

Sector: *Farmacéuticas**Un ajuste no recurrente se refleja en beneficios positivos en 2T 2023.*

## Pharma Mar

Recomendación: Neutral

Precio Objetivo: 41,00€

Potencial: +19,8%

Analista: Pedro Echeguren

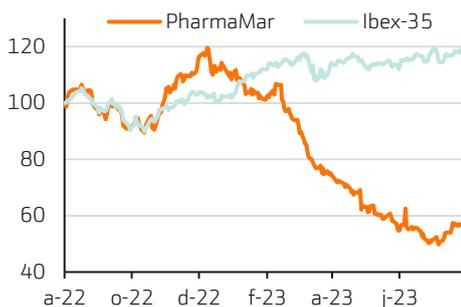
## Datos

Precio 31/07/2023; Cierre (€)	34,22
Nº acciones (M)	18,4
Capitalización (M€)	1.180,2
Máx/Mín (52 sem.)(€)	70,96 / 29,52
Comportamiento en 2023	-46,8%
Cód. Reuters/Bloomberg	PHMR.MC / PHM

Mn€	2022	2023e	2024e	2025e
BNA	49	0	7	30
% inc.	-46,8	n.r.	n.r.	330,4
EBITDA	51	5	13	41
% inc.	-47,4	-90,2	157,0	218,1
BPA (€)	2,7	0,0	0,4	1,7
% inc.	-46,8	n.r.	n.r.	330,4
DPA (€)	0,65	0,65	0,65	0,65
% inc.	0,0	0,0	0,0	0,0
PER (x)	23,9	n.r.	n.r.	20,6
VE/EBITDA (x)	19,2	n.r.	38,5	12,4
Rentab. div. (%)	1,0	1,9	1,9	1,9
P/V (x)	5,3	3,0	3,0	2,8

Ratios	2022	2023e	2024e	2025e
DFN/EBITDA (x)	Caja	Caja	Caja	Caja
DFN/FF.PP. (x)	Caja	Caja	Caja	Caja
CF Op./DFN (%)	Caja	Caja	Caja	Caja
DFN/CE (x)	Caja	Caja	Caja	Caja
EBITDA/CE (x)	1,7	0,1	0,2	0,4
ROCE (%)	n.r.	0,0	8,8	27,8
ROE (%)	22,1	0,1	3,4	13,5

## Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	11,3	-8,5	-41,5
Relativo	11,4	-14,6	-60,6

## Accionariado

Familia Fernández de Sousa-Faro:	15,6%
Rosp Corunna:	5,0%
Autocartera:	1,8%

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

Sorpresa positiva en los resultados 2T 2023 que se benefician de una compensación extraordinaria por el recorte del precio de Zepzelca en Francia en 2022 y, retroceden menos de lo esperado. Los ingresos de los demás productos retroceden en 2T, excepto las royalties. La disminución de las ventas unida al aumento de los gastos generales y de I+D se refleja en una caída del EBITDA, EBIT y BNA. Esperamos que las ventas y beneficios disminuyan en 2S 2023 al no repetirse la compensación de Zepzelca. El potencial para que las ventas y beneficios aumenten depende de la evolución del *pipeline* y de que Zepzelca sea aprobado como medicamento de uso ordinario, lo que podrá ocurrir en 2025. No vemos catalizadores a corto plazo. Ajustamos nuestro Pr. Objetivo hasta 41,00 €/acc. desde 38,50 €/acc. por efecto del cambio de año, éste es ahora para dic-2024. Mantenemos nuestra recomendación Neutral.

## Las ventas y beneficios caen en 2T 2023 menos de lo esperado

Las **principales cifras del 2T 2023 estanco** son: ventas 46,2M€ (-4,2% a/a, consenso 32,6M€) que se desglosan en: Yondelis 6,1M€ (-66,8%), Zepzelca 15,4M€ (+542%), Material prima 6,7M€ (-17,0%), Royalties 11,7M€ (+11,2%), Licencias 6,2M€ (-17,4%), otros 0,2M€. EBITDA 5,4M€ (-52,1%, consenso 3,0M€), EBIT 4,0M€ (-58,8%, consenso 1,3M€), BNA 5,0M€ (-61,2%, consenso 1,5M€), *cash flow* libre -16,9M€ (-1,3M€ en 2T 2022). **Por lo tanto en 1S 2023** las ventas son 80,2M€ (-20,9% a/a), se desglosan en: Yondelis 14,2M€ (-60,4%), Zepzelca 21,0M€ (+89,2%), Material prima 8,2M€ (-46,8%), Royalties 22,8M€ (+5,8%), Licencias 12,7M€ (-13,5%), otros 1,3M€. EBITDA 4,2M€ (-87,0%), EBIT 1,5M€ (-94,9%), BNA 6,4M€ (-81,6%), *cash flow* libre -9,5M€ (+34,0M€ en 1S 2022) tesorería neta 162,5M€ (-15,7% en 2023). [Link a los resultados](#). Anuncia un **programa de recompra de acciones** por el 3% de su capital, el objetivo es poder apoyar operaciones corporativas, las acciones no serán amortizadas.

## Nuestra valoración de los resultados es neutral

Pharma Mar regresa a los beneficios tras las pérdidas de 1T 2023. Las ventas moderan su caída en 2T a -4% desde -36% en 1T por el impulso de los royalties (+11%) y Zepzelca que aumenta +542% por el efecto de un ajuste extraordinario realizado en Francia en relación con los descuentos de 2022. Yondelis (ventas -67% en 2T) cae por la aparición de un genérico. Los gastos de I+D aumentan +20% en 2T y +16% en 1S y, contribuyen junto con el aumento de gastos generales y la caída de ventas a que el EBITDA, EBIT y BNA retrocedan. La tesorería neta disminuye hasta 162,5M€ (-15,7% en 2023). Respecto al *pipeline*, destacamos los ensayos para la aprobación definitiva de Zepzelca en EE.UU. y otras geografías; la inversión en plitidepsina para tratamiento antiviral y; los ensayos de fase III con tivanisiran para tratar el ojo seco.

## Recomendación Neutral, ajustamos nuestro Pr. Objetivo hasta 41,00 €/acción

Revisamos nuestro Precio Objetivo hasta 41,00€/acc. desde 38,50€/acción con motivo del cambio de año, ahora es para dic-2024. A pesar del potencial implícito, no vemos catalizadores a corto plazo y, mantenemos nuestra recomendación Neutral.

## La caída de ventas y el aumento en los gastos de I+D y generales penalizan a los beneficios, el *cash flow* libre es negativo

- Las ventas son en 2T 2023 46,2M€ (-4,2% a/a) y, en 1S 80,2M€ (-20,9%).
- El EBITDA disminuye en 2T a 5,4M€ (-52,1% y en 1S a 4,2M€ (-87,0%). La caída en las ventas y el aumento de los gastos de I+D y generales perjudican al EBITDA. EBIT: en 2T 4,0M€ (-58,8%) y en 1S 1,5M€ (-94,9%).
- El ingreso por impuestos contribuye a mejorar el BNA que se sitúa en 2T en 5,0M€ (-61,2%) y 6,4M€ en 1S (-81,6%).
- El *Cash flow* libre es negativo, en 2T -16,9M€ (-1,3M€ en 2T 2022) y en 1S -9,5M€ (vs. +34,0M€ en 1S 2022).
- La tesorería neta se reduce a 162,5M€ (-15,7% en 2023).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	2T22	2T23	Var. a/a %	Consenso		1S22	1S23	Var. a/a %
Yondelis	18,4	6,1	-66,8			35,9	14,2	-60,4
Zepzelca	2,4	15,4	541,7			11,1	21,0	89,2
Materia prima	8,0	6,7	-17,0			15,4	8,2	-46,8
Total Oncología	28,9	28,2	-2,4			62,4	43,4	-30,5
Diagnóstico	1,3	—	n.r.			2,7	1,1	-57,8
Royalties	10,5	11,7	11,2			21,5	22,8	5,8
Licencias	7,5	6,2	-17,4			14,7	12,7	-13,5
Otros	0,1	0,2	n.r.			0,1	0,2	78,6
<b>Ventas</b>	<b>48,2</b>	<b>46,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>32,6</b>		<b>101,4</b>	<b>80,2</b>	<b>-20,9</b>
<b>Beneficio bruto</b>	<b>44,6</b>	<b>44,3</b>	<b>-0,6</b>			<b>94,0</b>	<b>76,2</b>	<b>-19,0</b>
I+D	-21,3	-25,6	20,3			-40,3	-46,6	15,7
Otros gastos	-12,0	-13,3	10,7			-21,8	-25,4	16,5
<b>EBITDA</b>	<b>11,3</b>	<b>5,4</b>	<b>-52,1</b>	<b>3,0</b>		<b>31,9</b>	<b>4,2</b>	<b>-87,0</b>
Margen (%)	23,4	11,7				31,5	5,2	
<b>EBIT</b>	<b>9,8</b>	<b>4,0</b>	<b>-58,8</b>	<b>1,3</b>		<b>28,8</b>	<b>1,5</b>	<b>-94,9</b>
Margen (%)	20,4	8,8				28,4	1,8	
Resultado financiero	2,2	0,5				3,8	-0,2	
<b>BAI</b>	<b>12,0</b>	<b>4,5</b>	<b>-62,5</b>	<b>3,2</b>		<b>32,6</b>	<b>1,3</b>	<b>-96,1</b>
Impuestos	1,0	0,5				2,3	5,2	
Minoritarios	0,0	0,0				0,0	0,0	
Discontinuadas	0,0	0,0				0,0	0,0	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>12,9</b>	<b>5,0</b>	<b>-61,2</b>	<b>1,5</b>		<b>34,9</b>	<b>6,4</b>	<b>-81,6</b>
Cash flow neto	11,1	6,3				44,2	22,3	
NOF	-11,6	-17,8				-9,0	-26,0	
Inversiones	-0,8	-5,5				-1,3	-5,7	
<b>Cash flow libre</b>	<b>-1,3</b>	<b>-16,9</b>				<b>34,0</b>	<b>-9,5</b>	
Desinversiones	-3,1	0,0				0,0	0,0	
Dividendos	0,0	-11,7				0,0	-11,7	
Autocartera	4,0	0,0				5,8	-7,5	
Otros	5,2	-0,3				3,6	-1,6	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>-4,7</b>	<b>28,8</b>				<b>-43,4</b>	<b>30,3</b>	
<b>Deuda financiera neta (- es caja)</b>	<b>-210,5</b>	<b>-162,5</b>	<b>-22,8</b>			<b>-210,5</b>	<b>-162,5</b>	<b>-22,8</b>
DFN / EBITDA año móvil (x)	Caja neta	Caja neta				Caja neta	Caja neta	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
<b>Cuenta de resultados</b>							
Ventas	143,9	154,3	188,2	249,6	221,1	238,6	
Beneficio bruto	133,7	143,5	177,0	238,1	208,9	225,1	
EBITDA	5,1	13,0	41,3	100,4	74,1	87,9	
Amortización del inmovilizado	-5,1	-5,3	-5,5	-5,7	-5,9	-6,1	
EBIT	0,0	7,7	35,8	94,7	68,1	81,8	
Resultado financiero	0,4	0,2	0,0	0,5	1,1	1,3	
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>0,4</b>	<b>7,9</b>	<b>35,8</b>	<b>95,2</b>	<b>69,2</b>	<b>83,0</b>	
Impuesto de sociedades	-0,2	-0,8	-5,4	-14,3	-14,1	-16,9	
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	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>0,2</b>	<b>7,1</b>	<b>30,4</b>	<b>80,9</b>	<b>55,1</b>	<b>66,1</b>	
BPA (€)	0,01	0,39	1,66	4,41	3,00	3,60	
DPA (€)	0,65	0,65	0,65	0,71	0,79	0,87	
<b>Estado de flujo de caja</b>							
Cash flow neto	-20,4	11,4	16,3	135,5	41,7	52,7	
Variaciones de NOF	-1,3	-19,0	-11,5	14,8	-4,1	-7,9	
Inversión	25,7	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	
<b>Cash flow libre</b>	<b>4,0</b>	<b>-13,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>145,0</b>	<b>32,2</b>	<b>39,5</b>	
Remuneración al accionista	-11,9	-11,9	-11,9	-11,9	-13,1	-14,4	
Otras variaciones	-32,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>40,0</b>	<b>24,9</b>	<b>12,4</b>	<b>-133,1</b>	<b>-19,1</b>	<b>-25,1</b>	
<b>Balance</b>							
Activo fijo neto	40,4	41,4	42,2	42,8	43,2	43,3	
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	11,5	30,6	42,0	27,2	31,4	39,3	
Otros activos/(pasivos) neto	6,5	6,5	25,2	-26,0	-8,9	8,1	
<b>Capital empleado</b>	<b>58,4</b>	<b>78,4</b>	<b>109,4</b>	<b>44,1</b>	<b>65,6</b>	<b>90,8</b>	
Recursos propios	211,2	206,4	224,9	292,6	333,3	383,5	
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda financiera neta	-152,8	-127,9	-115,5	-248,6	-267,7	-292,8	
<b>Valoración (DCF)</b>							
(M€)		2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	
NOPLAT			30,4	80,5	54,2	65,1	
Amortización			5,5	5,7	5,9	6,1	
NOF			-11,5	14,8	-4,1	-7,9	
Inversión			-6,3	-6,3	-6,3	-6,3	
<b>Cash flow libre</b>			<b>18,2</b>	<b>94,7</b>	<b>49,7</b>	<b>57,0</b>	
Valor terminal						682,0	
<b>Flujo a descontar</b>			<b>18,2</b>	<b>94,7</b>	<b>49,7</b>	<b>739,0</b>	
Factor descuento			0,9	0,8	0,8	0,7	
<b>VAN del flujo</b>			<b>16,5</b>	<b>78,2</b>	<b>37,4</b>	<b>504,8</b>	
Valor empresa		636,9					
Inversiones financieras		0,0					
Deuda neta		127,9					
Provisiones		-8,6					
Minoritarios y otros		-3,6					
<b>Valor equity (Dic-2024e)</b>		<b>752,6</b>					
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>		<b>41,00</b>					
<b>Matriz de sensibilidad (€ por acción)</b>							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-1,4%	-0,4%	0,6%	1,6%	2,6%
	12,0%		32,07	33,27	34,68	36,36	38,39
	11,0%		34,31	35,78	37,53	39,66	42,30
WACC	10,0%		36,94	38,77	41,00	43,76	47,25
	9,0%		40,08	42,41	45,29	48,96	53,76
	8,0%		43,89	46,91	50,75	55,78	62,67

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Metodología de valoración

### Método de valoración

Descuento de flujos de caja.

### Hipótesis principales

Utilizamos un WACC de 10,0% y una tasa de crecimiento perpetuo del 0,6% (sin cambios).

## Escenarios de precio objetivo

### Base €41,00

- Autorización comercial definitiva de Zepzelca en EE.UU. y otros mercados en 2025e.
- Hitos y royalties según informes de la compañía.
- Ventas de Yondelis ajustadas a la baja.
- Consideramos 32M€ de ingresos por el tratamiento para el síndrome de ojo seco desde 2025e.

### Positivo €56,50

- Igual que en Base.
- Pico de ingresos Zepzelca +50% vs escenario base.

### Negativo €31,50

- Igual que en Base.
- Pico de ingresos Zepzelca -50% vs escenario base.

### Vectores principales

- Evolución de las ventas de Zepzelca y aplicaciones en combinación con otros medicamentos.
- Desarrollo fármaco para el síndrome de ojo seco.
- Desarrollo de nuevas moléculas.

### Catalizadores

- Aprobación definitiva de Zepzelca en EE.UU.
- Adquisición de licencias.

### Riesgos

- Riesgos asociados con la investigación de biotecnología.

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
08/08/2022	Neutral	74,00
28/09/2022	Neutral	En Revisión
05/10/2022	Neutral	68,65
28/10/2022	Neutral	68,65
01/03/2023	Neutral	En Revisión

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
02/03/2023	Neutral	62,00
27/04/2023	Neutral	En Revisión
28/04/2023	Neutral	38,50
28/07/2023	Neutral	41,00
01/08/2023	Neutral	41,00

## 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](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](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