

Sector: *Farmacéuticas**Los resultados 2021 son mejores de lo esperado, la compañía eleva las guías 2022*

Rovi

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **77,50€**
 Potencial: **+10,7%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

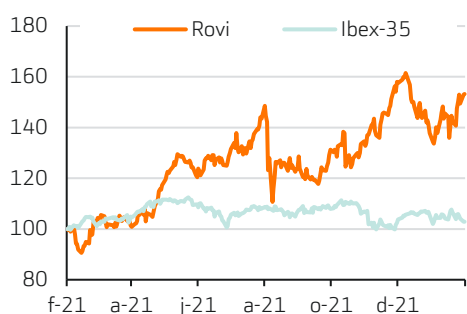
Datos

| | |
|-------------------------------|-------------------|
| Precio 30/09/2021; 17:35h (€) | 70,00 |
| Nº acciones (M) | 56,1 |
| Capitalización (M€) | 3.924,8 |
| Máx/Mín (52 sem.)(€) | 73,8 / 41,4 |
| Comportamiento 2021 | -5,1% |
| Cód. Reuters/Bloomberg | ROVI.MC / ROVI SM |

| Mn€ | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| BNA | 153 | 166 | 203 | 223 |
| % inc. | 150,7 | 8,2 | 22,3 | 10,0 |
| EBITDA | 203 | 225 | 278 | 304 |
| % inc. | 115,3 | 11,1 | 23,3 | 9,4 |
| BPA (€) | 2,73 | 2,95 | 3,61 | 3,97 |
| % inc. | 150,7 | 8,2 | 22,3 | 10,0 |
| DPA (€) | 0,96 | 1,03 | 1,26 | 1,39 |
| % inc. | 150,7 | 8,2 | 22,3 | 10,0 |
| PER (x) | 27,0 | 23,7 | 19,4 | 17,6 |
| VE/EBITDA (x) | 20,3 | 17,6 | 13,8 | 12,1 |
| Rentab. div. (%) | 1,3 | 1,5 | 1,8 | 2,0 |
| P/V (x) | 8,8 | 9,7 | 7,2 | 5,6 |

| Ratios | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| DFN/EBITDA (x) | Caja | 0,2 | Caja | Caja |
| DFN/FF.PP. (x) | Caja | 0,1 | Caja | Caja |
| CF Op./DFN (%) | Caja | n.r. | Caja | Caja |
| DFN/CE (x) | Caja | 0,1 | Caja | Caja |
| EBITDA/CE (x) | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,7 |
| ROCE (%) | 34,3 | 36,7 | 45,1 | 49,5 |
| ROE (%) | 32,5 | 41,0 | 36,9 | 31,8 |

Evolución bursátil



| Comportamiento (%) | 1 m. | 3 m. | 12 m. |
|--------------------|------|------|-------|
| Absoluto | 14,0 | 15,3 | 53,2 |
| Relativo | 13,1 | 19,0 | 50,3 |

Accionariado

| | |
|-------------------------|-------|
| Familia López-Belmonte: | 60,2% |
| Indumenta Pueri: | 5,1% |
| T Rowe Price: | 3,0% |
| Autocartera: | 2,9% |

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Los resultados 4T 2021 batieron ampliamente a un consenso que esperaba unos crecimientos de por sí elevados y, también superan a nuestras estimaciones. La fabricación de la vacuna COVID-19 de Moderna y, en menor medida la evolución de la venta de productos farma, impulsan las ventas que crecen +57% en 2021 y, también el EBIT y BNA que se triplican respecto al año anterior. El dividendo (rentabilidad 1,3%) aumenta +151%, en línea con el BNA. La compañía revisa al alza las guías 2022, las vemos factibles e incorporamos a nuestras estimaciones. Tras recomprar el 2,7% de su capital, anuncia una nueva recompra del 1%. Estas acciones serán amortizadas. Revisamos nuestro Precio Objetivo al alza hasta 77,50 €/acción desde 73,80 €/acción, por el efecto de la mejora de guías y la nueva recompra. Supone un potencial de +11% y reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

Sorprende positiva en los resultados 4T 2021

Las principales cifras del 4T 2021 estanco son: ventas 185,2M€ (+57,2% a/a), ventas por segmentos: Especialidades farma 100,7M€ (+13,2%), Fabricación a terceros 84,5M€ (+193% a/a pero -1,5% t/t), margen bruto 64,5% (+7,6 p.p.), EBITDA 63,4M€ (+158%), margen EBITDA 34,2 (+13,4 p.p.), EBIT 58,3M€ (+201%), BNA 54,1M€ (+280%), *cash flow* libre -7,5M€ (vs. +28.8M€ en 4T 2020). Por lo tanto, las cifras del año 2021 son: ventas 648,7M€ (+54,5% a/a, consenso 636,6M€, estimación BKT 628M€), ventas por segmentos: Especialidades 384,0M€ (+16,9%), Fabricación 264,7M€ (+189%), margen bruto 59,5% (+1,8 p.p.), EBITDA 202,9M€ (+115%), consenso 191,5M€, estimación BKT 185M€, margen EBITDA 31,3% (+8,8 p.p.), EBIT 181,6M€ (+143%, consenso 170,1M€, estimación BKT 163M€), BNA 153,1M€ (+151%, consenso 136,4M€, estimación BKT 129M€), *cash flow* libre +108,6M€ (vs. +7,3M€ en 2020). La caja neta son 27,4M€ vs 74,4M€ en 3T 2021 (se han destinado 96M€ a recomprar acciones en 2S 2021) y, compara vs deuda financiera neta de 19,8M€ en 2020. Anuncia un DPA de 0,9556 €/acción (+151%). [Link a los resultados.](#)

Las guías 2022 revisadas al alza, nueva recompra de acciones

Sorprende positiva, los resultados batieron al consenso, a nuestras estimaciones y, superan las guías. Están impulsados por la fabricación de la vacuna COVID-19 de Moderna y, por Especialidades Farma. Fabricación cae -1,5% t/t en 4T y refleja la estacionalidad de la fabricación de vacunas contra la gripe. El acuerdo con Moderna se amplía y Rovi revisa al alza su guía de ventas 2022 a +15%/20% desde +5%/+10%. El lanzamiento de Okedi (tratamiento para la esquizofrenia) en Europa en 2S 2022 supone una novedad. Finaliza anticipadamente el programa de recompra de acciones y, tras adquirir el 2,7% del capital por 96M€ lanza un nuevo programa de recompra. El nuevo programa durará hasta seis meses, se dirige al 1% del capital ó 46M€. Las acciones se amortizarán.

Recomendación: Comprar, revisamos al alza el Precio Objetivo a 77,50 €/acción Elevamos nuestro Precio Objetivo a 77,50 €/acción desde 73,80 €/acción por el efecto de la mejora de las guías y la nueva recompra de acciones. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

Aumentan las ventas en todas las divisiones y mejoran los márgenes

- Fuerte aumento de la Fabricación a terceros y, en menor medida de las Especialidades farma. Después de las heparinas Hibor y Becat (ventas en 2021: 110,7M€ y 124,0M€, respectivamente, suponen el 36% de las ventas), Neparvis es el siguiente producto más vendido en 2021 (ventas 38,5M€, +30%, supone el 6% de las ventas totales).
- El margen bruto mejora en 4T por el efecto favorable de un mix de ventas con mayor peso en Fabricación. Los gastos de explotación aumentan a un ritmo inferior al de las ventas, impulsando el crecimiento de beneficios.
- El *cash flow* libre entra en negativo durante 4T tras cinco meses en positivo con fuerza y encadena cinco trimestres consecutivos en positivo. Esto refleja un fuerte aumento de las inversiones en 4T, especialmente en una planta para producir el principio activo de la vacuna COVID-19 de Moderna.
- La tesorería neta es 27,4M€ vs 74,4M€ en 3T 2021 (se han destinado 96M€ al programa de recomprar de acciones en 2S 2021) y, compara vs deuda financiera neta de 19,8M€ en 2020.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

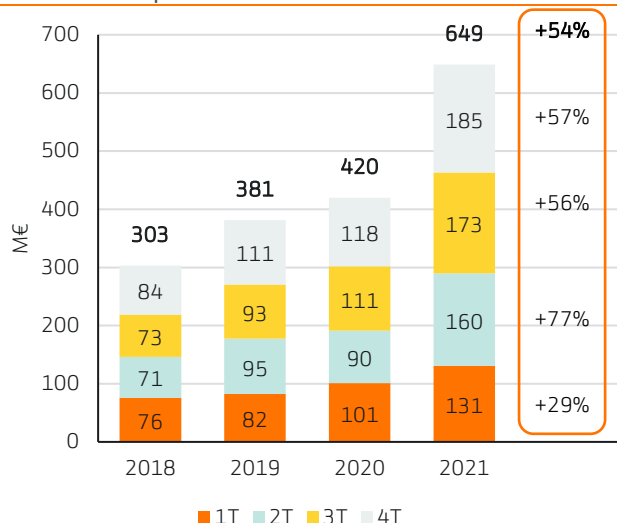
| Millones de euros | 4T20 | 4T21 | var. % | 2020 | 2021 | var. % | Consenso | Est. BKT |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| Hibor | 24,9 | 24,4 | -2,0 | 101,4 | 110,7 | 9,2 | | |
| Becat | 24,8 | 34,2 | 37,8 | 101,4 | 124,0 | 22,4 | | |
| Otros farma | 30,6 | 32,4 | 5,9 | 94,9 | 113,7 | 19,8 | | |
| Hospitales | 8,6 | 9,7 | 12,2 | 30,7 | 35,5 | 15,5 | | |
| Total especialidades farma | 88,9 | 100,7 | 13,2 | 328,4 | 384,0 | 16,9 | | |
| Fabricación | 28,9 | 84,5 | 192,6 | 91,6 | 264,7 | 189,1 | | |
| Ventas | 117,8 | 185,2 | 57,2 | 420,0 | 648,7 | 54,5 | 636,6 | 628 |
| Beneficio bruto | 67,0 | 119,4 | 78,1 | 242,5 | 386,2 | 59,3 | | |
| % de ventas | 56,9 | 64,5 | | 57,7 | 59,5 | | | |
| I+D | -8,2 | -8,4 | 1,8 | -23,8 | -27,4 | 15,3 | | |
| Otros gastos | -34,3 | -47,6 | 39,0 | -124,4 | -155,8 | 25,2 | | |
| EBITDA | 24,6 | 63,4 | 158,2 | 94,2 | 202,9 | 115,3 | 191,5 | 185 |
| % de ventas | 20,8 | 34,2 | | 22,4 | 31,3 | | | |
| Amortizaciones | -5,2 | -5,1 | -1,3 | -19,6 | -21,4 | | | |
| EBIT | 19,4 | 58,3 | 200,8 | 74,7 | 181,6 | 143,2 | 170,1 | 163 |
| % de ventas | 16,4 | 31,5 | | 17,8 | 28,0 | | | |
| Puesta en equivalencia | 0,0 | 0,0 | | 0,0 | 0,0 | | | |
| Financieros | -1,1 | 0,0 | | -2,1 | 1,1 | | | |
| BAI | 18,3 | 58,3 | 218,2 | 72,6 | 182,6 | 151,6 | | |
| Impuestos | -4,1 | -4,1 | | -11,5 | -29,6 | | | |
| Beneficio neto atribuible | 14,2 | 54,1 | 280,4 | 61,1 | 153,1 | 150,7 | 136,4 | 129 |
| Cash flow neto | 20,7 | 52,9 | 155,8 | 110,6 | 211,7 | 91,4 | | |
| NOF | 30,9 | -41,4 | | -63,8 | -62,3 | | | |
| Inversiones | -22,8 | -19,0 | -16,8 | -39,6 | -40,8 | 3,1 | | |
| Cash flow libre | 28,8 | -7,5 | n.r. | 7,3 | 108,6 | n.r. | | |
| Dividendos | -9,7 | 0,2 | | -9,7 | -21,1 | | | |
| Otros | -0,8 | -47,4 | | -1,5 | -47,9 | | | |
| Variación deuda financiera neta | -18,3 | 54,6 | | 3,9 | -39,6 | | | |
| Deuda financiera neta (- es caja) | 19,8 | -19,8 | | 19,8 | -19,8 | 32,6 | | |
| DFN / EBITDA año móvil (x) | 0,2 | Caja neta | | 0,2 | Caja neta | | | |

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

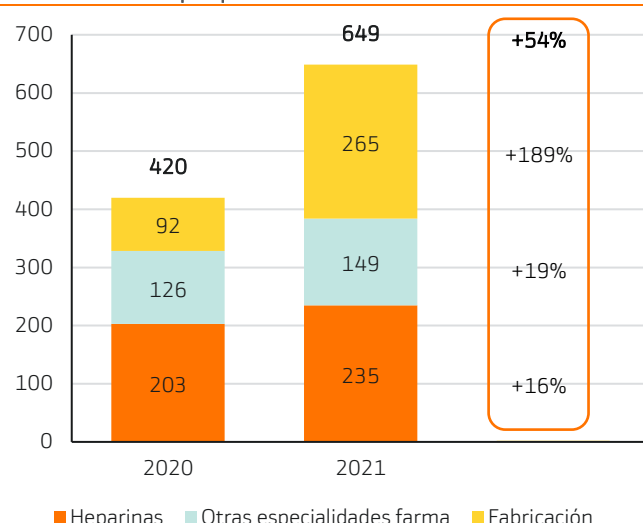
Ventas y EBITDA por trimestre

- El crecimiento de las ventas se estabiliza en la segunda mitad de 2021. Los crecimientos son similares en las Especialidades farma (Heparinas; Otras Especialidades) y muy superiores en fabricación a terceros, donde se encuadra la vacuna COVID-19 de Moderna.
- La contención de costes posibilita que el EBITDA aumente a un ritmo superior a las ventas. Este acelera su crecimiento a lo largo de 2021.
- El margen EBITDA se deteriora en 4T 2021 vs 3T 2021 debido al encarecimiento del coste de las materias primas utilizadas para fabricar heparinas. Rovi espera que este coste disminuya en 2022.

Cuadro 2. Ventas por trimestres



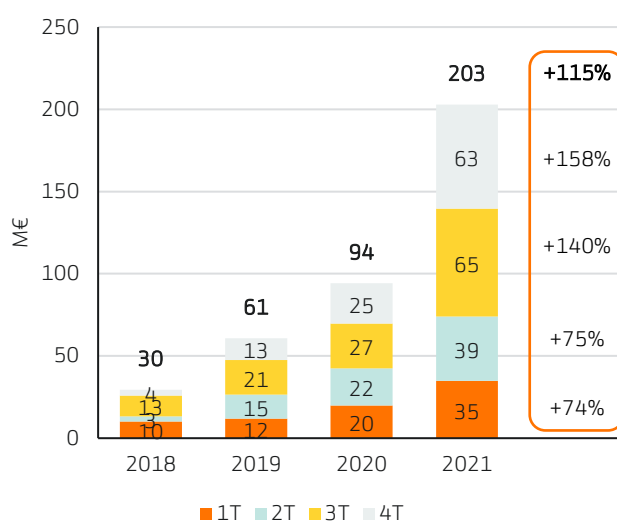
Cuadro 3. Ventas por productos



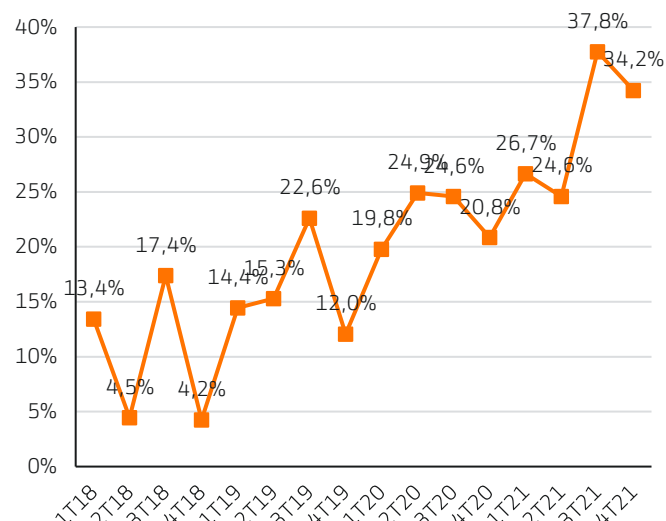
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. EBITDA por trimestres



Cuadro 5. Margen EBITDA



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 6. Resumen de resultados y valoración

| (M€) | 2021 | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Cuenta de resultados | | | | | | |
| Ventas | 648,7 | 762,2 | 844,9 | 881,6 | 928,3 | 958,4 |
| Beneficio bruto | 386,2 | 408,4 | 464,3 | 491,9 | 528,5 | 550,6 |
| EBITDA | 202,9 | 225,5 | 278,0 | 304,1 | 338,6 | 358,6 |
| Amortización del inmovilizado | -21,4 | -22,4 | -23,4 | -24,3 | -25,3 | -26,3 |
| EBIT | 181,6 | 203,0 | 254,6 | 279,7 | 313,3 | 332,3 |
| Resultado financiero | 1,1 | -1,0 | -1,4 | -1,2 | -1,1 | -0,9 |
| Beneficio antes de impuestos | 182,6 | 202,0 | 253,3 | 278,5 | 312,2 | 331,4 |
| Impuesto de sociedades | -29,6 | -36,4 | -50,7 | -55,7 | -62,4 | -66,3 |
| 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 | 153,1 | 165,7 | 202,6 | 222,8 | 249,8 | 265,1 |
| BPA (€) | 2,73 | 2,95 | 3,61 | 3,97 | 4,45 | 4,73 |
| DPA (€) | 0,96 | 1,03 | 1,26 | 1,39 | 1,56 | 1,65 |
| Estado de flujo de caja | | | | | | |
| Cash flow neto | 213,5 | 188,1 | 226,0 | 247,2 | 275,1 | 291,4 |
| Variaciones de NOF | -64,0 | -12,0 | -2,3 | -4,0 | -4,9 | -3,9 |
| Inversión | -40,8 | -20,0 | -20,0 | -20,0 | -20,0 | -20,0 |
| Cash flow libre | 108,6 | 156,1 | 203,7 | 223,2 | 250,2 | 267,5 |
| Remuneración al accionista | -21,1 | -53,6 | -58,0 | -70,9 | -78,0 | -87,4 |
| Otras variaciones | -40,3 | -179,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variación deuda financiera neta | -47,2 | 76,5 | -145,7 | -152,3 | -172,2 | -180,1 |
| Balance | | | | | | |
| Activo fijo neto | 220,3 | 217,9 | 214,5 | 210,2 | 204,9 | 198,6 |
| Inmovilizado financiero | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 2,0 |
| Necesidades operativas de fondos (NOF) | 221,9 | 233,9 | 236,2 | 240,2 | 245,1 | 248,9 |
| Otros activos/(pasivos) neto | -0,7 | -0,7 | -0,7 | -0,7 | -0,7 | -0,7 |
| Capital empleado | 443,6 | 453,2 | 452,1 | 451,7 | 451,3 | 448,9 |
| Recursos propios | 471,0 | 404,0 | 548,7 | 700,6 | 872,4 | 1.050,1 |
| Minoritarios | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Deuda financiera neta | -27,4 | 49,2 | -96,6 | -248,8 | -421,1 | -601,2 |
| Valoración (Suma de partes) | | | | | | |
| (M€) | WACC | g | Valor p=100 | p estimada | Valoración | €/ acción |
| Productos en comercialización | 7,0% | 0,0% | 1.530,5 | 100% | 1.324,7 | 28,34 |
| Fabricación | 7,5% | 1,0% | 739,1 | 100% | 945,0 | 13,68 |
| Becat | 8,5% | 3,5% | 1.315,3 | 100% | 1.315,3 | 24,35 |
| Okedi | 8,5% | 4,0% | 645,2 | 100% | 645,2 | 11,95 |

Valor empresa

4.230,13

| | |
|---------------------------------------|----------------|
| Inversiones financieras | 5,0 |
| Deuda neta | -49,2 |
| Provisiones | 0,0 |
| Minoritarios y otros | 0,0 |
| Valor equity (Dic-2022e) | 4.185,9 |
| Precio objetivo (€ por acción) | 77,50 |

Matriz de sensibilidad (€ por acción)

| | WACC | Crecimiento perpetuo "q" | | | | |
|--|------|--------------------------|-------|--------------|-------|-------|
| | | -1,0% | -0,5% | 0,0% | 0,5% | 1,0% |
| | 8,0% | 71,95 | 72,90 | 73,97 | 75,18 | 76,56 |
| | 7,5% | 73,29 | 74,38 | 75,62 | 77,03 | 78,65 |
| | 7,0% | 74,81 | 76,06 | 77,50 | 79,16 | 81,09 |
| | 6,5% | 76,52 | 77,98 | 79,67 | 81,64 | 83,97 |
| | 6,0% | 78,48 | 80,20 | 82,21 | 84,58 | 87,43 |

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 (se lanzará al mercado en Europa durante 2S 2022) y Letrozole ISM. Estos se valoran con un modelo DCF diferenciando la tasa de crecimiento perpetuo "g" por producto y ponderándolo en base a una probabilidad de éxito.

Hipótesis principales

Utilizamos un WACC de 7,0% para productos en comercialización, 7,5% para fabricación a terceros y 8,5% para Becat y Okedi. Incorporamos el efecto de los programas de recompra y amortización de acciones (3,7% del capital en 2022).

Escenarios de precio objetivo

Base €77,50

- Caída gradual de las ventas de la cartera de productos actual
- Margen EBITDA 38% en 2026
- Inversión anual promedio 2022-2026: 20M€
- Lanzamiento comercial de Okedi en 2S 2022

Positivo €91,00

- Igual que en Base
- Margen EBITDA 42% en 2026

Negativo €67,00

- Igual que en Base
- Cancelación del contrato con Moderna

Vectores principales

- Crecimiento de resultados impulsados por nuevos lanzamientos
- Evolución de Becat y Okedi
- Temática COVID-19

Catalizadores

- Adquisiciones de nuevas licencias
- Negocio generado por el acuerdo con Moderna para fabricar la vacuna contra el COVID-19

Riesgos

- Reducción de las ventas de vacunas COVID-19 a nivel global y sustitución por tratamientos orales
- Aparición de otros biosimilares similares a Becat
- Recortes de precios de los medicamentos en España

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

| Fecha | Recomendación | Precio Obj. (€/Acc.) |
|------------|---------------|----------------------|
| 24/02/2021 | Comprar | 50,00 |
| 13/05/2021 | Comprar | 50,00 |
| 17/06/2021 | Neutral | 59,00 |
| 28/07/2021 | Comprar | 68,30 |

| Fecha | Recomendación | Precio Obj. (€/Acc.) |
|------------|---------------|----------------------|
| 31/08/2021 | Neutral | En Revisión |
| 02/09/2021 | Comprar | 68,30 |
| 03/11/2021 | Comprar | 73,80 |
| 23/02/2022 | Comprar | 77,50 |

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

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

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

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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

NOTAS DE COMPAÑÍAS

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

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Luis Piñas - Alimentación/Distribución

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Jorge Pradilla - Logística

Mariana Queirós Ferro - Telecoms

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecoms

Eduardo Cabero - Seguros

Filipe Aires - Químicas y Papel

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable