

Sector: *Farmacéuticas**Las ventas crecen moderadamente en 1T 2022, el BNA retrocede*

Pharma Mar

Recomendación: Neutral
 Precio Objetivo: 75,00€
 Potencial: +4,3%
 Analista: Pedro Echeguren

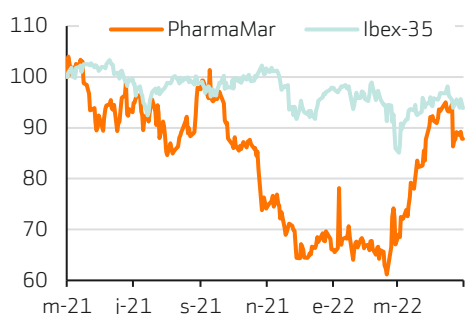
Datos

Precio 05/05/2022; 17:35h (€)	71,90
Nº acciones (M)	18,4
Capitalización (M€)	1.319,7
Máx/Min (52 sem.)(€)	85,16 / 50,08
Comportamiento 2021	26,1%
Cód. Reuters/Bloomberg	PHMR.MC / PHM SM

Mn€	2021	2022e	2023e	2024e
BNA	93	75	153	143
% inc.	-33,7	-19,3	104,4	-6,9
EBITDA	98	84	168	165
% inc.	-41,4	-13,8	99,5	-1,8
BPA (€)	5,1	4,1	8,3	7,8
% inc.	-33,7	-19,3	104,4	-6,9
DPA (€)	0,65	0,65	0,72	0,79
% inc.	9,7	0,0	10,0	10,0
PER (x)	11,3	17,6	8,6	9,3
VE/EBITDA (x)	9,0	13,5	5,7	5,4
Rentab. div. (%)	1,1	0,9	1,0	1,1
P/V (x)	5,9	5,5	3,5	2,6

Ratios	2021	2022e	2023e	2024e
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)	9,0	1,5	8,0	2,1
ROCE (%)	826,8	132,2	736,7	180,9
ROE (%)	52,2	31,1	40,2	28,0

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-4,6	31,0	-12,2
Relativo	-4,1	32,5	-6,1

Accionariado

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

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Nuestra valoración de los resultados 1T 2022 es neutral. Las ventas, EBITDA y BAI crecen a tasas de un dígito y el BAI y BNA retroceden. El negocio recurrente crece +7% a/a y +1% t/t, opinamos el potencial para incrementar las ventas es moderado hasta que se logre la aprobación definitiva de Zepzelca en EE.UU. Hay cinco estudios en curso o en fase de reclutamiento para lograr la autorización definitiva en varias geografías, no esperamos resultados hasta 2023e. Al igual que sucedió en 2021, opinamos que 2022 va a ser otro año de transición. Este año estará marcado por crecimientos moderados en ventas, esperamos que el BNA retroceda ante una menor contribución de ingresos no recurrentes y, que el foco siga en el proceso de aprobación definitiva de Zepzelca en EE.UU. Mantenemos sin cambios nuestra recomendación en Neutral y el precio objetivo en 75,00 €/acción.

Crecimientos moderados en ventas y EBIT, el BNA retrocede

Las principales cifras del 1T 2022 son: ventas 53,2M€ (+3,8%). Ventas por segmentos: (i) Oncología 33,6M€ (+1,1%) que incluye Yondelis 17,5M€ (-7,4%), Zepzelca 8,7M€ (+3,6%) y materias primas otros 7,4M€ (+24,7%); (ii) Diagnóstico 1,4M€ (+13,6%); (iii) Royalties 11,0M€ (+26,9%) y; (iv) Licencias 7,2M€ (-11,6%). EBITDA 20,6M€ (+6,2%), EBIT 19,0M€ (+5,0%), BAI 20,6M€ (-5,7%), BNA 22,0M€ (-9,1%), *cash flow* libre +35,3M€ (+177%), tesorería neta 205,7M€ (+23% en 2022). [Link a los resultados.](#)

Nuestra valoración de los resultados es neutral

Nuestra valoración de los resultados 2021 es neutral, los incrementos de ventas, EBITDA y EBIT son moderados. El BAI y BNA retroceden ante una menor contribución de los ingresos financieros. En enero se recibió 22,1M€ de Jazz Pharma por el primer hito comercial de Zepzelca devengado en 4T 2021. El *cash flow* libre casi se triplica y, como consecuencia la tesorería neta aumenta.

Prosigue el proceso de aprobación de Zepzelca

El gasto en I+D aumenta a 19,0M€ (+29,4%), lo más relevante son los estudios con Zepzelca y tivanisiran (síndrome de ojo seco) y el desarrollo de plitidepsina para el tratamiento de COVID-19. Respecto al proceso para la aprobación definitiva de Zepzelca, prosigue el ensayo fase III confirmatorio (LAGOON) en EE.UU. que compara Zepzelca como monoterapia o en combinación con irinotecán frente a topotecan. Jazz Pharma recluta pacientes para un estudio de fase III (Imforte) para evaluar Zepzelca en combinación con un inhibidor de PD-L1. Prosigue el reclutamiento en los estudios de fase I en combinación con irinotecan, pembrolizumab y atezolizumab. En China el socio Luye Pharma ha terminado el reclutamiento para desarrollar un estudio de fase I y, en Francia se ha puesto en marcha una recogida de datos retrospectivo. Esperamos que los primeros resultados de estos estudios se podrían conocer a lo largo de 2023.

Recomendación: reiteramos Neutral y Precio Objetivo de 75,00 €/acción

Recientemente elevamos nuestro Precio Objetivo a 75 €/acción. Este queda invariado al igual que nuestra recomendación Neutral.

Los crecimientos de ventas son moderados

- Las ventas en 1T 2022 aumentan +3,8% a/a y disminuyen -38,1% t/t vs 4T 2021. Para las ventas recurrentes, excluyendo Licencias, los incrementos son +6,7% y +1,0%, respectivamente.
- El margen EBITDA aumenta a 38,8% (+0,9 p.p.).
- El EBIT aumenta +5,0% a/a.
- La menor contribución de los ingresos financieros se refleja en un retroceso del BAI (-5,7%) y BNA (-9,1%).
- El *cash flow* libre es +35,3M€ vs +12,8M€ en 1T 2021 y -1,7M€ en 4T 2021.
- La tesorería neta aumenta +23,1% desde 4T 2021 y se sitúa en 205,7M€, o el 15,5% de la capitalización.
- En el consenso solamente participan tres analistas.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	1T21	2T21	3T21	4T21	1T22	Var. a/a %	Var. t/t %	Consenso
Yondelis	18,9	17,8	15,2	17,5	17,5	-7,4	0,0	
Zepzelca	8,4	7,4	7,5	6,9	8,7	3,6	26,1	
Materia prima	5,9	6,5	1,0	5,8	7,4	24,7	27,6	
Total Oncología	33,2	29,3	26,2	30,2	33,6	1,1	11,2	
Diagnóstico	1,2	1,3	1,0	1,5	1,4	13,6	-7,9	
Royalties	8,7	8,7	9,8	13,8	11,0	26,9	-20,3	
Licencias	8,1	8,1	8,1	40,4	7,2	-11,6	-82,2	
Otros	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	35,1	-15,3	
Ventas	51,3	47,4	45,3	85,9	53,2	3,8	-38,1	50,1
EBITDA	19,4	21,1	12,5	44,7	20,6	6,2	-53,8	18,2
Margen (%)	37,9	44,6	27,6	52,0	38,8			
EBIT	18,1	19,8	11,1	43,4	19,0	5,0	-56,1	16,7
Margen (%)	35,3	41,8	24,6	50,5	35,8			
Resultado financiero	3,8	-2,4	1,2	0,2	1,6			
BAI	21,9	17,4	12,3	43,6	20,6	-5,7	-52,7	16,3
Impuestos	2,3	1,6	-0,8	-5,4	1,4			
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
Discontinuas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0			
Beneficio neto atribuible	24,2	19,0	11,5	38,2	22,0	-9,1	-42,4	11,6
Cash flow neto	23,8	20,5	11,9	30,8	33,2			
NOF	-9,5	-21,6	-0,5	-29,9	2,7			
Inversiones	-1,6	-1,2	-2,5	-2,6	-0,5			
Cash flow libre	12,8	-2,2	9,0	-1,7	35,3	176,6	n.r.	
Desinversiones	0,0	0,0	0,0	0,0	3,1			
Dividendos	0,0	-10,9	0,0	0,0	0,0			
Autocartera	0,6	-0,9	-3,2	-3,5	1,8			
Otros	3,8	-2,3	1,2	1,0	-1,6			
Variación deuda financiera neta	-17,2	16,3	-7,0	4,2	-38,6			
Deuda financiera neta (- es caja)	-180,6	-164,3	-171,3	-167,1	-205,7	13,9	23,1	
DFN / EBITDA año móvil (x)	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Caja neta			

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
Cuenta de resultados							
Ventas	229,8	217,3	313,1	313,7	329,6	318,5	
Beneficio bruto	213,4	199,0	294,3	291,7	307,4	296,1	
EBITDA	97,8	84,3	168,2	165,1	178,6	168,2	
Amortización del inmovilizado	-5,3	-5,7	-5,8	-6,0	-6,1	-6,2	
EBIT	92,4	78,6	162,3	159,1	172,5	162,0	
Resultado financiero	2,7	-1,3	-1,0	-0,7	-0,4	-0,1	
Beneficio antes de impuestos	95,1	77,3	161,3	158,5	172,2	161,9	
Impuesto de sociedades	-2,3	-2,3	-8,1	-15,8	-25,8	-24,3	
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	92,9	75,0	153,3	142,6	146,3	137,6	
BPA (€)	5,06	4,08	8,35	7,77	7,97	7,50	
DPA (€)	0,65	0,65	0,72	0,79	0,83	0,87	
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	87,1	49,0	177,4	118,9	134,1	124,1	
Variaciones de NOF	-61,4	-16,8	15,5	-31,7	-9,9	-0,6	
Inversión	18,5	-4,0	-4,1	-4,1	-4,2	-4,2	
Cash flow libre	44,1	28,2	188,8	83,1	120,1	119,3	
Remuneración al accionista	-10,9	-11,9	-11,9	-13,1	-14,4	-15,2	
Otras variaciones	-29,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Variación deuda financiera neta	-3,5	-16,3	-176,9	-70,0	-105,6	-104,1	
Balance							
Activo fijo neto	34,7	35,0	35,2	35,3	35,4	35,4	
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	21,0	37,8	22,3	54,1	63,9	64,5	
Otros activos/(pasivos) neto	-44,8	-15,1	-36,6	-10,3	5,3	22,4	
Capital empleado	10,9	57,7	20,9	79,1	104,7	122,3	
Recursos propios	177,9	241,0	381,1	509,3	640,4	762,1	
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda financiera neta	-167,0	-183,3	-360,2	-430,1	-535,8	-639,9	
Valoración (DCF)							
(M€)		2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	
NOPLAT			154,2	143,2	146,7	137,7	
Amortización			5,8	6,0	6,1	6,2	
NOF			15,5	-31,7	-9,9	-0,6	
Inversión			-6,1	-6,1	-6,2	-6,2	
Cash flow libre			169,5	111,3	136,7	137,1	
Valor terminal				0,0		1.116,9	
Flujo a descontar			169,5	111,3	136,7	1.254,0	
Factor descuento			0,9	0,8	0,8	0,7	
VAN del flujo			154,1	92,0	102,7	856,5	
Valor empresa		1.205,3					
Inversiones financieras		0,0					
Deuda neta		183,3					
Provisiones		-7,5					
Minoritarios y otros		-4,5					
Valor equity (Dic-2022e)		1.376,6					
Precio objetivo (€ por acción)		75,00					
Matriz de sensibilidad (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
	12,0%		61,59	63,07	64,80	66,84	69,29
	11,0%		65,43	67,27	69,44	72,05	75,24
WACC	10,0%		69,90	72,22	75,00	78,39	82,64
	9,0%		75,18	78,14	81,76	86,29	92,11
	8,0%		81,50	85,36	90,18	96,39	104,67

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Descuento de flujos de caja.

Hipótesis principales

Utilizamos un WACC de 10% y una tasa de crecimiento perpetuo del 0,0%.

Escenarios de precio objetivo

Base €75,00

- Pico de ventas a licenciarios de Zepzelca en EE.UU. y otros mercados 362 M\$. 72M€ en ventas directas.
- Hitos y royalties según informes de la compañía.
- Ventas de Yondelis sin crecimiento
- Consideramos 32M€ ventas del tratamiento para el síndrome de ojo seco desde 2025e

Positivo €85,90

- Igual que en Base
- Pico de ventas a licenciarios de Zepzelca en EE.UU. y otros mercados 450 M\$. 72M€ en ventas directas.

Negativo €61,40

- Igual que en Base
- Pico de ventas a licenciarios de Zepzelca en EE.UU. y otros mercados 250 M\$. 72M€ en ventas directas.

Vectores principales

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

Catalizadores

- Aprobación definitiva de Zepzelca en EE.UU.
- Adquisición de licencias

Riesgos

- Riesgos asociados con la investigación de biotecnología

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
08/06/2021	Neutral	89,20
30/07/2021	Neutral	89,20
29/10/2021	Neutral	89,20

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
01/03/2022	Neutral	64,10
04/04/2022	Neutral	75,00
06/05/2022	Neutral	75,00

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

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

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Jorge Pradilla - Logística

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

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 y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Popcoin