

Sector: *Farmacéuticas*

*Las guías para 2020 decepcionan.
Rebajamos nuestra recomendación a
Vender*

Almirall

Recomendación: **Vender**Precio Objetivo: **14,75€**Analista: **Pedro Echeguren**

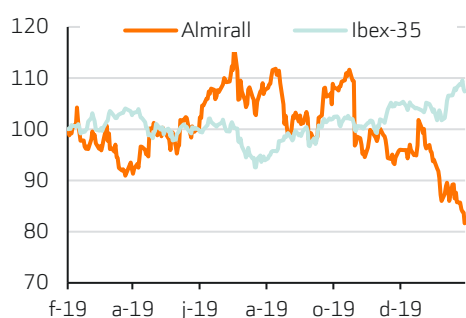
Datos Básicos

| | |
|------------------------|-----------------|
| Precio (€) | 13,09 |
| Nº acciones (Mn) | 174,6 |
| Capitalización (Mn€) | 2.284,9 |
| Máx/Min (52 sem.)(€) | 18,04 / 12,67 |
| Cód. Reuters/Bloomberg | ALM.MC / ALM SM |

| Mn€ | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| Bº neto grupo | 106 | 107 | 104 | 156 |
| % inc. | 36,6 | 1,1 | -2,6 | 49,5 |
| EBITDA | 304 | 271 | 269 | 341 |
| % inc. | 45,2 | -11,0 | -0,5 | 26,8 |
| BPA (€) | 0,61 | 0,61 | 0,60 | 0,89 |
| % inc. | 36,6 | 1,1 | -2,6 | 49,5 |
| DPA (€) | 0,2 | 0,21 | 0,22 | 0,27 |
| % inc. | 0,6 | 5,0 | 4,8 | 22,7 |
| PER (x) | 24,1 | 21,3 | 21,9 | 14,6 |
| VE/EBITDA (x) | 10,0 | 9,7 | 9,3 | 7,2 |
| Rentab. div. | 1,4 | 1,6 | 1,7 | 2,1 |
| P/V (x) | 2,0 | 1,7 | 1,6 | 1,5 |

| Ratios | 2019 | 2020e | 2021e | 2022e |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| DFN/EBITDA | 1,6 | 1,2 | 0,9 | 0,5 |
| DFN/FF.PP. (x) | 0,4 | 0,2 | 0,2 | 0,1 |
| CF Op./DFN | 58,3 | 68,6 | 84,2 | 135,2 |
| DFN/CE (x) | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,1 |
| EBITDA/CE (x) | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| ROCE (%) | 8,4 | 6,9 | 6,9 | 9,6 |
| ROE (%) | 8,3 | 7,9 | 7,3 | 10,1 |

Evolución bursátil



| Comportamiento (%) | 1 m. | 3 m. | 12 m. |
|--------------------|-------|-------|-------|
| Absoluto | -14,5 | -13,7 | -18,4 |
| Relativo | -17,8 | -20,5 | -25,8 |

Accionariado

| | |
|-------------------|-------|
| Familia Gallardo: | 59,7% |
| Autocartera: | 1,0% |

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Los resultados 2019 de Almirall dan una de cal y otra de arena. La compañía cumple los objetivos de beneficios en 2019, pero las guías 2020 son decepcionantes: crecimiento de un dígito bajo a medio en ventas y caída de -11% a -14% en EBITDA. El crecimiento de los principales fármacos lanzados recientemente (Skilarence, Seysara e Ilumetri) es inferior a nuestras estimaciones, a lo que se suma la comercialización por parte de un competidor de un genérico que compite con Aczone (8% de las ventas 2019, caen a 3Mn€ en 4T19 desde 23 Mn€ en 4T18) y la caída esperada en los cobros por hitos. Tras ajustar nuestras estimaciones a las guías, **recortamos nuestro precio objetivo a 14,75 €/acción** (anterior 18,90 €/acc.) y rebajamos nuestra recomendación a **Vender** (desde Neutral) hasta que se digieran las malas noticias sobre el guidance. El valor **cae hoy -5%** tras conocerse los resultados.

Los resultados 2019 cumplen con las expectativas

Las ventas en 2019 alcanzan 853 Mn€ (+12,7%, consenso 850 Mn€). Las ventas por líneas de negocio son: derma 399 Mn€ (+30,0%), otras especialidades 454 Mn€ (+0,9%). Las principales cifras de 2019 son: ingresos totales 908 Mn€ (+12,0%, consenso 911 Mn€), beneficio bruto 604 Mn€ (+14,1%), margen bruto 70,8% (69,9% ant.), EBITDA 304 Mn€ (+45,2%, consenso 309 Mn€), margen EBITDA 35,7% (27,7% ant.), EBIT 175 Mn€ (+46,5%), BAI 132 Mn€ (+75,3%), beneficio neto grupo 106 Mn€ (+36,4%), beneficio neto normalizado 136 Mn€ (+54,3%, consenso 127,5 mn€), cash flow libre 256 Mn€ (+103%), deuda financiera neta 455 Mn€ (-14,6%, 1,5x EBITDA). Al igual que en años anteriores, para el pago del dividendo 2019 se ofrecerá la opción de un scrip issue equivalente a 0,20 €/acción (el mismo importe que el dividendo 2018). Resaltamos que en 4T19, las ventas se estancan frente al año anterior (+0,0%), el beneficio bruto retrocede -6,3% pero el EBITDA aumenta +12,8% debido a un recorte en I+D (-13,6%) y menores gastos generales (-17,9%) que pueden reflejar una reducción en los costes de marketing asociados al lanzamiento de productos.

Las guías para 2020 decepcionan: El EBITDA caerá entre -11% y -14%.

La decepción es el guidance 2020: crecimiento de ventas de tan sólo un dígito bajo a medio y EBITDA cayendo a 260-280 Mn€ (-11% a -14%), nuestra estimación es 271 Mn€. Somos neutrales sobre un posible recorte del precio de los productos subvencionados por la Seguridad social en España, lo que podría variar en 2020. El principal motivo de este recorte, que ya anunciamos en nuestro último informe, es el esperado desplome de los ingresos por royalties e hitos asociados al portfolio respiratorio vendido a AstraZeneca hace unos años. Estos fueron 55,3 Mn€ en 2019 (+2,2%), para 2020e y años sucesivos estimamos 25 Mn€. [Link a los resultados.](#)

Cambiamos nuestra recomendación a Vender

Rebajamos nuestra recomendación a **Vender** (desde Neutral) hasta que se digieran en el mercado las malas noticias sobre las guías 2020. El valor retrocede hoy -5% tras conocerse los resultados. **Recortamos nuestro precio objetivo a 14,75 €/acción** (anterior 18,90 €/acción).

Buena evolución a nivel operativo y fuerte mejora del *cash flow* libre

- Los resultados 2019 sólo pueden calificarse de sobresalientes, con un crecimiento de ventas de +12,7% y una mejora en el margen EBITDA al 35,7% (27,7% anterior) debido a menores gastos generales (también gastos de marketing). El EBITDA aumenta +45%. Ambos registros alcanzan los objetivos de Almirall.
- El EBIT aumenta +45,5%, pero debido a provisiones y ajustes de valor, el crecimiento del BAI y beneficio neto están por debajo de lo esperado por el consenso.
- El *cash flow* libre aumenta +103% y la deuda financiera neta se reduce -15% (1,5x EBITDA desde 2,5x en 2018). El bajo endeudamiento sugiere potencial para reforzar el crecimiento mediante adquisiciones de nuevas licencias.
- Las necesidades operativas de fondos (NOF) mejoran al 5,1% de las ventas (11,4% en 2018).

Cuadro 1. Resumen de resultados

| Millones de euros | 4T18 | 4T19 | Var. % | 2018 | 2019 | Var. % | Consenso |
|----------------------------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Derma | 109,0 | 98,0 | -10,1 | 307,0 | 399,0 | 30,0 | |
| Otras especialidades | 106,5 | 117,4 | 10,2 | 449,9 | 454,1 | 0,9 | |
| Ventas | 215,5 | 215,4 | 0,0 | 756,9 | 853,1 | 12,7 | 849,5 |
| Otros ingresos | 11,5 | 9,8 | -14,8 | 54,1 | 55,3 | 2,2 | |
| Total ingresos | 227,0 | 225,2 | -0,8 | 811,0 | 908,4 | 12,0 | 911,2 |
| Beneficio bruto | 156,8 | 146,9 | -6,3 | 529,2 | 603,9 | 14,1 | |
| <i>Margen bruto %</i> | <i>72,8</i> | <i>68,2</i> | | <i>69,9</i> | <i>70,8</i> | | |
| EBITDA | 60,0 | 67,7 | 12,8 | 209,5 | 304,2 | 45,2 | 308,9 |
| <i>Margen EBITDA %</i> | <i>27,8</i> | <i>31,4</i> | | <i>27,7</i> | <i>35,7</i> | | |
| Amortizaciones | -28,0 | -31,9 | | -90,2 | -129,4 | | |
| EBIT | 32,0 | 35,8 | 11,9 | 119,3 | 174,8 | 46,5 | 178,5 |
| <i>Margen EBIT %</i> | <i>14,8</i> | <i>16,6</i> | | <i>15,8</i> | <i>20,5</i> | | |
| Deterioros | -51,3 | -6,1 | | -32,4 | -21,7 | | |
| Resultado financiero | -8,5 | -21,0 | | -11,9 | -21,6 | | |
| BAI | -27,8 | 8,7 | -131,3 | 75,0 | 131,5 | 75,3 | |
| Impuestos | 12,3 | 0,0 | | 2,7 | -22,3 | | |
| Discontinuas | | 0,0 | | | -3,2 | | |
| Beneficio neto | -15,5 | 8,7 | -156,1 | 77,7 | 106,0 | 36,4 | 127,5 |
| Cash flow neto | 27,5 | 134,6 | | 123,8 | 308,5 | | |
| Var. NOF | 13,8 | -7,5 | | 19,4 | -32,4 | | |
| Cash flow de operaciones | 41,3 | 127,1 | 207,7 | 143,2 | 276,1 | 92,8 | |
| Inversiones recurrentes | -6,9 | -8,1 | | -16,9 | -19,6 | | |
| Cash flow libre | 34,4 | 119,0 | 245,9 | 126,3 | 256,5 | 103,1 | |
| Inversiones de expansión | -10,3 | -26,2 | | -591,0 | -125,0 | | |
| Financieros | -1,8 | -3,1 | | -2,6 | -6,6 | | |
| Dividendos | 0,0 | 0,0 | | -22,7 | -24,1 | | |
| Otros | -2,6 | 3,7 | | -144,3 | -22,8 | | |
| Variación deuda financiera neta | -19,7 | -93,4 | | 634,3 | -78,0 | | |
| Deuda financiera neta | 533,0 | 455,0 | -14,6 | 533,0 | 455,0 | -14,6 | |
| DFN / EBITDA (x) | 2,5 | 1,5 | | 2,5 | 1,5 | | |
| NOF | 86,6 | 43,2 | | 86,6 | 43,2 | | |
| NOF / Ventas (%) | 11,4 | 5,1 | | 11,4 | 5,1 | | |

Fuente: Compañía, Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

| (Mn€) | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e | 2022e |
|----------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Cuenta de resultados | | | | | | |
| Ventas | 683,9 | 756,9 | 853,1 | 895,5 | 1.018,9 | 1.183,3 |
| Beneficio bruto | 455,8 | 529,2 | 603,9 | 635,8 | 723,4 | 840,1 |
| EBITDA | 142,2 | 209,5 | 304,2 | 270,6 | 269,3 | 341,4 |
| Amortización del inmovilizado | -103,7 | -90,2 | -129,4 | -123,9 | -126,2 | -133,7 |
| EBIT | 38,5 | 119,3 | 174,8 | 146,7 | 143,1 | 207,6 |
| Resultado financiero | -359,6 | -44,3 | -43,2 | -12,6 | -12,5 | -12,4 |
| Beneficio antes de impuestos | -321,1 | 75,0 | 131,6 | 134,1 | 130,6 | 195,2 |
| Impuesto de sociedades | 17,1 | 2,7 | -22,3 | -26,8 | -26,1 | -39,0 |
| Operaciones discontinuadas y Otros | 0,0 | 0,0 | -3,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Minoritarios | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Beneficio neto atribuible | -304,0 | 77,7 | 106,1 | 107,3 | 104,5 | 156,2 |
| BPA (€) | -1,74 | 0,45 | 0,61 | 0,61 | 0,60 | 0,89 |
| DPA (€) | 0,19 | 0,20 | 0,20 | 0,21 | 0,22 | 0,27 |
| Estado de flujo de caja | | | | | | |
| Cash flow neto | 18,3 | 138,2 | 189,8 | 219,7 | 200,9 | 260,1 |
| Variaciones de NOF | -12,2 | 5,1 | 86,3 | 7,4 | -5,4 | -7,2 |
| Inversión | -67,2 | -608,0 | -144,6 | -60,0 | -60,0 | -169,4 |
| Cash flow libre | -61,1 | -464,8 | 131,5 | 167,1 | 135,5 | 83,5 |
| Remuneración al accionista | -33,0 | -22,7 | -24,1 | -24,4 | -36,7 | -38,4 |
| Otras variaciones | -20,7 | -4,6 | -48,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variación deuda financiera neta | 114,7 | 492,1 | -59,3 | -142,7 | -98,9 | -45,1 |
| Balance | | | | | | |
| Activo fijo neto | 1.372,9 | 1.689,2 | 1.674,6 | 1.610,7 | 1.544,5 | 1.580,2 |
| Inmovilizado financiero | 19,5 | 5,5 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| Necesidades operativas de fondos (NOF) | -113,2 | 86,7 | 50,6 | 43,1 | 48,5 | 55,7 |
| Otros activos/(pasivos) neto | -104,5 | -56,6 | 9,5 | 39,3 | 69,1 | 98,9 |
| Capital empleado | 1.174,7 | 1.724,8 | 1.735,7 | 1.694,2 | 1.663,1 | 1.735,8 |
| Recursos propios | 1.133,7 | 1.191,7 | 1.280,2 | 1.363,0 | 1.430,9 | 1.548,6 |
| Minoritarios | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Deuda financiera neta | 41,0 | 533,1 | 473,8 | 331,1 | 232,3 | 187,2 |

| (Mn€) | p=100 | p estimada | Valoración | €/acción |
|-------------------------------|-------|------------|----------------|--------------|
| Productos en comercialización | 145,4 | 100% | 145,4 | 0,83 |
| Seysara | 679,6 | 100% | 679,6 | 3,89 |
| Ilumetri | 698,2 | 100% | 698,2 | 4,00 |
| Skilarence | 168,6 | 100% | 168,6 | 0,97 |
| Lebrikizumab | 623,5 | 70% | 436,5 | 2,50 |
| Franquicia respiratoria | 101,4 | 100% | 101,4 | 0,58 |
| Queratosis actínica | 630,5 | 80% | 504,4 | 2,89 |
| Onicomiosis, Alopecia | 254,6 | 80% | 203,7 | 1,17 |
| Valor empresa | | | 2.937,7 | 16,83 |

| | |
|---------------------------------------|----------------|
| Inversiones financieras | 1,0 |
| Deuda neta | -331,1 |
| Provisiones | -33,7 |
| Minoritarios y otros | 0,0 |
| Valor equity (Dic-2020e) | 2.573,9 |
| Precio objetivo (€ por acción) | 14,75 |

| | | Crecimiento perpetuo "q" | | | | |
|------|------|--------------------------|-------|-------|-------|-------|
| | | -1,0% | -0,5% | 0,0% | 0,5% | 1,0% |
| WACC | 8,5% | 12,02 | 12,46 | 12,96 | 13,53 | 14,18 |
| | 8,0% | 12,70 | 13,21 | 13,79 | 14,46 | 15,23 |
| | 7,5% | 13,47 | 14,06 | 14,75 | 15,53 | 16,45 |
| | 7,0% | 14,34 | 15,04 | 15,84 | 16,78 | 17,89 |
| | 6,5% | 15,34 | 16,16 | 17,12 | 18,26 | 19,63 |

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Realizamos una suma de partes considerando el valor de los productos en comercialización, la franquicia respiratoria vendida a AstraZeneca en 2014, las marcas adquiridas a Allegan en 3T18 y los fármacos en desarrollo que ponderamos por probabilidades de éxito. Hemos eliminado la dilución por el bono convertible al estar la cotización y nuestro precio objetivo por debajo del precio de conversión de 18,18 €/acción.

Hipótesis principales

Usamos un WACC de 7,5% y tasas de crecimiento en función del potencial de cada fármaco.

Escenarios de precio objetivo

Base 14,75 €

- Probabilidad de éxito del 100% en los productos en comercialización (incluyendo Seysara, Ilumetri y Skilarence) y del 70-80% a los fármacos en desarrollo

Positivo 16,85 €

- Igual que el caso base, pero con una probabilidad de éxito del 100% para los fármacos en desarrollo

Negativo €8.20

- Igual que el caso base, pero asumiendo que los fármacos en desarrollo fracasan (probabilidad 0%).

Vectores principales

- Márgenes comerciales
- Lanzamiento de nuevos fármacos

Catalizadores

- Crecimiento de los productos derma
- Lanzamientos de Seysara e Ilumetri
- Evolución de los fármacos en desarrollo

Riesgos

- Introducción de genéricos
- Riesgos asociados a posibles adquisiciones

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

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos

Luis Piñas - Consumo

Elena Fernández-Trapiella - Consumo

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Ana de Castro - Seguros

Aránzazu Bueno - Eléctricas

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