

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Vender**Precio Objetivo: **9,00€**Potencial: **+3,5%**Analista: **Pedro Echeguren****Rebajamos tácticamente la recomendación a Vender tras los resultados 2024**

Almirall

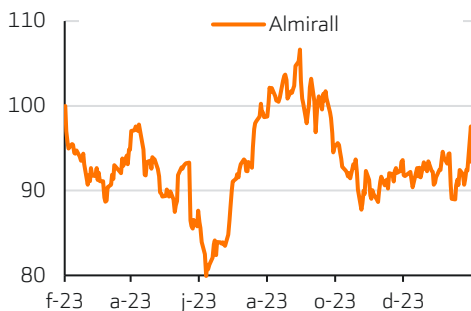
Datos

Precio 20/02/2024; Cierre (€)	8,70
Nº acciones (M)	209,4
Capitalización (M€)	1.821,7
Máx/Mín (52 sem.)(€)	9,94 / 7,45
Comportamiento en 2024	3,3%
Cód. Reuters/Bloomberg	ALM.MC / ALM SM

M€	2023	2024e	2025e	2026e
BNA	-39	36	44	49
% inc.	n.r.	n.r.	22,2	12,8
EBITDA	174	183	196	205
% inc.	-12,2	5,4	6,7	4,6
BPA (€)	-0,18	0,17	0,21	0,24
% inc.	n.r.	n.r.	22,2	12,8
DPA (€)	0,18	0,19	0,20	0,20
% inc.	0,0	3,3	5,3	0,0
PER (x)	n.r.	50,8	41,6	36,8
VE/EBITDA (x)	10,9	10,3	9,2	8,2
Rentab. div. (%)	2,2	2,2	2,3	2,3
P/V (x)	1,2	1,2	1,2	1,2

Ratios	2023	2024e	2025e	2026e
DFN/EBITDA (x)	0,2	0,2	Caja	Caja
DFN/FF.PP. (x)	0,0	0,0	Caja	Caja
CFOp./DFN (%)	329,8	231,1	Caja	Caja
DFN/CE (x)	0,0	0,0	Caja	Caja
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,1
ROCE (%)	7,5	2,8	3,5	4,0
ROE (%)	Caja	2,4	2,9	3,1

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	0,9	4,4	-6,7

Accionariado

Familia Gallardo:	60,1%
Familia López-Belmonte:	5,1%
Wellington:	5,0%
Autocartera:	1,3%

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

Valoramos negativamente los resultados 4T 2023. Únicamente crecen las ventas del negocio Derma en Europa, las demás categorías retroceden, los márgenes sufren la presión del aumento de los costes y del gasto en I+D que se mantendrá a niveles similares en 2024. Las guías 2024 son inferiores a nuestras estimaciones, que ajustamos a la baja, a pesar de que este será el primer año completo de ventas de Ebglyss (Eli Lilly), del que Almirall tiene la exclusiva comercial para Europa. La valoración está en línea con los últimos años (VE/EBITDA 2024e 10,3x) y no vemos motivos para una expansión de este múltiplo. En el contexto actual de mercado, vemos un mayor atractivo en los sectores de crecimiento, como tecnología o ciberseguridad, frente a los sectores más maduros y de corte valor, como es el caso de las farmacéuticas. Rebajamos tácticamente nuestra recomendación a Vender desde Neutral.

Resultados 4T 2023 son inferiores a lo esperado en ventas y en línea en EBITDA

Las **principales magnitudes del 4T 2023 estanco** son: ventas 219,9M€ (-4,1% a/a, consenso 228,4M€, BKT est. 235,8M€), margen bruto 65,2% (-0,7 p.p.), EBITDA 35,9M€ (-30,8%, consenso 37,1M€, BKTe 39,9M€), BNA -51,5M€ (vs. -6,6M€ en 4T 2022, consenso +5,3M€, BKTe +5,8M€), BNA normalizado +1,8M€ (vs. +0,8M€ en 4T 2022), *cash flow* libre +143,7M€ (vs. +5,9M€ en 4T 2022). Por lo tanto, **en 2023**, las ventas son 894,5M€ (+3,6% a/a), margen bruto 65,0% (-1,4 p.p.), EBITDA 174,1M€ (-12,2%), BNA -38,5M€ (vs. +4,3M€ en 2022), BNA normalizado 15,6M€ (-53,4%), *cash flow* libre -29,1€ (vs. +86,5M€ en 2022), Deuda financiera neta 28,5M€ (-83,1% en 2023), la compañía amplió capital por 200M€ en 2T. Anuncia guías 2024: crecimiento de ventas de un dígito alto y EBITDA 175/190M€ (+4,8%). [Link a los resultados](#).

Nuestra valoración es negativa

Los resultados cumplen con las guías 2023 (crecimiento de ventas de un dígito medio; EBITDA 165/180M€) pero son inferiores a nuestras estimaciones. El único grupo de productos que aumenta ventas en 4T es Derma en Europa (+19,4% a/a), impulsado por Solaze e Ilumetri. Las ventas agregadas de los demás grupos caen -18,5%. Las pérdidas en 4T reflejan un deterioro en la valoración de Seysara (se comercializa en EE.UU., ventas -25% desde 2022). Las guías 2024 son inferiores a nuestra estimación (ventas +11%, EBITDA +21%), que consideraba un efecto superior por el lanzamiento de Ebglyss (licencia de Eli Lilly) que comercializa desde dic-2023. Las guías nos parecen alcanzables y, recortamos nuestras estimaciones para reflejar este entorno.

Cambiamos recomendación a Vender (ant. Neutral). Nuevo Pr. Obj, 9,00€/acc.

Ajustamos nuestras estimaciones a la baja y recortamos nuestro Precio Objetivo hasta 9,00€/acción desde 9,30€/acc. La valoración está en línea con el promedio de los últimos cinco años (VE/EBITDA 2024e 10,3x), no vemos motivos para una expansión del múltiplo. En el contexto actual de mercado, el atractivo es superior en sectores de crecimiento (tecnología o ciberseguridad) frente a sectores más maduros. y de corte valor, como es el caso de las farmacéuticas. Rebajamos tácticamente nuestra recomendación a Vender desde Neutral.

Los resultados se ajustan a las guías 2023

- Las ventas en 4T 2023 son 219,9M€ (-4,1% a/a) y en 2023 894,5M€ (+3,6%).
- El margen bruto retrocede en 3T a 65,2% (-0,7 p.p.) y en 2023 a 65,0% (-1,4 p.p.). El margen EBITDA cae en 4T a 16,3% (-6,3 p.p.) y en 2023 a 19,5% (-3,5 p.p.).
- El BNA en 4T es -51,5M€ (-6,6M€ en 4T 2022) y, en 2023 -38,5M€ (+4,3M€ en 2022). El BNA ajustado en 4T es 1,8M€ (+0,8M€ en 4T 2022) y en 2023 15,6M€ (-53,4%).
- La deuda financiera neta es 28,5M€, se mantiene a niveles similares a los de 3T y se contrae -83,1% en 2023, Almirall amplió capital en c. 200M€ en 2T 2023.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	4T22	4T23	Var. a/a	Consens	BKT est.	2022	2023	Guías	Var. a/a
Derma	109,9	120,1	9,3			429,5	465,3		8,3
Otras especialidades	119,5	99,8	-16,5			433,7	429,2		-1,0
Ventas	229,4	219,9	-4,1	228,4	235,8	863,2	894,5	Crecer a dígito medio	3,6
Beneficio bruto	151,2	143,3	-5,2			572,9	581,4		1,5
Margen bruto %	65,9	65,2	-0,7			66,4	65,0		-1,4
Investigación y Desarrollo	-31,6	-32,6	3,2			-103,2	-111,0		7,6
Gastos generales	-70,5	-76,2	8,1			-289,1	-298,0		3,1
Otros	1,7	-2,1	-223,5			2,4	-2,6		-208,3
EBITDA	51,9	35,9	-30,8	37,1	39,9	198,3	174,1	165/180	-12,2
Margen EBITDA %	22,6	16,3	-6,3			23,0	19,5		-3,5
Amortizaciones	-30,3	-14,2	-53,1			-120,6	-108,7		-9,9
EBIT	21,6	6,1	-71,8	6,3	8,3	77,7	49,8		-35,9
Margen EBIT %	9,4	2,8				9,0	5,6		
Deterioros y otros no recurrentes	-7,2	-55,1				-30,9	-55,1		
Resultado financiero	-7,3	-4,1				-16,4	-11,9		
BAI	7,7	-53,1	n.r.			31,0	-17,2		n.r.
Impuestos	-14,3	1,6				-26,7	-21,3		
Beneficio neto atribuible	-6,6	-51,5	n.r.	5,3	5,8	4,3	-38,5		n.r.
BNA normalizado	0,8	1,8	125,0			33,5	15,6		-53,4
Cash flow neto	49,8	29,7				161,2	148,1		
Var. NOF	0,9	13,7				-6,1	-54,6		
Cash flow de operaciones	50,7	43,4	-14,4			155,1	93,5		-39,7
Inversiones recurrentes	-9,0	113,2				-34,3	-47,1		
Cash flow libre antes de expansión	41,7	156,6	275,5			120,8	46,4		-61,6
Inversiones de expansión	-35,8	-12,9				-34,3	-75,5		
Cash flow libre	5,9	143,7	n.r.			86,5	-29,1		n.r.
Financieros	-0,8	-0,9				-9,9	-10,2		
Dividendos	0,0	0,0				-12,4	-2,6		
Capital y Otros	-14,1	-142,5				9,9	181,8		
Variación deuda financiera neta	9,0	-0,3				-74,1	-139,9		
Deuda financiera neta ex IFRS-16	168,4	28,5	-83,1			168,4	28,5		-83,1
DFN / EBITDA (x)	0,8	0,2				0,8	0,2		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Cuenta de resultados						
Ventas	894,5	978,2	1.050,7	1.100,1	1.190,6	1.253,0
Beneficio bruto	581,4	635,8	682,9	715,0	773,9	814,5
EBITDA	174,1	183,5	195,8	204,7	223,3	235,8
Amortización del inmovilizado	-124,3	-125,6	-127,5	-129,5	-131,9	-134,4
EBIT	49,8	57,9	68,3	75,2	91,3	101,4
Resultado financiero	-67,0	-10,0	-9,8	-9,3	-8,7	-8,0
Beneficio antes de impuestos	-17,2	47,8	58,4	65,9	82,7	93,3
Impuesto de sociedades	-21,3	-12,0	-14,6	-16,5	-20,7	-23,3
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	-38,5	35,9	43,8	49,5	62,0	70,0
BPA (€)	-0,18	0,17	0,21	0,24	0,30	0,33
DPA (€)	0,18	0,19	0,20	0,20	0,21	0,21
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	151,2	161,4	171,4	178,9	194,0	204,4
Variaciones de NOF	-57,7	-91,2	-7,4	16,1	4,0	-4,5
Inversión	-122,6	-69,4	-69,4	-69,4	-69,4	-69,4
Cash flow libre	-29,1	0,9	94,6	125,7	128,6	130,5
Remuneración al accionista	-2,6	-3,0	-3,1	-3,2	-3,2	-3,4
Otras variaciones	171,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	-140,0	2,1	-91,6	-122,4	-125,3	-127,1
Balance						
Activo fijo neto	1.633,4	1.577,2	1.519,1	1.458,9	1.396,3	1.331,3
Inmovilizado financiero	22,9	22,9	22,9	22,9	22,9	22,9
Necesidades operativas de fondos (NOF)	-0,2	91,0	98,3	82,2	78,3	82,8
Otros activos/(pasivos) neto	-164,4	-164,4	-164,4	-164,4	-164,4	-164,4
Capital empleado	1.491,7	1.526,7	1.475,9	1.399,7	1.333,1	1.272,6
Recursos propios	1.463,4	1.496,3	1.537,0	1.583,2	1.642,0	1.708,6
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	28,3	30,4	-61,1	-183,6	-308,9	-436,0
Valoración (Suma de partes)						
(M€)			p=100	p estimada	Valoración	€/ acción
Fármacos históricos en comercialización			681,4	100%	681,4	3,25
Klisyri (queratosis actínica)			325,5	100%	325,5	1,55
Efinaconazole (onicomicosis)			76,8	80%	61,5	0,29
Wynzora (psoriasis)			95,1	100%	95,1	0,45
Ebglyss (dermatitis atópica)			597,3	100%	597,3	2,85
Franquicia respiratoria			20,9	100%	20,9	0,10
Otras licencias en desarrollo			181,6	80%	145,3	0,69
Valor empresa					1.926,9	9,20
Inversiones financieras					46,4	
Deuda neta					-30,4	
Provisiones					-13,9	
Minoritarios y otros					-43,8	
Valor equity (Dic-2024e)					1.885,1	
Precio objetivo (€ por acción)					9,00	
Matriz de sensibilidad (€ por acción)						
		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
	9,5%	8,13	8,25	8,37	8,51	8,66
	9,0%	8,40	8,53	8,67	8,82	9,00
WACC	8,5%	8,70	8,84	9,00	9,19	9,39
	8,0%	9,04	9,20	9,39	9,60	9,85
	7,5%	9,43	9,62	9,83	10,08	10,38

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Realizamos una suma de partes considerando el valor de los productos en comercialización, los lanzamientos recientes y los fármacos en desarrollo que ponderamos por probabilidades de éxito. Nuestro escenario no considera el efecto de posibles operaciones de M&A ni adquisición de licencias.

Hipótesis principales

Usamos un WACC de 8,5% que recortamos desde el 9,5% anterior por el escenario a la baja de tipos de interés y tasas de crecimiento en función del potencial de cada fármaco.

Escenarios de precio objetivo

Base 9,00€

- Probabilidad de éxito del 100% en los productos en comercialización y del 80% a efinaconazole y las demás licencias de fármacos en desarrollo

Positivo 9,25€

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

Negativo €8,00

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

Vectores principales

- Márgenes comerciales
- Lanzamiento de nuevos fármacos

Catalizadores

- Evolución de Ebglyss (licencia de Eli Lilly) lanzado en 4T en Alemania e introducción en otros países europeos
- Adquisiciones de licencias

Riesgos

- Introducción de genéricos
- Riesgos asociados a las adquisiciones de licencias

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
11/05/2023	Neutral	9,87
13/06/2023	Neutral	9,00
14/07/2023	Neutral	9,50

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
18/09/2023	Neutral	10,00
17/11/2023	Comprar	10,00
19/02/2024	Neutral	9,30
21/02/2024	Vender	9,00

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, Infraestructuras & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción, Defensa & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecoms.
Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad	Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago
Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución	Pedro Ribeiro - Químicas & Papel

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Popcoin