	807,4	-5,4	819,9
Ventas core	n.d.	188,4		823,2	755,2	-8,3	
Otros ingresos	9,8	-0,7	-107,1	55,3	7,1	-87,2	
Total ingresos	225,2	192,9	-14,3	908,4	814,5	-10,3	828,6
Beneficio bruto	146,9	136,4	-7,1	603,9	560,1	-7,3	
Margen bruto %	68,2	70,5		70,8	69,4		
Investigación y Desarrollo	-26,1	-20,7	-20,7	-92,2	-78,9	-14,4	
Gastos generales	-65,1	-64,3	-1,2	-264,7	-247,1	-6,6	
Otros	2,2	-2,0	-190,9	1,9	-2,9	-252,6	
EBITDA	67,7	48,7	-28,1	304,2	238,3	-21,7	241,8
Margen EBITDA %	31,4	25,2		35,7	29,5		29,5
EBITDA core	n.d.	44,6		222,5	181,1	-18,6	
Amortizaciones	-31,9	-31,0	-2,8	-129,4	-123,1		
EBIT	35,8	17,7	-50,6	174,8	115,2	-34,1	114,8
Margen EBIT %	16,6	9,1		20,5	14,3		14,0
Deterioros	-6,1	-4,8		-21,7	-22,9		
Resultado financiero	-21,0	-1,6		-21,6	-13,0		
BAI	8,7	11,3	29,9	131,5	79,3	-39,7	
Impuestos	0,0	5,9		-22,3	-5,0		
Discontinuas	0,0	0,0		-3,2	0,0		
Beneficio neto atribuible	8,7	17,2	97,7	106,0	74,3	-29,9	74,4
BNA normalizado	23,8	20,9	-12,2	136,1	95,1	-30,1	
Cash flow neto	134,6	40,0		308,5	197,8		
Var. NOF	-7,5	40,3		-32,4	-32,7		
Cash flow de operaciones	127,1	80,3	-36,8	276,1	165,1	-40,2	
Inversiones recurrentes	-8,1	-8,0		-19,6	-24,7		
Cash flow libre antes de expansión	119,0	72,3	-39,2	256,5	140,4	-45,3	
Inversiones de expansión	-26,2	-2,4		-125,0	-50,9		
Cash flow libre	92,8	69,9	-24,7	131,5	89,5	-31,9	
Financieros	-3,1	-2,7		-6,6	-6,5		
Dividendos	0,0	-2,1		-24,1	-2,1		
Otros	3,7	-9,8		-22,8	-18,4		
Variación deuda financiera neta	-93,4	-55,3		-78,0	-62,5		
Deuda financiera neta	455,0	392,5	-13,7	455,0	392,5	-13,7	
DFN / EBITDA año móvil (x)				1,5	1,6		
NOF				43,2	95,1		
NOF / Ventas año móvil (%)				5,1	11,8		

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	830,1	898,9	1.044,6	1.143,6	1.249,0
Beneficio bruto	560,1	581,1	629,2	731,2	800,5	874,3
EBITDA	238,3	234,8	259,3	319,2	367,5	419,6
Amortización del inmovilizado	-123,1	-125,4	-132,1	-135,7	-138,7	-140,0
EBIT	115,2	109,4	127,2	183,5	228,8	279,6
Resultado financiero	-35,9	-12,1	-12,0	-11,9	-11,7	-11,5
Beneficio antes de impuestos	79,3	97,3	115,2	171,6	217,0	268,1
Impuesto de sociedades	-5,0	-9,7	-17,3	-34,3	-43,4	-53,6
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	87,5	97,9	137,3	173,6	214,5
BPA (€)	0,42	0,49	0,55	0,77	0,97	0,00
DPA (€)	0,20	0,20	0,21	0,26	0,31	0,00
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	150,8	213,0	230,0	273,0	312,4	354,4
Variaciones de NOF	13,9	-23,9	-6,9	5,6	-9,9	-10,5
Inversión	-75,5	-31,2	-128,5	-70,3	-79,5	-59,7
Cash flow libre	89,2	157,9	94,6	208,3	223,0	284,2
Remuneración al accionista	-2,1	-36,0	-36,3	-37,4	-46,3	-55,2
Otras variaciones	-25,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	-61,4	-121,9	-58,3	-170,9	-176,7	-229,0
Balance						
Activo fijo neto	1.524,2	1.428,6	1.423,7	1.357,0	1.296,4	1.214,8
Inmovilizado financiero	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Necesidades operativas de fondos (NOF)	104,1	128,0	134,9	129,2	139,1	149,7
Otros activos/(pasivos) neto	85,7	87,0	88,4	89,7	91,0	92,4
Capital empleado	1.715,3	1.645,0	1.648,3	1.577,3	1.528,0	1.458,3
Recursos propios	1.303,0	1.354,5	1.416,1	1.516,0	1.643,3	1.802,6
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	412,4	290,5	232,2	61,3	-115,3	-344,3
Valoración (Suma de partes)						
(M€)			p=100	p estimada	Valoración	€/ acción
Productos en comercialización			690,0	100%	690,0	3,87
Seysara			-12,0	100%	-12,0	-0,07
Ilumetri			661,1	100%	661,1	3,71
Skilarence			144,4	100%	144,4	0,81
Lebrikizumab			714,0	80%	571,2	3,21
Franquicia respiratoria			55,1	100%	55,1	0,31
Queratosis actínica			414,8	100%	414,8	2,33
Onicomiosis, Alopecia			279,1	80%	223,3	1,25
Valor empresa					2.747,9	15,43
Inversiones financieras					1,4	
Deuda neta					-290,5	
Provisiones					-35,9	
Minoritarios y otros					0,0	
Valor equity (Dic-2021e)					2.422,9	
Precio objetivo (€ por acción)					13,60	
Matriz de sensibilidad (€ por acción)						
		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	9,4%	11,20	11,61	12,08	12,60	13,20
	8,9%	11,78	12,26	12,79	13,40	14,10
	8,4%	12,44	12,98	13,60	14,32	15,15
	7,9%	13,18	13,81	14,54	15,38	16,38
	7,4%	14,02	14,76	15,63	16,64	17,85

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

Escenarios de precio objetivo

Base 13,60 €

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

Positivo 14,72€

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

Negativo €9,14

- 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
- 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

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