

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Neutral**Precio Objetivo: **90,00€**Potencial: **-3,8%**Analista: **Pedro Echeguren****Resultados negativos en el ensayo Atlantis con Zepzelca. Rebajamos recomendación**

Pharma Mar

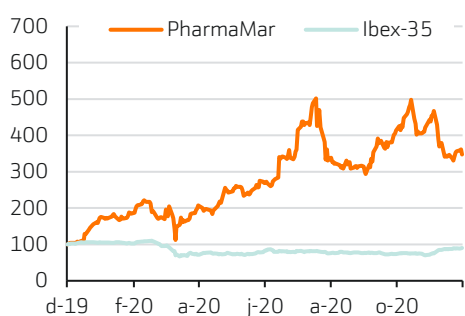
Datos Básicos

Precio (€)	93,60
Nº acciones (M)	18,4
Capitalización (M€)	1.718,0
Máx/Mín (52 sem.)(€)	135,12 / 26,928
Comportamiento 2020	118,5%
Cód. Reuters/Bloomberg	PHMR.MC / PHM SM

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
BNA	-11	131	43	64
% inc.	n.r.	n.r.	-67,4	49,5
EBITDA	-10	163	60	84
% inc.	36,3	-1.818,7	-63,6	41,5
BPA (€)	-0,6	7,1	2,3	3,5
% inc.	n.r.	n.r.	-67,4	49,5
DPA (€)	0,49	0,98	1,08	1,19
% inc.	n.r.	n.r.	10,0	10,0
PER (x)	n.r.	13,1	40,4	27,0
VE/EBITDA (x)	n.r.	9,8	27,0	18,7
Rentab. div.	1,1	1,0	1,2	1,3
P/V (x)	69,9	18,3	14,7	10,8

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA	n.r.	Caja neta	Caja neta	Caja neta
DFN/FF.PP. (x)	5,3	n.r.	n.r.	n.r.
CF Op./DFN	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
DFN/CE (x)	0,9	5,4	n.r.	n.r.
EBITDA/CE (x)	-0,1	-7,9	20,8	7,7
ROCE (%)	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
ROE (%)	n.r.	n.r.	36,4	40,1

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-20,7	15,2	247,6
Relativo	-42,4	-2,1	257,6

Accionariado

Familia Fernández de Sousa:	15,6%
Rosp Corunna:	5,0%
Autocartera:	2,2%
:	

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

Los resultados del estudio Atlantis de Zepzelca en combinación con doxorubicina son negativos, el estudio no cumplió el objetivo primario preestablecido de supervivencia global, comparando lurbinectedina en combinación con doxorubicina con otras alternativas. Se buscaba ampliar la utilización de Zepzelca, medicamento aprobado recientemente en EE.UU. para tratar el cáncer de pulmón microcítico. Esto supone un retraso en la aprobación definitiva de Zepzelca en los EE.UU. y posiblemente en otras geografías, en la consecución de un hito de 150 M\$ y reduce la expectativa de las ventas pico del medicamento. Recortamos nuestro precio objetivo a 90,00 €/acción (anterior 145,50 €/acción) y rebajamos nuestra recomendación a Neutral desde Comprar. No esperamos un flujo de noticias positivo en el corto plazo y preferimos mantenernos a la espera que las perspectivas de Zepzelca mejoren.

Resultados negativos en el estudio Atlantis de Zepzelca en combinación con doxorubicina

El estudio no cumplió el objetivo primario preestablecido de supervivencia global, comparando lurbinectedina en combinación con doxorubicina con el brazo de control. El estudio buscaba ampliar la utilización de Zepzelca, medicamento aprobado recientemente en EE.UU. para tratar el cáncer de pulmón microcítico. Tanto en el objetivo primario como en los análisis clave secundarios y de subgrupos, los resultados favorecieron a la comparativa de fármacos de combinación con lurbinectedina. La monoterapia con lurbinectedina no fue probada en el estudio Atlantis.

Supone una demora para la aprobación definitiva de Zepzelca en EE.UU.

Zepzelca está pendiente de un ensayo confirmatorio (fase IV) para obtener la aprobación definitiva. Había una posibilidad que la FDA aceptase los resultados del ensayo Atlantis como confirmatorio. Se abre una incertidumbre sobre las pruebas que la FDA podría solicitar, incluyendo un ensayo totalmente nuevo. Pharma Mar no espera tener problemas con este ensayo confirmatorio ya que los resultados de toxicidad del estudio Atlantis son favorables. Esta situación demora la aprobación definitiva de Zepzelca en EE.UU., podría retrasar la aplicación por parte de otros reguladores y retrasa el cobro previsto de un hito de 150 M\$, tal vez hasta 2023, y creemos que también resta potencial a las ventas pico de Zepzelca.

Cambiamos nuestra recomendación a Neutral. Precio Objetivo: 90,00/acción

Ajustamos nuestras estimaciones a la baja, los principales cambios afectan a las ventas pico de Zepzelca en EE.UU. (450M\$ año, anterior 600 M\$) y al cobro de los 150 M\$ por la aprobación definitiva de Zepzelca que retrasamos a partir de 2023e. Estos cambios impactan en nuestro precio objetivo que cae a 90,00 €/acción desde 145,50 €/acción. Rebajamos nuestra recomendación a Neutral (anterior Comprar). No esperamos un flujo de noticias en el corto plazo y preferimos mantenernos a la espera que las perspectivas de Zepzelca mejoren. En el corto plazo, las expectativas están en el desarrollo de un tratamiento para enfermos de COVID-19 basado en Yondelis.

Cuadro 1. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Cuenta de resultados						
Ventas	272,3	181,3	215,4	400,0	333,7	356,1
Beneficio bruto	259,5	160,8	190,9	370,5	300,5	321,5
EBITDA	163,5	59,5	84,2	258,3	182,7	200,2
Amortización del inmovilizado	-7,2	-7,6	-7,7	-7,7	-7,8	-7,9
EBIT	156,3	51,9	76,5	250,6	175,0	192,3
Resultado financiero	-2,5	-1,8	-1,7	-0,8	0,5	1,5
Beneficio antes de impuestos	153,8	50,1	74,9	249,8	175,4	193,8
Impuesto de sociedades	-23,1	-7,5	-11,2	-37,5	-26,3	-29,1
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	130,7	42,6	63,7	212,4	149,1	164,8
BPA (€)	7,12	2,32	3,47	11,57	8,12	8,98
DPA (€)	0,98	1,08	1,19	1,31	1,44	1,58
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	228,7	48,4	69,3	217,9	154,5	170,0
Variaciones de NOF	-11,3	-23,6	-8,2	-11,7	-8,3	-2,6
Inversión	-7,0	-7,5	-7,5	-7,5	-7,8	-7,9
Cash flow libre	210,3	17,3	53,7	198,7	138,4	159,5
Remuneración al accionista	-8,9	-18,0	-19,8	-21,8	-24,0	-26,4
Otras variaciones	-29,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	-171,6	0,7	-33,9	-177,0	-114,4	-133,2
Balance						
Activo fijo neto	32,5	32,4	32,2	32,0	32,0	32,0
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	11,3	34,9	43,1	54,8	63,1	65,7
Otros activos/(pasivos) neto	-64,4	-64,4	-64,4	-64,4	-64,4	-64,4
Capital empleado	-20,6	2,9	10,9	22,3	30,6	33,2
Recursos propios	94,1	116,9	158,8	347,2	469,9	605,7
Minoritarios	-3,9	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0
Deuda financiera neta	-110,8	-110,1	-143,9	-320,9	-435,3	-568,5
Valoración (DCF)						
(M€)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
NOPLAT			65,1	213,0	148,7	163,5
Amortización			7,7	7,7	7,8	7,9
NOF			-8,2	-11,7	-8,3	-2,6
Inversión			-7,5	-7,5	-7,8	-7,9
Cash flow libre			57,1	201,6	140,4	160,9
Valor terminal					0,0	1.608,6
Flujo a descontar			57,1	201,6	140,4	1.769,5
Factor descuento			0,9	0,8	0,8	0,7
VAN del flujo			51,9	166,6	105,5	1.208,6
Valor empresa		1.532,5				
Inversiones financieras		0,0				
Deuda neta		110,1				
Provisiones		-5,7				
Minoritarios y otros		15,1				
Valor equity (Dic-2020e)		1.652,0				
Precio objetivo (€ por acción)		90,00				
Matriz de sensibilidad (€ por acción)						
		Crecimiento perpetuo "q"				
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
WACC	12,0%	68,84	71,90	75,47	79,69	84,75
	11,0%	74,00	77,70	82,07	87,32	93,73
	10,0%	80,03	84,56	90,00	96,65	104,97
	9,0%	87,16	92,81	99,70	108,33	119,41
	8,0%	95,73	102,89	111,84	123,34	138,68

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Descuento de flujos de caja.

Hipótesis principales

Utilizamos un WACC de 10,0% y una tasa de crecimiento perpetuo del 1,1%.

Escenarios de precio objetivo

Base €90,00

- Pico de ventas de Zepzelca en EE.UU. 450 M\$, no consideramos ventas en otros mercados.
- Hitos y royalties según informes de la compañía.
- Ventas de Yondelis con ligero crecimiento
- Sin ventas de Aplidin para uso COVID-19

Positivo €140,00

- 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

Negativo €55,20

- Igual que en Base
- Pico de ventas de Zepzelca en EE.UU. 200 M\$

Vectores principales

- Evolución de las ventas de Zepzelca
- Aprobación de Aplidina como tratamiento en pacientes del COVID-19
- Desarrollo de nuevas moléculas

Catalizadores

- Resultados ensayo Aplidina en pacientes de COVID-19
- Adquisición de licencias
- Salida a bolsa en EE.UU.

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	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	Ana de Castro - Analista
Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom	Aránzazu Bueno - Eléctricas
Eduardo Cabero - Seguros	Susana André - Portugal, Assistant
Rafael Diogo - Portugal	

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