

Sector: *Farmacéuticas**Buena evolución de los resultados en 2T 2022 que superan a lo esperado*

Rovi

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **71,25€**
 Potencial: **+18,9%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

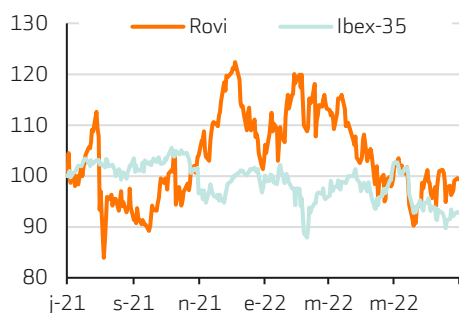
Datos

Precio 26/07/2022; 17:35h (€)	59,90
Nº acciones (M)	56,1
Capitalización (M€)	3.358,5
Máx/Mín (52 sem.)(€)	73,8 / 50,6
Comportamiento 2022	-18,8%
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	20,3	16,6	15,1
VE/EBITDA (x)	20,3	15,1	11,7	10,2
Rentab. div. (%)	1,3	1,7	2,1	2,3
P/V (x)	8,8	8,3	6,1	4,8

Ratios	2021	2022e	2023e	2024e
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)	0,5	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	-1,8	-4,0	-0,7
Relativo	0,3	0,8	6,6

Accionariado

Familia López-Belmonte:	54,2%
Indumenta Pueri:	5,1%
Autocartera:	4,8%

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

Las ventas y beneficios aumentan en 2T y 1S 2022 respecto a los mismos periodos de 2021. La fabricación a terceros, donde se encuadran las ventas de la vacuna COVID-19 de Moderna, crece con fuerza pero se ralentizan las ventas de especialidades farma al retroceder las ventas de Hibor por una menor penetración en el segmento de profilaxis. El *cash flow* libre aumenta con fuerza y se refuerza la posición neta de efectivo. En 1S 2022 se ha recomprado el 2,6% del capital, las acciones se amortizarán próximamente. Rovi reitera las guías 2022, nos parecen factibles y las reflejan nuestras estimaciones. Esperamos que los crecimientos de ventas y beneficios se aceleren en 2S ante las perspectivas favorables de la nueva vacuna COVID de Moderna adaptada a las variantes BA.4 y 5. Ajustamos al alza nuestro Precio Objetivo a 71,25 €/acción desde 71,20 €/acc y reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

Los resultados 2T 2022 son mejores de lo esperado

Las **principales cifras de 2T 2022** son: ventas 174,8M€ (+9,6% a/a y -15,0% vs 1T 2022, consenso 173,4M€), ventas por segmentos: Especialidades farma 103,4M€ (+2,8%), fabricación a terceros 71,4M€ (+21,2%). Margen bruto 58,3% (+5,5 p.p.), **EBITDA** 41,5M€ (+5,8% y -44,1% vs 1T, consenso 37,7M€), margen EBITDA 23,8% (-0,8 p.p.), **EBIT** 35,8M€ (+6,0% y -48,0% vs 1T, consenso 32,1M€), **BNA** 27,6M€ (+1,4% y -48,1% vs 1T, consenso 24,7M€), **Cash flow libre** +57,5M€ (+4,2% y -43,6% vs 1T). **Por lo tanto, las cifras de 1S 2022** son: ventas 380,4M€ (+31,1% a/a), ventas por segmentos Especialidades farma 214,0M€ (+9,4%), fabricación a terceros 166,4M€ (+76,2%), margen bruto 59,7% (+6,5 p.p.), **EBITDA** 115,8M€ (+56,4%), margen EBITDA 30,4% (+4,9 p.p.), **EBIT** 104,5M€ (+64,9%), **BNA** 80,6M€ (+58,0%), **Cash flow libre** +159,5M€ (+110%). La **caja neta** aumenta a 87,3M€ (+219% en 2022). [Link a los resultados.](#)

Nuestra valoración de los resultados es positiva

Los resultados superan lo esperado y están impulsados por fabricación a terceros (vacuna COVID-19 de Moderna y otros). Las ventas de productos farma se ralentizan a +2,8% a/a en 2T vs +16% en 1T, a causa de una caída en las ventas de Hibor (-20,2% en 2T y -14,3% en 1S) por una menor penetración en el segmento de profilaxis. Las ventas y resultados retroceden en 2T 2022 vs 1T 2022, algo esperado tras indicar Moderna que espera mayores ventas de vacunas en 2S 2022 que en 1S. Opinamos que este retroceso es temporal y no es preocupante. Rovi mantiene las guías 2022 (ventas +15%/+20%) que vemos factibles y reflejan nuestras estimaciones. Esperamos que en 2S 2022 las ventas de fabricación aceleren su crecimiento ante las perspectivas favorables que tiene la fabricación de la vacuna COVID-19 para Moderna y sus nuevas dosis de refuerzo adaptadas para combatir las variantes BA.4 y BA.5 de Ómicron.

Recomendación: Comprar Precio Objetivo: 71,25 €/acción

Ajustamos nuestro precio objetivo al alza hasta 71,25€/acc. desde 71,20 €/acc. por el efecto del cambio de año, ahora es para diciembre-2023, supone un potencial de +19%. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

Aumentan las ventas y mejoran los márgenes

- Las ventas aumentan a 174,8Me en 2T 2022 (+9,6% a/a y -15,0% t/t) y a 380,4M€ en 1S 2022 (+31,1%). Fuerte aumento de la Fabricación a terceros y, crecimiento inferior en Especialidades farma. Después de las heparinas Hibor y Becat (ventas en 1S 2022: 55,8M€ y 82,1M€, respectivamente, suponen el 36% de las ventas), Neparvis es el siguiente producto más vendido (ventas 18,9M€, +5,6%, supone el 5% de las ventas totales).
- El margen bruto mejora por el efecto favorable de un mix de ventas con mayor peso en Fabricación.
- El *cash flow* libre es positivo impulsado principalmente por el *cash flow* neto.
- La tesorería neta es 87,3M€ vs 27,4M€ en 4T 2021 (+219% en 2022). Se han destinado 99M€ en 1S 2022 para recomprar acciones que serán amortizadas.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	2T 2021	1T 2022	2T 2022	Consenso	var. vs 2T21 %	var. vs 1T22 %	1S 2021	1S 2022	var. %
Hibor	32,3	30,0	25,8		-20,2	-14,0	65,1	55,8	-14,3
Becat	33,3	44,2	37,9		13,8	-14,3	62,7	82,1	31,0
Otros farma	26,0	26,6	29,5		13,7	11,0	50,3	56,2	11,6
Hospitales	9,0	9,7	10,2		13,6	4,7	17,4	20,0	14,4
Total especialidades farma	100,6	110,6	103,4		2,8	-6,5	195,6	214,0	9,4
Fabricación	58,9	95,0	71,4		21,2	-24,9	94,5	166,4	76,1
Ventas	159,5	205,6	174,8	173,4	9,6	-15,0	290,0	380,4	31,1
Beneficio bruto	84,2	125,3	102,0		21,1	-18,6	154,3	227,2	47,2
<i>% de ventas</i>	<i>52,8</i>	<i>60,9</i>	<i>58,3</i>				<i>53,2</i>	<i>59,7</i>	
I+D	-6,0	-4,8	-5,7		-6,0	19,5	-11,9	-10,4	-12,2
Otros gastos	-38,9	-46,2	-54,8		40,7	18,4	-68,4	-101,0	47,7
EBITDA	39,2	74,3	41,5	37,7	5,8	-44,1	74,0	115,8	56,4
<i>% de ventas</i>	<i>24,6</i>	<i>36,1</i>	<i>23,7</i>				<i>25,5</i>	<i>30,4</i>	
Amortizaciones	-5,5	-5,6	-5,7		5,0	3,3	-10,7	-11,3	
EBIT	33,8	68,7	35,8	32,1	5,9	-48,0	63,4	104,5	64,9
<i>% de ventas</i>	<i>21,2</i>	<i>33,4</i>	<i>20,5</i>				<i>21,8</i>	<i>27,5</i>	
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0				0,0	0,0	
Financieros	0,7	0,2	0,6				0,5	0,9	
BAI	34,5	68,9	36,4		5,6	-47,2	63,9	105,3	64,8
Impuestos	-7,3	-15,9	-8,9				-12,9	-24,8	
Beneficio neto atribuible	27,2	53,0	27,5	24,7	1,3	-48,1	51,0	80,6	57,9
Cash flow neto	43,2	116,0	59,9		38,7	-48,3	84,2	175,9	109,0
NOF	19,4	-11,9	5,4				3,2	-6,5	
Inversiones	-7,5	-2,1	-7,8		4,0	268,8	-11,3	-9,9	-13,0
Cash flow libre	55,2	102,0	57,6		4,3	-43,6	76,0	159,6	110,0
Dividendos	0,0	0,0	0,0				0,0	0,0	
Recompra acciones y Otros	-0,5	-98,1	-1,6				-0,1	-99,7	
Variación deuda financiera neta	-54,7	-3,9	-56,0				-75,9	-59,9	
Deuda financiera neta (- es caja)	-56,1	-31,3	-87,3				-56,1	-87,3	14,2
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€)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Cuenta de resultados						
Ventas	762,2	844,9	881,6	928,3	958,4	982,1
Beneficio bruto	408,4	464,3	491,9	528,5	550,6	568,0
EBITDA	225,5	278,0	304,1	338,6	358,6	373,8
Amortización del inmovilizado	-22,4	-23,4	-24,3	-25,3	-26,3	-27,2
EBIT	203,0	254,6	279,7	313,3	332,3	346,5
Resultado financiero	-1,0	-1,4	-1,2	-1,1	-0,9	-0,7
Beneficio antes de impuestos	202,0	253,3	278,5	312,2	331,4	345,8
Impuesto de sociedades	-36,4	-50,7	-55,7	-62,4	-66,3	-69,2
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	165,7	202,6	222,8	249,8	265,1	276,7
BPA (€)	2,95	3,61	3,97	4,45	4,73	4,93
DPA (€)	1,03	1,26	1,39	1,56	1,65	1,73
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	188,1	226,0	247,2	275,1	291,4	303,9
Variaciones de NOF	-12,0	-2,3	-4,0	-4,9	-3,9	-1,1
Inversión	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0	-20,0
Cash flow libre	156,1	203,7	223,2	250,2	267,5	282,8
Remuneración al accionista	-53,6	-58,0	-70,9	-78,0	-87,4	-92,8
Otras variaciones	-179,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	76,5	-145,7	-152,3	-172,2	-180,1	-190,0
Balance						
Activo fijo neto	217,9	214,5	210,2	204,9	198,6	191,3
Inmovilizado financiero	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Necesidades operativas de fondos (NOF)	233,9	236,2	240,2	245,1	248,9	250,0
Otros activos/(pasivos) neto	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Capital empleado	453,2	452,1	451,7	451,3	448,9	442,7
Recursos propios	404,0	548,7	700,6	872,4	1.050,1	1.233,9
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	49,2	-96,6	-248,8	-421,1	-601,2	-791,2
Valoración (Suma de partes)						
(M€)					Valoración	€/acción

Productos en comercialización	1.188,5	22,00
Fabricación	465,3	8,61
Becat	1.285,1	23,79
Okedi	807,8	14,96

Valor empresa 3.746,69 69,37

Inversiones financieras	5,0
Deuda neta	96,5
Provisiones	0,0
Minoritarios y otros	0,0
Valor equity (Dic-2023e)	3.848,2
Precio objetivo (€ por acción)	71,25

Matriz de sensibilidad (€ por acción)

		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	8,7%	66,66	67,44	68,32	69,30	70,42
	8,2%	67,80	68,69	69,70	70,83	72,12
	7,7%	69,07	70,09	71,25	72,56	74,07
	7,2%	70,50	71,68	73,02	74,55	76,34
	6,7%	72,12	73,48	75,05	76,87	79,01

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.

Hipótesis principales

Utilizamos un WACC de 7,7%. Incorporamos el efecto de la amortización de acciones recientemente anunciada.

Escenarios de precio objetivo

Base €71,25

- 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 €84,75

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

Negativo €55,70

- 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 y su principio activo

Riesgos

- Reducción de las ventas de vacunas COVID-19 a nivel global y sustitución por tratamientos orales
- Aparición de otros biosimilares similares a Becat
- El *lock up* para vender acciones por parte del accionista principal termina el 15/09/2022

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
28/07/2021	Comprar	68,30
31/08/2021	Neutral	En Revisión
02/09/2021	Comprar	68,30
03/11/2021	Comprar	73,80

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
23/02/2022	Comprar	77,50
15/03/2022	Comprar	71,20
11/05/2022	Comprar	71,20
27/07/2022	Comprar	71,25

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 & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Jorge Pradilla - Logística	Eduardo Cabero - Seguros
Pedro Ribeiro - Portugal	Carlos Pellicer - Analista

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