

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Neutral**Precio Objetivo: **9,50€**Potencial: **+11,9%**Analista: **Pedro Echeguren***Sin sorpresas en los resultados 2T 2023 que describen un año de transición.*

Almirall

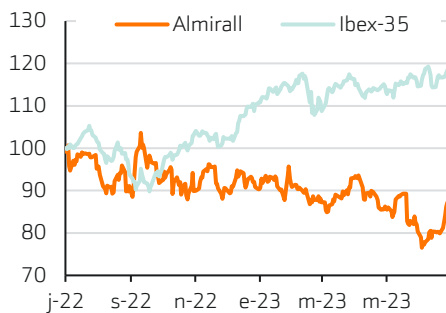
Datos

Precio 21/07/2023; Cierre (€)	8,49
Nº acciones (M)	209,4
Capitalización (M€)	1.777,8
Máx/Min (52 sem.)(€)	10,09 / 7,45
Comportamiento en 2023	-4,1%
Cód. Reuters/Bloomberg	ALM.MC / ALM.SM

Mn€	2022	2023e	2024e	2024e
BNA	4	27	46	75
% inc.	n.r.	n.r.	70,6	64,8
EBITDA	198	178	204	242
% inc.	-15,8	-10,1	14,4	18,8
BPA (€)	0,02	0,13	0,22	0,36
% inc.	n.r.	n.r.	70,6	64,8
DPA (€)	0,18	0,18	0,20	0,25
% inc.	-1,1	0,0	10,9	24,5
PER (x)	n.r.	66,5	39,0	23,7
VE/EBITDA (x)	10,0	9,7	8,0	6,2
Rentab. div. (%)	2,0	2,2	2,4	3,0
P/V (x)	1,3	1,2	1,1	1,1

Ratios	2022	2023e	2024e	2024e
DFN/EBITDA (x)	0,8	Caja	Caja	Caja
DFN/FF.PP. (x)	0,1	Caja	Caja	Caja
CF Op./DFN (%)	92,1	Caja	Caja	Caja
DFN/CE (x)	0,1	Caja	Caja	Caja
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,2
ROCE (%)	0,7	2,8	4,2	6,5
ROE (%)	0,3	1,7	2,9	4,5

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	6,4	-6,2	-12,8
Relativo	4,2	-8,0	-31,2

Accionariado

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

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

Los resultados 2T 2023 son ligeramente mejores de lo esperado en ventas, EBITDA y EBIT e inferiores en el BNA. Nuestra valoración es neutral. Estamos en un año de transición marcado por un aumento moderado de las ventas y una caída del EBITDA que está penalizado por los gastos de lanzamiento de nuevos fármacos y de I+D, una tendencia que esperamos se refuerce en 2S 2023. El carácter defensivo del sector es un aspecto desfavorable en el contexto actual de mercado. El éxito de los próximos lanzamientos (efinaconazole y especialmente lebrizumab previstos para finales de 2023; Klisyri *large field* en EE.UU. en 2024 y Europa en 2026) dictarán la evolución de la cotización a largo plazo. Ajustamos nuestro Precio Objetivo a 9,50€/acc. desde 9,00€/acc. por el efecto del cambio de año, este es ahora para dic-2024. Reiteramos nuestra recomendación Neutral.

Resultados 1T 2023 superan lo esperado a nivel explotación, el BNA es inferior

Las principales magnitudes del 2T 2023 estanco son: ventas 234,1M€ (+7,5% a/a, consenso 224,1M€), margen bruto 65,3% (-3,4 p.p.), EBITDA 49,5M€ (+3,1%, consenso 44,2M€), EBIT 18,2M€ (+2,8%, consenso 11,8M€), BNA 4,3M€ (-37,7%, consenso 4,9M€), BNA normalizado 3,9M€ (-45,1%), *cash flow* libre ajustado +59,1M€ (+20,9%). Por lo tanto, en 1S 2022, las ventas son 466,1M€ (+6,8% a/a), margen bruto 65,4% (-2,3 p.p.), EBITDA 101,3M€ (-5,9%), EBIT 38,5M€ (-20,1%), BNA 12,0M€ (-56,0%), BNA normalizado 11,6M€ (-56,0%), *cash flow* libre ajustado +16,4€ (-61,6%), tesorería neta 31,0M€ (DFN 168,4M€ en 4T 2022), la compañía ha ampliado capital en 200M€ en 2T, fondos que podría destinar a adquirir licencias. [Link a los resultados.](#)

Nuestra valoración de los resultados es neutral, 2023 es un año de transición

Los resultados son ligeramente superiores a lo esperado, los crecimientos son moderados y están en el rango superior de las guías 2023 (crecimiento de ventas entre un dígito bajo y medio; EBITDA 165/180M€). Lo más positivo es el crecimiento de las ventas Derma (+10,5% a/a en 1S) que compensa el +3,3% de crecimiento en el resto de especialidades. Los márgenes bruto, EBITDA y EBIT retroceden principalmente por el aumento del gasto en I+D (+16,9% en 1S y +20,2% en 2T 2023) y en gastos comerciales. Estos aumentos de gastos se deben principalmente al proceso de aprobación de Lebrizumbab, un tratamiento contra la dermatitis atópica bajo licencia de Eli Lilly que competirá contra Dupixent de Sanofi, se espera que logre su autorización comercial a finales de 2023; el desarrollo de Klisyri *large field*; y los gastos asociados a otros lanzamientos recientes (Wynzora, Klisyri e Ilumetri) y próximos (efinaconazole). Prevemos que estos gastos sigan aumentando en 2S 2023 por encima del crecimiento de las ventas. La compañía reitera sus guías 2023 que vemos factibles.

Ajustamos nuestro Pr. Objetivo a 9,50€/acc. Recomendación Neutral

Revisamos nuestro Precio Objetivo hasta 9,50€/acción desde 9,00 €/acc. por el efecto del cambio de año, ahora es para diciembre de 2024 y, reiteramos nuestra recomendación que se mantiene invariada en Neutral. El carácter defensivo del sector es un aspecto desfavorable en el contexto actual de mercado.

Los incrementos de ventas y resultados se ajustan a las guías 2023

- Las ventas aumentan en 2T 2023 a 234,1M€ (+7,5% a/a) y en 1S a 466,1M€ (+6,8%). Los ingresos totales crecen +7,6% en 2T y +4,5% en 1S. Los crecimientos más relevantes de ventas se dan en Derma (+10,9% en 2T y +10,5% en 1S) y compensan el incremento más moderado del resto de especialidades (4,4% en 2T y +3,3% en 1S).
- El margen bruto retrocede a 65,3% en 2T vs. 68,7% en 2T 2022 y vs. 65,3% en 1T 2023. La inflación de costes explica este retroceso. El margen EBITDA cae en 2T a 21,1% vs. 22,0% en 2T 2022 a causa del deterioro del margen bruto y los gastos de I+D (+13,3%).
- El BNA retrocede en 2T a 4,3M€ (-37,7%) y en 1S a 12,0M€ (-56,0%).
- El *cash flow* libre ajustado es +59,1M€ en 2T (+20,9%) y +16,4M€ en 1S (-61,6%). La compañía ha ampliado capital en 200M€ en 2T y, tiene una tesorería neta de 31M,0€ vs. DFN 216,6M€ en 1T 2023.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	2T22	2T23	Var. a/a %	Consenso		1S22	1S23	Var. a/a %	Guías
Derma	103,6	114,9	10,9			209,4	231,3	10,5	
Otras especialidades	114,2	119,2	4,4			227,2	234,8	3,3	
Ventas	217,8	234,1	7,5	224,1		436,6	466,1	6,8	+5/+7,5%
Otros ingresos	0,5	0,7	40,0			10,7	1,2	-88,8	
Total ingresos	218,3	234,8	7,6			447,3	467,3	4,5	
Beneficio bruto	149,6	152,9	2,2			295,6	304,6	3,0	
<i>Margen bruto %</i>	<i>68,7</i>	<i>65,3</i>				<i>67,7</i>	<i>65,4</i>		
Investigación y Desarrollo	-23,8	-28,6	20,2			-44,9	-52,5	16,9	
Gastos generales	-76,9	-76,6	-0,4			-150,7	-151,8	0,7	
Otros	-1,4	1,1	-178,6			-3,1	-0,2	-93,5	
EBITDA	48,0	49,5	3,1	44,2		107,6	101,3	-5,9	165/180
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>22,0</i>	<i>21,1</i>				<i>24,6</i>	<i>21,7</i>		M€
Amortizaciones	-30,3	-31,3	3,3			-59,4	-62,8	5,7	
EBIT	17,7	18,2	2,8	11,8		48,2	38,5	-20,1	
<i>Margen EBIT %</i>	<i>8,1</i>	<i>7,8</i>				<i>11,0</i>	<i>8,3</i>		
Deterioros y otros no recurrentes	-0,2	-3,7				-0,4	-3,7		
Resultado financiero	-3,8	-2,3				-6,0	-7,2		
BAI	13,7	12,7	-7,3			41,8	28,1	-32,8	
Impuestos	-6,8	-8,4				-14,5	-16,1		
Beneficio neto atribuible	6,9	4,3	-37,7	4,9		27,3	12,0	-56,0	
BNA normalizado	7,1	3,9	-45,1			27,6	11,6	-58,0	
Cash flow neto	38,4	38,5				87,2	86,0		
Var. NOF	14,8	17,4				-31,4	-28,9		
Cash flow de operaciones	53,2	55,9	5,1			55,8	57,1	2,3	
Inversiones recurrentes	-8,4	-8,3				-20,2	-20,0		
Cash flow libre antes de expansión	44,8	47,6	6,3			35,6	37,1	4,2	
Inversiones de expansión	4,1	11,5				7,1	-20,7		
Cash flow libre	48,9	59,1	20,9			42,7	16,4	-61,6	
Financieros	-1,0	-131,2				-5,0	-135,2		
Dividendos	-12,4	-2,6				-12,4	-2,6		
Capital y Otros	23,3	322,3				23,0	320,8		
Variación deuda financiera neta	-58,8	-247,6				-48,3	-199,4		
Deuda financiera neta	194,2	-31,0	n.r.			194,2	-31,0	n.r.	
DFN / EBITDA (x)	0,9	Caja neta				0,9	Caja neta		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Cuenta de resultados						
Ventas	901,5	998,9	1.064,5	1.160,0	1.284,4	1.361,5
Beneficio bruto	595,0	659,2	713,2	783,0	866,9	919,0
EBITDA	178,3	204,0	242,3	298,7	357,6	387,5
Amortización del inmovilizado	-125,9	-127,2	-129,3	-131,4	-134,0	-136,5
EBIT	52,4	76,8	113,0	167,3	223,7	250,9
Resultado financiero	-17,7	-17,5	-15,4	-15,3	-15,1	-14,8
Beneficio antes de impuestos	34,7	59,2	97,6	152,1	208,6	236,1
Impuesto de sociedades	-8,0	-13,6	-22,5	-36,5	-52,1	-59,0
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	26,7	45,6	75,2	115,6	156,4	177,1
BPA (€)	0,13	0,22	0,36	0,55	0,75	0,85
DPA (€)	0,18	0,20	0,25	0,30	0,35	0,40
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	153,0	172,8	204,5	246,9	290,4	313,6
Variaciones de NOF	24,0	4,7	-5,7	-6,6	-7,1	-4,4
Inversión	-119,9	-66,7	-66,7	-66,7	-66,7	-66,7
Cash flow libre	57,2	110,9	132,0	173,7	216,6	242,5
Remuneración al accionista	-2,6	-3,0	-3,3	-4,1	-4,9	-5,8
Otras variaciones	200,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	-254,6	-107,9	-128,7	-169,5	-211,6	-236,7
Balance						
Activo fijo neto	1.554,3	1.493,8	1.431,2	1.366,5	1.299,3	1.229,5
Inmovilizado financiero	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7	34,7
Necesidades operativas de fondos (NOF)	22,7	18,0	23,7	30,3	37,4	41,8
Otros activos/(pasivos) neto	-154,7	-154,7	-154,7	-154,7	-154,7	-154,7
Capital empleado	1.457,1	1.391,8	1.334,9	1.276,8	1.216,7	1.151,3
Recursos propios	1.543,3	1.585,9	1.657,7	1.769,2	1.920,7	2.092,0
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	-86,2	-194,1	-322,8	-492,3	-704,0	-940,7
Valoración (Suma de partes)						
(M€)			p=100	p estimada	Valoración	€/ acción

Productos en comercialización		916,6	100%	916,6	4,38
Klisyri (queratosis actínica)		303,3	100%	303,3	1,45
Efinaconazole (onicomicosis)		69,2	75%	51,9	0,25
Wynzora (psoriasis)		51,6	100%	51,6	0,25
Lebrikizumab (dermatitis atópica)		557,8	95%	529,9	2,53
Valor empresa				1.853,3	8,85

Inversiones financieras				0,0
Tesorería neta				194,1
Provisiones				-20,7
Minoritarios y otros				-37,3
Valor equity (Dic-2024e)				1.989,3
Precio objetivo (€ por acción)				9,50

Matriz de sensibilidad (€ por acción)

		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	10,5%	8,56	8,68	8,82	8,97	9,14
	10,0%	8,85	8,99	9,14	9,31	9,50
	9,5%	9,17	9,33	9,50	9,69	9,91
	9,0%	9,53	9,71	9,91	10,13	10,38
	8,5%	9,94	10,14	10,37	10,62	10,92

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 9,5% (8,8% anterior, la ampliación de capital en 2T 2023 y situación de tesorería neta justifican este aumento) y tasas de crecimiento en función del potencial de cada fármaco.

Escenarios de precio objetivo

Base 9,50€

- Probabilidad de éxito del 100% en los productos en comercialización y del 75% a efinaconazole y 95% a lebrikizumab (principales fármacos en desarrollo)

Positivo 9,72€

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

Negativo €6,72

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

Vectores principales

- Márgenes comerciales
- Lanzamiento de nuevos fármacos (lebrikizumab, efinaconazole)

Catalizadores

- Evolución de Wyzora y Klisyri (lanzados recientemente)
- Aprobación mundial de lebrikizumab (licencia de Eli Lilly) y de Seysara en China
- Adquisiciones de licencias

Riesgos

- Introducción de genéricos
- Riesgos asociados a posibles adquisiciones

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
26/07/2022	Comprar	13,80
05/10/2022	Comprar	12,55
28/10/2022	Neutral	En Revisión
04/11/2023	Comprar	11,00

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
10/11/2022	Comprar	11,00
20/02/2023	Neutral	10,00
11/05/2023	Neutral	9,87
13/06/2023	Neutral	9,00
14/07/2023	Neutral	9,50

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