

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar**Precio Objetivo: **125,00€**Potencial: **+41,4%**Analista: **Pedro Echeguren***Mejora la recurrencia de resultados en 1T21 y la temática COVID-19 refuerza el atractivo*

Pharma Mar

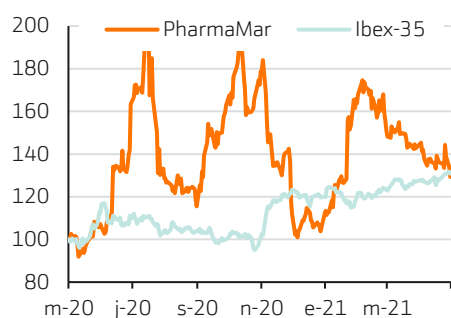
Datos Básicos

Precio (€)	88,42
Nº acciones (M)	18,4
Capitalización (M€)	1.303,2
Máx/Mín (52 sem.)(€)	135,12 / 62,88
Comportamiento 2021	-10,4%
Cód. Reuters/Bloomberg	PHMR.MC / PHM SM

M€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	140	92	121	214
% inc.	n.r.	-34,7	32,4	76,7
EBITDA	167	117	152	261
% inc.	n.r.	-30,0	29,9	71,9
BPA (€)	7,6	5,0	6,6	11,7
% inc.	n.r.	-34,7	32,4	76,7
DPA (€)	0,60	0,66	0,73	0,80
% inc.	23,7	10,0	10,0	10,0
PER (x)	9,3	17,7	13,4	7,6
VE/EBITDA (x)	6,8	12,6	9,6	4,9
Rentab. div. (%)	0,8	0,7	0,8	0,9
P/V (x)	12,7	8,9	5,6	3,3

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.	4,8	1,3	1,8
ROCE (%)	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
ROE (%)	n.r.	50,3	41,8	43,7

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-11,1	-23,0	29,3
Relativo	-13,3	-30,5	-1,6

Accionariado

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

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

Los resultados 1T21 confirman el éxito de Zepzelca y el crecimiento de las ventas y royalties asociadas. Valoramos positivamente la evolución del *pipeline*, especialmente los ensayos con Aplidina como tratamiento para pacientes de COVID-19 que, de culminar con éxito, posicionaría a Pharma Mar como una de las compañías al frente de esta temática. Las ventas y beneficios retroceden por el efecto en las ventas 1T20 de un ingreso por royalties asociados a Zepzelca y que distorsiona la comparativa, sin este efecto las ventas aumentan +100%. La compañía genera cash flow libre, aumenta +45% si se excluye el efecto del cobro extraordinario de 1T20, mejora una estructura financiera ya de por sí saneada y la tesorería neta garantiza los fondos necesarios para poder acometer nuevos desarrollos. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar y Precio Objetivo de 125,00 €/acción.

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

Las **ventas en 1T21** disminuyen a 51,3M€ (-48,5% a/a), las ventas se desglosan en oncología (33,2M€, +45,0%) impulsadas por Zepzelca (8,4M€ +282%), diagnóstico 1,2M€ (-36,3%), royalties 8,7M€ (+1204%) y licencias 8,1M€ (73,9M€ en 1T20). La caída de las ventas se explica por desaparecer el efecto en ventas de un ingreso extraordinario de 73,9M€ por una licencia asociada a Zepzelca en 1T20, y aumentan +100% si se excluye este efecto no recurrente. Por este efecto, el **EBITDA** disminuye a 19,4M€ (-73,2%), **EBIT** 18,1M€ (-74,3%), **BAI** 21,9M€ (-69,1%), **BNA** 24.2M€ (-65,7%), **cash flow libre** 12,8M€ (+189,8M€ en 1T20; +8,8M€ recurrente, +46%), **tesorería neta** 180,6M€ (+10,5% desde 4T20). Pharma Mar recibió en 1T20 181M€ de Jazz Pharma por la licencia de Zepzelca de los cuales ya ha contabilizado 143M€ en ventas, el resto se contabilizará en los próximos ejercicios. [Link a los resultados](#).

Buenas evolución del pipeline y el atractivo del tratamiento contra el COVID

Nuestra valoración de los resultados es positiva. **Zepzelca** es un fármaco de éxito para tratar el cáncer de pulmón microcítico bajo el programa de Autorización Temporal de Uso, el proceso para su aprobación plena en EE.UU., Europa y otros países sigue su curso. Los ensayos en combinación con iriotecan evolucionan favorablemente. Las ventas de **Yondelis** siguen aumentando (c. 40% del total) y dan recurrencia a los resultados. El proceso para aprobar **Aplidina** como tratamiento para pacientes de COVID-19 evoluciona favorablemente y si triunfa, situará a Pharma Mar entre las compañías beneficiadas por esta temática. Las ventas de **kits de detección COVID-19** retroceden por el acopio que han hecho las autoridades sanitarias. Prosigue la investigación en EE.UU. con **Sylentis** para el tratamiento de ojo seco asociado al síndrome de Sjögren y degeneración de mácula. La generación de **cash flow libre** se traduce en un aumento de la tesorería neta (representa el 14% de la capitalización).

Recomendación: reiteramos Comprar Precio Objetivo: 125,00 €/acción

Los buenos resultados están en línea con nuestras estimaciones, los valoramos positivamente y aprovechamos para reiterar nuestra recomendación de **Comprar** y **Precio Objetivo de 125 €/acción**.

Los crecimientos son positivos excluyendo el extraordinario de 1T20

- Las ventas retroceden -48,5% a/a por el efecto de un ingreso no recurrente de 73,9M€ en 1T20 asociado a la licencia de Zepzelca en EE.UU. Si eliminamos este extraordinario, las ventas crecen +100%. Resaltamos que las ventas de productos aumentan +39% impulsadas principalmente por Zepzelca (c. 20% del total) que aumentan +282%.
- Los resultados de explotación, BAI y BNA retroceden por el mencionado efecto del ingreso no recurrente de 1T20.
- El *cash flow* libre son 12,8M€ y compara frente a +189,8M€ en 1T20. La cifra de 1T20 disminuye a 8,8M€ si se excluye este extraordinario, el *cash flow* libre recurrente aumenta +45%. La tesorería neta aumenta a 180,6M€, +10% desde 4T20

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	Var. %
Yondelis	18,4	18,6	17,2	15,7	18,9	2,7
Zepzelca	2,2	5,2	6,1	8,0	8,4	281,8
Materia prima Yondelis y otros	2,4	0,2	3,2	3,5	5,9	145,8
Total Oncología	22,9	24,1	26,5	27,2	33,2	45,0
Diagnóstico	1,9	3,7	4,8	2,5	1,2	-36,3
Royalties	0,7	0,8	6,0	8,2	8,7	1.203,9
Licencias	73,9	41,0	15,5	9,8	8,1	-89,0
Otros	0,1	0,1	0,2	-0,1	0,0	-42,2
Ventas	99,5	69,7	53,0	47,8	51,3	-48,5
EBITDA	72,6	46,2	24,6	20,2	19,4	-73,2
Margen (%)	73,0	66,3	46,4	42,3	37,9	
EBIT	70,5	44,5	22,2	18,7	18,1	-74,3
Margen (%)	70,9	63,9	41,9	39,1	35,3	
Resultado financiero	0,4	-0,1	-5,3	-5,3	3,8	
BAI	70,9	44,4	16,9	13,4	21,9	-69,1
Impuestos	-0,3	-1,2	0,4	-7,3	2,3	
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	70,6	43,2	17,3	6,2	24,2	-65,7
Cash flow neto	85,4	44,2	23,9	9,9	23,8	
NOF	117,0	47,8	-23,4	0,1	-9,5	
Inversiones	-12,7	15,7	-1,0	-1,1	-1,6	
Cash flow libre	189,8	107,7	-0,4	9,0	12,8	-93,3
Desinversiones	-36,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	
Dividendos	0,0	-8,8	0,0	0,0	0,0	
Autocartera	-1,8	-8,3	-22,7	-1,7	0,6	
Otros	18,0	-14,9	-5,3	-5,1	3,8	
Variación deuda financiera neta	-170,0	-75,6	28,4	-2,1	-17,2	
Deuda financiera neta (- es caja)	-114,1	-189,7	-161,3	-163,5	-180,6	
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€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
Cuenta de resultados							
Ventas	272,3	206,3	242,4	364,5	423,2	383,1	
Beneficio bruto	259,5	174,2	204,9	319,6	373,0	330,8	
EBITDA	163,5	74,7	103,3	216,0	268,1	263,1	
Amortización del inmovilizado	-7,2	-7,6	-7,7	-7,7	-7,8	-7,9	
EBIT	156,3	67,0	95,6	208,2	260,3	255,2	
Resultado financiero	-2,5	-1,7	-1,5	-0,5	0,8	2,0	
Beneficio antes de impuestos	153,8	65,3	94,1	207,7	261,1	257,2	
Impuesto de sociedades	-23,1	-9,8	-14,1	-31,2	-39,2	-38,6	
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	130,7	55,5	80,0	176,6	222,0	218,6	
BPA (€)	7,12	3,02	4,36	9,62	12,09	11,91	
DPA (€)	0,98	1,08	1,19	1,31	1,44	1,58	
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	228,7	41,3	65,7	224,6	144,9	203,8	
Variaciones de NOF	-11,6	-0,8	-0,3	1,0	-0,2	-6,5	
Inversión	-7,0	-7,5	-7,5	-7,5	-7,8	-7,9	
Cash flow libre	210,0	33,0	57,9	218,1	136,8	189,4	
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	-171,2	-15,0	-38,1	-196,4	-112,9	-163,1	
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)	11,6	12,4	12,7	11,7	11,9	18,4	
Otros activos/(pasivos) neto	-64,4	-44,4	-24,4	-66,9	15,6	35,6	
Capital empleado	-20,3	0,4	20,5	-23,3	59,4	85,9	
Recursos propios	94,1	129,8	188,0	340,6	536,3	725,9	
Minoritarios	-3,9	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	-4,0	
Deuda financiera neta	-110,5	-125,5	-163,6	-360,0	-472,8	-635,9	
Valoración (DCF)							
(M€)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
NOPLAT			81,3	177,0	221,3	216,9	
Amortización			7,7	7,7	7,8	7,9	
NOF			-0,3	1,0	-0,2	-6,5	
Inversión			-7,5	-7,5	-7,8	-7,9	
Cash flow libre			81,2	178,3	221,1	210,4	
Valor terminal					0,0	2.404,4	
Flujo a descontar			81,2	178,3	221,1	2.614,8	
Factor descuento			0,9	0,8	0,8	0,7	
VAN del flujo			74,0	148,0	167,2	1.802,3	
Valor empresa		2.191,5					
Inversiones financieras		0,0					
Deuda neta		125,5					
Provisiones		-5,7					
Minoritarios y otros		-16,9					
Valor equity (Dic-2021e)		2.294,3					
Precio objetivo (€ por acción)		125,00					
Matriz de sensibilidad (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%
WACC	11,8%	90,97	95,87	101,69	108,70	117,32	
	10,8%	98,84	104,88	112,14	121,07	132,31	
	9,8%	108,20	115,74	125,00	136,65	151,75	
	8,8%	119,49	129,10	141,19	156,85	177,96	
	7,8%	133,39	145,93	162,18	184,09	215,23	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Descuento de flujos de caja.

Hipótesis principales

Utilizamos un WACC de 9,75% y una tasa de crecimiento perpetuo del 1,0% (sin cambios).

Escenarios de precio objetivo

Base €125,00

- 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 €175,00

- 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 €90,00

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

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

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