


Almirall 3T21: un margen bruto más débil de lo esperado arruina un trimestre que debía ser de transición.

Lunes, 15 de noviembre de 2021

Álvaro Arístegui Echevarría

Resultados 3T21 que se sitúan por debajo de nuestras expectativas, así como las del consenso y que están arrastrando el valor (-10%) hasta niveles mínimos desde el pasado mes de marzo. El principal problema durante el 3T21 estanco, ha estado en la evolución del margen bruto, para el que no esperábamos una caída, y que unido al esperado aumento de los costes generales fruto del apoyo en los diversos lanzamientos de productos ha llevado el EBITDA a situarse muy por debajo de nuestra previsión y la del consenso (3T21 45 vs R4e 50,2 mln eur y consenso 52,4 mln eur). Durante la conferencia telefónica, la compañía ha comentado que esta situación (margen bruto estable y aumento de costes generales y de I+D), se mantendrá por los próximos dos ejercicios, lo que esperamos lleve a revisiones a la baja de las estimaciones del consenso. La compañía cuenta con varios proyectos que no dudamos impulsarán sus resultados a largo plazo (Ilumetri, Klisyri, Wynzora, Lebrikizumab), no obstante, los resultados de los dos próximos ejercicios podrían situarse lejos de las expectativas del mercado, lo que nos lleva a reiterar nuestro precio objetivo de **13,76 eur/acc.** y recomendación de **MANTENER**.

						Mantener		
(mln de euros)	3T20	3T21	Var %	Real vs R4e	Real vs consenso	9M20	9M21	Var %
Ingresos totales	189	193	2%	-2%	-1%	622	621	0%
Ventas netas	188	191	2%	-2%	-1%	614	617	1%
Otros ingresos	1	2	88%	114%	36%	8	3	-56%
Ventas netas core	183	184	1%	-4%	-3%	569	604	6,2%
Beneficio bruto	127	129	1%	-4%	-	424	428	1%
Margen bruto	67,6%	67,3%	-0,33 pp	-0,97 pp	-	69,0%	69,3%	0,29 pp
EBITDA	52	45	-15%	-11%	-15%	190	181	-4%
Mg EBITDA	27,9%	23,2%	-4,65 pp	-2,40 pp	-3,89 pp	30,9%	29,4%	-1,54 pp
EBITDA core	47	37	-21%	-18%	-22%	137	164	20,3%
mg EBITDA core	25,7%	20,2%	-5,5 pp	-3,4 pp	-4,9 pp	24,0%	27,2%	3,2 pp
Beneficio neto	15	3	-77%	-74%	-73%	57	-39	-169%

Destacamos:

- El tercer trimestre del ejercicio 2021 deja en nuestra opinión luces y sombras. En el lado positivo, situamos la **evolución de los nuevos lanzamientos**, así como los **avances en el portafolio de productos en desarrollo**. Destacamos la evolución de las ventas de **Ilumetri** (20,3 mln eur en 3T21 +3,6% qoq), la **mejora apreciada en Seysara** en EE.UU. y **Klisyri que gana acceso de mercado en EE.UU.** mientras **inicia su lanzamiento en la UE**. En relación al portafolio de

Primeras impresiones

productos en desarrollo, hemos tenido **datos positivos intermedios de los ensayos de Fase III con Lebrikizumab**, la **aprobación de Wynzora**, cuyo lanzamiento se espera en Europa a principios de 2022 y el **inicio de la Fase III con Seysara en China**. También ha destacado la **generación de caja** (9M21 flujo de caja operativo 161,4 mln eur vs 38 mln eur en 9M20) gracias a la mejora del capital circulante, y que ha llevado el nivel de endeudamiento (DFN 294,5 mln eur) a una **ratio de apalancamiento de tan solo 1,3x DFN/EBITDA**. No obstante, un **margen bruto peor del que habíamos anticipado**, unido al esperado **aumento de los costes generales y de marketing**, han llevado el **EBITDA a situarse muy por debajo** de nuestras estimaciones y las del consenso del mercado.

- ▶ Según lo comentado por la compañía en la conferencia telefónica, **este margen bruto, en el entorno del 67-68% se debe en gran medida al fuerte crecimiento de productos como Ilumetri que devengan pagos de royalties**, y por lo tanto sería de esperar que mantenga en estos niveles mientras sean Ilumetri, Klisyri o Wynzora los productos que obtengan más crecimiento de ventas. Del mismo modo **es previsible esperar que los gastos de SG&A continúen aumentando** por varios motivos: 1) la **vuelta a la normalidad** de las operaciones tras el impacto de la pandemia en la contención de gastos, 2) el **apoyo a todos los nuevos lanzamientos** de productos, especialmente Ilumetri, Klisyri y Wynzora. Del mismo modo, y tras un periodo de inversión por debajo de la media histórica, **se espera que los costes de I+D+I vuelvan a su nivel histórico del 10-11%**, o incluso algo más en el corto plazo. Estos efectos **presionarán el margen EBITDA durante los próximos dos/tres ejercicios a niveles de entre el 20-25%**, sensiblemente por debajo del objetivo a largo plazo de alcanzar el 30% que siempre se fijo la compañía.

Primeras impresiones

DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Inmobiliaria Colonial, Clínica Baviera, **Proeduca**, Castellana Properties (asesor registrado), Rovi, Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Almagro (asesor registrado) y Elecnor; asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Almagro y Renta Corporación Real Estate SA, y cobertura de Análisis en Clínica Baviera, Deoleo y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid

Departamento de Análisis

Primeras impresiones

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: online@renta4.es

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: **62%** Sobreponderar, **27%** Mantener y **11%** Infraponderar.