

LABORATORIOS ALMIRALL (ALM)

Actualización

Sector: Productos Farmacéuticos y Biotecnología (Bienes de Consumo)

ACUMULAR

RIESGO: ALTO

Accionistas

Acción Concertada (familia Gallardo): 66,297%

Precio acción (09/05/2019):	EUR 14,70
Precio objetivo (12 meses):	EUR 16,63
Nº de Acciones (mill):	EUR 173,85
Capitalización Bursátil (mill):	EUR 2.555,65
Máx/Min 2019:	EUR (16,18 / 13,37)
Máx/Min (12 meses):	EUR (17,80 / 10,07)
% Máx/Min (12 meses):	-17/46

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 15:	24,4
PER 16:	33,8
PER 17:	n.s.
PER 18:	32,9
PER 19 E:	17,0
PER 20 E:	14,3
PER 21 E:	12,7

Principales Ratios

	EV/EBITDA	EBITDA (*)(**)	Bº Neto (*)	Cash-flow (*)	BPA	CF acción	Dividendo acción	Pay-out (%)
2015	14,3	205,70	131,83	206,08	0,76	1,19	0,19	25
2016	11,5	227,60	75,48	175,78	0,44	1,02	0,19	44
2017	9,9	142,20	(303,96)	(200,30)	(1,76)	(1,16)	0,00	0
2018	17,0	177,17	77,67	167,85	0,45	0,97	0,19	42
2019E	10,5	287,55	150,18	244,22	0,86	1,40	0,20	23
2020E	9,2	315,97	178,11	266,51	1,02	1,53	0,21	21
2021E	8,1	337,72	200,54	283,64	1,15	1,63	0,22	19

(*) EUR millones

(**) EBITDA según presentaciones de resultados anuales de Almirall.

Factores Claves de la Inversión

- **Almirall (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 sector farmacéutico se caracteriza por ser muy competitivo, muy intensivo en tecnología y los grandes laboratorios que operan en el mismo tienen un tamaño considerable.** Por ello, para poder competir los laboratorios de tamaño mediano o pequeño como ALM desarrollan su negocio en nichos de mercado, en los que su experiencia permita compensar el menor tamaño.
- De esta forma, **la Compañía ha enfocado su negocio hacia el segmento de Dermatología médica, que actualmente conforma el 49% de su negocio, principalmente en los mercados europeo y estadounidense.** Además, en 2017 el Grupo sufrió una profunda reestructuración de su negocio en el mercado de EEUU, que incluyó cambios en su equipo directivo y conllevó una fuerte caída de sus resultados.
- **Como consecuencia, el nuevo equipo gestor ha centrado sus esfuerzos en aquellos productos y compuestos de mayor rentabilidad y con patentes más duraderas,** lo que le ha permitido a ALM recuperar en 2018 lo perdido en el ejercicio anterior. ALM fundamenta su crecimiento tanto en el desarrollo orgánico de sus compuestos y productos, como en el establecimiento de alianzas o acuerdos con compañías del sector.
- En ese entorno es en el que hay que enmarcar los acuerdos con Athenex (diciembre de 2017), con Dermira (febrero de 2019) y, principalmente, con Allergan (agosto de 2018). **Así, el Grupo adquirió el portfolio Dermatológico de Allergan en EEUU, lo que le ha permitido consolidar su presencia en el país, el principal mercado dermatológico mundial y el desarrollo del antibiótico Seysara®,** cuya comercialización ha sido recientemente aprobada por la Federal and Drug Administration (FDA) y que creemos constituirá una de las palancas de crecimiento del futuro.
- De esta forma, en el ejercicio 2018 **ALM alcanzó todos sus objetivos y elevó su cifra de ingresos totales** (+7,3% interanual; +8,0% a tipos constantes), gracias al impulso de sus ventas netas (+10,7% interanual; +11,4% a tipos constantes), **su cash flow de explotación (EBITDA)** un 47,3% interanual (+47,5% a tipos constantes) tras aplicar una política de reducción de costes, **y triplicó su beneficio neto** con respecto a 2017, hasta situarlo en EUR 88,2 millones.
- **Hemos estimado que ALM seguirá mejorando sus resultados en el periodo de estudio 2019 - 2021,** gracias al crecimiento orgánico impulsado por el desarrollo de tres compuestos: Illumetri®, Skilarence®, que componen conjuntamente la franquicia de psoriasis en Europa y Seysara™ en EEUU, lo que unido a la recepción de hitos (*milestones*) de Astra Zeneca (AZ), llevará a la Compañía a un crecimiento tacc del 9,4% en ventas netas, de un 24,0% tacc en EBITDA y del 37,2% tacc en beneficio neto.

- Asimismo, **hemos valorado el Grupo por dos métodos:** i) descuento de flujos de caja ajustados a impuestos y ii) por múltiplos relativos a los que cotiza un grupo de referencia de compañías de su sector, **arrojando una valoración media de EUR 2.890,95 millones, equivalente a EUR 16,63 por acción.** A precios actuales, ello supone que la acción de ALM cotiza con un potencial de revalorización del 13,1%.
- Consideramos que ALM ha sabido corregir los errores cometidos con anterioridad en el mercado dermatológico de EEUU y creemos que la política del actual equipo gestor del Grupo, de centrarse en aquellos productos o compuestos más rentables, con patentes de mayor duración y en los mercados de mayor potencial, es adecuada. Ello, unido a la saneada situación financiera, con un nivel de endeudamiento controlable y con compuestos que le otorgan una elevada visibilidad de resultados futuros, nos hacen apostar por ALM como una inversión atractiva a tener en cuenta dentro de las compañías cotizadas de mediana capitalización. No obstante, la fuerte revalorización que ha experimentado el valor en los últimos meses (+46,0% en los últimos 12 meses) ha reducido el potencial de revalorización al 13,1% a precios actuales y en función de nuestra valoración. Por todo ello, **recomendamos ACUMULAR** el valor en cartera, aprovechando cualquier recorte en su cotización para tomar posiciones en el mismo.

RECOMENDACIÓN: ACUMULAR

RIESGO: ALTO

LA ADQUISICIÓN DEL PORTFOLIO DERMATOLÓGICO DE ALLERGAN EN EEUU PERMITIRÁ A ALMIRALL CONSOLIDAR SU PRESENCIA EN DICHO MERCADO Y AUMENTAR EL PESO RELATIVO DEL MISMO EN INGRESOS Y EBITDA

En nuestro último informe de la Compañía hicimos hincapié en las dificultades que encontró ALM en 2017 en su apuesta por la expansión en el mercado norteamericano de Dermatología, debido a una serie de factores (inventarios, uso incorrecto de algunas farmacias del Programa de Atención al Paciente, y aparición de genérico competidor de Acticlate®) que conllevaron una reestructuración de la estrategia del Grupo en dicho mercado, incluyendo un cambio del equipo directivo de la filial, e influyó en los resultados de la Compañía en dicho ejercicio.

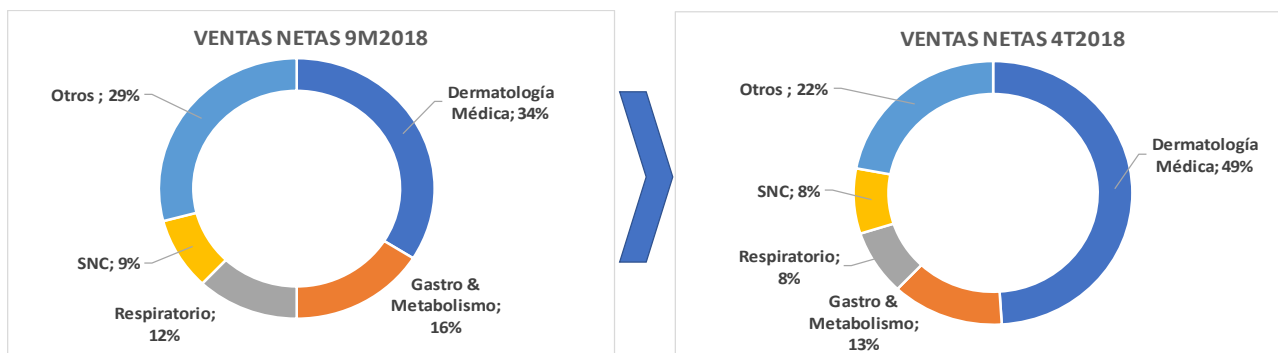
Además, también coincidió con un cambio directivo a nivel global, lo que dio lugar a un nuevo enfoque estratégico. Así, la nueva dirección de ALM ha puesto el enfoque de la Compañía en aquellos productos o compuestos más rentables y con patentes más duraderas y en aquellos mercados con mayor potencial para sus productos, lo que ha supuesto en la práctica una transformación de las divisiones del Grupo en los últimos ejercicios. De esta forma, en los ejercicios 2017 – 2019 se han producido los siguientes acontecimientos, que enumeramos a continuación y que creemos marcan la estrategia del Grupo:

- **Septiembre de 2017:** se produjo el cese de actividades de los compuestos P3058 (onicomicosis) y P3073 (psoriasis en las uñas) en EEUU (y éste último posteriormente en el resto del mundo), al no cumplir con los criterios que ALM estableció para continuar con su desarrollo. Ambos programas proceden de la adquisición de PoliGroup por parte de ALM en 2016.
- **Diciembre de 2017:** ALM alcanzó un acuerdo con Athenex para combatir la queratosis actínica (a través del compuesto KX2-391), comercializándolo en Europa y EEUU y para la comercialización de Crestor y Provisacor (medicamentos anticolesterol) en España.
- **Mayo de 2018:** AstraZeneca (AZ) presentó a la Federal and Drug Administration (FDA) de EEUU la solicitud de comercialización para el bromuro de aclidinio (Duaklir®) en EEUU. Recientemente, a finales de marzo de 2019 la FDA aprobó la comercialización del mismo, lo que proporcionará hitos (*milestones*) para ALM.
- **Junio de 2018:** ALM realizó una actualización de la evolución de sus compuestos o productos (*pipeline*), en la que indicó que el compuesto P3074 (para combatir la alopecia) tuvo un estudio positivo, mientras que el compuesto PAT001 (para combatir la ictiosis) no cumplió los criterios de desarrollo de ALM y por lo tanto la Compañía no continuó con el acuerdo de licencia con Patagonia.
- **Julio de 2018:** El Grupo anunció que dos ensayos de Fase III del compuesto KX2-391 para queratosis actínica cumplieron con el criterio de valoración primario. También en julio la Agencia Europea del Medicamento (EMA, por sus siglas en inglés) otorgó una opinión positiva sobre Illumetri® (tildrakizumab) para el tratamiento de psoriasis crónica en placa, de moderada a severa.
- **Agosto de 2018:** Adquisición del portfolio de Dermatología de Allergan por un importe de \$ 550 millones más \$ 100 millones adicionales, que incluye marcas maduras como Aczone® (dapsona), Tazorac® (tazaroteno), Azelex® (ácido azelaico) y Cordran Tape® (fludroxycortida), así como Seysara™ (sareciclina), un nuevo e innovador antibiótico *first-in-class* derivado de la tetraciclina con propiedades antiinflamatorias y con un perfil de seguridad *best-in-class*. Está indicado para el tratamiento del acné vulgaris de moderado a severo, en pacientes a partir de 9 años y se aprobó en el 4T2018. Esta adquisición supuso la búsqueda de opciones estratégicas para el negocio de estética de ALM.

- Septiembre de 2018 la Comisión Europea (CE) aprobó Illumetri® (tildrakizumab)**, un anticuerpo monoclonal humanizado de alta afinidad que inhibe la subunidad p19 de la IL-23, un mediador inflamatorio con propiedades regulatorias, y actúa modificando la patogénesis de la enfermedad, con un impacto limitado en el resto del sistema inmunitario. Illumetri® (tildrakizumab) se comercializará en todos los Estados miembros de la Unión Europea (UE), siendo Alemania el primer país en haberlo lanzado en el 4T2018. También en septiembre de 2018, la agencia de calificación crediticia Standard & Poor's (S&P) mejoró la perspectiva del *rating* de ALM, desde negativa a estable.

Gráfico n. 1

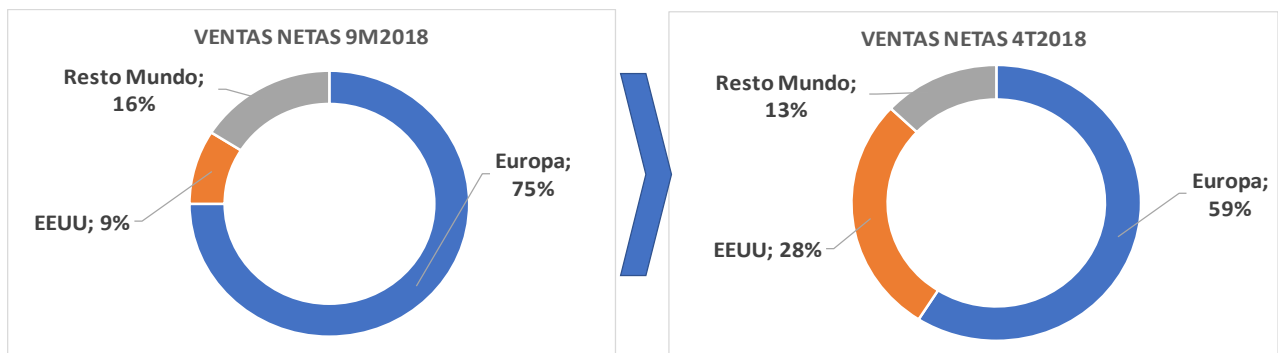
DESGLOSE VENTAS NETAS ALMIRALL POR ÁREA NEGOCIO 9M2018 vs 4T2018



Fuente: Presentación resultados 2018 Almirall. Elaboración propia.

Gráfico n. 2

DESGLOSE VENTAS NETAS ALMIRALL POR GEOGRAFÍA 9M2018 vs 4T2018



Fuente: Presentación resultados 2018 Almirall. Elaboración propia.

- Octubre de 2018: La Compañía recibió la aprobación por parte de la FDA para Seysara®.** De esta forma, ALM comenzó a comercializar Seysara® en EEUU desde enero de 2019.

Almirall (ALM), mayo 2019

- **Diciembre de 2018:** ALM actualizó nuevamente su *pipeline*, indicando que su compuesto de Fase III P-3058 (solución ungueal al 10% de terbinafina) ha alcanzado el objetivo primario de proporción de curación completa y los objetivos secundarios en el tratamiento de la onicomiosis de leve a moderada.
- **Febrero de 2019:** ALM alcanzó un acuerdo con Dermira® para la opción y derechos en Europa de lebrikizumab por \$ 30 millones y, tras recibir el paquete de información de la fase IIb, ALM dispondrá de 45 días para ejercitar su opción. Si la ejerciera, tendría que pagar \$ 50 millones más y otros pagos adicionales por cumplimiento de hitos (*milestones*).
- **Marzo de 2019:** ALM anunció un acuerdo definitivo con Celling Biosciences para desinvertir en ThermiGen por una cantidad no revelada. La operación anunciada no afecta a las estimaciones financieras 2019 de ALM.
- **Abril de 2019:** ALM recibió de AstraZeneca (AZ) el anuncio de un cobro de \$ 65 millones (\$ 30 millones a cobrar en abril de 2019 en efectivo; \$ 30 millones a cobrar en abril de 2020) por consecución de ventas en relación a la franquicia de bromuro de aclidinio traspasada por ALM a AstraZeneca (AZ) en diciembre de 2014.

Como podemos comprobar a continuación en los resultados de 2018 del Grupo, la Compañía, desde el punto de vista de negocio se ha centrado, de esta forma en el segmento de Dermatología médica, desinvirtiendo en el negocio de estética (ThermiGen). Desde el punto de vista de mercado geográfico, con la compra del portfolio Dermatológico de Allergan en EEUU, se vuelven a equilibrar las ventas netas entre los diferentes mercados y vuelve a cobrar protagonismo el mercado de EEUU, un mercado que tras la reestructuración llevada a cabo había reducido su peso relativo en las ventas netas globales de la Compañía hasta debajo del 10%.

LOS RESULTADOS DE ALMIRALL EN 2018 PLASMARON UNA MEJORA INTERANUAL, IMPULSADA POR LA CONSOLIDACIÓN DE LA FRANQUICIA DE PSORIASIS EN EUROPA Y LA ADQUISICIÓN DEL PORTFOLIO DE ALLERGAN EN EEUU

En febrero de 2019 ALM presentó sus resultados correspondientes a 2018, de los que destacamos los siguientes aspectos:

Cuadro n. 1

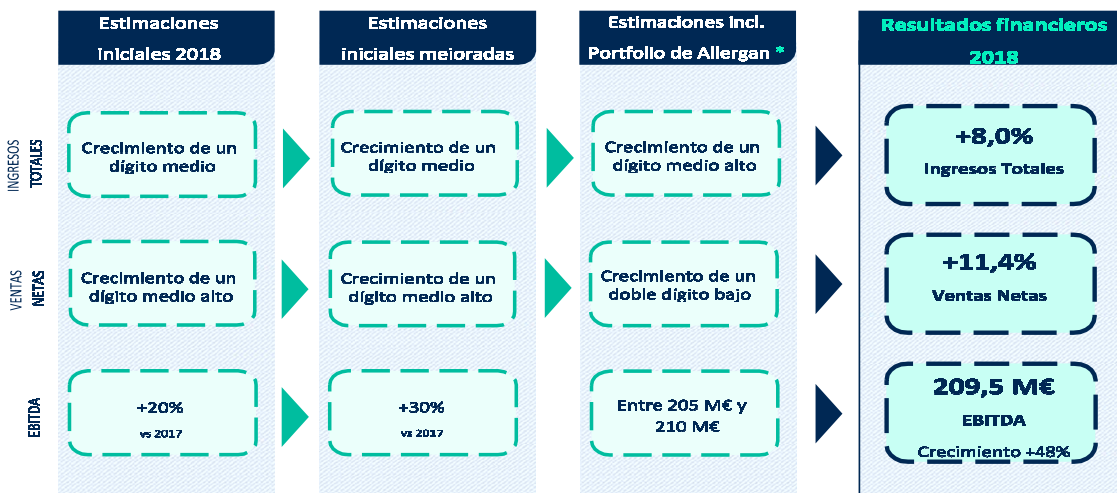
RESULTADOS ALMIRALL 2018 vs 2017

EUR millones	2018	18/17 (%)
Ingresos totales	811,0	7,3%
Ventas netas	756,9	10,7%
Margen Bruto	529,2	16,1%
% Margen Bruto / Ventas	69,9%	-
EBITDA	209,5	47,3%
Resultado neto normalizado	88,2	-

Fuente: Estados financieros de la compañía.

Almirall (ALM), mayo 2019

- ALM alcanzó una cifra de **ingresos totales** de EUR 811,0 millones en 2018, lo que supone una mejora del 7,3% en tasa interanual (+8,0% a tipos de cambio constantes). De dicho importe, EUR 756,9 millones correspondieron a **ventas netas**, una cifra superior en un 10,7% con respecto a la alcanzada un año antes (+11,4% a tipos constantes). ALM destacó como factores clave de la mejora la consolidación de la franquicia de psoriasis en Europa, con la comercialización de Illumetri® (tildrakizumab) desde noviembre 2018, el sólido desarrollo de Skilarence®, y la adquisición transformadora del portfolio de Allergan en los EEUU desde agosto.
- Por su parte, ALM obtuvo un **margen bruto** de EUR 529,2 millones, lo que supone un incremento interanual del 16,1%, impulsado por los productos clave. En términos sobre ventas el margen bruto se situó en el 69,9%, una mejora sustancial con respecto al 66,6% de 2017.
- Los gastos de Investigación y Desarrollo (I+D) alcanzaron los EUR 87,6 millones, en línea con el gasto incurrido en 2017 por el mismo concepto, después de un importante aumento del gasto en el 4T2018 debido a la firma de acuerdos de colaboración en fase de desarrollo temprano.
- Asimismo, la reducción de los gastos generales y de administración en un 1,5% a tipos constantes, a pesar de las inversiones en nuevos lanzamientos, unido a la mejora de los ingresos, permitió a ALM alcanzar un **cash flow de explotación (EBITDA)** de EUR 209,5 millones en 2018, importe superior en un 47,3% (+47,5% a tipos constantes) con respecto al del ejercicio precedente.

Gráfico n. 3
RESULTADOS FINANCIEROS 2018 ALMIRALL vs ESTIMACIONES INICIALES (tipos de cambio constantes)


(*) En los resultados 3T2018, se estimaron unas Ventas Netas de Allergan de entre de EUR 30 millones y EUR 35 millones para el 4T2018.

Fuente: Presentación Resultados 2018 Almirall.

Almirall (ALM), mayo 2019

- El **beneficio neto normalizado** de ALM en 2018 se situó en EUR 88,2 millones, más del triple de los EUR 27,1 millones de 2017. La adquisición en septiembre del portfolio de dermatología médica de Allergan en los EEUU reforzó y consolidó la posición de ALM en el país, el principal mercado dermatológico mundial.
- Destacar la **generación de flujo de caja operativo** de ALM en 2018, que se cifró en EUR 143 millones. La **deuda financiera bruta** llegó a un total de EUR 548,7 millones, representando el 23% del total de los activos. Asimismo, el Consejo de Administración de ALM realizó una propuesta de **dividendo** de EUR 0,203 por acción con cargo a los resultados de 2018, lo que supone un incremento de 7% respecto al ejercicio 2017.

ESTIMAMOS QUE LA APROBACIÓN DE NUEVOS MEDICAMENTOS, UNIDO AL CRECIMIENTO ORGÁNICO DE ALMIRALL, PERMITIRÁN AL GRUPO MEJORAR SUS VENTAS NETAS Y SUS MÁRGENES EN EL PERIODO PROYECTADO

Pasamos a continuación a desglosar nuestras nuevas estimaciones para el periodo de estudio 2019-2021. Para ello, establecemos una serie de hipótesis:

- En primer lugar, indicar que hemos elaborado este informe con la información disponible hasta la fecha del mismo. ALM basa su crecimiento tanto en el crecimiento orgánico a través del desarrollo de sus compuestos como a través de operaciones corporativas que encajen dentro de su modelo estratégico. Por ello, no descartamos que se produzcan nuevas operaciones futuras no contempladas en este informe que conlleven ajustes en nuestras estimaciones.
- Uno de los factores determinantes del negocio de ALM es la tecnología. Así, el Grupo históricamente ha destinado entre el 12% y el 15% de su cifra de ingresos netos a invertir en I+D, algo fundamental para conseguir que alguno de sus compuestos llegue a culminar en su comercialización. No obstante, no todos los segmentos de negocio requieren el mismo importe de I+D. Así, cuando ALM desarrolló su franquicia respiratoria (Duaklir®), basada principalmente en bromuro de aclidinio y que a finales de 2014 traspasó a AstraZeneca (AZ), el porcentaje estaba cerca del segmento alto de la horquilla. En la actualidad, el negocio principal de Dermatología requiere un coste algo inferior, y por ello estimamos que el Grupo destine entre el 12 – 13% de las ventas netas a I+D.
- Además, la cifra de Otros Ingresos se basa fundamentalmente en la recepción de *royalties* procedentes de la consecución de hitos (*milestones*) de productos cedidos o traspasados a otras compañías que operan en el sector. En el caso de ALM, el traspaso de la franquicia respiratoria a AstraZeneca (AZ) a finales de 2014 supone el cobro de *royalties* anuales, a los que se suman los cobros por los hitos alcanzados. Recientemente, la Compañía comunicó que AstraZeneca (AZ) alcanzó un nuevo hito por cumplimiento de ventas, por el que recibirá \$ 65 millones (\$ 35 millones en abril de 2019 y \$ 30 millones en abril de 2020), que se suman a los anuales y que hemos reflejado en este informe.
- Indicar que, en línea con la nueva estrategia que está implementando ALM de enfocar su negocio hacia los productos más rentables, consideramos que los esfuerzos comerciales del Grupo se centrarán en el desarrollo del lanzamiento de los nuevos productos. Así, en el reciente adquirido portfolio de Allergan, creemos que la Compañía centrará sus esfuerzos en el lanzamiento de Seysara™, ya que los otros productos podrían considerarse como vacas lecheras (*cash cows*), es decir, productos maduros, que generan mucha caja y no requieren inversión.

Almirall (ALM), mayo 2019

- En nuestras estimaciones ya no incluimos las ventas netas del negocio de estética (ThermiGen), vendido recientemente a Celling Biosciences, un negocio en declive y que en 2018 había facturado solo EUR 16 millones.
- Asimismo, y tal y como hemos constatado en los resultados de 2018, señalar que el Grupo genera elevados flujos de caja anuales. Es muy probable que, dado el dinamismo de la Compañía, lleve a cabo operaciones corporativas para adquirir compuestos o productos, dentro de su segmento de negocio. No obstante, al no disponer de información sobre las mismas, hemos optado por destinar parte del flujo de caja a reducir el endeudamiento y parte a aumentar la tesorería a la espera de conocer el destino real aplicado a los mencionados flujos de caja.
- Señalar, por último que mostramos nuestras estimaciones de forma homogénea con las cifras que presenta ALM en sus presentaciones de resultados, y que contienen algunas diferencias de reclasificación de las partidas de explotación con respecto a las cuentas anuales incluidas en los informes anuales de la Compañía, que son las cuentas auditadas.

A continuación, pasamos a desglosar nuestras estimaciones financieras para el periodo de estudio 2019-2021. En las mismas, consideramos que algunos medicamentos de ALM se verán afectados por la aparición de genéricos (como ocurrirá con Veltin® y Altabax® en EEUU, aunque sus ingresos eran casi residuales, o con Aczone®, también en EEUU y cuyo genérico se espera a finales de 2019), por lo que el crecimiento de los resultados de ALM vendrá impulsado tanto por el crecimiento en Europa de la franquicia de psoriasis, como por el desarrollo del lanzamiento de productos del recientemente adquirido portfolio de Allergan en EEUU.

Por ello, pasamos a hablar brevemente de ello:

- **Franquicia psoriasis en Europa:** la forman principalmente Skilarence® e Illumetri® y de forma conjunta ALM estima un pico de ventas para ambas de unos EUR 250 millones:
 - **Skilarence® (dimetilfumarato):** producto destinado al tratamiento de la psoriasis en placas de moderada a grave en adultos que precisan de un tratamiento con un medicamento sistémico. Tras la aprobación en junio 2017 de la Comisión Europea, comenzó a comercializarse en Reino Unido y Alemania, y en septiembre de 2018 ALM lo lanzó en España, Holanda y recientemente en Italia. Está previsto que los siguientes lanzamientos sean en Portugal, República Checa, Eslovaquia y Bélgica. Finalizó 2018 con unas ventas cercanas a los EUR 18 millones y un *run rate* para 2019 de EUR 30 millones.
 - **Illumetri® (tildrakizumab):** es un anticuerpo monoclonal inyectable indicado para el tratamiento de la psoriasis en placas de moderada a grave en adultos que son candidatos a tratamiento sistémico. La aprobación por parte de la Autoridad Europea del Medicamento (EMA, por sus siglas en inglés) permitió el inicio de la comercialización en Alemania en noviembre de 2018. Está previsto que en el 1S2019 se lance en Dinamarca, Noruega, Suecia, Reino Unido, Holanda y Finlandia. En el 2S2019 ALM espera el lanzamiento en España, Austria y Suiza, mientras que en 2020, este producto lo lanzará ALM en Portugal, Italia, Francia, Bélgica, Polonia y República Checa.
- **Desarrollo portfolio dermatológico de Allergan en EEUU:** Este portfolio está compuesto por cuatro productos maduros ya en el mercado y en crecimiento: Aczone® (dapsona), Tazorac® (tazaroteno), Azelex® (ácido azelaico) y Cordran Tape® (fludrocortida), que generaron en el 1S2018 unas ventas de \$ 70 millones (unos EUR 59 millones) en EEUU. Además, en enero de 2019, y tras la aprobación en octubre de 2018 de la Federal & Drug Administration (FDA), ALM lanzó en EEUU Seysara™ (sareciclina).

- **Seysara™ (sareciclina)**: Es un antibiótico oral derivado de la tetraciclina, diseñado para el tratamiento de las lesiones inflamatorias del acné vulgaris de moderado a grave. Está aprobado para pacientes de 9 años en adelante. ALM destacó el amplio mercado para este producto, dado que el 80% de los norteamericanos sufre acné en algún momento de su vida. Asimismo, el Grupo estima que este producto contribuya a los ingresos de la Compañía con un pico de ventas netas de unos \$ 150 - 200 millones.

Además, ALM destacó el progreso prometedor del *pipeline* de I+D con resultados positivos de los ensayos de fase III de ALM14789 para queratosis actínica, ALM12834 para onicomiosis y ALM12845 para alopecia androgénica.

Teniendo en cuenta todo lo mencionado, creemos que los lanzamientos de Skilarence® e Illumetri® en Europa volverán a incrementar el peso relativo de las ventas netas de este mercado, hasta situarlas ligeramente por debajo del 60% al cierre del mismo, desde casi el 50% actual. Ello tendrá también incidencia en los márgenes, ya que el mercado europeo suele tener un margen bruto más ajustado que el estadounidense.

Así, hemos estimado para 2019 una cifra de ventas netas de EUR 878,04 millones en 2019, lo que supone un incremento del 16% con respecto al ejercicio anterior. En este ejercicio 2019 hemos estimado que las ventas de EEUU en 2018, de unos \$ 140 millones, se mantendrán, compensando las ventas de Seysara™ el descenso de ingresos consecuencia de la aparición de genéricos que afectarán a otros productos, así como la desinversión del negocio de estética. En Europa, los lanzamientos previstos serán la principal palanca de crecimiento de la facturación del Grupo.

Posteriormente, en 2020 hemos previsto una mejora del 6,5% para las ventas netas de ALM, hasta situar su importe en EUR 935,12 millones, con un ligero crecimiento de las ventas en EEUU y con un crecimiento algo inferior en Europa con respecto al ejercicio precedente. Finalmente, en 2021 estimamos un repunte de las ventas netas del 6% con respecto a 2020, cerrando el ejercicio con una cifra de EUR 991,22 millones. De esta forma, el crecimiento tacc 2018-2021 será del 9,4%.

A pesar de que en los últimos ejercicios ALM se había caracterizado por la aplicación de una política de contención de los costes operativos, ya pudimos apreciar en el 4T2018 un cambio de tendencia, debido a los mayores costes provenientes de los lanzamientos de productos, algo que será continuo durante nuestro periodo de estudio, por lo que establecemos un crecimiento anual de los mismos en un entorno cercano a la inflación, del 2%

Además, y como también hemos señalado, el reciente anuncio por parte de AstraZeneca (AZ) de la consecución de un hito (*milestone*) por ventas alcanzadas de Duaklir® (bromuro de aclidinio; antigua franquicia respiratoria de ALM), incrementará la partida de Otros Ingresos de Explotación en \$ 65 millones, a los que hemos aplicado un tipo de cambio aproximado de 1€=\$1,15, a repartir entre los ejercicios 2019 y 2020, que se suman al incremento anual habitual.

Con todo lo mencionado, alcanzamos en 2019 un cash flow de explotación (EBITDA) de EUR 287,55 millones, una cifra superior en un 62,3% con respecto al importe de 2018. Posteriormente, el incremento del EBITDA será inferior, del 9,9% y del 6,9% en 2020 y 2021, respectivamente. Destacar que, en términos sobre ventas, el EBITDA aumentará significativamente su peso relativo, al pasar del 23,4% de 2018 al 34,1% de 2021. El crecimiento tacc será del 24,0% para el periodo de estudio 2019-2021.

Por su parte, el beneficio neto de explotación (EBIT) se elevará según nuestras previsiones hasta los EUR 193,50 millones en 2019, más que duplicando los EUR 86,99 millones de 2018 y que en términos de ventas se situará en el 22,0%. Un ejercicio más tarde, en 2020 crecerá un 17,6% hasta los EUR 227,57 millones, para cerrar finalmente en EUR 254,62 millones en 2021, es decir un 25,7% en términos de las ventas netas de dicho ejercicio.

Almirall (ALM), mayo 2019

El resultado financiero arrojará una pérdida financiera poco significativa y en línea con la que obtuvo en el ejercicio 2018. Recientemente ALM alcanzó un acuerdo con el Banco Europeo de Inversiones (BEI) para un préstamo a largo plazo de hasta EUR 120 millones, para financiar sus esfuerzos de I+D. El primer tramo de EUR 80 millones tiene un interés fijo durante 10 años al 1,35%.

Indicar que, tal y como hemos mostrado en una de nuestras hipótesis de partida, ALM genera unos flujos de caja bastante elevados, por lo que, según nuestras previsiones, si no surgiese ninguna oportunidad de negocio reduciría su nivel de endeudamiento actual de 2,6x (veces) deuda financiera neta / EBITDA hasta cerrar 2021 con una deuda financiera neta ligeramente por encima de cero (0,6x veces EBITDA).

No obstante, consideramos que este escenario es poco probable, ya que creemos que, en caso de disponer de caja, el Grupo empleará todo o parte de estos fondos para realizar alguna operación que suponga ampliar su presencia en alguno de los mercados en los que ya está presente o adquirir algunos compuestos o productos competidores, dentro del segmento de Dermatología médica en el que está centrando sus esfuerzos.

Hemos aplicado una tasa impositiva del 20% en el periodo de estudio, aunque ALM dispone de un crédito fiscal por importe de EUR 100 millones. No obstante, al no disponer de información de cómo y en qué cantidad lo va a aplicar, hemos decidido no incluirlo en nuestras previsiones. Con todo ello, el beneficio neto de ALM en 2019 se elevará hasta los EUR 150,18 millones, casi duplicando el importe alcanzado en 2018. Posteriormente, estimamos que aumente un 18,6% en 2020 y un 12,6% en 2021, cerrando este ejercicio con un importe de EUR 200,54 millones (37,2% tacc).

Cuadro n. 2
ESTIMACIONES RESULTADOS ALMIRALL 2018 – 2021E

EUR millones	2018	2019E	2020E	2021E	Tacc (18/21)(%)
Ventas Netas	756,93	878,04	935,12	991,22	9,4%
Cash flow Explotación (EBITDA)	177,17	287,55	315,97	337,72	24,0%
<i>Margen EBITDA / Ventas Netas</i>	<i>23,4%</i>	<i>32,7%</i>	<i>33,8%</i>	<i>34,1%</i>	
Beneficio neto Explotación (EBIT)	86,99	193,50	227,57	254,62	43,0%
<i>Margen EBIT / Ventas Netas</i>	<i>11,5%</i>	<i>22,0%</i>	<i>24,3%</i>	<i>25,7%</i>	
Resultado neto	77,67	150,18	178,11	200,54	37,2%

Fuente: Estimaciones propias.

En términos de rentabilidad sobre fondos propios medios (ROE) y sobre el capital medio empleado (ROCE), indicar que el ROE evolucionará de forma favorable entre 2019 y 2021, hasta finalizar en el 14,1%. El ROCE, por su parte, superará el coste medio ponderado del capital (wacc) (5,55%), entre 2018 y 2021 (5,8% - 9,9%). Asimismo, en todos los periodos el ROCE se situará por encima del ROE, por lo que la estructura de capital del Grupo será eficiente desde el punto de vista de la rentabilidad para el accionista.

Así, y en función de nuestras estimaciones, esperamos que ALM cree valor en términos de Economic Value Added (EVA), al superar el EBIT ajustado a impuestos o NOPLAT (*Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*) en el ejercicio el coste de oportunidad de los recursos de capital empleados (a los que se aplica el coste medio ponderado del capital o wacc).

HEMOS VALORADO ALMIRALL EN EUR 16,63 POR ACCIÓN. A PRECIOS ACTUALES, LA ACCIÓN COTIZA CON UN POTENCIAL DE REVALORIZACIÓN DEL 13,1%

Pasamos a desglosar la valoración que hemos realizado de ALM, para la que hemos empleado dos métodos: i) método de valoración de descuentos de flujos de caja futuros ajustados a impuestos, y ii) método de valoración por multiplicadores relativos a los que cotiza un grupo de compañías de referencia que operan en el sector de la Compañía.

Método de Descuento de Flujos de Caja (DFC)

El primer método consiste en descontar los flujos de caja futuros ajustados a impuestos, aplicando las hipótesis que hemos enunciado en el apartado anterior. Para ello, hemos empleado una serie de parámetros que son enumerados en el Anexo 3 de este informe, para el cálculo del coste medio ponderado del capital (wacc), que en este caso asciende al 5,55%. De acuerdo con este método, la valoración de ALM asciende a EUR 4.054,45 millones, equivalente a EUR 23,32 por acción.

A este precio le aplicamos un descuento de un 20%, debido principalmente a los siguientes factores: i) la no pertenencia al índice selectivo Ibex-35, que conlleva que su cobertura por parte de las casas de análisis sea más limitada, ii) el porcentaje del capital que fluctúa libremente en mercado del 33,7% es reducido, y su capitalización asciende a aproximadamente EUR 861,25 millones, y iii) la liquidez bursátil del valor es baja, en términos relativos, con respecto a los grandes valores cotizados de la Bolsa española.

Una vez aplicado el mencionado descuento del 20%, la valoración de ALM por este método asciende a EUR 3.243,56 millones, equivalente a EUR 18,66 por acción. A precios actuales, la acción según este método tiene un potencial de revalorización del 26,9%.

Método de múltiplos relativos

Por otra parte, hemos valorado también el Grupo aplicando el método de multiplicadores bursátiles relativos a los que cotiza un grupo de compañías que operan en el sector de ALM. En concreto, hemos aplicado el Price/Earnings Ratio (PER), el Enterprise Value/EBITDA y la rentabilidad medios de los flujos de caja libres (*FCF Yield*), todos ellos correspondientes al ejercicio 2019, al considerar que son los que mejor recogen la capacidad del Grupo de generar beneficios en el desempeño de su actividad.

De esta manera, hemos alcanzado una valoración para el Grupo de EUR 2.538,33 millones, equivalente a EUR 14,60 por acción. A precios actuales, la acción cotiza con una prima del 0,68%.

Hemos calculado la valoración media, alcanzando un valor de EUR 2.890,95 millones, que equivale a EUR 16,63 por acción. A precios actuales, esta valoración media otorga un potencial de revalorización del 13,1%.

VALORACIÓN ALMIRALL POR MÚLTIPLOS RELATIVOS (09/05/2019)

Compañía	País Origen	Precio por acción (EUR) (09/05/2019)	Capitalización (EUR millones)	PER 2019	EV/EBITDA 2019	Free Cash-Flow Yield 2019
AstraZeneca PLC	Reino Unido	67,55	88.608	21,6 x	15,2 x	3,35%
Bayer AG	Alemania	57,07	53.221	8,3 x	7,7 x	8,50%
Dechra Pharmaceuticals PLC	Reino Unido	30,89	3.170	30,5 x	21,8 x	2,61%
Vifor Pharma AG	Suiza	112,88	7.337	30,3 x	15,2 x	4,26%
GlaxoSmithKline plc	Reino Unido	17,60	87.799	13,8 x	10,2 x	6,09%
Hikma Pharmaceuticals Plc	Reino Unido	20,27	4.905	16,9 x	9,9 x	5,02%
Ipsen SA	Francia	100,00	8.381	14,7 x	10,2 x	5,58%
Merck KGaA	Alemania	96,64	42.017	16,9 x	11,4 x	5,68%
Novartis AG	Suiza	71,76	183.040	16,6 x	14,3 x	5,59%
Orion Oyj Class B	Finlandia	29,31	4.133	21,7 x	13,4 x	4,63%
Recordati S.p.A.	Italia	35,37	7.397	22,2 x	14,9 x	4,45%
Roche Holding Ltd Genusssch.	Suiza	228,40	196.844	13,7 x	9,4 x	5,80%
Sanofi	Francia	73,38	91.733	12,8 x	9,3 x	7,04%
UCB S.A.	Bélgica	69,08	13.436	15,2 x	9,8 x	6,38%
Vectura Group plc	Reino Unido	0,91	604	18,1 x	9,9 x	2,91%
Mediana				16,9 x	10,2 x	5,58%
Valoración ALM (EUR por acción)				14,57	14,19	15,04
Promedio						14,60

Fuente: FactSet. Elaboración propia.

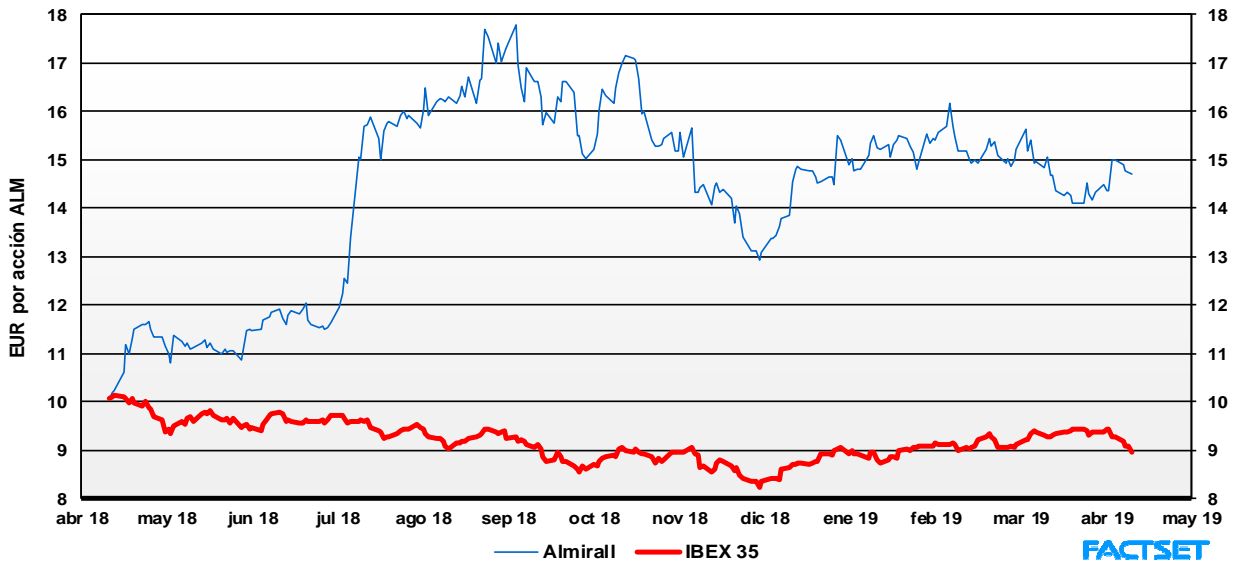
Evolución bursátil

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 334.424 títulos, equivalente a EUR 4,82 millones, y su frecuencia de contratación ha sido del 100%.

Como se puede apreciar en el Gráfico n. 4 adjunto, en los últimos doce meses ALM ha superado en todo momento la evolución del índice selectivo español Ibex-35 (+46,0% vs -11,0%), con una revalorización que en algunos momentos llegó a duplicar su valor, principalmente al conocerse la noticia de la adquisición en agosto del portfolio dermatológico de Allergan en EEUU.

No obstante, en el terreno negativo los resultados correspondientes a los primeros nueve meses de 2018 (9M2018) fueron mal acogidos por los inversores, lo que probablemente, unido a la toma de beneficios tras el fuerte repunte experimentado por la acción, provocó la corrección que observamos en el gráfico. En 2019 se ha estabilizado la cotización de la acción.

Indicar respecto al accionariado de ALM, que no ha variado en los últimos ejercicios, manteniendo la familia Gallardo, mediante una acción concertada un porcentaje mayoritario del capital (66,3%). Además, la nueva generación de la familia ya está integrada en el Consejo de Administración, lo que creemos otorgará continuidad al proyecto de ALM.

EVOLUCIÓN COTIZACIÓN ALMIRALL vs IBEX-35 (12 meses)


Fuente: FactSet.

CREEMOS QUE LA REORIENTACIÓN ESTRATÉGICA DE ALMIRALL HACIA PRODUCTOS MÁS RENTABLES Y MERCADOS CON MAYOR POTENCIAL OTORGA AL GRUPO UNA MAYOR VISIBILIDAD DE RESULTADOS. RECOMENDAMOS ACUMULAR EL VALOR EN CARTERA

Almirall (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.

En los últimos ejercicios, y como consecuencia de la reestructuración de la dirección realizada en 2017, la Compañía dio un giro a su estrategia y se centró en aquellos compuestos o productos más rentables y con unas patentes más largas o duraderas, desinvirtiendo de aquellos negocios, compuestos o productos que no cumplieran con sus expectativas, como el negocio de estética (ThermiGen). De esta forma, ALM ha obtenido unos resultados muy positivos en 2018, con una mejora de sus ventas netas (+7,3%; +8,0% a tipos constantes), del cash flow de explotación (EBITDA) (+47,3%; +47,5% a tipos constantes) y de su beneficio neto, que triplicó el obtenido en el ejercicio anterior.

Almirall (ALM), mayo 2019

Así, ALM basó su crecimiento tanto en el desarrollo orgánico de sus compuestos, como en el establecimiento de alianzas con otros competidores, con el foco de su negocio puesto en el segmento de Dermatología médica, un segmento en el que ALM tiene mucho *expertise*. De esta forma, ha adquirido un tamaño considerable, algo que es fundamental en un entorno tan competitivo, ha desarrollado una tecnología compleja, a partir de una inversión en gastos de I+D de entre el 12 -15% de sus ventas netas, mientras centraba sus esfuerzos de comercialización en tres compuestos: Skilarence®, Illumetri® (ambos constituyen la franquicia de psoriasis en Europa) y, recientemente en el lanzamiento de Seysara™, un antibiótico oral para curar el acné en EEUU.

Estos tres productos constituyen a corto y medio plazo sus palancas de crecimiento para los próximos ejercicios (2019-2021). Indicar que, más a largo plazo, también hay que destacar el acuerdo reciente alcanzado entre ALM y Dermira, sobre lebrikizumab, un producto destinado a la cura de la dermatitis atópica, una enfermedad con una incidencia mayor que la psoriasis. Solo existe un producto en el mercado (Dupi de Sanofi) y en el primer año vendió por encima de los \$ 600 millones, con unas ventas pico previstas de \$ 5.000 – 6.000 millones).

Con este compuesto, ALM tiene la posibilidad de convertirse en uno de los principales actores del mercado, aunque solo tiene opción de compra de licencias para Europa, no para EEUU, pero este compuesto podría suponer otro *driver* de crecimiento para ALM, aunque ya sería para los ejercicios 2022-2023, fuera del periodo de estudio de este informe.

Teniendo todo ello en cuenta, hemos establecido nuestras nuevas estimaciones, en las que prevemos que ALM mantenga la senda de recuperación de sus resultados que empezó en 2018. Así, esperamos que la Compañía aumente sus ventas netas a un crecimiento tacc del 9,4% en el periodo de estudio 2019-2021. El cash flow de explotación (EBITDA), por su parte, aumentará a un crecimiento tacc del 24,0%, mientras que su beneficio neto crecerá a una tacc del 37,2%.

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 16,63 por acción, lo que supone que la acción cotiza en la actualidad con un potencial de revalorización del 13,1%.

Consideramos que ALM ha sabido corregir los errores cometidos con anterioridad en el mercado dermatológico de EEUU y creemos que la política del actual equipo gestor del Grupo, de centrarse en aquellos productos o compuestos más rentables, con patentes de mayor duración y en los mercados de mayor potencial, es adecuada. Ello, unido a la saneada situación financiera, con un nivel mínimo de endeudamiento y con compuestos que le otorgan una elevada visibilidad de resultados futuros, nos hacen apostar por ALM como una inversión atractiva a tener en cuenta dentro de las compañías cotizadas de mediana capitalización.

No obstante, la fuerte revalorización que ha experimentado el valor en los últimos meses (+46,0% en los últimos 12 meses) ha limitado su potencial de revalorización al 13,1% a precios actuales y en función de nuestra valoración, Por todo ello, **recomendamos ACUMULAR** el valor en cartera, aprovechando cualquier recorte en su cotización para tomar posiciones en el mismo.

ANEXO n. 1
PRINCIPALES RATIOS ECONÓMICO-FINANCIEROS
(Evolución 2015/2018; Proyecciones 2019/2021)

	2021E	2020E	2019E	2018	2017	2016	2015
RATIOS DE LIQUIDEZ A CORTO PLAZO							
. Ratio de solvencia (acir/pcir)	0,91	1,38	1,82	1,70	1,48	1,99	3,80
. Activo disponible (ef+real)/pcir	0,47	0,60	0,61	0,35	0,80	0,67	1,98
. Fondo de maniobra (EUR mill.)	-79,96	190,66	246,02	170,30	166,96	366,97	845,53
ESTRUCTURA DE CAPITAL/SOLVENCIA A LARGO PLAZO							
. F.Propios+int.min./pasivo total	0,41	0,49	0,50	0,50	0,52	0,54	0,58
. F.Propios+int.min./pasivo l/p	1,33	1,41	1,29	1,25	1,63	1,64	1,90
. F.Propios+int.min./activo fijo	0,55	0,63	0,63	0,60	0,68	0,73	1,06
. Fondos accionista/activo fijo	0,59	0,67	0,67	0,65	0,76	0,81	1,20
. Recursos permanentes/activo fijo	1,03	1,14	1,18	1,16	1,21	1,26	1,77
. Recursos ajenos/activo total	0,60	0,53	0,52	0,52	0,50	0,47	0,43
. Deuda neta/fondos accionista	0,13	0,22	0,32	0,36	-0,02	4%	-17%
. EBIT/gastos financieros brutos	39,88	34,82	29,00	15,64	-13,85	5,67	10,15
. Gastos financieros brutos/ventas n.	0,01	0,01	0,01	0,01	0,04	2,6%	2,4%
. EBITDA/gtos.financieros netos	85,75	64,07	49,70	38,67	-9,93	13,05	17,64
. Endeudamiento neto (EUR mill.)	192,99	341,40	476,17	462,42	-30,15	71,53	-278,24
RENDIMIENTO INVERSIÓN							
. ROA	6,3%	6,2%	5,9%	3,4%	n.s.	2,8%	5,2%
. ROE	14,1%	12,5%	11,7%	6,7%	n.s.	5,1%	9,4%
. ROCE	9,9%	8,8%	8,2%	5,8%	-18,2%	5,0%	7,2%
. Fondos propios/capital social	5,5	5,9	5,5	4,8	4,7	6,3	6,1
. BAI/fondos accionista (A)	17,0%	14,1%	12,8%	5,8%	-25,4%	5,5%	10,4%
. EBIT/recursos permanentes (A 1)	0,1	0,1	0,1	0,0	-0,2	0,0	0,1
. A/A 1	1,7	1,7	1,7	1,5	1,6	1,3	1,5
RESULTADOS EXPLOTACIÓN							
. Margen bruto	80%	79%	78%	79%	73%	79%	78%
. Margen explotación	25,7%	24,3%	22,0%	11,5%	-48,5%	14,6%	24,6%
. EBITDA/ventas	34,1%	33,8%	32,7%	23,4%	-32,3%	27,7%	35,4%
. BºNeto/ventas	20,2%	19,0%	17,1%	10,3%	-47,5%	9,9%	19,2%
UTILIZACIÓN DEL ACTIVO							
. Ventas netas/tesorería	2,3	3,1	4,9	8,9	3,0	3,1	1,1
. Ventas netas/cuentas a cobrar	4,2	4,2	4,4	3,9	7,1	5,9	5,7
. Ventas netas/existencias	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
. Ventas netas/activo total	30%	31%	32%	32%	29%	27%	27%
DATOS POR ACCIÓN							
. Beneficio neto por acción (EUR)	1,15	1,02	0,86	0,45	-1,76	0,44	0,76
. Dividendo por acción (EUR)	0,22	0,21	0,20	0,19	0,00	0,19	0,19
. Cash-flow por acción (EUR)	1,63	1,53	1,40	0,97	-1,16	1,02	1,19
. Valor contable por acción (EUR)	1,34	2,23	1,96	0,98	3,09	3,99	7,24
. Precio/valor contable (veces) (*)	10,98	6,58	7,50	15,08	2,71	3,70	2,57
RATIOS BURSÁTILES							
. Precio (EUR) (*)	14,70	14,70	14,70	14,70	8,35	14,76	18,63
. PER	12,7	14,3	17,0	32,9	n.s.	33,8	24,4
. Precio/cash-flow	9,0	9,6	10,5	15,2	n.s.	14,5	15,6
. Rentabilidad por dividendo	1,5%	1,4%	1,4%	1,3%	0,0%	1,3%	1,0%
. Pay-out	19%	21%	23%	42%	0%	44%	25%

(*) El precio de los años 2018 - 2021 es el actual.

Fuente: Memorias anuales de Compañía. Estimaciones propias.

Almirall (ALM), mayo 2019
ANEXO n. 2
CUENTA DE RESULTADOS
(Evolución 2015/2018; Proyecciones 2019/2021)

EUR millones	2021E	2020E	2019E	2018	2017	2016	2015
Total Ventas	991,22	935,12	878,04	756,93	639,38	764,36	684,99
Coste de Ventas	(198,24)	(196,37)	(193,17)	(162,59)	(173,01)	(162,77)	(150,79)
MARGEN BRUTO	792,98	738,74	684,87	594,34	466,38	601,59	534,20
Gastos Explotación	(699,38)	(651,19)	(586,66)	(561,40)	(892,80)	(584,84)	(449,94)
Otros ingresos explotación (*)	161,02	140,02	95,29	54,05	116,40	94,85	84,02
Ingresos y Gastos no recurrentes (**)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CASH-FLOW EXPLOTACIÓN O EBITDA	337,72	315,97	287,55	177,17	(206,36)	211,90	242,53
Amortización inmovilizado	(83,10)	(88,40)	(94,04)	(90,18)	(103,66)	(100,30)	(74,25)
Otras provisiones	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BENEFICIO EXPLOTACIÓN O EBIT NO RECURRENTE	254,62	227,57	193,50	86,99	(310,02)	111,61	168,28
BENEFICIO EXPLOTACIÓN O EBIT RECURRENTE	254,62	227,57	193,50	86,99	(310,02)	111,61	168,28
Rdos. financieros netos	(3,94)	(4,93)	(5,79)	(4,58)	(20,78)	(16,24)	(13,75)
Otros ajustes y resultados	0,00	0,00	0,00	(7,44)	9,73	(2,73)	18,11
BENEFICIO ANTES DE IMPUESTOS	250,68	222,64	187,72	74,97	(321,06)	92,64	172,64
Impuesto sobre ganancias	(50,14)	(44,53)	(37,54)	2,70	17,10	(17,16)	(40,81)
BENEFICIO NETO	200,54	178,11	150,18	77,67	(303,96)	75,48	131,83
Minoritarios	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
BENEFICIO ATRIBUIBLE Grupo	200,54	178,11	150,18	77,67	(303,96)	75,48	131,83
<i>EBITDA</i>	<i>337,72</i>	<i>315,97</i>	<i>287,55</i>	<i>177,17</i>	<i>(206,36)</i>	<i>211,90</i>	<i>242,53</i>
<i>EBIT</i>	<i>254,62</i>	<i>227,57</i>	<i>193,50</i>	<i>86,99</i>	<i>(310,02)</i>	<i>111,61</i>	<i>168,28</i>
<i>Cash-flow ejercicio</i>	<i>283,64</i>	<i>266,51</i>	<i>244,22</i>	<i>167,85</i>	<i>(200,30)</i>	<i>175,78</i>	<i>206,08</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 2015/2018; Proyección 2019 - 2020)

EUR millones	2020e	2019e	2018	2017	2016	2015
INMOVILIZADO	2.333,96	2.188,41	1.975,14	1.661,08	2.079,98	1.385,26
ACTIVO CIRCULANTE	696,70	544,62	414,37	515,36	738,55	1.147,08
TOTAL ACTIVO	3.030,66	2.733,03	2.389,51	2.176,45	2.818,53	2.532,35

EUR millones	2020	2019	2018	2017	2016	2015
FONDOS PROPIOS	1.475,04	1.371,36	1.191,75	1.133,68	1.520,28	1.462,58
. Capital y prima emisión	250,82	250,82	250,82	240,64	240,64	240,64
. Reservas	1.022,61	946,86	876,72	1.213,54	1.171,06	1.072,24
. Ajustes de valoración	23,51	23,51	(13,46)	(16,55)	33,09	17,88
. Beneficio sociedad dominante	178,11	150,18	77,67	(303,96)	75,48	131,83
PROVISIONES RIESGOS Y GASTOS	47,30	47,30	47,30	50,57	17,79	18,53
ACREEDORES LARGO PLAZO	1.049,59	1.063,06	953,69	694,36	926,66	768,21
ACREEDORES CORTO PLAZO	506,04	298,60	244,07	348,41	371,59	301,56
DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CONSOLIDACION	23,51	23,51	23,51	4,00	52,97	32,02
TOTAL PASIVO	3.030,66	2.733,03	2.389,51	2.176,45	2.818,53	2.532,35
Número acciones (millones)	173,9	173,9	173,9	173,0	173,0	173,0

Fuente: Memorias anuales de la Compañía. Estimaciones propias.

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 31/12/18	1.191,75	68%	5,48%	--	5,48%	3,75%
Deuda Financiera Neta Operativa 31/12/18 (*)	548,69	32%	7,00%	18,52%	5,70%	1,80%
Total	1.740,44	100%				5,55%

(*) 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.)	296,02		
Valor residual	4.221,92		
Total	4.517,94	85,19	(548,69)
Valoración por acción - EUR			23,32
Descuento (20%)			4,66
Valoración por acción (con descuento) - EUR			18,66

Tir bono 10 años:	0,98%
g (crecimiento perpetuo):	1,50%
Prima mercado:	5,62%
Beta:	0,80
Prima de riesgo	4,50%
PER Residual:	24,7

CÁLCULO DEL CASH-FLOW DE EXPLOTACIÓN AJUSTADO A IMPUESTOS

(Evolución 2015/2018; Proyecciones 2019/2021)

EUR millones	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Beneficio explotación (EBIT)	168,28	111,61	(310,02)	86,99	193,50	227,57	254,62
Impuestos imputables al EBIT	(44,06)	(20,17)	16,00	2,87	(38,70)	(45,51)	(50,92)
EBIT ajustado (NOPLAT)	124,22	91,44	(294,02)	89,86	154,80	182,05	203,70
Amortización	74,25	100,30	103,66	90,18	94,04	88,40	83,10
Otros cargos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Cash-flow explotación ajustado	198,47	191,74	(190,36)	180,04	248,85	270,45	286,79



Almirall (ALM), mayo 2019

