

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar**Precio Objetivo: **13,80€**Potencial: **+38,8%**Analista: **Pedro Echeguren****Resultados 2T 2022 en línea con ventas y EBITDA pero inferiores en EBIT y BNA**

Almirall

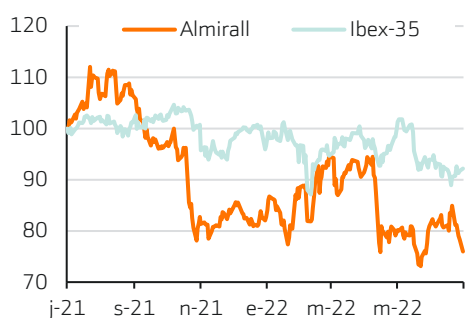
Datos

Precio 25/07/2022; 17:35h (€)	9,94
Nº acciones (M)	181,5
Capitalización (M€)	1.804,3
Máx/Mín (52 sem.)(€)	14,66 / 9,57
Comportamiento 2021	-11,2%
Cód. Reuters/Bloomberg	ALM.MC / ALM SM

Mn€	2021	2022e	2023e	2024e
BNA	-41	56	65	104
% inc.	n.r.	n.r.	17,3	59,6
EBITDA	236	196	213	261
% inc.	-1,1	-16,8	8,6	22,7
BPA (€)	-0,23	0,31	0,36	0,57
% inc.	n.r.	n.r.	17,3	59,6
DPA (€)	0,19	0,20	0,25	0,30
% inc.	-0,4	4,8	28,2	20,0
PER (x)	n.r.	32,4	27,6	17,3
VE/EBITDA (x)	9,7	10,5	9,1	6,7
Rentab. div. (%)	1,6	2,0	2,5	3,0
P/V (x)	1,6	1,4	1,3	1,2

Ratios	2021	2022e	2023e	2024e
DFN/EBITDA (x)	1,0	1,1	0,5	Caja neta
DFN/FF.PP. (x)	0,2	0,2	0,1	Caja neta
CF Op./DFN (%)	96,4	39,0	n.r.	Caja neta
DFN/CE (x)	0,2	0,1	0,1	Caja neta
EBITDA/CE (x)	0,2	0,1	0,1	0,2
ROCE (%)	34,0	4,1	4,9	8,0
ROE (%)	-3,2	4,2	4,7	7,1

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-7,7	-17,4	-24,0
Relativo	-5,8	-13,2	-16,2

Accionariado

Familia Gallardo:	59,7%
Wellington:	5,1%
Autocartera:	1,5%

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

Los resultados 2T 2022 cumplen con lo esperado en ventas y EBITDA pero decepcionan en EBIT y BNA. La compañía reitera sus guías 2022 que vemos factibles. En 1S 2022, las ventas aumentan +5% a/a y el EBITDA retrocede -22%. Esperamos una aceleración en el crecimiento de las ventas en 2S 2022 gracias a la aportación de los lanzamientos recientes de Wyzora y Klisry. Los resultados están perjudicados por el coste de los nuevos lanzamientos. Lo más positivo es que el cash flow libre aumenta con fuerza, lo que se refleja en un recorte de la DFN (-20% en 2022) y de la ratio de endeudamiento a 0,9x. Nuestra Precio Objetivo se mantiene en 13,80 €/acción y muestra recomendación en Comprar.

Los resultados 2T 2022 están por debajo de lo esperado

Las **principales magnitudes del 2T 2022 estanco** son: ventas 217,8M€ (+6,1% a/a, consenso 215,9M€), margen bruto 68,7% (-1,1 p.p.), EBITDA *core* (o recurrente) 48,0M€ (-16,7%, consenso 48,5M€), EBITDA 48,0M€ (-23,1%, consenso 47,3M€), EBIT 17,7M€ (-45,7%, consenso 19,2M€), BNA 6,9M€ (vs -72,6M€ en 2T 2021, consenso 12,1M€), BNA normalizado 7,1M€ (-54,5%), *cash flow* libre +48,9M€ (+94,0%). Por lo tanto, **en 1S 2022**, las ventas son 436,6M€ (+2,5% a/a y +4,1% a tipo de cambio constante), margen bruto 67,7% (-2,4 p.p.), EBITDA *core* 98,3M€ (-21,7%), EBITDA 107,6M€ (-21,2%), EBIT 48,2M€ (-37,9%), BNA 27,3M€ (-42,8M€ en 1S 2021), BNA normalizado 27,6M€ (-52,2%), *cash flow* libre +42,7M€ (-45,6%), deuda financiera neta 194,2M€ (-19,9% en 2022) y ratio DFN/EBITDA 0,9x. [Link a los resultados.](#)

Nuestra valoración es neutral

Los resultados cumplen con las expectativas en ventas y EBITDA pero, son inferiores a lo esperado en EBIT y BNA. Las ventas ganan tracción frente a 1T 2022 (-0,8% en 1T), mientras que el EBITDA, EBIT y BNA retroceden. Los resultados acusan la disminución del margen bruto y el aumento de gastos en I+D y, otros gastos asociados a los lanzamientos de Wyzora, Klisry y Ilumetri, algo esperado. El pipeline evoluciona positivamente: Lebrikizumab presentó datos positivos de los estudios fase III (esperamos que este novedoso producto desarrollado por Eli Lilly y que competirá contra Dupixent de Sanofi llegue al mercado a finales de 2023); los ensayos de fase III para la aprobación de Seysara en China están en marcha y; se ha solicitado la licencia de comercialización de Efinaconazol en 2T 2022. La compañía reitera sus guías 2022 (crecimiento de ventas de un dígito medio y, EBITDA 190M€/210M€, -5% para el punto medio), las vemos factibles.

Recomendación: Comprar Precio Objetivo: 13,80 €/acción

Mantenemos invariado nuestro Precio Objetivo en 13,80€/acción (este es ahora para diciembre de 2023), al igual que nuestra recomendación de Comprar.

La evolución de los resultados está en línea con las guías 2022

- Las ventas aumentan en 2T 2022 a 217,8M€ (+6,1% a/a) y en 1S 2022 a 436,6M€ (+2,5%). El crecimiento se recupera desde -0,8% en 1T 2022 apoyados en los nuevos lanzamientos.
- El margen bruto se mantiene apenas sin cambios en 2T pero retrocede en 1S. El EBITDA *core* disminuye -23,1% en 2T y -21,2% en 1S impactado por un aumento del gasto en I+D y otros gastos de lanzamiento de productos.
- El BNA normalizado cae -54,3% en 2T y -52,2% en 1S.
- El *cash flow* libre aumenta +94% en 1T impulsado principalmente por la contribución positiva de las NOF.
- Los resultados están en línea con las guías 2022. En 1S 2022 se alcanza el 50% del EBITDA y el crecimiento de ventas evoluciona según las guías.
- La deuda financiera neta se reduce -20% en 2022. La ratio DFN/EBITDA cae a 0,9x (1,1x en 1T 2022).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	2T21	2T122	Var. %	Consenso	1S21	1S22	Var. %
Derma	101,9	103,6	1,7		197,4	209,4	6,1
Otras especialidades	103,4	114,2	10,4		228,5	227,2	-0,6
Ventas	205,3	217,8	6,1	215,9	425,9	436,6	2,5
Otros ingresos	0,0	0,5			1,9	10,7	
Total ingresos	205,3	218,3	6,3		427,8	447,3	4,6
Beneficio bruto	141,3	149,6	5,9		299,1	295,6	-1,2
<i>Margen bruto %</i>	<i>68,8</i>	<i>68,7</i>			<i>70,2</i>	<i>67,7</i>	
Investigación y Desarrollo	-17,2	-23,8	38,4		-30,6	-44,9	46,7
Gastos generales	-61,7	-76,9	24,6		-133,7	-150,7	12,7
Otros	0,0	-1,4			-0,1	-3,1	
EBITDA	62,4	48,0	-23,1	47,3	136,6	107,6	-21,2
<i>Margen EBITDA %</i>	<i>30,4</i>	<i>22,0</i>			<i>32,1</i>	<i>24,6</i>	
EBITDA core	57,6	48,0	-16,7	48,5	125,6	98,3	-21,7
<i>Margen EBITDA core %</i>	<i>28,8</i>	<i>22,0</i>			<i>30,2</i>	<i>22,5</i>	
Amortizaciones	-29,8	-30,3	1,7		-59,0	-59,4	
EBIT	32,6	17,7	-45,7	19,2	77,6	48,2	-37,9
<i>Margen EBIT %</i>	<i>15,9</i>	<i>8,1</i>			<i>18,2</i>	<i>11,0</i>	
Deterioros	-94,7	-0,2			-107,1	-0,4	
Resultado financiero	-3,2	-3,8			2,6	-6,0	
BAI	-65,3	13,7	n.r.		-26,9	41,8	-255,4
Impuestos	-7,3	-6,8			-15,9	-14,5	
Discontinuas	0,0	0,0			0,0	0,0	
Beneficio neto atribuible	-72,6	6,9	n.r.	12,1	-42,8	27,3	n.r.
BNA normalizado	15,6	7,1	-54,5		57,8	27,6	-52,2
Cash flow neto	35,3	38,4			140,6	87,2	
Var. NOF	-7,5	14,8			-30,8	-31,4	
Cash flow de operaciones	27,8	53,2	91,4		109,8	55,8	-49,2
Inversiones recurrentes	-6,8	-8,4			-13,3	-20,2	
Cash flow libre antes de expansión	21,0	44,8	113,3		96,5	35,6	-63,1
Inversiones de expansión	4,2	4,1			-17,9	7,1	
Cash flow libre	25,2	48,9	94,0		78,6	42,7	-45,7
Financieros	-2,8	-1,0			-3,7	-5,0	
Dividendos	-11,7	-12,4			-11,7	-12,4	
Otros	4,9	23,3			0,8	23,0	
Variación deuda financiera neta	-15,6	-58,8			-64,0	-48,3	
Deuda financiera neta ex IFRS-16	328,5	194,2	-40,9		328,5	194,2	-40,9
DFN / EBITDA año móvil (x)	1,4	0,9			1,4	0,9	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Cuenta de resultados						
Ventas	859,6	930,0	1.026,4	1.114,3	1.213,5	1.326,8
Beneficio bruto	575,9	623,1	687,7	768,9	849,4	928,7
EBITDA	196,0	212,8	261,2	304,1	351,3	420,2
Amortización del inmovilizado	-120,9	-121,6	-121,5	-123,1	-124,7	-126,7
EBIT	75,1	91,1	139,7	181,0	226,7	293,5
Resultado financiero	-9,6	-9,5	-9,4	-9,2	-9,0	-8,8
Beneficio antes de impuestos	65,5	81,6	130,3	171,8	217,7	284,7
Impuesto de sociedades	-9,8	-16,3	-26,1	-34,4	-43,5	-71,2
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	55,7	65,3	104,2	137,5	174,1	213,5
BPA (€)	0,31	0,36	0,57	0,76	0,96	1,18
DPA (€)	0,20	0,25	0,30	0,35	0,40	0,45
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	168,0	177,8	216,6	251,5	289,7	330,6
Variaciones de NOF	-80,9	35,9	21,8	-9,0	-7,2	-4,8
Inversión	-55,4	-80,5	-53,7	-53,7	-53,7	-53,7
Cash flow libre	31,6	133,2	184,8	188,8	228,8	272,1
Remuneración al accionista	-12,4	-13,1	-16,9	-20,2	-23,6	-27,0
Otras variaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	-19,2	-120,1	-167,9	-168,5	-205,2	-245,1
Balance						
Activo fijo neto	1.544,1	1.521,2	1.471,5	1.420,3	1.367,4	1.313,1
Inmovilizado financiero	41,4	32,3	23,2	14,1	5,0	-4,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	110,4	74,6	52,8	61,8	69,0	73,8
Otros activos/(pasivos) neto	-143,4	-143,4	-143,4	-143,4	-143,4	-143,4
Capital empleado	1.552,6	1.484,6	1.404,1	1.352,8	1.298,1	1.239,5
Recursos propios	1.329,3	1.381,4	1.468,8	1.586,0	1.736,6	1.923,1
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	223,3	103,2	-64,7	-233,3	-438,5	-683,6
Valoración (Suma de partes)						
(M€)			p=100	p estimada	Valoración	€/ acción

Productos en comercialización		1.101,4	100%	1.101,4	6,07
Klisyri (queratosis actínica)		623,8	100%	623,8	3,44
Efinaconazole (onicomicosis)		93,4	75%	70,1	0,39
Wynzora (psoriasis)		95,3	100%	95,3	0,53
Lebrikizumab (dermatitis atópica)		812,8	95%	772,2	4,25
Valor empresa				2.662,8	14,67

Inversiones financieras					0,0
Deuda neta					-103,2
Provisiones					-33,7
Minoritarios y otros					-20,4
Valor equity (Dic-2023e)					2.525,9
Precio objetivo (€ por acción)					13,80

Matriz de sensibilidad (€ por acción)

		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	8,9%	12,19	12,35	12,53	12,74	12,96
	8,4%	12,73	12,92	13,13	13,36	13,62
	7,9%	13,36	13,57	13,80	14,07	14,37
	7,4%	14,08	14,32	14,59	14,89	15,25
	6,9%	14,92	15,19	15,51	15,86	16,28

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 2018 y los fármacos en desarrollo que ponderamos por probabilidades de éxito.

Hipótesis principales

Usamos un WACC de 7,8% (anterior 7,1%) y tasas de crecimiento en función del potencial de cada fármaco.

Escenarios de precio objetivo

Base 13,80€

- Probabilidad de éxito del 100% en los productos en comercialización y del 75% a Efinaconazole y 95% a Lebrikizumab (fármacos en desarrollo)

Positivo 14,15€

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

Negativo €9,15

- 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 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.)
15/11/2021	Comprar	14,85
21/02/2022	Comprar	13,00
28/02/2022	Comprar	13,95

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
09/05/2022	Comprar	13,95
07/06/2022	Comprar	13,80
26/07/2022	Comprar	13,80

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

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Jorge Pradilla - Logística

Pedro Ribeiro - Portugal

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

Carlos Pellicer - Analista

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