

Almirall (ALM), Octubre 2017

LABORATORIOS ALMIRALL (ALM)

Actualización

Sector: Productos Farmacéuticos y Biotecnología (Bienes de Consumo)

MANTENER

RIESGO: ALTO

Accionistas

Acción Concertada (familia Gallardo): 66,643%

Precio acción (17/10/2017):

EUR 8,33

Precio objetivo (12 meses):
EUR 9,08

Nº de Acciones (mill):

EUR 172,95

Capitalización Bursátil (mill):

EUR 1.440,68

Máx/Min 2017:

EUR (16,88 / 7,86)

Máx/Min (12 meses):

EUR (16,88 / 7,86)

% Máx/Min (12 meses):

-51 / 6

Analista: Iñigo Isardo

Tel: 34 - 91 - 573 30 27

Fax: 34 - 91 - 504 40 46

Mesa de contratación

Enrique Zamácola / Javier de Pedro

Tel: 34 - 91 - 573 30 27

Fax: 34 - 91 - 504 40 46

PER 10:	9,6
PER 11:	10,5
PER 12:	16,7
PER 13:	n.s.
PER 14:	5,3
PER 15:	24,4
PER 16:	19,1
PER 17 E:	n.s.
PER 18 E:	38,8
PER 19 E:	22,2

Principales Ratios

	EV/EBITDA	EBITDA (*)(**)	Bº Neto (*)(**)	Cash-flow (*)(**)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (%)
2010	5,8	193,20	118,60	180,49	0,71	1,09	0,21	30
2011	6,1	140,76	84,17	147,38	0,51	0,89	0,17	34
2012	9,9	123,53	76,29	144,33	0,45	0,85	0,15	34
2013	n.s.	(13,04)	(33,72)	35,73	(0,19)	0,21	0,00	0
2014	4,0	604,38	448,43	533,14	2,59	3,08	0,91	35
2015	12,1	242,53	131,83	206,08	0,76	1,19	0,19	25
2016	7,1	211,90	75,48	175,78	0,44	1,02	0,19	44
2017E	11,0	141,81	(53,64)	51,67	(0,31)	0,30	0,19	0
2018E	9,4	161,00	37,10	137,15	0,21	0,79	0,19	89
2019E	7,8	188,57	65,00	159,05	0,38	0,92	0,19	51

(*) EUR millones

(**) En 2014 se incluye el 50% del cobro de la operación de compraventa de la franquicia respiratoria a AstraZeneca (AZ)

El 50% restante se capitaliza de forma proporcional en los siete siguientes ejercicios.

Link Securities - Juan Esplandiú, 15 - planta baja - Madrid 28007 - España - Tel: 34 - 91 - 504 0612 - Fax: 34 - 91 - 504 4046

Factores Claves de la Inversión

- **ALM (o la Compañía o el Grupo) es un grupo farmacéutico internacional integrado verticalmente cuyo objeto social consiste en la compra, fabricación, almacenamiento, comercialización y mediación en la venta de especialidades y productos farmacéuticos** y de todo tipo de materias primas empleadas en la elaboración de dichas especialidades y productos farmacéuticos.
- El Grupo opera en un mercado altamente competitivo, en el que el tamaño y la cartera de productos es crucial para poder competir con los grandes laboratorios farmacéuticos. Por ello, **ALM decidió desinvertir su negocio respiratorio Duaklir® (aclidinio) mediante su venta a finales de 2014 a AstraZeneca (AZ) y centrarse en el segmento de Dermatología**, en el que contaba con una experiencia acumulada importante y con una cartera de productos más amplia que en el segmento respiratorio.
- Posteriormente, en enero de 2016 **el Grupo completó la adquisición del 100% de ThermiGen, una compañía privada de tecnología médico Estética**, muy ligada con el segmento de Dermatología y que centra su negocio en EEUU. Recientemente, ALM anunció un acuerdo de colaboración con Symatase para el desarrollo y comercialización de productos personalizados en el campo de la estética, principalmente mediante ácido hialurónico.
- **El negocio de ALM es muy intensivo en tecnología** y se basa en la búsqueda continua de nuevos productos que puedan sustituir a aquellos cuya vida útil es menor o susceptibles de ser objeto de lanzamientos de genéricos. Por ello, **la Compañía dedica una buena parte de su inversión a I+D, más del 10% de su facturación.**
- Adicionalmente, **el Grupo basa gran parte de su crecimiento en términos inorgánicos, mediante adquisiciones de compañías** que operan en su segmento o mediante alianzas estratégicas para desarrollar productos de terceros. Así, además del acuerdo con Symatase, ALM ha alcanzado acuerdos previos con Patagonia (ictiosis congénita), con Sun Pharma (tildrakizumab), con Nuevolution (artritis psoriática) y con Mercachem (inflamación de la piel).
- **En el primer semestre de 2017 (1S2017) los resultados de ALM se han visto afectados por el impacto de tres factores negativos en el mercado de EEUU:** i) reequilibrio de inventarios, lastrando el número de días de inventarios de su canal de distribución, ii) uso incorrecto por parte de algunas farmacias del Programa de Atención al Paciente (PAP), y iii) aparición de un genérico competidor de Acticlate®.
- **Estos factores lastraron los resultados interanuales del 1S2017** (-11,5% en ventas en tasa interanual; -52,6% en EBITDA; -93,3% en EBIT y una pérdida neta atribuible) **y conllevaron un ajuste a la baja por parte de la propia ALM de las estimaciones para el conjunto de 2017.** Así, el Grupo espera ahora la reducción de un doble dígito bajo de Ingresos totales y de Ventas Netas, y obtener un EBITDA de EUR 140 – 170 millones (EUR 212 millones en 2016).
- Hemos actualizado nuestras estimaciones para adecuarlas a la nueva situación de ALM. **De esta forma, creemos que como consecuencia de los factores mencionados la Compañía reducirá sus ventas netas un 12,5% en 2017**, su EBITDA será un 33,1% menor, situándose en el 21,2% sobre ventas, y la pérdida neta atribuible será de EUR 53,64 millones, incluyendo gastos no recurrentes por importe de EUR 89 millones.
- **En los ejercicios posteriores (2018 - 2019), creemos que el Grupo eliminará gran parte del impacto negativo de los factores mencionados**, lo que unido a la comercialización de nuevos productos como Skilarence® (desde el 3T2017) y de Tildrakizumab® (desde el 2T2018), permitirá a ALM aumentar sus ventas (+3 – 3,3%), su EBITDA (+13,5% y +17,1%, en 2018 y 2019) y cerrar 2019 con un beneficio neto atribuible por importe de EUR 65,00 millones.

Almirall (ALM), Octubre 2017

- **Hemos valorado ALM** por los métodos de descuento de flujos de caja ajustados a impuestos (DFC) y por múltiplos relativos a los que cotiza un grupo de referencia de compañías de su sector, **obteniendo una valoración media de ambas de EUR 1.569,81 millones, equivalentes a EUR 9,08 por acción**. A precios actuales, ello supone que la acción de ALM cotiza con un potencial de revalorización del 9,0%.
- Creemos que el enfoque de ALM de haber centrado su negocio en la Dermatología, para poder competir de manera más eficiente, es acertado. No obstante, no estamos tan seguros de la apuesta del Grupo por destinar grandes recursos a un mercado tan competitivo como el de EEUU, en el que el precio es una variable muy sensible. Creemos que la reestructuración de la dirección del Grupo, con gente con una mayor experiencia en dicho mercado podría ser un buen catalizador para intentar relanzar su negocio y sus productos allí. En la actualidad, la acción de ALM cotiza con un potencial de revalorización del 9,0% respecto a nuestra valoración por fundamentales, por lo que reafirmamos nuestra recomendación de **MANTENER** el valor en cartera.

RECOMENDACIÓN: MANTENER
RIESGO: ALTO

Almirall (ALM), Octubre 2017

LA EVOLUCIÓN NEGATIVA DEL MERCADO DERMATOLÓGICO EN EEUU Y DEL MERCADO ESTÉTICO LASTRARON LOS RESULTADOS DE ALMIRALL EN EL 1S2017 Y FORZARON A UN AJUSTE A LA BAJA DE LAS PREVISIONES PARA EL EJERCICIO 2017

ALM anunció en julio, antes de la presentación de sus resultados del primer semestre de ejercicio (1S2017) una actualización a la baja de sus previsiones para el ejercicio 2017, como consecuencia del impacto negativo de la evolución del mercado de la Dermatología en EEUU. Así, fueron tres los motivos de esta revisión a la baja: i) reequilibrio de inventarios en el canal de distribución, que redujo los días de inventarios de los distribuidores de sus productos ii) una adjudicación inapropiada del Programa de Asistencia al Paciente (PAP) de EEUU, que supuso un deterioro en la relación entre Ventas Brutas y Ventas Netas, y iii) el reciente lanzamiento de un genérico en EEUU competidor de Acticlate®, uno de los productos principales de Aqua, la filial estadounidense de ALM.

Comparamos a continuación las nuevas previsiones de ALM de julio con las comunicadas en la presentación de los resultados del ejercicio 2016:

Cuadro n. 1

AJUSTE ESTIMACIONES RESULTADOS ALMIRALL 2017

	Estimaciones Iniciales 2017	Estimaciones Actuales 2017
Ingresos Totales	Crecimiento porcentual de un dígito bajo a medio	Disminución porcentual doble dígito bajo vs. 2016
Ventas Netas	Crecimiento porcentual de un dígito bajo a medio	Disminución porcentual doble dígito bajo vs. 2016
EBITDA	Crecimiento porcentual de un dígito medio	Entre EUR 140 - 170 millones

Fuente: Ajuste Resultados Almirall (julio 2017)

Posteriormente, ALM presentó sus resultados correspondientes al primer semestre de ejercicio (1S2017). En ellos, se plasmó el ajuste mencionado a la baja de sus resultados. Destacamos los siguientes factores:

Cuadro n. 2

RESULTADOS ALMIRALL 1S2017 vs 1S2016

EUR millones	1S2017	1S2016	Var (%)
Ingresos totales	378,9	428,1	-11,5%
Ventas Netas	328,5	388,3	-15,4%
Otros Ingresos	50,4	39,8	26,6%
Coste de ventas	-116,3	-115,1	
Margen Bruto	212,2	273,2	-22,3%
Margen Bruto/Ventas Netas	64,6%	70,4%	
I+D	-48,2	-44,0	9,5%
Gastos SG&A	-162,1	-155,8	4,0%
Otros gastos operativos	-2,6	2,4	-
EBITDA	58,6	123,5	-52,6%
Margen EBITDA/Ventas Netas (%)	17,8%	31,8%	
Depreciación	-53,6	-48,4	10,7%
EBIT	5,0	75,1	-93,3%
Margen EBIT/Ventas Netas (%)	1,5%	19,3%	
Resultado Financiero	-8,9	-9,2	-3,3%
Resultado Extraordinario	-85,8	31,0	-
Beneficio antes de impuestos (BAI)	-89,7	96,9	-
Impuesto de Sociedades	16,6	-16,4	-
Beneficio/Pérdida neto atribuible	-73,1	80,5	-
Beneficio/Pérdida normalizada	9,2	55,4	-

Fuente: Estados financieros de Almirall (ALM).

Almirall (ALM), Octubre 2017

- Caída de la facturación global (-11,5% interanual), debido a la menor facturación registrada en EEUU (-68,2% interanual, hasta los EUR 23,15 millones), tanto en lo que se refiere a la franquicia de Acné (Acticlate® + Veltin®), que redujo sus ventas en un 79,8% en el 1S2017 con respecto al año anterior, como en la franquicia de Esteroides (Verdeso®+Cordran®), cuya caída interanual fue del 50,9%, hasta situar sus ventas en EUR 7,87 millones.
- Además, el lanzamiento de un genérico en EEUU para competir con Acticlate® ha provocado el lanzamiento de un genérico autorizado por parte de Teva Pharmaceuticals, socio de ALM, por lo que las ventas por parte de este compuesto se repartirán en el futuro entre los tres medicamentos.
- Otro factor importante ha sido el flojo comienzo de ventas de la División de Estética (ThermiGen) en el 1S2017, que redujo sus ventas un 9,1% interanual, hasta los EUR 14,98 millones.
- En el ámbito positivo, indicar que las ventas de Dermatología de Europa han aumentado (+1,7% interanual, hasta EUR 91,83 millones) impulsadas por la facturación de los mercados de Alemania y España y por la mejoría de Ciclopoli, que aumentó sus ventas un 34,7% interanual, hasta los EUR 21,43 millones. Además, la partida de Otros Ingresos aumentó su importe debido a los royalties cobrados por al buen desempeño de AstraZeneca (AZ) en el negocio respiratorio que le vendió ALM.
- Asimismo, el margen bruto vio reducido su importe en un 22,3%, por la caída de las ventas de EEUU, que suelen tener un margen superior a otros mercados, y por la mala aplicación, ya mencionada, del programa de atención al paciente (PAP) por parte de algunas farmacias, que conllevó unos mayores costes de ventas para ALM.
- A estos factores se añadió la reducción de los días de inventarios mantenidos por los prescriptores de ALM, que se redujo sustancialmente, algo que influyó negativamente, con un impacto de EUR 25 millones en el 1S2017.
- Se mantuvo un importante gasto en I+D, por importe de EUR 48,2 millones (14,6% sobre ventas vs 11,3% del 1S2016) y aumentaron los gastos generales por la implantación de los nuevos productos, lo que arrojó un cash flow de explotación (EBITDA) por importe de EUR 58,6 millones. Así, esta magnitud se redujo en un 52,6% interanual, y se situó en el 17,8% de las ventas netas, significativamente inferior al 31,8% del 1S2016.
- Destacar un impacto negativo extraordinario no recurrente por el deterioro del Fondo de Comercio de Aqua, por importe de unos EUR 75 millones, lo que unido a que en el 1S2016 se contabilizó un ingreso extraordinario por la desinversión de la filial de México, contribuyó a la obtención de una pérdida neta por importe de EUR 73,1 millones en el 1S2017 (beneficio de EUR 80,5 millones en 1S2016). En términos normalizados, eliminando los efectos no recurrentes, ALM alcanzaría un beneficio de EUR 9,2 millones, frente a los EUR 55,4 millones alcanzados un año antes.

Tenemos que indicar que el mercado de EEUU se caracteriza por ser un mercado de una alta rentabilidad pero altamente competitivo, por lo que la presión en precios es muy elevada, y el crecimiento en el mismo se produce, principalmente, por los mayores volúmenes de ventas.

Cuando ALM entró en el mercado de EEUU de la mano de Aqua, se encontró con una cartera de productos que tenía una vida útil muy limitada, por lo que uno de los principales objetivos del Grupo es conseguir nuevos productos que sustituyan a los actualmente existentes, para combatir también la aparición de genéricos, algo que ya se ha podido comprobar en los resultados del 1S2017, en el que el impacto negativo total de los genéricos (EEUU + Europa) ha sido de unos EUR 20 - 30 millones.

Almirall (ALM), Octubre 2017

Indicar también que para evitar que el impacto negativo de los factores mencionados que han lastrado los resultados perdure en el tiempo, ALM ha adoptado una serie de medidas para combatir los mismos:

- **Reducción de días de Inventarios:** En relación a este factor, que afectó a la Compañía tanto en el 1T2017 como en el 2T2017 y que tuvo un impacto negativo cercano a los EUR 25 millones, ALM ha reforzado la gestión en el canal de Distribución. Este efecto ya se ha normalizado en la actualidad, por lo que en el 2S2017 no esperamos ningún impacto negativo proveniente del mismo.
- **Programa atención al paciente (PAP):** Frente a los mayores costes provenientes del mal uso de este programa, ALM ha endurecido las normas de acceso al mismo, ha interpuesto demandas contra algunas farmacias y ha aumentado la visibilidad con la implementación de un sistema nuevo, estableciendo más controles mediante una monitorización diaria, más exhaustiva.
- **Aparición de un genérico competidor de Acticlate:** Como ya hemos señalado, Teva Pharmaceuticals ha lanzado en paralelo un genérico autorizado, con el que poder limitar la caída de las ventas de Acticlate. No obstante, consideramos que este lanzamiento también canibalizará en parte las ventas del propio Acticlate, aunque reducirá el impacto de la aparición del genérico no autorizado.

Tenemos que destacar que recientemente, ALM ha alcanzado una serie de acuerdos (Nuevolution, Mercachem, Symatase) para su expansión en los dos segmentos principales en los que opera, Dermatología y Estética.

Finalmente, indicar que al cierre del ejercicio 2016 la Deuda financiera no corriente se correspondía con obligaciones senior emitidas a finales de marzo de 2014, descontadas por la parte de los costes de emisión que no habían sido traspasados a la cuenta de P&G consolidada.

No obstante, con fecha del 4 de abril de 2017 ALM decidió amortizar la totalidad de las mencionadas obligaciones senior. Por otro lado, en febrero de 2017 ALM firmó una línea de crédito *revolving* con un interés medio inferior al 1% y por una cantidad máxima de EUR 250 millones, de la cual, al cierre de junio de 2017 se encuentra dispuesta por un importe de EUR 150 millones que ha sido clasificado como "Deuda Financiera no corriente" dado el plazo contractual de 4 años.

Pago del dividendo

El 3 de mayo de 2017 la Junta General de accionistas de ALM aprobó la distribución de un pago de un dividendo por importe de EUR 33 millones, es decir, EUR 0,19 brutos por acción, con cargo a los resultados del 2016. Este dividendo supone mantener el mismo importe total del dividendo que se abonó con cargo a 2015 (EUR 33 millones) y por acción, aunque suponga una mayor remuneración (*pay-out*) al accionista del 44% del beneficio neto atribuible (frente al *pay-out* del 25% del ejercicio anterior).

Almirall (ALM), Octubre 2017

CREEMOS QUE LOS RESULTADOS DEL 1S2017 AFECTARÁN DE FORMA NEGATIVA AL CONJUNTO DEL EJERCICIO. EN EJERCICIOS POSTERIORES, PREVEMOS QUE EL LANZAMIENTO DE NUEVOS PRODUCTOS PERMITIRÁ A ALMIRALL VOLVER A OBTENER RESULTADOS POSITIVOS

Pasamos a continuación a enunciar nuestras nuevas estimaciones correspondientes al periodo 2017-2019. Para ello, tenemos que tener en cuenta algunas consideraciones:

- Como hemos comentado con anterioridad, creemos que algunos de los factores que se han producido en este primer semestre del 2017 (1S2017) son no recurrentes, por lo que consideramos que las medidas que está adoptando ALM limitarán, en su gran mayoría el impacto negativo de las mismas al ejercicio 2017.
- El lanzamiento de nuevos productos como Skilarence (dimetilfumarato o DMF) (que comenzó a comercializarse en el 3T2017) y Tildrakizumab (desde el 2T2018) permitirá al Grupo disponer de ingresos recurrentes y de productos de una vida útil más duradera, y no sujetos a la aparición de genéricos competidores mientras dure la protección de patentes.
- ALM está llevando a cabo un proceso de reestructuración de personal, principalmente mediante el relevo de miembros de la dirección, tanto a nivel global (sustitución del consejero delegado) como a nivel local (con el nombramiento de nuevos directivos en algunas filiales de EEUU). Creemos que la mayor experiencia de los nuevos directivos en el mercado de EEUU podría conllevar un mejor desempeño de la Compañía allí.
- Como ya hemos comentado, ALM basa gran parte de su crecimiento en operaciones corporativas inorgánicas, gracias a que su capacidad de generar flujos de caja recurrente le dota de una situación financiera estable con la que poder acometer adquisiciones o alianzas con otras compañías del sector. No obstante, hemos elaborado este informe con la información disponible en este momento, aunque no podemos descartar que ALM no lleve a cabo nuevas transacciones durante el periodo de estudio, por lo que en tal caso deberíamos de ajustar las estimaciones que desarrollamos a continuación.
- Recientemente, ALM comunicó que no seguirá adelante con la investigación de dos compuestos (P3058: onicomicosis; P3073: psoriasis en las uñas) actualmente en el inicio de los estudios clínicos de Fase III para el mercado de EEUU debido a las fuertes exigencias del regulador Federal & Drugs Administration (FDA). Por el contrario, ambos compuestos sí que se seguirán investigando para el mercado europeo, ya que las exigencias del regulador European Medicine Agency (EMA) son menores.

Como consecuencia, si se estimaban unas ventas pico de EUR 60 millones para cada compuesto, siendo el año de lanzamiento de P3058 en 2020 y de P3073 en 2019, el 60% de los ingresos previstos por cada compuesto era en EEUU, por lo que esos ingresos dejarán de percibirse. Así, hemos ajustado nuestra cifra de estimaciones de ingresos del ejercicio 2019 para tener en cuenta este impacto negativo.

Así, pasamos a comentar nuestras estimaciones de resultados. Para 2017, y teniendo en cuenta todos los factores mencionados con anterioridad, hemos previsto unas ventas netas de EUR 668,82 millones, lo que supone un 12,5% menos que la cifra alcanzada en 2016. En ejercicios posteriores, creemos que ALM aumentará sus ventas, un 3,0% en 2018 y un 3,3% en 2019, cerrando este último ejercicio en EUR 711,61 millones, un 6,9% inferior a las ventas netas de 2016.

Almirall (ALM), Octubre 2017

En lo que se refiere al margen bruto, éste verá reducido su importe en 2017 un 26,6% con respecto al registrado en 2016, por el efecto negativo del uso del sistema PAP que penalizará los costes de ventas netas, así como por el reequilibrio de inventarios del canal de distribución. De esta forma, el margen bruto se situará en los EUR 441,42 millones, un 66,0% respecto de las ventas netas (78,7% en 2016).

Tras la corrección de estos factores, que consideramos no recurrentes, estimamos que el margen bruto se incremente en el periodo 2018-2019, hasta cerrar 2019 con un margen bruto del 68,5% sobre las ventas netas.

El cash flow de explotación (EBITDA), por su lado, también disminuirá en 2017 según nuestros cálculos, a pesar de que los gastos de explotación se reducirán, por la reestructuración realizada en el ejercicio 2016. Además, los ingresos de explotación verán aumentar su importe debido a los royalties que reciben de AstraZeneca (AZ) por el buen desempeño y el cumplimiento de los hitos (*milestones*) por parte de Duaklir (aclidinio), la franquicia respiratoria que le vendieron en 2014, y por el acuerdo alcanzado entre AstraZeneca (AZ) y Circassia para duplicar la red comercial para la comercialización en EEUU de Duaklir®/Tudorza®.

Al igual que el resto de magnitudes, estimamos que el EBITDA se recupere en el periodo 2018-2019, hasta cerrar en EUR 188,57 millones, cifra un 11,0% inferior al importe alcanzado en 2016. En términos sobre ventas, el margen EBITDA se reducirá desde el 27,7% de 2016 hasta el 21,2% de 2017, aunque en 2018 y 2019 mejorará hasta alcanzar el 26,5% de la facturación de la Compañía.

Tras aplicar unas amortizaciones de entre EUR 94 – 105 millones anuales en el periodo de estudio, el resultado de explotación (EBIT) también se contraerá hasta los EUR 36,50 millones en 2017, para crecer los siguientes ejercicios, hasta cerrar 2019 en EUR 94,5 millones, un 13,3% de las ventas netas.

Hemos previsto que ALM mantenga una pérdida financiera en todo el periodo de estudio cercana a EUR 14 - 15 millones anuales. No obstante, tenemos que señalar que en el ejercicio 2017 se ha producido un impacto negativo extraordinario de deterioro de fondo de comercio por un importe de EUR 89 millones, lo que conllevará un resultado negativo antes de impuestos (BAI) por importe de EUR 67,90 millones.

Asimismo, hemos aplicado una tasa impositiva del 19% para los ejercicios 2018 y 2019, lo que elevará el beneficio neto atribuible desde la pérdida de EUR 53,64 millones de 2017 hasta un importe positivo de EUR 37,10 millones en 2018 y de EUR 65,00 millones en 2019).

Cuadro n. 3
ESTIMACIONES RESULTADOS ALMIRALL (2016 – 2019E)

EUR millones	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Tacc (16/19)(%)
Ventas Netas	684,99	764,36	668,82	688,88	711,61	-2,4%
Costes de Ventas	(150,79)	(162,77)	(227,40)	(227,33)	(224,16)	11,3%
Margen Bruto	534,20	601,59	441,42	461,55	487,46	-6,8%
<i>Margen Bruto / Ventas Netas</i>	78,0%	78,7%	66,0%	67,0%	68,5%	
Gastos Explotación	-449,94	-584,84	-523,48	-527,46	-531,21	-3,2%
Otros Ingresos de Explotación	84,02	94,85	118,57	126,87	138,29	13,4%
Cash flow Explotación (EBITDA)	242,53	211,90	141,81	161,00	188,57	-3,8%
<i>Margen EBITDA / Ventas Netas</i>	35,4%	27,7%	21,2%	23,4%	26,5%	
Amortización	(74,25)	(100,30)	(105,31)	(100,05)	(94,04)	-2,1%
Beneficio neto Explotación (EBIT)	168,28	111,61	36,50	60,95	94,53	-5,4%
<i>Margen EBIT / Ventas Netas</i>	24,6%	14,6%	5,5%	8,8%	13,3%	
Resultado Financiero	-16,24	-15,40	-15,40	-15,25	-14,78	-1,4%
Resultado Extraordinario			-89,00			
Resultado antes de Impuestos (BAI)	172,64	92,64	-67,90	45,70	79,75	-4,9%
Impuesto de Sociedades	(40,81)	(17,16)	14,26	(8,60)	(14,75)	-4,9%
Resultado neto	131,83	75,48	-53,64	37,10	65,00	-4,9%

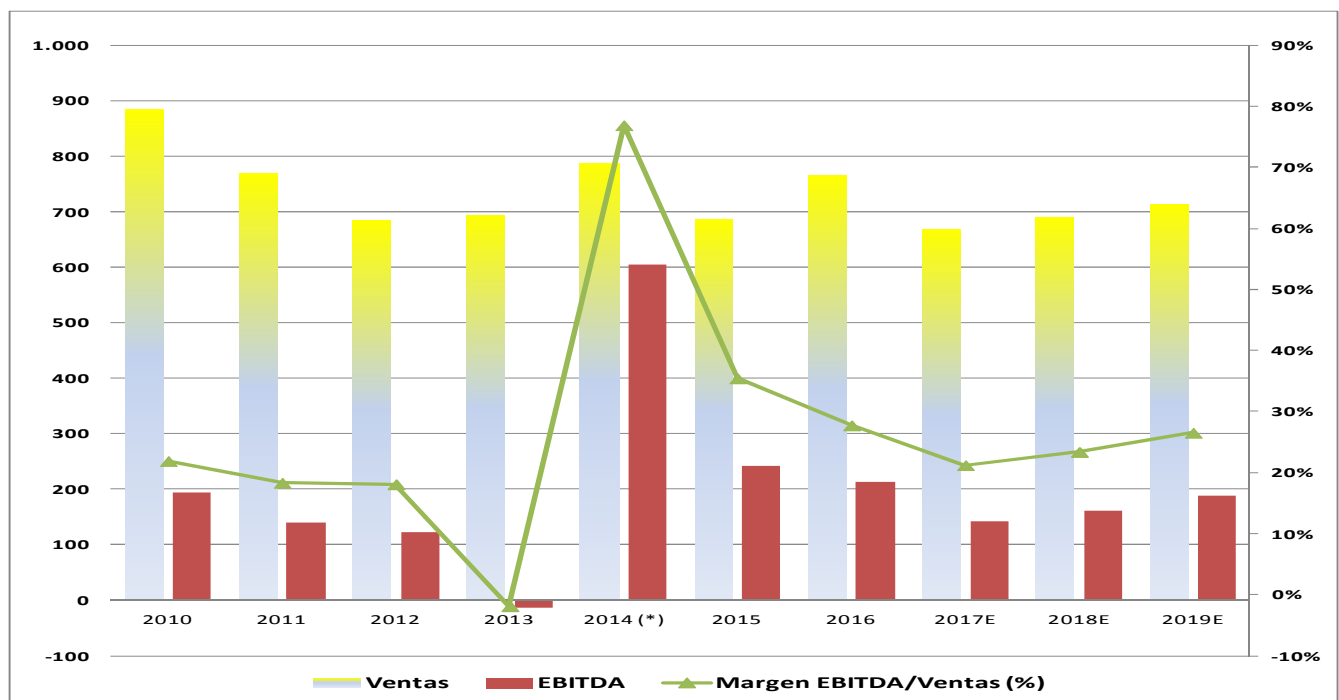
Fuente: Estimaciones propias.

Almirall (ALM), Octubre 2017

Por otra parte, ALM ha mantenido el mismo importe bruto global de dividendo en los dos últimos ejercicios, EUR 33 millones, equivalente a EUR 0,19 brutos por acción, por lo que hemos estimado que mantendrá el mismo importe global y por acción en todo el periodo de estudio (2017 - 2019), incluso en 2017, ejercicio en el que no obtendrá beneficio.

Asimismo, estimamos que el endeudamiento financiero neto repunte ligeramente en 2017 hasta los EUR 113,1 millones (lo que supone 0,8x (veces) el EBITDA previsto para el ejercicio. Posteriormente, calculamos que reducirá su importe en 2018 y 2019, finalizando este último ejercicio en EUR 32,5 millones (0,2x EBITDA), lo que le dota de capacidad financiera suficiente para expandir su negocio mediante operaciones corporativas o ampliando su presencia en los mercados en los que opera.

En términos de rentabilidad sobre fondos propios medios (ROE) y sobre el capital medio empleado (ROCE), indicar que a pesar de que en 2017 el ROE sea negativo, evolucionará de forma favorable en los siguientes ejercicios, hasta finalizar 2019 en el 3,8%. El ROCE, por su parte, se mantendrá por debajo (entre 2,6% - 3,7%) del coste medio ponderado del capital (wacc) (6,54%), lo que supone que la Compañía no creará valor en el periodo proyectado. Asimismo, en 2017 y 2018 el ROCE se situará por encima del ROE, por lo que la estructura de capital del Grupo solo será eficiente desde el punto de vista de la rentabilidad para el accionista a partir de 2019.

Gráfico n. 1
EVOLUCIÓN VENTAS, EBITDA Y MARGEN EBITDA SOBRE VENTAS 2010-2019E
 (EUR millones / %)


Fuente: Estados financieros de la Compañía. Estimaciones propias.

(*) Incluye un ingreso no recurrente contabilizado como de explotación por importe de EUR 480 millones por la venta de la franquicia respiratoria a AstraZeneca.

Almirall (ALM), Octubre 2017

HEMOS VALORADO ALMIRALL POR DESCUENTOS DE FLUJOS DE CAJA Y POR MÚLTIPLOS RELATIVOS, ALCANZANDO UNA VALORACIÓN CONJUNTA DE EUR 9,08 POR ACCIÓN. A PRECIOS ACTUALES, LA ACCIÓN COTIZA CON UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 9,0%

Método de Descuentos de Flujos de Caja (DFC)

Hemos empleado en primer lugar el método de descuento de flujos de caja (DFC) ajustados a impuestos, empleando para ello las hipótesis enunciadas en el apartado anterior de estimaciones para 2016 - 2019. En el Anexo 3 se detallan los parámetros que hemos empleado para el cálculo del coste medio ponderado del capital (*wacc*), del 6,54%. Así, según este método, hemos valorado ALM en EUR 1.766,22 millones, equivalentes a EUR 10,21 por acción.

Hay que señalar que a este precio hemos decidido aplicarle un 20% de descuento debido a tres factores: i) la no pertenencia al índice selectivo Ibex-35 conlleva que su cobertura por las casas de análisis sea limitada, lo que impide a algunos inversores institucionales tomar posiciones en el mismo, ii) el porcentaje del capital que fluctúa libremente en el mercado o *free float* del Grupo (33,4% del capital social de la Compañía) es reducido, y su valor en términos de capitalización asciende a aproximadamente EUR 491 millones, y iii) la liquidez bursátil del valor, que es baja en términos relativos respecto a los principales valores de las Bolsas españolas.

Así, una vez aplicado el descuento mencionado del 20% a la valoración hallada por el método de DFC, hemos alcanzado un valor de la Compañía de EUR 1.412,98 millones, equivalente a EUR 8,17 por acción. A precios actuales, la acción de ALM cotizaría con una prima del 1,9%.

Método de Múltiplos Relativos

Asimismo, hemos valorado también ALM por el método de multiplicadores bursátiles relativos a los que cotiza un grupo de referencia de compañías que operan en el mismo sector que la Compañía. En concreto, hemos aplicado el Price/Earnings Ratio (PER), el Enterprise Value/EBITDA, la Rentabilidad por Dividendo (Dividend Yield) y la Rentabilidad Media de Flujos de Caja (Mean FCF Yield) del ejercicio 2018, al estar muy cerca de cerrar este ejercicio 2017, y por considerar que recogen la capacidad de generar beneficios en función en el desempeño de su actividad.

Cuadro n. 4

VALORACIÓN ALMIRALL POR MULTIPLICADORES RELATIVOS (octubre 2017)

Compañía	País Origen	Precio por acción (EUR) (17/10/2017)	Capitalización (EUR millones)	PER 2018	EV/EBITDA 2018	Rentabilidad por dividendo 2018	Rentabilidad media Flujos de Caja Libres
AstraZeneca PLC	Reino Unido	56,02	70.919	17,9 x	12,8 x	4,17%	3,88%
Bayer AG	Alemania	111,90	92.535	15,0 x	8,4 x	2,51%	6,38%
BTG plc	Reino Unido	7,73	2.985	22,0 x	13,3 x	0,00%	5,10%
Dechra Pharmaceuticals PLC	Reino Unido	22,98	2.141	29,0 x	20,5 x	1,09%	2,53%
Vifor Pharma AG	Suiza	98,34	6.392	72,3 x	21,0 x	1,69%	2,73%
GlaxoSmithKline plc	Reino Unido	16,82	82.721	13,5 x	8,4 x	5,28%	6,70%
Hikma Pharmaceuticals Plc	Reino Unido	13,28	3.197	15,2 x	7,9 x	2,06%	6,16%
Ipsen SA	Francia	115,20	9.638	23,6 x	15,3 x	0,89%	3,56%
Merck KGaA	Alemania	98,43	42.795	14,9 x	10,9 x	1,39%	6,28%
Novartis AG	Suiza	72,91	190.783	16,4 x	15,9 x	3,53%	5,03%
Orion Oyj Class B	Finlandia	39,46	5.575	22,5 x	15,5 x	3,86%	4,17%
Recordati S.p.A.	Italia	39,07	8.171	26,0 x	17,0 x	2,23%	3,96%
Roche Holding Ltd Genusssch.	Suiza	217,37	187.453	14,9 x	9,6 x	3,68%	6,14%
Sanofi	Francia	84,64	106.858	14,2 x	9,2 x	3,73%	6,56%
Shire PLC	Reino Unido	43,55	39.552	9,4 x	9,0 x	0,79%	10,20%
STADA Arzneimittel AG	Alemania	81,38	5.073	22,6 x	13,0 x	1,15%	3,64%
UCB S.A.	Bélgica	60,45	11.758	13,6 x	9,2 x	2,07%	6,55%
Vectura Group plc	Reino Unido	1,19	811	25,8 x	14,7 x	0,00%	3,05%
Mediana				17,2 x	12,9 x	2,07%	5,06%
Valoración ALM (EUR por acción)				3,68	11,35	9,24	15,67
Promedio							9,98

Fuente: FactSet. Elaboración propia.

Almirall (ALM), Octubre 2017

Así, hemos alcanzado una valoración para el Grupo de EUR 1.726,65 millones, equivalente a EUR 9,98 por acción. A precios actuales ello significa que la acción de ALM cotiza con un potencial de revalorización del 19,85%.

Hemos hallado la valoración media, alcanzando un valor de EUR 1.569,81 millones para ALM, lo que equivale a un precio por acción de EUR 9,08. A precios actuales, ello supone que el valor cotiza con un potencial de revalorización del 9,0%.

Evolución Bursátil

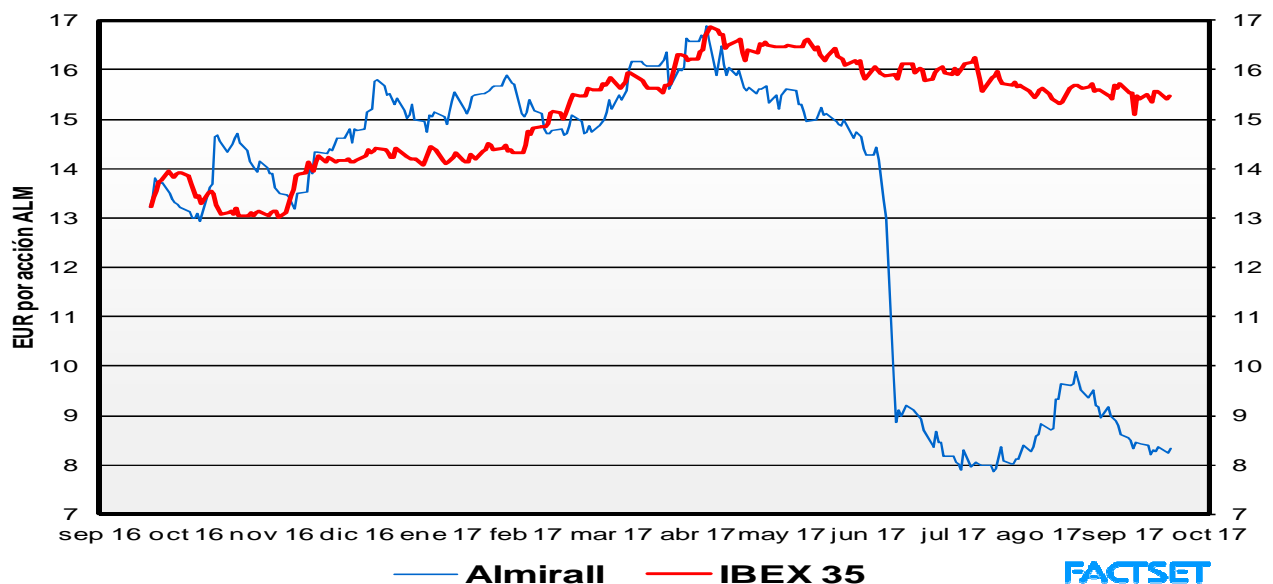
ALM cotiza en la Bolsa española, formando parte del índice general de la Bolsa de Madrid (IGBM) y del índice del sector de Productos Farmacéuticos y Biotecnología, subíndice de Bienes de Consumo. Además, forma parte del índice Ibex-35 Medium Cap. Por otra parte, su volumen de contratación diario en los últimos doce meses ha sido de 370.564 títulos, equivalente a EUR 4,89 millones, y su frecuencia de contratación ha sido del 100%.

Como se puede apreciar en el gráfico n. 2 adjunto, que mide la evolución de la cotización de ALM respecto al índice selectivo Ibex-35, la correlación que mantenía hasta abril – mayo de este ejercicio se vio afectada, en primer lugar por los resultados del 1T2017, inferiores a lo esperado, y posteriormente por la revisión a la baja de las estimaciones de la propia ALM para el conjunto del ejercicio 2017 de julio, y con la ratificación de las mismas en la presentación de los resultados correspondientes al primer semestre (1S2017).

La diferencia de comportamiento entre ambos se plasma en los datos de evolución de los últimos 12 meses. Así, mientras el Ibex-35 ha subido un 16,9% en los últimos 12 meses, ALM ha experimentado una caída en su cotización del 37,0%.

Gráfico n. 2

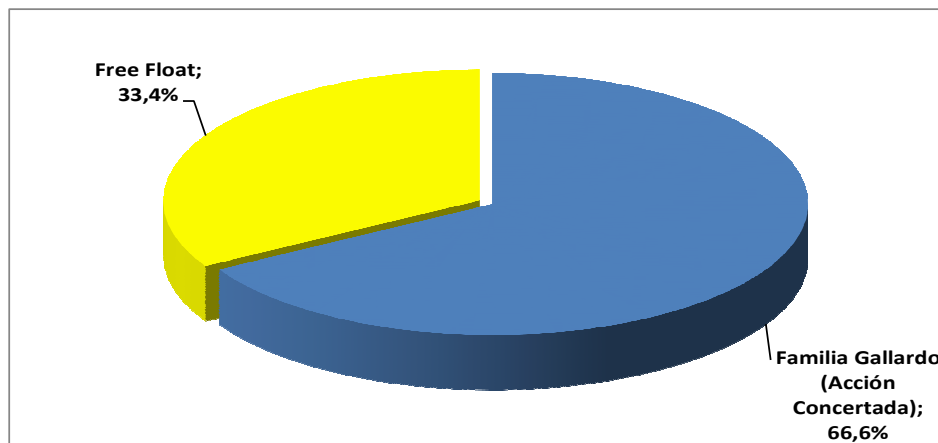
EVOLUCIÓN COTIZACIÓN ALMIRALL vs IBEX-35 (12 meses)



Fuente: FactSet.

Almirall (ALM), Octubre 2017

El siguiente gráfico muestra el accionariado de ALM, que prácticamente no ha variado en los últimos ejercicios, manteniendo la familia Gallardo el control de la Compañía, con el 66,6% del capital. Indicar que se está produciendo un relevo familiar, al haber entrado en el Consejo de Administración dos miembros de la nueva generación de los Gallardo, lo que dota de una cierta estabilidad al Grupo. No obstante, consideramos que el *free-float* de la Compañía es bastante reducido, lo que limita el interés de los inversores en el valor.

Gráfico n. 3
ACCIONISTAS DE ALMIRALL (octubre 2017)


Fuente: CNMV.

HEMOS VALORADO ALMIRALL EN EUR 9,08 POR ACCIÓN, POR LO QUE REAFIRMAMOS NUESTRA RECOMENDACIÓN DE MANTENER EL VALOR EN CARTERA, DADO SU POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 9,0%

ALM es un grupo farmacéutico internacional integrado verticalmente que investiga, desarrolla, fabrica y comercializa productos farmacéuticos propios y de terceros en áreas con necesidades médicas no cubiertas.

Tras la venta a finales de 2014 de su franquicia a AstraZeneca (AZ), ALM centró sus recursos en el crecimiento en el segmento de Dermatología, área en la que había desarrollado mucho conocimiento (*know-how*) y en el que su cartera de productos era más amplia. En este sector, el tamaño y el portfolio de productos son muy importantes, ya que garantizan el poder competir con los grandes laboratorios que operan en el mismo.

Adicionalmente, el Grupo culminó la adquisición en enero de 2016 de la participación que le faltaba para ostentar el 100% del capital de ThermiGen, que opera en el mercado de la Estética, que ha servido de rampa de lanzamiento para que la Compañía pueda expandirse en este segmento de mercado, que consideramos es bastante complementario con el de Dermatología.

Por otra parte, indicar que el sector en el que opera ALM es muy intensivo en tecnología, ya que la vida útil de los productos está garantizada mediante patentes durante una serie de años, antes de que aparezcan genéricos, cuyo precio inferior les hace ser más susceptibles a la competencia. Por ello, ALM dedica todos los ejercicios un importe superior al 10% y cercano al 15% de su facturación al desarrollo de productos que tengan una vida útil elevada y que puedan sustituir a los que componen su cartera de productos en la actualidad.

Almirall (ALM), Octubre 2017

Aunque ALM opera en múltiples mercados, el mercado Dermatológico de EEUU (19,25% de ventas totales en 1S2017 vs 43,6% de ventas totales en 1S2016) es el que aporta una mayor rentabilidad a los productos del Grupo, por lo que el Grupo decidió apostar fuerte por expandirse en este mercado, a través de su filial Aqua, y mediante la comercialización de su producto estrella, Acticlate®.

En el primer semestre de 2017 (1S2017) los resultados se vieron afectados por el impacto negativo de tres factores en el mercado de EEUU: i) reducción del nivel de inventarios por parte de los distribuidores de producto, ii) un mal uso del sistema de Atención al Paciente (PAP) por parte de algunas farmacias, lo que conllevó un coste de ventas superior, y iii) la aparición de un genérico para Acticlate, lo que ha forzado a ALM a lanzar, a través de su socio Teva Pharmaceuticals, su propio genérico autorizado.

Como consecuencia, la propia ALM se vio obligada a ajustar a la baja sus previsiones de resultados, pasando de un crecimiento inicial esperado en las Ventas Netas e Ingresos Totales de un dígito bajo o medio en 2017 a una caída de los mismos de un doble dígito bajo. Asimismo, el EBITDA también vio reducida su previsión, desde un crecimiento de un dígito medio en 2017 vs 2016, hasta prever ahora un importe de entre EUR 140 – 170 millones (EUR 212 millones en 2016).

Así, también nosotros hemos establecido nuestras estimaciones, con una fuerte caída de los resultados en 2017: con una caída de las ventas netas de un 12,5% interanual respecto a 2016, un EBITDA inferior que caerá un 33,1% interanual, hasta situarse en el 21,2% de las ventas (27,7% en 2016) y una pérdida neta atribuible de EUR 53,64 millones. Posteriormente, los lanzamientos de Skilarence® (3T2017) y de Tildrakizuman (2T2018), así como la corrección de los factores mencionados permitirán la mejora de resultados, aunque sin superar en 2019 las cifras alcanzadas en 2016.

Además, hemos valorado ALM por dos métodos: i) descuento de flujos de caja ajustados a impuestos, y ii) por múltiplos relativos a los que cotiza un grupo de compañías de referencia que operan en su sector. Hemos alcanzado una valoración media de EUR 9,08 por acción, lo que supone que la acción cotiza con un potencial de revalorización del 9,0%.

Creemos que el enfoque de ALM de haber centrado su negocio en la Dermatología, para poder competir de manera más eficiente, es acertado. No obstante, no estamos tan seguros de la apuesta del Grupo por destinar grandes recursos a un mercado tan competitivo como el de EEUU, en el que el precio es una variable muy sensible. Creemos que la reestructuración de la dirección del Grupo, con gente con una mayor experiencia en dicho mercado podría ser un buen catalizador para intentar relanzar su negocio y sus productos allí. En la actualidad, la acción de ALM cotiza con un potencial de revalorización del 9,0% respecto a nuestra valoración por fundamentales, por lo que reafirmamos nuestra recomendación de **MANTENER** el valor en cartera.

Almirall (ALM), Octubre 2017
ANEXO n. 1
PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS
(Evolución 2010/2016; Proyecciones 2017/2019)

	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO										
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	2,56	2,68	1,91	1,99	3,80	3,07	0,84	1,24	1,11	1,46
. Activo disponible (ef+real)/pcirc	1,19	1,06	0,64	0,67	1,98	0,82	0,22	0,21	0,55	0,87
. Fondo de maniobra (EUR mill.)	373,97	383,23	301,71	366,97	845,53	746,08	-63,48	60,96	45,09	166,49
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO										
. F.Propios+int.min./pasivo total	0,58	0,56	0,51	0,54	0,58	0,53	0,50	0,68	0,59	0,53
. F.Propios+int.min./pasivo l/p	1,67	1,54	1,38	1,64	1,90	1,60	1,83	5,05	4,54	2,30
. F.Propios+int.min./activo fijo	0,72	0,71	0,66	0,73	1,06	0,93	0,62	0,88	0,86	0,81
. Fondos accionista/activo fijo	0,79	0,78	0,73	0,81	1,20	1,10	0,62	0,91	0,89	0,86
. Recursos permanentes/activo fijo	1,22	1,24	1,22	1,26	1,77	1,70	0,97	1,10	1,10	1,23
. Recursos ajenos/activo total	0,43	0,45	0,49	0,47	0,43	0,48	0,51	0,33	0,42	0,48
. Deuda neta/fondos accionista	0,02	0,04	0,07	4%	-17%	1%	22%	-6%	-3%	-2%
. EBIT/gastos financieros brutos	5,75	3,65	2,17	5,67	10,15	26,43	-15,83	6,74	5,25	7,57
. Gastos financieros brutos/ventas n.	0,02	0,02	0,03	2,6%	2,4%	2,5%	0,8%	1,2%	1,9%	1,9%
. EBITDA/gtos.f.inancieros netos	12,76	10,55	9,21	13,05	17,64	32,65	-2,7	27,6	22,8	15,3
. Endeudamiento neto (EUR mill.)	32,54	80,28	113,10	71,53	-278,24	21,99	192,21	-52,29	-26,70	-15,45
RENDIMIENTO INVERSIÓN										
. ROA	2,2%	1,3%	n.s.	2,8%	5,2%	20,8%	n.s.	5,4%	5,6%	11,2%
. ROE	3,8%	2,4%	n.s.	5,1%	9,4%	40,3%	n.s.	8,6%	10,1%	23,5%
. ROCE	3,7%	2,6%	2,6%	5,0%	7,2%	33,6%	-3,0%	8,4%	8,3%	17,1%
. Fondos propios/capital social	7,4	6,8	6,0	6,3	6,1	5,6	3,7	4,3	4,6	4,4
. BAII/fondos accionista (A)	4,1%	2,5%	-4,2%	5,5%	10,4%	30,6%	-10,1%	5,1%	8,1%	13,7%
. EBIT/recursos permanentes (A1)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,1	10,3%
. A/A1	1,3	1,2	-3,1	1,3	1,5	1,5	1,7	1,1	1,1	1,3
RESULTADOS EXPLOTACIÓN										
. Margen bruto	69%	67%	66%	79%	78%	78%	75%	70%	70%	69%
. Margen explotación	13,3%	8,8%	5,5%	14,6%	24,6%	64,8%	-12,2%	7,8%	10,1%	14,5%
. EBITDA/ventas	26,5%	23,4%	21,2%	27,7%	35,4%	76,9%	-1,9%	18,1%	18,3%	21,9%
. Bº Neto/ventas	9,1%	5,4%	-8,0%	9,9%	19,2%	57,0%	-4,9%	11,2%	11,0%	13,4%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO										
. Ventas netas/tesorería	2,5	2,9	3,2	3,1	1,1	2,6	8,6	19,2	19,8	14,1
. Ventas netas/cuentas a cobrar	6,1	6,2	5,7	5,9	5,7	3,8	7,0	6,9	7,3	8,50
. Ventas netas/existencias	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
. Ventas netas/activo total	23%	23%	24%	27%	27%	31%	39%	50%	53%	57%
DATOS POR ACCIÓN										
. Beneficio neto por acción (EUR)	0,38	0,21	-0,31	0,44	0,76	2,59	-0,19	0,45	0,51	0,71
. Dividendo por acción (EUR)	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,91	0,00	0,15	0,17	0,21
. Cash-flow por acción (EUR)	0,92	0,79	0,30	1,02	1,19	3,08	0,21	0,85	0,89	1,09
. Valor contable por acción (EUR)	4,77	4,23	3,36	3,99	7,24	6,54	1,70	3,46	3,24	2,92
. Precio/valor contable (veces) (*)	1,75	1,97	2,48	2,09	2,57	2,10	6,96	2,15	1,64	2,33
RATIOS BURSÁTILES										
. Precio (EUR) (*)	8,33	8,33	8,33	8,33	18,63	13,75	11,84	7,45	5,31	6,82
. PER	22,2	38,8	n.s.	19,1	24,4	5,3	n.s.	16,7	10,5	9,6
. Precio/cash-flow	9,1	10,5	27,9	8,2	15,6	4,5	57,3	8,8	6,0	6,3
. Rentabilidad por dividendo	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	1,0%	6,6%	0,0%	2,0%	3,2%	3,1%
. Pay-out	51%	89%	0%	44%	25%	35%	0%	34%	34%	30%

(*) El precio de los años 2016 - 2019 es el actual.

Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.

Almirall (ALM), Octubre 2017
ANEXO n. 2
CUENTA DE RESULTADOS
(Evolución 2010/2016; Proyecciones 2017/2019)

EUR millones	2019E	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
Total Ventas	711,61	688,88	668,82	764,36	684,99	786,40	692,89	682,88	768,42	882,44
Coste de Ventas	(224,16)	(227,33)	(227,40)	(162,77)	(150,79)	(171,44)	(175,03)	(208,16)	(233,43)	(273,79)
MARGEN BRUTO	487,46	461,55	441,42	601,59	534,20	614,96	517,86	474,73	534,99	608,65
Gastos Explotación	(531,21)	(527,46)	(523,48)	(584,84)	(449,94)	(726,26)	(734,81)	(638,56)	(562,35)	(600,03)
Otros ingresos explotación (*)	138,29	126,87	118,57	94,85	84,02	141,05	132,59	217,29	104,66	119,65
Ingresos y Gastos no recurrentes (**)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	480,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CASH-FLOW EXPLOTACIÓN O EBITDA	188,57	161,00	141,81	211,90	242,53	604,38	(13,04)	123,53	140,76	193,20
Amortización inmovilizado	(94,04)	(100,05)	(105,31)	(100,30)	(74,25)	(84,71)	(69,45)	(68,04)	(63,21)	(61,89)
Otras provisiones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	(9,92)	(1,86)	(2,05)	(0,24)	(3,03)
BENEFICIO EXPLOTACIÓN O EBIT NO RECURRENTE	94,53	60,95	36,50	111,61	168,28	509,75	(84,35)	53,45	77,30	128,28
BENEFICIO EXPLOTACIÓN O EBIT RECURRENTE	94,53	60,95	36,50	111,61	168,28	29,75	(84,35)	53,45	77,30	128,28
Rdos. financieros netos	(14,78)	(15,25)	(15,40)	(16,24)	(13,75)	(18,51)	(4,87)	(4,48)	(6,17)	(12,60)
Otros ajustes y resultados	0,00	0,00	(89,00)	(2,73)	18,11	(9,26)	(0,51)	(0,15)	0,84	3,50
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	79,75	45,70	(67,90)	92,64	172,64	481,98	(89,73)	48,82	71,97	119,18
Impuesto sobre ganancias	(14,75)	(8,60)	14,26	(17,16)	(40,81)	(33,55)	56,01	27,47	12,19	(0,58)
BENEFICIO NETO	65,00	37,10	(53,64)	75,48	131,83	448,43	(33,72)	76,29	84,17	118,60
Minoritarios	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	65,00	37,10	(53,64)	75,48	131,83	448,43	(33,72)	76,29	84,17	118,60
<i>EBITDA</i>	<i>188,57</i>	<i>161,00</i>	<i>141,81</i>	<i>211,90</i>	<i>242,53</i>	<i>604,38</i>	<i>(13,04)</i>	<i>123,53</i>	<i>140,76</i>	<i>193,20</i>
<i>EBIT</i>	<i>94,53</i>	<i>60,95</i>	<i>36,50</i>	<i>111,61</i>	<i>168,28</i>	<i>509,75</i>	<i>(84,35)</i>	<i>53,45</i>	<i>77,30</i>	<i>128,28</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>159,05</i>	<i>137,15</i>	<i>51,67</i>	<i>175,78</i>	<i>206,08</i>	<i>533,14</i>	<i>35,73</i>	<i>144,33</i>	<i>147,38</i>	<i>180,49</i>

(*) Incluye la consecución del 85% de los hitos de la operación con AstraZeneca (AZ) en siete años a partir de 2015

(**) Se incluye el 50% de la venta de la franquicia respiratoria en 2014, y la capitalización del 50% restante de la misma en años posteriores

BALANCE DE SITUACIÓN - Grupo Consolidado
(Evolución 2010/2016; Proyección 2017/2018)

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
INMOVILIZADO	2.328,92	2.199,25	2.079,98	1.385,26	1.433,14	1.438,12	1.045,67	997,95	1.008,67
ACTIVO CIRCULANTE	611,34	634,26	738,55	1.147,08	1.107,27	334,60	310,44	458,66	528,07
TOTAL ACTIVO	2.940,26	2.833,51	2.818,53	2.532,35	2.540,40	1.772,72	1.356,11	1.456,61	1.536,74

EUR millones	2018E	2017E	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
FONDOS PROPIOS	1.643,68	1.451,75	1.520,28	1.462,58	1.339,57	888,33	923,67	854,71	819,30
. Capital y prima emisión	240,64	240,64	240,64	240,64	240,64	240,64	214,85	186,73	186,73
. Reservas	1.365,93	1.264,75	1.171,06	1.072,24	658,81	692,53	642,97	588,27	517,11
. Ajustes de valoración	0,00	0,00	33,09	17,88	(8,32)	(11,12)	(10,44)	(4,45)	(3,14)
. Beneficio sociedad dominante	37,10	(53,64)	75,48	131,83	448,43	(33,72)	76,29	84,17	118,60
PROVISIONES RIESGOS Y GASTOS	17,79	17,79	17,79	18,53	26,25	14,77	15,65	15,41	16,70
ACREEDORES LARGO PLAZO	1.068,48	1.049,21	926,66	768,21	839,64	486,30	182,96	188,33	355,86
ACREEDORES CORTO PLAZO	228,11	332,55	371,59	301,56	361,19	398,08	249,48	413,56	361,58
DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CONSOLIDACION	0,00	0,00	52,97	32,02	6,95	(4,68)	(3,21)	(4,23)	(1,40)
TOTAL PASIVO	2.940,26	2.833,51	2.818,53	2.532,35	2.540,40	1.772,72	1.356,11	1.456,61	1.536,74
Número acciones (millones)	173,0	173,0	173,0	173,0	173,0	173,0	170,5	166,1	166,1

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

Almirall (ALM), Octubre 2017

ANEXO n. 3
CÁLCULO DE LA TASA DE DESCUENTO APLICADA AL MODELO

WACC (Weighted average cost of capital)	recursos empleados	proporción recursos empleados	coste (*) oportunidad	tasa impositiva	coste después tasa imp.	contribución tasa actualización
Fondos Propios 31/12/16	1.520,28	87%	6,52%	--	6,52%	5,66%
Deuda Financiera Neta Operativa 31/12/16 (*)	231,83	13%	8,22%	18,52%	6,70%	0,89%
Total	1.752,11	100%				6,54%

(*) No se incluye dentro la Deuda Financiera Operativa el cobro de \$ 1050 millones (\$ 900 millones +\$ 150 millones) procedentes de AstraZeneca.

(**) Deuda Financiera Neta Operativa = Deuda Financiera Bruta - Caja operativa

VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA - PRINCIPALES PARÁMETROS APLICADOS

	Otros activos	Deuda bruta	Valor compañía
DCF ajustado (EUR mill.)	154,63		
Valor residual	1.465,91		
Total	1.620,54	466,71	(321,03)
Valoración por acción - EUR			10,21
Descuento (20%)			2,04
Valoración por acción (con descuento) - EUR			8,17

Tir bono 10 años:	1,55%
g (crecimiento perpétuo):	1,50%
Prima mercado:	7,53%
Beta:	0,66
Prima de riesgo	4,97%
PER Residual:	19,8

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2010/2016; Proyecciones 2017/2019)

EUR millones	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Beneficio explotación (EBIT)	128,28	77,30	53,45	(84,35)	509,75	168,28	111,61	36,50	60,95	94,53
Impuestos imputables al EBIT	(4,36)	13,24	29,99	52,97	(34,84)	(44,06)	(20,17)	11,02	(12,80)	(19,85)
EBIT ajustado (NOPLAT)	123,92	90,54	83,44	(31,38)	474,92	124,22	91,44	47,53	48,15	74,68
Amortización	61,89	63,21	68,04	69,45	84,71	74,25	100,30	105,31	100,05	94,04
Otros cargos	3,03	0,24	2,05	1,86	9,92	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash-flow explotación ajustado	188,84	154,00	153,52	39,93	569,54	198,47	191,74	152,84	148,20	168,72



Javier de Pedro
Enrique Zamácola
Enrique Ramos
Tel Directo: 915 733 027
Fax: 915 044 046

Almirall (ALM), Octubre 2017

