

Sector: *Farmacéuticas**Los resultados 3T 2021 reflejan un año de transición*

Pharma Mar

Recomendación: **Neutral**
 Precio Objetivo: **89,20€**
 Potencial: **+27,7%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

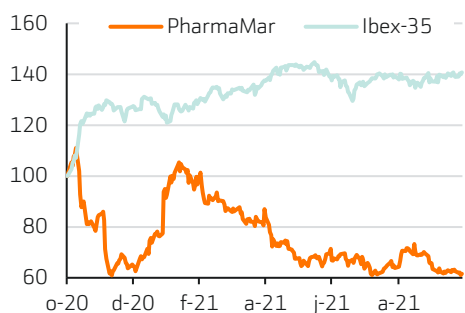
Datos

Precio 28/10/2021; 17:35 (€)	69,86
Nº acciones (M)	18,4
Capitalización (M€)	1.303,2
Máx/Mín (52 sem.)(€)	125,9 / 69,1
Comportamiento en 2021	-1,6%
Cód. Reuters/Bloomberg	PHMR.MC / PHM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	140	80	131	186
% inc.	-1.331,6	-42,8	64,1	41,3
EBITDA	167	82	153	213
% inc.	-1.852,9	-50,7	86,1	39,4
BPA (€)	7,6	4,4	7,2	10,1
% inc.	-1.331,6	-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	16,0	9,8	6,9
VE/EBITDA (x)	6,8	13,3	6,7	4,2
Rentab. div. (%)	0,8	0,9	1,0	1,1
P/V (x)	12,7	7,5	4,4	2,8

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.	232,3
ROE (%)	136,4	46,9	45,5	40,4

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-6,1	-8,2	-38,4
Relativo	-7,8	-11,0	-79,2

Accionariado

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

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Nuestra valoración de los resultados 3T 2021 es neutral. Están distorsionadas por las royalties asociadas a Zepzelca en EE.UU. cobradas en 2020. Las ventas recurrentes van disminuyendo a lo largo de 2021. Vemos el 2021 como un año de transición donde el foco está puesto en el proceso de aprobación definitiva de Zepzelca en EE.UU. El próximo inicio de un ensayo comparativo en monoterapia o en combinación con irinotecan es un avance en este proceso. La aprobación definitiva de Zepzelca debería ser un nuevo catalizador para la cotización, pero creemos que, como pronto, esto podría ocurrir a finales de 2022. Aunque los precios actuales sugieren valor en la acción, no vemos catalizadores a corto plazo. Preferimos esperar a que el proceso de aprobación de Zepzelca evolucione y, mientras tanto mantenemos sin cambios nuestra recomendación Neutral y el precio objetivo en 89,20 €/acción.

La comparativa de resultados está distorsionada por las royalties de 2020

Las principales cifras del 3T 2021 estanco son: ventas 45,3M€ (-14,7% a/a y -4,6% t/t vs 2T 2021), ingresos recurrentes (ventas más royalties) 37,0M€ (-1,0% y -5,8%), EBITDA 12,5M€ (-49,3% y -40,9%), EBIT 11,1M€ (-49,9% y -43,9%), BNA 11,5M€ (-33,5% y -39,6%), cash flow libre 9,0M€ vs -0,4M€ en 3T20 y -2,2M€ en 2T21. Por lo tanto, las principales cifras 9M 2021 son: ventas 143,9M€ (-35,2% a/a), que se desglosan en Yondelis 51,9M€ (-4,2%), Zepzelca 23,3M€ (+77,9%), diagnóstico 3,5M€ (-66,9%), Royalties 27,2M€ (+266%) y Licencias 24,4M€ (-81,3%). Los ingresos recurrentes son 119,4M€ (+30,6%), EBITDA 53,1M€ (-63,0%), EBIT 49,1M€ (-64,2%), BNA 54,7M€ (-58,3%), cash flow libre 19,5M€ (-92,7%), tesorería neta 171,3M€ vs 163,5M€ a dic-2020 y vs 164,3M€ a sep-2021. [Link a los resultados.](#)

La comparativa inter trimestral es menos favorable que la interanual

Nuestra valoración de los resultados es neutral. El aumento de los ingresos recurrentes vs año anterior y el nulo consumo de tesorería son aspectos favorables. El retroceso de las ventas, ingresos recurrentes y BNA respecto al 2T 2021 son desfavorables. Los resultados están distorsionados por las royalties de 2020 cuando Pharma Mar recibió 181M€ de Jazz Pharma por la licencia de Zepzelca. La comparativa inter trimestral 3T 2021 vs 2T 2021 es menos favorable que la interanual de los 9M. Respecto al proceso de aprobación definitiva de Zepzelca, la compañía prevé iniciar en 4T21 un ensayo comparando Zepzelca en monoterapia o en combinación con irinotecan, frente a la elección de los investigadores de irinotecan o topotecan. Si es positivo, el ensayo se utilizará en el proceso de registro en EE.UU. y Europa. En nuestra opinión, la aprobación definitiva de Zepzelca debería ser un nuevo catalizador para la cotización, pero creemos que los resultados no estarán disponibles hasta, como pronto, finales de 2022.

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

Aunque los precios actuales sugieren valor en la acción, no vemos catalizadores a corto plazo que puedan impulsar la cotización. Preferimos esperar a que el proceso de aprobación de Zepzelca evolucione y, mientras tanto, mantenemos sin cambios nuestro precio objetivo en 89,20 €/acción al igual que la recomendación en Neutral.

Ralentización en las ventas trimestrales

- Las ventas por trimestres en 2021 son 51,3M€, 47,4M€ y 45,3M€. Estas retroceden -14,7% a/a en 3T 2021 y -4,6% t/t desde 2T 2021. En 9M 2021 disminuyen -35,2%.
- Las ventas recurrentes disminuyen -1,0% en 3T a/a, -4,6% t/t y aumentan +30,6% en 9M 2021.
- Los resultados están distorsionados por el efecto de un ingreso no recurrente de 130,4M€ en 9M 2020 asociado a la licencia de Zepzelca en EE.UU.
- Los resultados EBITDA, EBIT, BAI y BNA retroceden por el mencionado efecto del ingreso no recurrente.
- El *cash flow* libre es +9,0M€ en 3T 2021 vs -0,4M€ en 3T 2020 y -2,2M€ en 2T 2021. En 9M 2021 es 19,5M€ (-92,7%).
- La tesorería neta aumenta ligeramente desde 4T 2020 y se sitúa en 171,3M€.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	3T20	2T21	3T21	Var. a/a %	Var. t/t %	9M20	9M21	Var. %
Yondelis	17,2	17,8	15,2	-11,7	-14,6	54,2	51,9	-4,2
Zepzelca	7,5	7,4	7,5	-0,5	0,4	13,1	23,3	77,9
Materia prima	1,8	6,5	1,0	-42,0	-84,0	6,2	13,5	117,6
Total Oncología	26,5	29,3	26,2	-1,3	-10,7	73,5	88,7	20,7
Diagnóstico	4,8	1,3	1,0	-79,3	-19,8	10,5	3,5	-66,9
Royalties	6,0	8,7	9,8	63,2	12,6	7,4	27,2	265,8
Negocio recurrente	37,4	39,3	37,0	-1,0	-5,8	91,4	119,4	30,6
Licencias (ingresos diferidos)	15,5	8,1	8,1	-47,4	0,0	130,4	24,4	-81,3
Otros	0,2	0,0	0,1	-39,2	n.r.	0,3	0,2	-49,7
Ventas	53,0	47,4	45,3	-14,7	-4,6	222,2	143,9	-35,2
EBITDA	24,6	21,1	12,5	-49,3	-40,9	143,4	53,1	-63,0
Margen (%)	46,4	44,6	27,6			64,5	36,9	
EBIT	22,2	19,8	11,1	-49,9	-43,9	137,2	49,1	-64,2
Margen (%)	41,9	41,8	24,6			61,8	34,1	
Resultado financiero	-5,3	-2,4	1,2			-5,1	2,5	
BAI	16,9	17,4	12,3	-27,2	-29,4	132,2	51,6	-61,0
Impuestos	0,4	1,6	-0,8			-1,1	3,1	
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	17,3	19,0	11,5	-33,5	-39,6	131,1	54,7	-58,3
Cash flow neto	23,9	20,5	11,9			141,1	56,3	
NOF	-23,4	-21,6	-0,5			127,8	-31,5	
Inversiones	-1,0	-1,2	-2,5			-1,9	-5,2	
Cash flow libre	-0,4	-2,2	9,0	n.r.	n.r.	267,0	19,5	-92,7
Desinversiones	0,0	0,0	0,0			0,0	0,0	
Dividendos	0,0	-10,9	0,0			-8,8	-10,9	
Autocartera	-22,7	-0,9	-3,2			-31,8	-3,6	
Otros	-5,3	-2,3	1,2			-4,3	2,8	
Variación deuda financiera neta	28,4	16,3	-7,0			-222,1	-7,9	
Deuda financiera neta (- es caja)	-161,3	-164,3	-171,3			-161,3	-171,3	6,2
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	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-2021e)			1.637,2				
Precio objetivo (€ por acción)			89,20				
Matriz de sensibilidad (€ 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

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
03/11/2020	Comprar	145,50
03/12/2020	Neutral	90,00
27/01/2021	Comprar	125,00
01/03/2021	Comprar	125,00

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
05/05/2021	Comprar	125,00
08/06/2021	Neutral	89,20
30/07/2021	Neutral	89,20
29/10/2021	Neutral	89,20

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	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	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas y Papel
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	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