

Sector: *Farmacéuticas**Las ventas caen -36% en 1T 2023 y el EBITDA, EBIT y BAI entran en pérdidas*

Pharma Mar

Recomendación: **Neutral**
 Precio Objetivo: **38,50€**
 Potencial: **+4,5%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

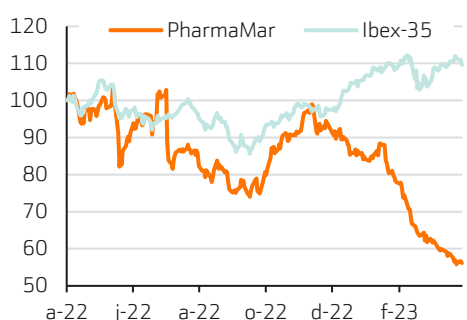
Datos

Precio 27/04/2023; 17:35h (€)	36,84
Nº acciones (M)	18,4
Capitalización (M€)	1.180,2
Máx/Mín (52 sem.) (€)	73,9 / 40
Comportamiento en 2023	-36,2%
Cód. Reuters/Bloomberg	PHMR.MC / PHM

Mn€	2022	2023e	2024e	2025e
BNA	49	-8	-11	10
% inc.	-46,8	-115,4	46,1	-188,8
EBITDA	51	-6	-3	21
% inc.	-47,4	-112,3	-51,1	-786,8
BPA (€)	2,7	-0,4	-0,6	0,5
% inc.	-46,8	-115,4	46,1	-188,8
DPA (€)	0,65	0,65	0,65	0,65
% inc.	0,0	0,0	0,0	0,0
PER (x)	23,9	-88,8	-60,8	68,4
VE/EBITDA (x)	19,2	-85,1	-187,0	28,7
Rentab. div. (%)	1,0	1,8	1,8	1,8
P/V (x)	5,3	3,3	3,7	3,8

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	n.r.	n.r.	0,2
ROCE (%)	n.r.	n.r.	n.r.	10,2
ROE (%)	22,1	n.r.	n.r.	5,5

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-17,5	-38,6	-48,7
Relativo	-21,7	-41,5	-58,1

Accionariado

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

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Las ventas caen en 1T 2023 por el efecto de un genérico que entra en el mercado a competir con Yondelis y, por un retroceso en las ventas de sus principales fármacos. Este efecto unido a un aumento del gasto en I+D, necesario para apoyar el desarrollo del *pipeline*, se traduce en que EBITDA, EBIT y BAI entran en pérdidas por primera vez desde 2019. El potencial para que las ventas aumenten depende de la evolución del *pipeline* y de que Zepzelca sea aprobado como medicamento de uso ordinario (actualmente está autorizado bajo uso compasivo en la mayoría de las geografías donde se comercializa), lo que podrá ocurrir en 2025. No vemos catalizadores a más corto plazo. Ajustamos nuestras al nuevo entorno comercial y, recortamos nuestro Pr. Objetivo a 38,50 €/acc. desde 62,00 €/acc. El ajuste en la cotización ya se ha producido y, retomamos nuestra recomendación Neutral.

Las ventas y beneficios caen en 1T 2023 por debajo de lo esperado

Las **principales cifras del 1T 2023** son: ventas 34,0M€ (-36,1% a/a, consenso 39,1M€) y se desglosan en: Royalties 11,1M€ (+1%), Yondelis 8,1M€ (-54% a/a y -30% t/t), Licencias 6,5M€ (-9%), Zepzelca 5,6M€ (-36%), Otros 2,7M€ (-69%). EBITDA -1,3M€ (vs +20,6M€ en 1T 2022, consenso 5,4M€), EBIT -2,6M€ (+19,0 en 1T 2022), BAI -3,2M€ (+20,6M€ en 1T 2022), BNA 1,4M€ (-93,6%, consenso 3,1M€), *cash flow* libre +7,4M€ (-79%), tesorería neta 191,4M€ (-0,7% en 2023). [Link a los resultados.](#)

Nuestra valoración de los resultados es negativa

La caída de ventas se debe a la aparición de un genérico que compite contra Yondelis (en 2022 las ventas de Yondelis disminuyeron -8% vs. ventas totales -15%) y al ya conocido ajuste de precios a la baja de Zepzelca en Francia. Los gastos de I+D aumentan a 21,1M€ (+11%) y, a pesar de reducir los gastos de administración (-27%), contribuyen junto con la caída de ventas a que el EBITDA, EBIT y BAI sean negativos. El BNA es positivo gracias a la contribución positiva del gasto por impuesto sobre beneficios. Como aspecto favorable, el *cash flow* libre es positivo y no se consume tesorería.

Evolución favorable del pipeline

En oncología, destacamos (i) los estudios encaminados a la aprobación definitiva de Zepzelca en EE.UU. y otras geografías, (ii) su ampliación para tratar el mesotelioma y leiomiomasarcoma. (iii) Ensayo clínico de ecubectedina para tumores sólidos. (iv) Avanzan los ensayos clínicos con PM534 (tumores sólidos). En RNA, (i) prosiguen los ensayos de fase III con tivanisiran (ojo seco y síndrome de Sjögren). (iii) SYL1801 inicia la fase II para el tratamiento y prevención de la enfermedades de la retina como la Degeneración Macular Asociada a la Edad. También desarrolla plitidepsina como antiviral.

Recomendación: Neutral, nuevo Precio Objetivo: 38,50 €/acción

Ajustamos nuestras estimaciones al efecto de la entrada en el mercado de un fármaco que compite con Yondelis y, consecuentemente recortamos nuestro Pr. Obj. a 38,50 €/acc. desde 62,00 €/acc. Ayer tras publicar los resultados, la acción cayó -10%, opinamos que el ajuste en precio se ha producido. Nuestra recomendación es Neutral.

La caída de ventas y los gastos de I+D penalizan a los beneficios, el *cash flow* libre es positivo

- Las ventas 1T 2023 son 34,0M€ (-36% a/a).
- EBITDA -1,3M€ vs +20,6M€ en 1T 2022. La caída en los ingresos por licencias y, el aumento de los gastos de I+D perjudican al EBITDA.
- EBIT -2,6M€ (+19,0M€ en 1T 2022). BAI -3,2M€ (+20,6M€ en 1T 2022).
- El gasto por impuestos contribuye positivamente y posibilita que el BNA sea positivo: +1,4M€ (-93%).
- *Cash flow* libre +7,4M€ (-79%).
- La tesorería neta se reduce ligeramente en 1T a 191,4M€ (-1% en 2023).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23	Var. a/a %	Consenso
Yondelis	17,5	18,4	16,3	11,6	8,1	-53,7	
Zepzelca	8,7	2,4	2,7	1,7	5,6	-35,6	
Materia prima	7,4	8,0	2,4	3,6	1,5	-79,4	
Total Oncología	33,6	28,9	21,4	16,9	15,2	-54,7	
Diagnóstico	1,4	1,3	-2,7	5,0	1,2	-16,4	
Royalties	11,0	10,5	13,9	14,8	11,1	0,6	
Licencias	7,2	7,5	7,5	18,1	6,5	-9,4	
Otros	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,0	-62,0	
Ventas	53,2	48,2	40,0	54,9	34,0	-36,1	39,1
Beneficio bruto	49,4	44,6	40,0	48,7	31,9	-35,5	
I+D	-19,0	-21,3	-16,8	-26,4	-21,1	10,7	
Otros gastos	-11,4	-13,5	-11,4	-19,0	-10,8	-4,9	
EBITDA	20,6	11,3	12,6	6,9	-1,3	n.r.	5,3
Margen (%)	38,8	23,4	31,4	12,6	-3,7		
EBIT	19,0	9,8	11,9	3,4	-2,6	n.r.	2,4
Margen (%)	35,8	20,4	29,7	6,1	-7,6		
Resultado financiero	1,6	2,2	2,1	-6,2	-0,6		
BAI	20,6	12,0	14,0	-2,8	-3,2	n.r.	
Impuestos	1,4	1,0	-1,0	4,2	4,6		
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Discontinuas	0,0	0,0	-4,6	4,6	0,0		
Beneficio neto atribuible	22,0	12,9	13,0	1,4	1,4	-93,6	3,1
Cash flow neto	33,2	11,1	11,5	10,8	15,9		
NOF	2,7	-11,6	-6,4	-12,9	-8,2		
Inversiones	-0,5	-0,8	-7,2	-0,4	-0,3		
Cash flow libre	35,3	-1,3	-2,0	-2,5	7,4	-79,1	
Desinversiones	3,1	-3,1	0,0	0,0	0,0		
Dividendos	0,0	0,0	-11,8	0,0	0,0		
Autocartera	1,8	4,0	-3,2	4,4	-7,5		
Otros	-1,6	5,2	7,7	-10,3	-1,3		
Variación deuda financiera neta	-38,6	-4,7	9,3	8,3	1,4		
Deuda financiera neta (- es caja)	-205,7	-210,5	-201,2	-192,8	-191,4	-7,0	15,4
DFN / EBITDA año móvil (x)	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Caja neta		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Cuenta de resultados							
Ventas	196,3	130,1	134,5	164,6	241,6	245,1	
Beneficio bruto	182,7	121,2	125,5	155,5	230,2	231,2	
EBITDA	51,4	-6,3	-3,1	21,2	90,6	90,8	
Amortización del inmovilizado	-7,4	-7,4	-7,6	-7,8	-8,0	-8,3	
EBIT	44,1	-13,7	-10,7	13,4	82,6	82,6	
Resultado financiero	-0,3	-1,5	-1,7	-1,8	-1,7	-1,5	
Beneficio antes de impuestos	43,8	-15,2	-12,4	11,6	80,9	81,1	
Impuesto de sociedades	5,6	7,6	1,2	-1,7	-12,1	-16,5	
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	49,4	-7,6	-11,1	9,9	68,8	64,5	
BPA (€)	2,69	-0,42	-0,61	0,54	3,75	3,52	
DPA (€)	0,65	0,65	0,65	0,65	0,72	0,79	
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	66,5	-28,2	-6,8	-4,3	123,4	51,1	
Variaciones de NOF	-28,2	-8,0	-16,2	-10,2	3,6	-15,3	
Inversión	10,9	-6,3	-5,3	-5,3	-5,3	-5,3	
Cash flow libre	49,2	-42,5	-28,4	-19,8	121,8	30,6	
Remuneración al accionista	-11,8	-11,9	-11,9	-11,9	-11,9	-13,1	
Otras variaciones	-11,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Variación deuda financiera neta	-25,8	54,5	40,3	31,7	-109,8	-17,4	
Balance							
Activo fijo neto	38,1	40,4	41,4	42,2	42,8	43,2	
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	10,2	18,2	34,4	44,6	41,0	56,2	
Otros activos/(pasivos) neto	-18,2	6,5	6,5	25,2	-26,0	-8,9	
Capital empleado	30,1	65,1	82,3	112,0	57,8	90,4	
Recursos propios	223,0	203,4	180,3	178,3	234,0	284,1	
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda financiera neta	-192,8	-138,3	-98,0	-66,3	-176,2	-193,6	
Valoración (DCF)							
(M€)		2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
NOPLAT			-9,6	11,4	70,2	65,7	
Amortización			7,6	7,8	8,0	8,3	
NOF			-16,2	-10,2	3,6	-15,3	
Inversión			-8,6	-8,6	-8,6	-8,6	
Cash flow libre			-26,9	0,4	73,2	50,1	
Valor terminal						754,7	
Flujo a descontar			-26,9	0,4	73,2	804,8	
Factor descuento			0,9	0,8	0,8	0,7	
VAN del flujo			-24,4	0,3	55,0	549,7	
Valor empresa		580,6					
Inversiones financieras		0,0					
Deuda neta		138,3					
Provisiones		-8,6					
Minoritarios y otros		-3,6					
Valor equity (Dic-2023e)		706,7					
Precio objetivo (€ por acción)		38,50					
Matriz de sensibilidad (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-1,4%	-0,4%	0,6%	1,6%	2,6%
	12,0%		29,09	30,29	31,70	33,37	35,40
	11,0%		31,51	33,00	34,76	36,90	39,55
WACC	10,0%		34,38	36,24	38,50	41,30	44,85
	9,0%		37,82	40,21	43,16	46,91	51,82
	8,0%		42,01	45,14	49,10	54,29	61,39

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 €38,50

- 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 €55,00

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

Negativo €30,00

- 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.)
06/05/2022	Neutral	75,00
28/07/2022	Vender	74,00
08/08/2022	Neutral	74,00
28/09/2022	Neutral	En Revisión
05/10/2022	Neutral	68,65

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
28/10/2022	Neutral	68,65
28/02/2023	Neutral	En Revisión
02/03/2023	Neutral	62,00
27/04/2023	Vender	En Revisión
28/04/2023	Neutral	38,50

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
Rafael Alonso - Bancos
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Aránzazu Bueno - Eléctricas
Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad
Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución

Aránzazu Cortina - Industriales
Juan Moreno - Inmobiliarias, Infraestructuras & Hoteles
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción, Defensa & Tecnología
Elena Fernández-Tрпиella - Consumo/Lujo & Telecoms.
Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago
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