

Sector: *Farmacéuticas**Los resultados 1T 2023 son mejores de lo esperado, reiteramos Comprar*

Rovi

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **50,00€**
 Potencial: **+17,6%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

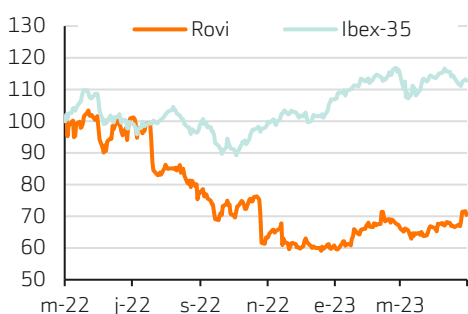
Datos

Precio 09/05/2023; 17:30h (€)	42,52
Nº acciones (M)	54,0
Capitalización (M€)	2.296,8
Máx/Mín (52 sem.)(€)	62,4 / 35,66
Comportamiento en 2023	17,9%
Cód. Reuters/Bloomberg	ROVI.MC / ROVI SM

Mn€	2022	2023e	2024e	2025e
BNA	200	83	129	155
% inc.	30,4	-58,6	55,6	20,5
EBITDA	279	135	197	233
% inc.	37,4	-51,6	45,9	18,4
BPA (€)	3,70	1,53	2,38	2,87
% inc.	35,4	-58,6	55,6	20,5
DPA (€)	1,29	0,54	0,83	1,01
% inc.	35,4	-58,6	55,6	20,5
PER (x)	9,8	27,8	17,8	14,8
VE/EBITDA (x)	6,8	16,2	10,7	8,5
Rentab. div. (%)	3,6	1,3	2,0	2,4
P/V (x)	3,7	4,3	3,6	3,1

Ratios	2022	2023e	2024e	2025e
DFN/EBITDA (x)	Caja	Caja	Caja	Caja
DFN/FF.PP. (x)	Caja	Caja	Caja	Caja
CF Op./DFN (%)	Caja	Caja	Caja	Caja
DFN/CE (x)	Caja	Caja	Caja	Caja
EBITDA/CE (x)	0,6	0,3	0,4	0,5
ROCE (%)	42,4	19,9	29,4	35,5
ROE (%)	38,4	15,5	20,3	20,9

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	6,4	5,5	-29,5
Relativo	7,0	4,8	-42,4

Accionariado

Familia López-Belmonte:	55,2%
Indumenta Pueri:	5,1%
Autocartera:	1,2%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Sorpresa positiva en las ventas y resultados 1T 2023 que retroceden menos de lo esperado. Preveamos un deterioro mayor en 2T y que los resultados se recuperen en 2S por el efecto cíclico de la fabricación de vacunas, la recuperación en heparinas y, el crecimiento de Okedi. Los principales atractivos son la resiliencia del *cash flow* libre y las perspectivas del *pipeline*. Esperamos que este año se apruebe Okedi en EE.UU. (se comercializa en Europa desde 2022) y, que el desarrollo de Letrozol ISM se acelere tras los cambios en el proyecto. El mal comportamiento de la acción en 2022 se ha invertido en 2023. La valoración es atractiva, cotiza a un múltiplo EV/EBITDA de 11,7x 2024e y 8,5x 2025e. vs. un promedio de 21x en 2018-2022. Creemos que el retroceso de resultados en 2023 está descontado y, reiteramos nuestra recomendación de Comprar y Precio Objetivo de 50,00 €/acción.

Sorpresa positiva en los resultados 1T 2023

Las **principales cifras del 1T 2023** son: ventas 201,6M€ (-1,9% a/a, consenso 193,5M€), ventas por segmentos: Especialidades farma 104,3M€ (-5,7%), Fabricación a terceros 97,3M€ (+2,4%). Margen bruto 62,2% (+1,3 p.p.), EBITDA 66,5M€ (-10,4%, consenso 58,4M€), margen EBITDA 33,0% (-2,9 p.p.), EBIT 60,7M€ (-11,6%, consenso 52,5M€), BNA 47,5M€ (-10,5%, consenso 40,8M€), *Cash flow* libre +19,7M€ (-80,7%), tesorería neta 73,6M€ (+35,8% en 2023). **Reitera la guía de ventas 2023**: espera un crecimiento de entre +5%/+10% frente a la cifra alcanzada en 2021, o un descenso frente a 2022 en la banda baja de la decena entre -10/-20%. [Link a los resultados](#).

Los resultados evolucionan en la banda alta de las guías

Esperábamos una caída de ventas y resultados superior al retroceder la **Fabricación a terceros**, pero esta sorprende al aumentar +2,4% a/a (-28,3% t/t) y se debe a las ventas de las vacunas COVID-19 que Rovi fabrica para Moderna. Esperamos un deterioro de ventas superior en 2T por la caída de fabricación a terceros y, que los resultados se recuperen en 2S por la estacionalidad de la demanda de vacunas, recuperación en heparinas y, el crecimiento de Okedi. El retroceso en ventas de **Especialidades farma** se debe a que las ventas de heparinas (59,3M€, -20,2%) se normalizan tras un 1T 2022 en el que las ventas fueron muy superiores a lo habitual. Las ventas del resto de productos farma aumentan a 45,1M€ (+23,9%), destacan los crecimientos de Neparvis (+22%) y Volutsa (+16%). Okedi logra ventas de 2,2M€ (+92% t/t) en su tercer trimestre en el mercado. Respecto a la **evolución del pipeline**, (i) Rovi espera que la FDA termine el 27 de julio la evaluación de Risperidona ISM (Okedi) en EE.UU. (ya aprobada y en comercialización en Europa); (ii) Inicia el desarrollo clínico de una nueva formulación trimestral del anticancerígeno Letrozol ISM que acortará su proceso de aprobación.

Reiteramos nuestra recomendación de Comprar y, Pr. Objetivo de 50 €/acc.

A pesar del buen comportamiento del valor en 2023, la **valoración** sigue siendo atractiva: Rovi cotiza a un múltiplo EV/EBITDA de 10,7x 2024e y 8,5x 2025e. vs. un promedio de 21x en 2018-2022. Reiteramos **nuestra recomendación de Comprar y Precio Objetivo** de 50,00 €/acción.

Las ventas y resultados retroceden menos de lo esperado

- Las ventas aumentan a 201,6M€ (-1,9% a/a). Fabricación se eleva a 97,3M€ (+2,4%) y , Especialidades farma a 104,3M€ (-5,7%).
- El margen bruto aumenta a 62,2% (+1,3 p.p.), mientras que el margen EBITDA cae a 33,0% (-3,1 p.p.) reflejo del mix de ventas y de un aumento en los gastos de I+D.
- EBITDA se sitúa en 66,5M€ (-10,4%), EBIT 60,7M€ (-11,6%)
- El BNA retrocede a 47,5M€ (-10,5%).
- El cash flow libre es +19,7M€ (-80,7%). La tesorería neta aumenta a 73,6M€ (+35,8% en 2023).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	1T22	2T22	3T22	4T22	1T23	Var. a/a %	Consenso
Heparinas	74,2	63,7	57,2	61,6	59,3	-20,2	
Otros farma	36,4	39,7	36,4	45,0	45,1	23,9	
Total especialidades farma	110,6	103,4	93,6	106,6	104,3	-5,7	
Fabricación	95,0	71,4	101,5	135,6	97,3	2,4	
Ventas	205,6	174,8	195,1	242,2	201,6	-1,9	193,5
Beneficio bruto	125,3	102,0	117,2	174,4	125,3	0,1	118,2
% de ventas	60,9	58,3	60,1	72,0	62,2		
I+D	-4,8	-5,7	-5,8	-7,6	-5,2	9,1	
Otros gastos	-46,2	-54,8	-53,3	-61,7	-53,6	15,9	
EBITDA	74,3	41,5	58,1	105,0	66,5	-10,4	58,4
% de ventas	36,1	23,7	29,8	43,4	33,0		
Amortizaciones	-5,6	-5,7	-5,7	-5,8	-5,8	4,5	
EBIT	68,7	35,8	52,4	99,2	60,7	-11,6	52,5
% de ventas	33,4	20,5	26,8	41,0	30,1		
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Financieros	0,2	0,6	0,3	0,8	0,4		
BAI	68,9	36,4	52,6	100,0	61,2	-11,3	
Impuestos	-15,9	-8,9	-11,7	-21,8	-13,7		
Beneficio neto atribuible	53,0	27,5	40,9	78,2	47,5	-10,5	40,8
Cash flow neto	116,0	59,9	37,5	80,9	41,0	-64,6	
NOF	-11,9	5,4	-36,9	-13,3	-16,5		
Inversiones	-2,1	-7,8	-8,5	-38,8	-4,8	129,4	
Cash flow libre	102,0	57,6	-7,9	28,8	19,7	-80,7	
Dividendos	0,0	0,0	-51,0	0,0	0,0		
Recompra acciones y Otros	-98,1	-1,6	-2,5	-0,5	-0,3		
Variación deuda financiera neta	-3,9	-56,0	61,4	-28,3	-19,4		
Deuda financiera neta (- es caja)	-31,3	-87,3	-25,9	-54,2	-73,6		
DFN / EBITDA año móvil (x)	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Caja neta	Caja neta		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e		
Cuenta de resultados								
Ventas	817,7	700,3	719,6	775,9	822,8	875,7		
Beneficio bruto	518,9	395,9	435,7	476,0	504,5	540,2		
EBITDA	278,9	135,1	197,1	233,4	257,7	289,2		
Amortización del inmovilizado	-22,9	-24,5	-26,0	-27,4	-28,9	-30,4		
EBIT	256,0	110,6	171,2	206,0	228,8	258,8		
Resultado financiero	1,9	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8		
Beneficio antes de impuestos	258,0	108,8	169,4	204,2	227,0	257,0		
Impuesto de sociedades	-58,3	-26,1	-40,7	-49,0	-54,5	-61,7		
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Beneficio neto atribuible	199,7	82,7	128,7	155,2	172,5	195,3		
BPA (€)	3,70	1,53	2,38	2,87	3,19	3,62		
DPA (€)	1,29	0,54	0,83	1,01	1,12	1,27		
Estado de flujo de caja								
Cash flow neto	294,6	105,8	154,7	182,6	201,4	225,7		
Variaciones de NOF	-57,0	43,2	-26,4	-6,6	-4,8	-5,1		
Inversión	-57,2	-22,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0		
Cash flow libre	180,4	127,0	108,3	156,0	176,6	200,6		
Remuneración al accionista	-51,0	-69,9	-28,9	-45,1	-54,3	-60,4		
Otras variaciones	-102,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Variación deuda financiera neta	-26,8	-57,1	-79,4	-110,9	-122,3	-140,2		
Balance								
Activo fijo neto	251,3	248,8	242,8	235,4	226,5	216,0		
Inmovilizado financiero	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2		
Necesidades operativas de fondos (NOF)	215,6	172,4	198,7	205,4	210,2	215,4		
Otros activos/(pasivos) neto	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9		
Capital empleado	467,2	421,5	441,9	441,1	437,0	431,7		
Recursos propios	520,0	532,8	632,6	742,7	860,9	995,9		
Minoritarios	1,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Deuda financiera neta	-54,2	-111,3	-190,7	-301,6	-423,9	-564,2		
Valoración (Suma de partes)								
(M€)							Valoración	€/acción
Productos en comercialización							932,2	17,26
Fabricación							-24,7	-0,46
Becat							968,7	17,93
Okedi							706,7	13,08

Valor empresa	2.582,95	47,82
Inversiones financieras	6,6	
Deuda neta	111,3	
Provisiones	0,0	
Minoritarios y otros	0,0	
Valor equity (Dic-2023e)	2.700,8	
Precio objetivo (€ por acción)	50,00	
Matriz de sensibilidad (€ por acción)		

		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	11,0%	47,12	47,61	48,14	48,72	49,37
	10,5%	47,89	48,43	49,03	49,68	50,40
	10,0%	48,73	49,34	50,00	50,74	51,55
	9,5%	49,65	50,33	51,08	51,91	52,84
	9,0%	50,66	51,42	52,27	53,22	54,28

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Suma de partes distinguiendo entre la cartera de productos, fabricación (incluye el acuerdo con Moderna para fabricar la vacuna contra el COVID-19), Becat, Okedi (lanzado al mercado en Europa durante 3T 2022) y Letrozole ISM. Estos se valoran con un modelo DCF diferenciando la tasa de crecimiento perpetuo "g" por producto.

Hipótesis principales

Utilizamos un WACC de 10%. y una tasa de crecimiento terminal de 0% (escenario central, sin cambios).

Escenarios de precio objetivo

Base €50,00

- Caída gradual de las ventas de la cartera de productos actual que se compensa con el aumento de ventas de Okedi y Becat
- Margen EBITDA 33% en 2027

Positivo €58,00

- Igual que en Base
- Margen EBITDA 38% en 2027

Negativo €33,00

- Igual que en Base
- Cancelación del contrato con Moderna

Vectores principales

- Crecimiento de resultados impulsados por nuevos lanzamientos
- Evolución de las ventas de los recientes lanzamientos (Becat y Okedi)

Catalizadores

- Autorización comercial de Okedi en EE.UU.
- Adquisiciones de nuevas licencias
- Perspectivas a largo plazo del acuerdo con Moderna para fabricar vacunas y principios activos

Riesgos

- Agotamiento temática COVID-19
- Aparición de otros biosimilares comparables a Becat

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
11/05/2022	Comprar	71,20
27/07/2022	Comprar	71,25
05/10/2022	Comprar	59,70

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
04/11/2022	Neutral	En Revisión
07/11/2022	Neutral	49,10
21/02/2023	Comprar	50,00
10/05/2023	Comprar	50,00

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

La identificación de las fuentes de información empleadas más relevantes se ofrece en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/fuentes

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/analisis/responsabilidad_legal

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en: [Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director	Aránzazu Cortina - Industriales
Rafael Alonso - Bancos	Juan Moreno - Inmobiliarias, Infraestructuras & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos	Juan Tuesta - Construcción, Defensa & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecoms.
Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad	Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago
Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución	Pedro Ribeiro - Químicas & Papel

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Popcoin