

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar**Precio Objetivo: **52,20€**Potencial: **+24,8%**Analista: **Pedro Echeguren**

Sorpresa positiva en los resultados 2T 2023. Elevamos nuestro Pr. Obj. a 52,20 €/acción.

Rovi

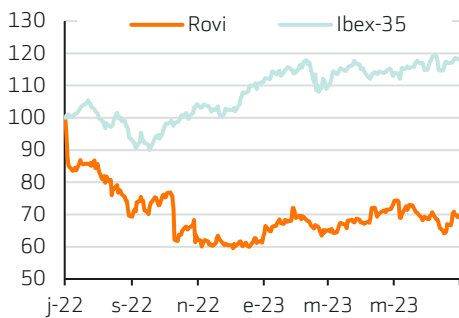
Datos

Precio 25/07/2023; Cierre (€)	41,82
Nº acciones (M)	54,0
Capitalización (M€)	2.259,0
Máx/Mín (52 sem.)(€)	59,9 / 35,66
Comportamiento en 2023	16,0%
Cód. Reuters/Bloomberg	ROVI.MC / ROVI SM

Mn€	2022	2023e	2024e	2025e
BNA	200	96	136	161
% inc.	30,4	-52,0	41,8	18,4
EBITDA	279	152	207	241
% inc.	37,4	-45,4	35,6	16,7
BPA (€)	3,70	1,77	2,51	2,98
% inc.	35,4	-52,0	41,8	18,4
DPA (€)	1,29	0,62	0,88	1,04
% inc.	35,4	-52,0	41,8	18,4
PER (x)	9,8	23,6	16,6	14,1
VE/EBITDA (x)	6,8	14,9	11,2	9,2
Rentab. div. (%)	3,6	1,5	2,1	2,5
P/V (x)	3,7	5,4	4,3	3,6

Ratios	2022	2023e	2024e	2025e
DFN/EBITDA (x)	Caja	n.r.	0,2	Caja
DFN/FF.PP. (x)	Caja	n.r.	0,1	Caja
CF Op./DFN (%)	Caja	n.r.	28,8	Caja
DFN/CE (x)	Caja	n.r.	0,1	Caja
EBITDA/CE (x)	0,6	0,4	0,4	0,4
ROCE (%)	42,4	23,0	24,2	27,7
ROE (%)	38,4	22,9	26,1	25,4

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	1,8	3,3	-30,2
Relativo	-0,9	0,8	-48,1

Accionariado

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

Fuentes: *Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV*

Sorpresa positiva en los resultados 2T 2023 que evolucionan mejor de lo esperado. Las ventas de especialidades farma, exceptuando heparinas, crecen al igual que la fabricación a terceros. Las perspectivas para 3T son favorables ante el efecto cíclico de la fabricación de vacunas. La compañía mejora las guías de ventas, espera una caída menor que lo indicado en la guía anterior, la vemos factible y lo reflejan nuestras estimaciones. Anuncia una recompra de acciones por el 5% de capital que amortizará. Esperamos que en 2023 se apruebe Risvan en EE.UU. (se comercializa en Europa desde 2022 bajo la marca Okedi). El desarrollo de Letrozol LEBE se acelere tras los cambios en el proyecto y el arranque en 3T de un ensayo de fase I. Elevamos nuestro Pr. Obj. hasta 52,20 €/acc. desde 50,00 €/acc. por el efecto del cambio de año, la mejora de guías y la recompra de acciones. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

Sorpresa positiva en los resultados 2T 2023, retroceden menos de lo esperado

Las **principales cifras del 2T 2023 estanco** son: ventas 179,2M€ (+2,5% a/a, consenso 171,8M€). Ventas por segmentos: Especialidades farma 104,3M€ (+0,8%), fabricación a terceros 74,9M€ (+4,9%), margen bruto 50,4% (-7,9 p.p.), EBITDA 30,5M€ (-26,5%, consenso 24,3M€), margen EBITDA 17,0% (-6,7 p.p.), EBIT 24,5M€ (-31,6%, consenso 18,2M€), BNA 19,2M€ (-30,3%, consenso 14,2M€), *Cash flow* libre +15,5M€ (-73,1%). **Por lo tanto, las cifras de 1S 2023** son: ventas 380,8M€ (+0,1% a/a). Ventas por segmentos: Especialidades farma 208,6M€ (-2,5%), fabricación a terceros 172,2M€ (+3,5%), margen bruto 56,6% (-3,1 p.p.), EBITDA 97,1M€ (-16,2%), margen EBITDA 25,5% (-4,9 p.p.), EBIT 85,2M€ (-18,4%), BNA 66,6M€ (-17,3%), *Cash flow* libre +35,2M€ (-78,0%). La **tesorería neta** aumenta a 90,4M€ (+66,7% en 2023). **Mejora la guía de ventas 2023**: espera una disminución en la banda alta entre -0/-10% vs. la guía anterior de caer en la banda baja entre -10/-20%. Además, **anuncia una recompra de acciones por el 5% del capital**, aproximadamente 130M€. [Link a los resultados.](#)

Nuestra valoración de los resultados es positiva

Las ventas de productos farma (+0,8% en 2T) sufren por las menores ventas de heparinas (-6,1%) tras superarse la pandemia. El resto de especialidades aumentan +11,9%. Las fabricación a terceros sorprende positivamente, se esperaba que las ventas cayesen ante una menor demanda de vacunas anti-COVID pero se compensa con los ingresos para desarrollar una planta para fabricar vacunas de Moderna. Respecto a la **evolución del pipeline**, (i) la FDA prevé cerrar el 27 de julio la evaluación de Risperidona ISM (Risvan), ya aprobada y en comercialización en Europa bajo la marca Okedi; (ii) Inicia el desarrollo clínico del anticancerígeno Letrozol LEBE; (iii) Iniciará en 3T un ensayo clínico (fase I) inicia el desarrollo clínico de una formulación trimestral de Risperidona

Elevamos nuestro Pr. Objetivo hasta 52,20 €/acc. desde 50,00 €/acc.

Elevamos nuestro precio objetivo al alza hasta 52,20€/acc. desde 50,00 €/acc. por el efecto del cambio de año, este es ahora es para diciembre de 2024, la mejora de guías y, por el efecto de la recompra de acciones que se amortizarán. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

Las ventas y resultados superan lo esperado

- Las ventas aumentan en 2T a 179,2M€ (+2,5% a/a) y a 380,8M€ (+0,1%) en 1S. Fabricación aumenta +4,9% en 2T y +3,5% en 1S. Especialidades farma +0,8% en 2T y -2,5% en 1S.
- El margen bruto disminuye en 2T a 50,4% (-7,9 p.p.) y en 1S a 56,6% (-2,9 p.p.) por el efecto del mix de ventas.
- EBITDA en 2T alcanza 30,5M€ (-26,5%) y en 1S 97,1M€ (-16,2%).
- El EBIT en 2T es 24,5M€ (-31,6%) y en 1S 85,2M€ (-18,4%).
- El BNA retrocede en 2T a 19,2M€ (-30,3%) y en 1S a 66,6M€ (-17,3%).
- El *cash flow* libre en 1T es +15,5M€ (-73,1%) y en 1S +35,2M€ (-78,0%).
- La tesorería neta aumenta a 90,4M€ (+66,7% en 2023).

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	2T22	2T23	Var. a/a %	Consenso		1S22	1S23	Var. a/a %
Heparinas	63,7	59,8	-6,1			137,9	119,1	-13,7
Otros farma	39,7	44,5	11,9			76,1	89,5	17,7
Total especialidades farma	103,4	104,3	0,8			214,0	208,6	-2,5
Fabricación	71,4	74,9	4,9			166,4	172,2	3,5
Ventas	174,8	179,2	2,5	171,8		380,4	380,8	0,1
Beneficio bruto	102,0	90,3	-11,4	86,2		227,2	215,7	-5,1
% de ventas	58,3	50,4				59,7	56,6	
I+D	-5,7	-5,6	-1,1			-10,4	-10,8	3,5
Otros gastos	-54,8	-54,2	-1,1			-101,0	-107,8	6,7
EBITDA	41,5	30,5	-26,5	24,3		115,8	97,1	-16,2
% de ventas	23,7	17,0				30,4	25,5	
Amortizaciones	-5,7	-6,0	5,3			-11,3	-11,9	
EBIT	35,8	24,5	-31,6	18,2		104,5	85,2	-18,4
% de ventas	20,5	13,7				27,5	22,4	
Puesta en equivalencia	0,0	0,0				0,0	0,0	
Financieros	0,6	0,2				0,9	0,6	
BAI	36,4	24,7	-32,2			105,3	85,8	-18,5
Impuestos	-8,9	-5,5				-24,8	-19,2	
Beneficio neto atribuible	27,5	19,2	-30,3	14,2		80,6	66,6	-17,3
Cash flow neto	59,9	21,7	-63,8			175,9	62,7	-64,3
NOF	5,4	6,3				-6,5	-10,2	56,6
Inversiones	-7,8	-12,6	61,6			-9,9	-17,4	76,1
Cash flow libre	57,6	15,5	-73,1			159,6	35,2	-78,0
Dividendos	0,0	0,0				0,0	0,0	
Recompra acciones y Otros	-1,6	1,3				-99,7	1,0	
Variación deuda financiera neta	-56,0	-16,8				-59,9	-36,2	
Deuda financiera neta (- es caja)	-87,3	-90,4				-87,3	-90,4	3,6
DFN / EBITDA año móvil (x)		Caja neta	Caja neta			Caja neta	Caja neta	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e
Cuenta de resultados						
Ventas	743,5	756,3	814,4	863,2	918,2	949,1
Beneficio bruto	407,9	434,7	472,8	500,8	532,6	548,3
EBITDA	152,3	206,5	241,1	265,5	293,6	305,4
Amortización del inmovilizado	-24,5	-26,1	-27,8	-29,6	-31,3	-33,1
EBIT	127,8	180,4	213,3	235,9	262,2	272,3
Resultado financiero	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8	-1,8
Beneficio antes de impuestos	126,0	178,6	211,5	234,1	260,5	270,6
Impuesto de sociedades	-30,2	-42,9	-50,8	-56,2	-62,5	-64,9
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	95,8	135,7	160,7	177,9	197,9	205,6
BPA (€)	1,77	2,51	2,98	3,29	3,66	3,81
DPA (€)	0,62	0,88	1,04	1,15	1,28	1,33
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	-11,1	161,9	188,6	207,5	229,3	238,7
Variaciones de NOF	42,3	-148,5	-23,9	-21,8	-25,3	-12,1
Inversión	-22,0	-22,2	-22,3	-22,4	-22,5	-22,5
Cash flow libre	9,2	-8,8	142,3	163,3	181,5	204,1
Remuneración al accionista	-67,7	-33,5	-47,5	-56,3	-62,3	-69,3
Otras variaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	58,5	42,3	-94,8	-107,1	-119,2	-134,8
Balance						
Activo fijo neto	248,8	244,9	239,3	232,1	223,3	212,7
Inmovilizado financiero	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Necesidades operativas de fondos (NOF)	173,3	321,7	345,6	367,5	392,8	404,9
Otros activos/(pasivos) neto	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9
Capital empleado	422,4	566,9	585,3	599,9	616,4	617,9
Recursos propios	418,1	520,3	633,5	755,2	890,9	1.027,2
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	4,3	46,6	-48,2	-155,3	-274,5	-409,3
Valoración (Suma de partes)						
(M€)					Valoración	€/acción
Productos en comercialización					823,8	16,05
Fabricación					63,7	1,24
Becat					1.019,0	19,86
Okedi					812,3	15,83

Valor empresa	2.718,76	52,98
Inversiones financieras	6,6	
Deuda neta	-46,6	
Provisiones	0,0	
Minoritarios y otros	0,0	
Valor equity (Dic-2023e)	2.678,8	
Precio objetivo (€ por acción)	52,20	

		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	11,0%	49,50	49,96	50,46	51,00	51,60
	10,5%	50,22	50,73	51,29	51,90	52,58
	10,0%	51,01	51,58	52,20	52,89	53,66
	9,5%	51,87	52,51	53,21	53,99	54,86
	9,0%	52,83	53,54	54,33	55,22	56,22

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Suma de partes distinguiendo entre la cartera de productos, fabricación, Becat, Okedi y Letrozol 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). Incorporamos el efecto de la recompra de acciones por el 5% del capital.

Escenarios de precio objetivo

Base €52,20

- 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 32% en 2028

Positivo €60,50

- Igual que en Base
- Margen EBITDA 37% en 2028

Negativo €35,00

- 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 Risvan en EE.UU.
- Inicio ensayos con Letrozol LEBE
- Adquisiciones de nuevas licencias
- Perspectivas a largo plazo del acuerdo con Moderna para fabricar vacunas y principios activos

Riesgos

- Agotamiento temática COVID-19
- Competencia de biosimilares

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
27/07/2022	Comprar	71,25
05/10/2022	Comprar	59,70
04/11/2022	Neutral	En Revisión

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
07/11/2022	Neutral	49,10
21/02/2023	Comprar	50,00
10/05/2023	Comprar	50,00
26/07/2023	Neutral	52,20

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