

Sector: *Farmacéuticas**Sin sorpresas en los resultados 1S 2021, reiteramos nuestra recomendación Neutral*

Pharma Mar

Recomendación: **Neutral**
 Precio Objetivo: **89,20€**
 Potencial: **+17,1%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

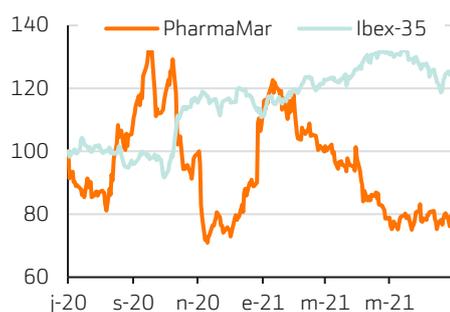
Datos

Precio (€)	76,14
Nº acciones (M)	18,4
Capitalización (M€)	1.303,2
Máx/Mín (52 sem.)(€)	134,2 / 69,1
Comportamiento 2021	7,2%
Cód. Reuters/Bloomberg	PHMR.MC / PHM SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	140	80	131	186
% inc.	n.r.	-42,8	64,1	41,3
EBITDA	167	82	153	213
% inc.	n.r.	-50,7	86,1	39,4
BPA (€)	7,6	4,4	7,2	10,1
% inc.	n.r.	-42,8	64,1	41,3
DPA (€)	0,60	0,66	0,73	0,80
% inc.	23,7	10,0	10,0	10,0
PER (x)	9,3	17,4	10,6	7,5
VE/EBITDA (x)	6,8	14,7	7,5	4,8
Rentab. div. (%)	0,8	0,9	1,0	1,0
P/V (x)	12,7	8,2	4,8	3,0

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
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)	n.r.	n.r.	4,5	2,7
ROCE (%)	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
ROE (%)	136,4	46,9	45,5	40,4

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	0,4	-19,9	-21,8
Relativo	0,8	-19,5	-47,4

Accionariado

Familia Fernández de Sousa-Faro:	15,6%
Rosp Corunna:	5,0%
Autocartera:	1,3%

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

La evolución de los resultados es favorable al eliminar el efecto del ingreso extraordinario de 2020 por la concesión de licencias de Zepzelca en EE.UU. Entendemos que la aprobación definitiva de Zepzelca en EE.UU. no se obtendrá hasta 2022, la posible aprobación de aplidin para tratar a pacientes hospitalizados con COVID-19 si da resultados positivos, no se logrará hasta 2022 y las expectativas para el kit de detección COVID-19 empeoran después que Abbot anunciase un recorte de estimaciones. Esperamos que el flujo de noticias en este año sea escaso y que se refiera principalmente a la generación de expectativas para 2022 y vemos prudente esperar a que estas expectativas se desarrollen. Esto justifica nuestra recomendación que mantenemos en Neutral al igual que el precio objetivo de 89,20 €/acción. A pesar de la sensación de valor, no vemos catalizadores a corto plazo.

Los resultados retroceden al desaparecer el efecto de las royalties en 2020

Las principales cifras 2T 2021 son: ventas 47,4M€ (-31,9% a/a), donde oncología 29,3M€ (+21,9%), diagnóstico 1,3M€ (-66,5%), royalties 8,7M€ (vs 0,8M€ en 2T 2021), ingresos diferidos por licencias 8,1M€ (-80,2%). EBITDA 21,1M€ (-54,3%) y margen 44,6% (-21,7pp), EBIT 19,8M€ (-55,4%), BAI 17,4M€ (-60,8%), BNA 19,0M€ (-56,0%), *cash flow* libre -2,2M€ (vs +107,7M€). Por lo tanto, las cifras 1S 2021 son: ventas 98,7M€ (-41,6%), donde oncología 62,5M€ (+33,2%), diagnóstico 2,5M€ (-56,3%), royalties 17,4M€ (vs 1,4M€ en 1S 2021), ingresos diferidos por licencias 16,3M€ (-85,8%). EBITDA 40,6M€ (-65,8%) y margen 41,1% (-29,1pp), EBIT 38,0M€ (-67,0%), BAI 39,3M€ (-65,9%), BNA 43,2M€ (-62,0%), *cash flow* libre +10,5M€ (vs +267,4M€), tesorería neta 164,3M€ (+0,5% desde 4T 2020). Pharma Mar recibió en 1T 2020 181M€ de Jazz Pharma por la licencia de Zepzelca de los cuales ya ha contabilizado 159M€ en ventas (de estos, 16,3M€ en 1S 2021), el resto se contabilizará según el grado de avance de los compromisos. [Link a los resultados.](#)

Pocas novedades en un año con menor flujo de noticias que 2020

Nuestra valoración de los resultados es neutral dada las pocas novedades. Sigue el proceso para la aprobación plena de **Zepzelca** (16% de las ventas) en EE.UU., Europa y otros países y los ensayos en combinación con otros fármacos evolucionan favorablemente. Las ventas de **Yondelis** (37% de las ventas) dan recurrencia a los resultados. Prosigue el proceso para aprobar **Aplidina** como tratamiento para pacientes de COVID-19, si triunfa situará a Pharma Mar entre las compañías beneficiadas por esta temática. Las ventas de **kits de detección COVID-19** caen por la caída de la demanda y precios. Prosigue el desarrollo de otros tratamientos (ojo seco asociado al síndrome de Sjögren y degeneración de mácula. La tesorería neta (representa el 13% de la capitalización) apenas varía en 1S 2020.

Recomendación Neutral y Precio Objetivo de 89,20 €/acción

Mantenemos sin cambios nuestro **precio objetivo en 89,20 €/acción** al igual que la recomendación **Neutral**.

Los crecimientos son positivos excluyendo el extraordinario de 2020

- Las ventas retroceden -31,9% a/a en 2T 2021 y -41,6% en 1S 2021 por el efecto de un ingreso no recurrente de 41,0M€ en 2T 2020 y 115,0M€ en 1S 2020 asociado a la licencia de Zepzelca en EE.UU. Si eliminamos este extraordinario, las ventas crecen +37,3% en 1T2021 y +52,2% en 1S 2021. Resaltamos que las ventas de productos aumentan +22% en 2T y +33% en 1S impulsadas principalmente por Zepzelca (16% del total) que más que dobla sus ventas.
- Los resultados de explotación, BAI y BNA retroceden por el mencionado efecto del ingreso no recurrente de 1T20.
- El *cash flow* libre es -2,2M€ en 2T 2021 (vs +107,7M€) y +10,5M€ en 1S 2021 (vs +267,4M€). La tesorería neta apenas varía desde 4T 2020 y se sitúa en 164,3M€.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	2T 2020	2T 2021	Var. %	1S 2020	1S 2021	Var. %
Yondelis	18,6	17,8	-4,0	37,0	36,7	-0,7
Zepzelca	3,4	7,4	118,7	5,6	15,8	182,8
Materia prima	2,0	6,5	227,3	4,4	12,4	182,8
Total Oncología	24,1	29,3	21,9	47,0	62,5	33,2
Diagnóstico	3,7	1,3	-66,5	5,6	2,5	-56,3
Royalties	0,8	8,7	1.053,9	1,4	17,4	1.124,2
Licencias (ingresos diferidos)	41,0	8,1	-80,2	115,0	16,3	-85,8
Otros	0,1	0,0	-85,9	0,1	0,0	-65,2
Ventas	69,7	47,4	-31,9	169,1	98,7	-41,6
EBITDA	46,2	21,1	-54,3	118,8	40,6	-65,8
Margen (%)	66,3	44,6		70,2	41,1	
EBIT	44,5	19,8	-55,4	115,0	38,0	-67,0
Margen (%)	63,9	41,8		68,0	38,5	
Resultado financiero	-0,1	-2,4		0,3	1,3	
BAI	44,4	17,4	-60,8	115,3	39,3	-65,9
Impuestos	-1,2	1,6		-1,5	3,9	
Minoritarios	0,0	0,0		0,0	0,0	
Discontinuas	0,0	0,0		0,0	0,0	
Beneficio neto atribuible	43,2	19,0	-56,0	113,8	43,2	-62,0
Cash flow neto	44,2	20,5		117,1	44,4	
NOF	47,8	-21,6		151,2	-31,1	
Inversiones	15,7	-1,2		-1,0	-2,8	
Cash flow libre	107,7	-2,2	n.r.	267,4	10,5	n.r.
Desinversiones	-0,1	0,0		0,0	0,0	
Dividendos	-8,8	-10,9		-8,8	-10,9	
Autocartera	-8,3	-0,9		-9,0	-0,3	
Otros	-14,9	-2,3		1,0	1,5	
Variación deuda financiera neta	-75,6	16,3		-250,5	-0,9	
Deuda financiera neta (- es caja)	-189,7	-164,3		-189,7	-164,3	-13,4
DFN / EBITDA año móvil (x)	Caja neta	Caja neta		-1,6	Caja neta	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Cuenta de resultados							
Ventas	270,0	202,8	280,8	347,4	321,4	332,4	304,0
Beneficio bruto	256,2	184,4	258,2	321,7	294,0	304,0	274,2
EBITDA	166,8	82,3	153,1	213,4	182,2	188,3	154,4
Amortización del inmovilizado	-7,9	-5,4	-5,6	-5,8	-6,0	-6,2	-6,4
EBIT	158,8	76,8	147,5	207,6	176,2	182,1	148,0
Resultado financiero	-10,3	4,9	-1,4	-1,2	-0,8	-0,4	0,0
Beneficio antes de impuestos	148,5	81,7	146,1	206,4	175,4	181,8	148,0
Impuesto de sociedades	-8,3	-1,6	-14,6	-20,6	-21,1	-27,3	-22,2
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	140,1	80,1	131,4	185,8	154,4	154,5	125,8
BPA (€)	7,64	4,36	7,16	10,12	8,41	8,42	6,85
DPA (€)	0,60	0,66	0,73	0,80	0,88	0,97	1,06
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	151,0	40,8	86,9	190,2	158,9	159,1	130,5
Variaciones de NOF	127,9	0,1	-6,6	-48,7	-2,6	-1,8	-2,0
Inversión	-119,0	17,0	-3,6	-3,7	-3,9	-4,2	-4,4
Cash flow libre	159,9	57,9	76,7	137,9	152,5	153,1	124,0
Remuneración al accionista	-8,8	-11,0	-12,1	-13,3	-14,7	-16,1	-17,7
Otras variaciones	73,1	-20,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	-224,3	-26,9	-64,6	-124,6	-137,8	-137,0	-106,3
Balance							
Activo fijo neto	30,2	27,8	25,7	23,6	21,5	19,5	17,5
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-28,0	-28,1	-21,5	27,2	29,7	31,5	33,6
Otros activos/(pasivos) neto	-62,9	-19,3	29,6	29,6	29,6	29,6	29,6
Capital empleado	-60,7	-19,7	33,9	80,4	80,9	80,7	80,7
Recursos propios	102,7	170,7	288,8	459,9	598,2	735,0	841,3
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	-163,5	-190,4	-255,0	-379,5	-517,3	-654,3	-760,6
Valoración (DCF)							
(M€)			2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
NOPLAT				186,8	155,1	154,8	125,8
Amortización				5,8	6,0	6,2	6,4
NOF				-48,7	-2,6	-1,8	-2,0
Inversión				-5,7	-5,9	-6,2	-6,4
Cash flow libre				138,3	152,6	153,0	123,8
Valor terminal					0,0		1.375,6
Flujo a descontar				138,3	152,6	153,0	1.499,4
Factor descuento				0,9	0,8	0,8	0,7
VAN del flujo				125,7	126,1	115,0	1.024,1
Valor empresa			1.390,9				
Inversiones financieras			0,0				
Deuda neta			255,0				
Provisiones			-6,4				
Minoritarios y otros			-2,3				
Valor equity (Dic-2022e)			1.637,2				
Precio objetivo (€ por acción)			89,20				
Matriz de sensibilidad a productos en comercialización (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%
	12,0%		69,97	72,71	75,96	79,86	84,62
	11,0%		74,52	77,88	81,92	86,86	93,03
WACC	10,0%		79,89	84,08	89,20	95,59	103,82
	9,0%		86,33	91,64	98,27	106,81	118,18
	8,0%		94,18	101,07	109,92	121,73	138,25

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 1,0%.

Escenarios de precio objetivo

Base €89,20

- Pico de ventas de Zepzelca en EE.UU. 180 M\$, no consideramos ventas en otros mercados.
- Hitos y royalties según informes de la compañía.
- Ventas de Yondelis con ligero crecimiento
- Consideramos 28M€ ventas de Aplidin para uso COVID-19 desde 2022e

Positivo €130,00

- Igual que en Base
- 100 M€ de ventas adicionales en 2023e atribuidas a Aplidin para tratamiento de pacientes de COVID-19, y Zepzelca en nuevos mercados a partir de 2023.

Negativo €70,00

- Igual que en Base
- Pico de ventas de Zepzelca en EE.UU. 110 M\$

Vectores principales

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

Catalizadores

- Resultados ensayo Aplidina en pacientes de COVID-19
- Aprobación definitiva de Zepzelca en EE.UU.
- Adquisición de licencias

Riesgos

- Riesgos asociados con la investigación de biotecnología

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

Jorge Pradilla - Logística

Álvaro Lence

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

Filipe Aires - Químicas & Papel

Adrián González

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