Sector: Farmacéuticas

Sorpresa positiva en los resultados 1T20 impulsados por el COVID-19. Cambiamos nuestra recomendación a Neutral

Almirall

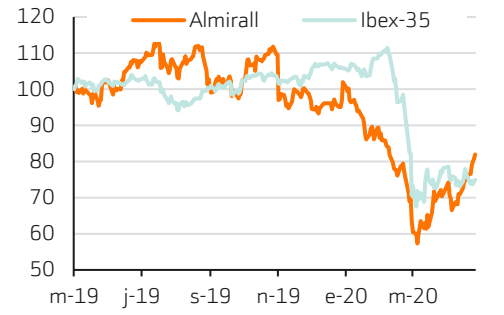
Recomendación:	Neutral
Precio Objetivo:	14,75€
Analista:	Pedro Echeguren

Datos Básicos	
Precio (€)	12,70
Nº acciones (Mn)	174,6
Capitalización (Mn€)	2,216,8
Máx/Mín (52 sem.)(€)	18,04 / 8,885
Cód. Reuters/Bloomberg	ALM.MC / ALM SM

Mn€	2019	2020e	2021e	2022e
BNA	106	108	105	175
% inc.	36,6	2,1	-2,7	65,7
EBITDA	304	271	269	360
% inc.	45,2	-11,0	-0,5	33,7
BPA (€)	0,61	0,62	0,60	1,00
% inc.	36,6	2,1	-2,7	65,7
DPA (€)	0,2	0,21	0,22	0,27
% inc.	0,6	5,0	4,8	22,7
PER (x)	24,1	20,5	21,0	12,7
VE/EBITDA (x)	10,0	9,5	9,2	6,6
Rentab. div.	1,4	1,7	1,7	2,1
P/VC (x)	2,0	1,6	1,5	1,4

Ratios	2019	2020e	2021e	2022e
DFN/EBITDA	1,6	1,3	1,0	0,5
DFN/FF.PP. (x)	0,4	0,3	0,2	0,1
CF Op./DFN	58,3	56,8	76,4	179,8
DFN/CE (x)	0,3	0,2	0,2	0,1
EBITDA/CE (x)	0,2	0,2	0,2	0,2
ROCE (%)	8,3	6,9	6,8	10,6
ROE (%)	8,3	7,9	7,4	11,1

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	15,5	-8.2	-18.1
Relativo	19,5	22.7	7.0

Accionariado	
Familia Gallardo:	59,7%
Autocartera:	1,4%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Los resultados 1T20 de Almirall sorprenden positivamente al crecer en ventas por encima de las guías 2020 y aumentar el EBITDA frente a la caída sugerida en las guías, además de superar el consenso. Las ventas asociadas al COVID-19 impulsan el crecimiento de las ventas a +7,5%, esperamos que revierta en los próximos trimestres. Las ventas 1T20 en derma -negocio principal de Almirall- retroceden -18% aunque los productos de otras especialidades más que compensan este declive con un crecimiento de +31%. La compañía mantiene invariadas sus guías 2020, estas justificaron nuestro recorte del precio objetivo en febrero. Revisamos nuestra recomendación a Neutral (desde Vender) y creemos que el efecto negativo de las guías 2020 y la reducción esperada en los ingresos por hitos de la franquicia respiratoria vendida a AstraZeneca ya están descontados. Nuestro precio objetivo de 14,75 €/acción queda invariado.

Sorpresa positiva en los resultados 1T20

Las **ventas 1T20** aumentan a 241,3 Mn€ (+7,5% y +7,0% a tipo de cambio constante, consenso 220,1 Mn€), por divisiones derma 86,0 Mn€ (-18,1%), otras especialidades 155,3 Mn€ (+30,5%), otros ingresos 6,0 Mn€ (-23,1%), ingresos totales 247,3 Mn€ (+6,5%, consenso 222,9 Mn€), Las **principales cifras de 1T20** son: beneficio bruto 170,8 Mn€ (+4,0%), margen bruto 70,8% (73,3% ant.), EBITDA 88,3, Mn€ (+10,1%, consenso 71,2 Mn€), margen EBITDA 36,6% (35,7% en 1T19), EBIT 57,5 Mn€ (+20,8%), BAI 57,3 Mn€ (+35,1%), BNA 48,6 Mn€ (+62,5%, consenso 32,9 Mn€), beneficio neto normalizado 48,9 Mn€ (50,1%), *cash flow* libre -6,8 Mn€ (-8,2 Mn€ en 1T19), deuda financiera neta 465,0 Mn€ (+10% desde 4T19), *ratio* DFN/EBITDA año móvil 1,5x. Link a los resultados. La cotización cae -4,1% tras conocerse los resultados.

Esperamos una normalización en los próximos trimestres

Los **principales motores del crecimiento del EBITDA** 1T20 (+10,1%) y del magen a 36,6% (+0,9pp) son el incremento de las ventas (+7,5%), la disminución del gasto en I+D (-1,8%) y la estabilización de gastos generales (+0,6%). Estas dos últimas compensan la caída del margen bruto de -2,5pp. Los resultados **1T20 superan al consenso y a las guías 2020** (crecimiento de ventas de un dígito bajo a medio y EBITDA cayendo -11% a 260-280 Mn€), que la compañía **mantiene**. La demanda de productos asociados al COVID-19 ha impulsado las ventas en 1T pero **entendemos que este efecto favorable se está normalizando y que los resultados se ralentizarán en 2T20**. Además de esta ralentización, está el efecto negativo del lanzamiento de un genérico que compite con Aczone, la disminución de ventas en derma (-18,1%) y los efecto negativos del COVID-19 sobre el negocio en EE.UU. a partir de 2T20. La caída de otros ingresos (-23,1%) se debe a la ausencia de hitos relacionados con la franquicia respiratoria vendida a AstraZeneca, lo que nos hizo ajustar a la baja nuestra valoración en febrero.

Cambiamos nuestra recomendación a Neutral

Cambiamos nuestra recomendación a Neutral (desde Vender) ya que creemos que la caída de ingresos por hitos y las guías 2020 ya están descontadas en la cotización. **Mantenemos sin cambios nuestro precio objetivo de 14,75 €/acción**.

Ventas impulsadas por el efecto COVID-19

- Las ventas aumentan +7,5%, aunque las de derma retroceden -18,1%. Otras especialidades+30,5%.
- El margen bruto retrocede a 70,8% (73,3% anterior). El control de costes y una disminución del gasto en I+D compensa este retroceso y posibilita que el EBITDA aumente +10,1% y el margen EBITDA suba a 36,6% (35,7% anterior).
- El EBIT aumenta +20,8%, debido a menores provisiones y amortizaciones.
- El gasto financiero neto es positivo (ingreso neto) impulsado el por signo positivo en diferencias de cambio.
- La deuda financiera neta aumenta ligeramente a 465 Mn€ (+10% desde 4T19). El endeudamiento se mantiene invariado en 1,5x EBITDA desde 4T19 (2,4x EBITDA en 1T19). El bajo endeudamiento sugiere potencial para reforzar el crecimiento mediante adquisiciones de nuevas licencias.

Cuadro 1. Resumen de resultados

Millones de euros	1T19	1T20	Var. %	Consenso
Derma	105,0	86,0	-18,1	
Otras especialidades	119,0	155,3	30,5	
Ventas	224,0	241,3	7,5	220,1
Otros ingresos	7,8	6,0	-23,1	
Total ingresos	**232,2**	**247,3**	**6,5**	**222,9**
Beneficio bruto	164,2	170,8	4,0	
Margen bruto %	*73,3*	*70,8*		
Investigación y Desarrollo	-21,7	-21,3	-1,8	
Gastos generales	-67,0	-67,4	0,6	
Otros	-3,1	0,2	-106,5	
EBITDA	**80,2**	**88,3**	**10,1**	**71,2**
Margen EBITDA %	*35,7*	*36,6*		*32,3*
Amortizaciones	-32,6	-30,8	-5,5	
EBIT	**47,6**	**57,5**	**20,8**	**38,3**
Margen EBIT %	*21,3*	*23,8*		*17,4*
Deterioros	0,8	-0,4		
Resultado financiero	-6,0	0,2		
BAI	**42,4**	**57,3**	**35,1**	
Impuestos	-9,3	-8,7		
Discontinuadas	-3,2	0,0		
Beneficio neto atribuible	29,9	48,6	62,5	32,9
Cash flow neto	62,0	82,0		
Var. NOF	-33,5	-33,5		
Cash flow de operaciones	**28,5**	**48,5**	**70,2**	
Inversiones recurrentes	-3,6	-6,4		
Inversiones de expansión	-33,1	-48,9		
Cash flow libre	**-8,2**	**-6,8**	**-17,1**	
Financieros	-1,0	-0,8		
Dividendos	0,0	0,0		
Otros	-14,1	-2,4		
Variación deuda financiera neta	**23,3**	**10,0**		
Deuda financiera neta	556,3	465,0	-16,4	
DFN / EBITDA (x)	2,4	1,5		
NOF	77,1	73,6		
NOF / Ventas (%)	9,7	8,5		

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**	**360,1**
Amortización del inmovilizado	-103,7	-90,2	-129,4	-127,5	-129,8	-137,3
EBIT	**38,5**	**119,3**	**174,8**	**143,1**	**139,5**	**222,8**
Resultado financiero	-359,6	-44,3	-43,2	-12,6	-12,5	-12,4
Beneficio antes de impuestos	**-321,1**	**75,0**	**131,6**	**130,5**	**127,0**	**210,4**
Impuesto de sociedades	17,1	2,7	-22,3	-22,2	-21,6	-35,8
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	108,3	105,4	174,6
BPA (€)	-1,74	0,45	0,61	0,62	0,60	1,00
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	206,0	205,4	311,9
Variaciones de NOF	-12,2	5,1	86,3	-2,5	-6,8	-9,0
Inversión	-67,2	-608,0	-144,6	-63,6	-63,6	-173,0
Cash flow libre	**-61,1**	**-464,8**	**131,5**	**139,9**	**135,1**	**129,9**
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	-115,4	-98,4	-91,5
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	53,1	59,9	68,9
Otros activos/(pasivos) neto	-104,5	-56,6	27,8	57,6	87,4	87,4
Capital empleado	1.174,7	1.724,8	1.754,0	1.722,4	1.692,7	1.737,4
Recursos propios	1.133,7	1.191,7	1.280,2	1.364,1	1.432,8	1.569,0
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	41,0	533,1	473,8	358,3	259,9	168,4

(Mn€)	p=100	p estimada	Valoración	€ / acción
Productos en comercialización	366,3	100%	366,3	2,10
Seysara	437,2	100%	437,2	2,50
Ilumetri	684,3	100%	684,3	3,92
Skilarence	181,8	100%	181,8	1,04
Lebrikizumab	623,5	70%	436,5	2,50
Franquicia respiratoria	101,4	100%	101,4	0,58
Queratosis actínica	675,3	80%	540,2	3,09
Onicomicosis, Alopecia	271,4	80%	217,1	1,24
Valor empresa			2.964,9	16,99
Inversiones financieras			1,0	
Deuda neta			-358,3	
Provisiones			-32,8	
Minoritarios y otros			0,0	
Valor equity (Dic-2020e)			**2.574,7**	
Precio objetivo (€ por acción)			**14,75**	

Matriz de sensibilidad (€ por acción)

		Crecimiento perpetuo "g"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	8,5%	12,04	12,49	12,98	13,54	14,18
	8,0%	12,73	13,23	13,81	14,46	15,22
	7,5%	13,49	14,08	14,75	15,52	16,43
	7,0%	14,36	15,04	15,84	16,76	17,85
	6,5%	15,35	16,16	17,10	18,22	19,55

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

Vectores principales

- Márgenes comerciales
- Lanzamiento de nuevos fármacos

Positivo 16,85 €

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

Catalizadores

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

Negativo €8,20

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

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
Eduardo Cabero - Seguros
Rafael Diogo - Portugal
Andrea Cardalliaguet - Analista
Aránzazu Cortina - Industriales
Juan Moreno - Inmobiliarias
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Ana de Castro - Seguros
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Joao Pisco - Portugal
Susana Andrè – Portugal, Assistant
Ignacio Montes - Analista

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