

Sector: *Farmacéuticas**Una farma con mucho atractivo, temática COVID y unos buenos resultados 1T21*

## Reig Jofre

Recomendación: **Comprar**  
 Precio Objetivo: **6,30€**  
 Potencial: **+10,6%**  
 Analista: **Pedro Echeguren**

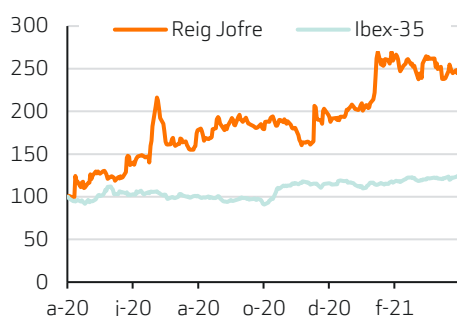
### Datos

Precio (€)	5,70
Nº acciones (M)	76,8
Capitalización (M€)	437,8
Máx/Mín (52 sem.)(€)	6,18 / 2,26
Comportamiento 2021	29,8%
Cód. Reuters/Bloomberg	RJFE.MC / RJF SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	6	12	20	25
% inc.	14,8	111,4	70,4	22,6
EBITDA	27	33	44	52
% inc.	34,8	24,3	34,4	16,2
BPA (€)	0,07	0,16	0,27	0,33
% inc.	14,8	111,4	70,4	22,6
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
PER (x)	59,4	36,5	21,4	17,5
VE/EBITDA (x)	14,8	14,9	10,6	8,4
Rentab. div. (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
P/V (x)	1,8	2,2	2,0	1,8

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	2,1	1,7	0,7	Caja
DFN/FF.PP. (x)	0,3	0,3	0,1	Caja
CF Op./DFN (%)	40,8	20,2	99,5	Caja
DFN/CE (x)	0,2	0,2	0,1	Caja
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,2	0,2
ROCE (%)	3,4	5,1	8,5	10,8
ROE (%)	3,1	6,1	9,4	10,4

### Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-5,9	23,9	148,9
Relativo	-9,6	10,5	124,2

### Accionariado

Familia Reig Jofre:	62,7%
Kaizaharra:	10,1%
Onchena:	5,5%
Autocartera:	0,5%

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Reig Jofre es un descubrimiento en el sector farma, la cobertura de analistas es escasa y su atractivo ha mejorado notablemente en los últimos años. Reig Jofre está a punto de terminar un ambicioso plan de inversiones de 60M€ que ha supuesto la renovación de sus instalaciones productivas y que le sitúa en el grupo de fabricantes líderes de antibióticos e inyectables y también en productos dietéticos. Estimamos que como consecuencia de este plan, el margen EBITDA aumentará desde 10% en 2019 a 17,8% en 2024e, en línea con el de sus comparables. El lanzamiento de productos en los últimos años y el contrato con Johnson & Johnson para fabricar su vacuna COVID-19 asegura la utilización de las nuevas instalaciones. La política financiera es conservadora con un endeudamiento de 1,8x EBITDA. Reig Jofre está infravalorada frente a sus comparables. Recomendamos Comprar, Precio Objetivo 6,30 €/acción.

### Resultados 1T21 impulsados por la mejora de los márgenes de explotación

Las **principales cifras 1T21** son: ventas totales 62,1M€ (+0,1% a/a), donde tecnología (antibióticos e inyectables) 27,6M€ (+1,6%), especialidades 19,1M€ (+3,2%) y consumo 15,4M€ (-6,1%). Beneficio bruto 38,1M€ (+1,7%), EBITDA 8,8M€ (+9,3%), margen EBITDA 14,1% (13,0% en 1T20), EBIT 4,5M€ (+11,8%), BAI 4,3M€ (+11,3%), BNA 3,7M€ (+11,3%), *cash flow* neto 7,0M€ (+19,5%), *cash flow* libre +5,5M€ (-3,1M€ en 1T20) y la deuda financiera neta se reduce a 49,6M€ (-10,0% desde 4T20 y -11,0% desde 1T20). El ratio DFN/EBITDA año móvil es 1,8x (2,1x en 4T20).

### Nuestra valoración de los resultados es positiva

Las **ventas** reflejan el retroceso en Consumo, algo que afecta al sector. Las ventas de Tecnología aumentan por la evolución de inyectables (+10%). Antibióticos orales retroceden al producirse menos infecciones por las medidas de distanciamiento. El crecimiento en Especialidades está impulsado por dermatología, mientras que osteoarticular retrocede a causa de la reducción de las visitas médicas y la reducción en la prescripción de recetas. Consumo retrocede al igual que en otras farmas, es una actividad impactado por el efecto COVID-19. El mix de ventas es favorable para el **margen bruto** que aumenta en +1pp. Este efecto unido a un eficaz control de costes posibilita aumentar el **margen EBITDA** en +1,1pp, máximo de los últimos años. El **cash flow libre** aumenta y el **endeudamiento** cae a 1,8x EBITDA. Esperamos una mejoría de los resultados en los próximos trimestres al recuperarse el mercado de antibióticos, receta, OTC y el inicio de la fabricación de la vacuna contra COVID-19.

### Recomendación: Comprar Precio Objetivo: 6,30 €/acción

Nuestro **escenario inversor** combina una **mejora del margen EBITDA** al 17,8% en 2023 (superamos la guía del 15%) tras **completar un plan de inversiones** de 60 M€ en fábricas que debe contribuir a acercar el margen al de sus comparables. Además, está el atractivo del **contrato para suministrar la vacuna COVID-19 de Johnson & Johnson** y que se fabricará en las nuevas fábricas y que valoramos en 2,30 €/acción. Reig Jofre está **infravalorada** frente a sus comparables. Recomendamos **Comprar** con un **Precio Objetivo de 6,30 €/acción**, un potencial de +11%.

## Los márgenes de explotación siguen aumentando

- Las ventas apenas crecen, el retroceso en consumo (algo común al sector) se compensa con el crecimiento en las otras divisiones.
- Aumento del margen bruto, reflejo del mix de ventas. Una eficaz política de control de costes permite que el margen EBITDA aumente ligeramente por encima del margen bruto y se refleja en crecimientos positivos en EBITDA EBIT y BNA.
- El cash flow libre es positivo (negativo en el mismo trimestre del año anterior) y permite recortar la deuda neta frente a 4T20. La política financiera es conservadora con un endeudamiento bajo.

Cuadro 1. Resumen de resultados

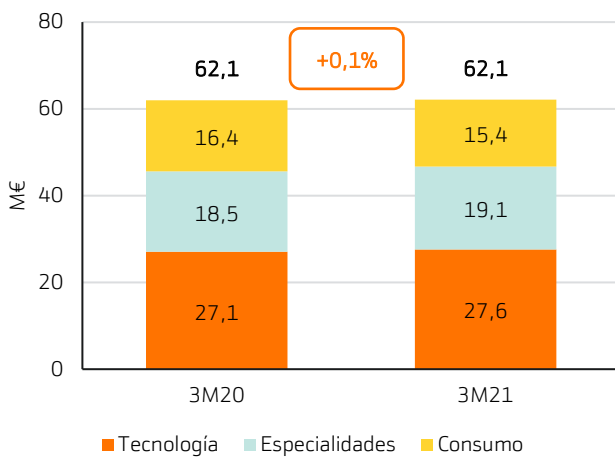
M€	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	Var. a/a %
Tecnología	27,1	28,6	24,6	31,4	27,6	1,8
Especialidades	18,5	14,9	16,0	16,7	19,1	3,2
Consumo	16,4	10,3	13,9	11,6	15,4	-6,1
<b>Ventas</b>	<b>62,1</b>	<b>53,8</b>	<b>54,6</b>	<b>59,7</b>	<b>62,1</b>	<b>0,1</b>
<b>Beneficio bruto</b>	<b>37,5</b>	<b>32,3</b>	<b>32,1</b>	<b>38,4</b>	<b>38,1</b>	<b>1,7</b>
<i>Margen %</i>	<i>60,4</i>	<i>60,1</i>	<i>58,9</i>	<i>64,3</i>	<i>61,4</i>	
Otros ingresos	1,4	1,5	0,8	1,0	1,2	
Gastos de explotación	-30,9	-28,9	-26,7	-32,1	-30,5	-1,2
<b>EBITDA</b>	<b>8,0</b>	<b>4,9</b>	<b>6,3</b>	<b>7,3</b>	<b>8,8</b>	<b>9,3</b>
<i>Margen %</i>	<i>13,0</i>	<i>9,2</i>	<i>11,5</i>	<i>12,2</i>	<i>14,1</i>	
Amortizaciones	-4,0	-4,1	-4,4	-4,4	-4,3	6,6
Provisiones	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,0	
<b>EBIT</b>	<b>4,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>4,5</b>	<b>11,8</b>
<i>Margen %</i>	<i>6,5</i>	<i>1,5</i>	<i>3,4</i>	<i>4,2</i>	<i>7,2</i>	
Gastos financieros netos	-0,2	-0,1	-0,1	-2,5	-0,2	
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	
<b>BAI</b>	<b>3,9</b>	<b>0,7</b>	<b>1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>4,3</b>	<b>11,3</b>
Impuestos	-0,6	-0,1	-0,3	0,2	-0,6	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>3,3</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,3</b>	<b>3,7</b>	<b>11,3</b>
<b>Cash flow neto</b>	<b>5,9</b>	<b>3,3</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>7,0</b>	<b>19,5</b>
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>55,7</b>	<b>63,1</b>	<b>68,4</b>	<b>55,1</b>	<b>49,6</b>	<b>-11,0</b>
DFN/EBITDA año móvil (x)	2,5	2,7	2,6	2,1	1,8	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Evolución de las ventas y EBITDA

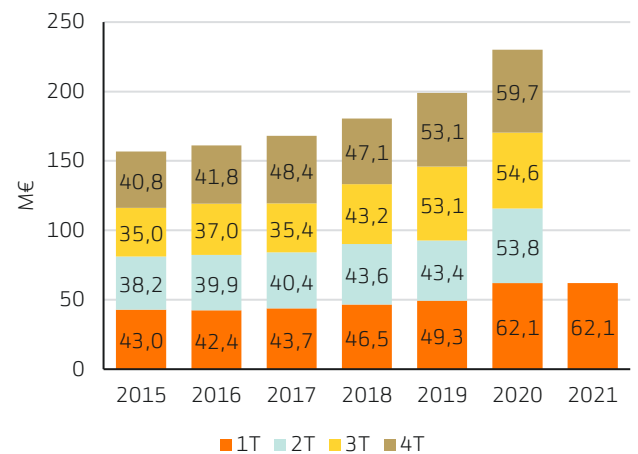
- Las ventas aumentan a 62,1M€ (+0,1%). Ventas Tecnología 27,6M€ (+1,8%) combinan inyectables (+10%) y antibióticos orales que retroceden al producirse menos infecciones por las medidas de distanciamiento. Ventas especialidades 19,1M€ (+3,2%) impulsadas por dermatología, osteoarticular retrocede por la reducción de las visitas médicas y la reducción en la prescripción de recetas. Consumo 15,4M€ (-6,1%) retrocede al igual que en otras farmas, impactado por el efecto COVID-19. El mix de ventas es favorable para el margen bruto que aumenta en +1pp.
- El aumento del margen bruto unido a un eficaz control de costes posibilita aumentar el margen EBITDA en +1,1pp al 14,1%, máximo de los últimos años.

Cuadro 2. Comparativa ventas



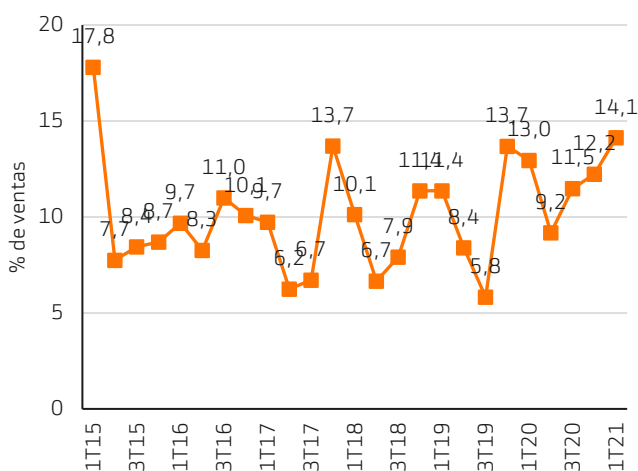
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 3. Evolución ventas



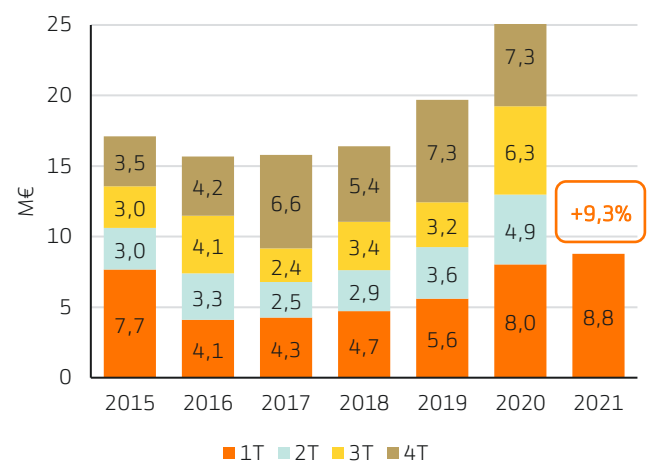
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. Margen EBITDA



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 5. Evolución EBITDA



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Cuadro 6. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
<b>Cuenta de resultados</b>							
Ventas	230,1	268,1	326,0	336,0	338,0	340,4	
Beneficio bruto	140,3	163,5	202,1	211,7	219,7	221,3	
EBITDA	26,5	33,0	44,4	51,5	60,1	60,5	
Amortización del inmovilizado	-17,3	-18,8	-20,8	-21,3	-21,7	-22,0	
EBIT	9,2	14,2	23,6	30,3	38,5	38,5	
Resultado financiero	-2,8	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>6,4</b>	<b>13,3</b>	<b>22,7</b>	<b>29,5</b>	<b>37,8</b>	<b>38,0</b>	
Impuesto de sociedades	-0,8	-1,3	-2,3	-4,4	-5,7	-5,7	
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	
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>5,7</b>	<b>12,0</b>	<b>20,4</b>	<b>25,1</b>	<b>32,1</b>	<b>32,3</b>	
BPA (€)	0,07	0,16	0,27	0,33	0,42	0,42	
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
<b>Estado de flujo de caja</b>							
Cash flow neto	25,4	30,7	41,1	46,2	53,7	54,2	
Variaciones de NOF	-2,9	-19,6	-9,3	-1,4	-0,5	0,2	
Inversión	-30,7	-10,7	-9,0	-9,7	-11,0	-11,0	
<b>Cash flow libre</b>	<b>-8,2</b>	<b>0,4</b>	<b>22,8</b>	<b>35,2</b>	<b>42,2</b>	<b>43,4</b>	
Remuneración al accionista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Otras variaciones	5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>2,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-22,8</b>	<b>-35,2</b>	<b>-42,2</b>	<b>-43,4</b>	
<b>Balance</b>							
Activo fijo neto	198,1	190,0	178,2	166,6	155,9	145,0	
Inmovilizado financiero	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	29,2	48,9	58,2	59,6	60,1	59,8	
Otros activos/(pasivos) neto	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	
<b>Capital empleado</b>	<b>239,6</b>	<b>251,2</b>	<b>248,9</b>	<b>238,8</b>	<b>228,6</b>	<b>217,5</b>	
Recursos propios	184,5	196,5	217,0	242,0	274,1	306,4	
Minoritarios	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Deuda financiera neta	55,1	54,8	32,0	-3,2	-45,4	-88,8	
<b>Valoración (DCF)</b>							
(M€)		2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	
NOPLAT			21,2	25,7	32,7	32,8	
Amortización			20,8	21,3	21,7	22,0	
NOF			-9,3	-1,4	-0,5	0,2	
Inversión			-9,0	-9,7	-11,0	-11,0	
<b>Cash flow libre</b>			<b>23,7</b>	<b>35,9</b>	<b>42,9</b>	<b>43,9</b>	
Valor terminal						541,6	
<b>Flujo a descontar</b>			<b>23,7</b>	<b>35,9</b>	<b>42,9</b>	<b>585,5</b>	
Factor descuento			0,93	0,87	0,82	0,76	
<b>VAN del flujo</b>			<b>22,1</b>	<b>31,3</b>	<b>35,0</b>	<b>445,8</b>	
Valor empresa		534,2					
Inversiones financieras		5,0					
Deuda neta		-54,8					
Provisiones, minoritarios y otros		-0,3					
<b>Valor equity (Dic-2021e)</b>		<b>484,1</b>					
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>		<b>6,30</b>					
<b>Matriz de sensibilidad (€ por acción)</b>							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-0,1%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
	8,1%		4,75	5,03	5,34	5,70	6,12
	7,6%		5,10	5,42	5,79	6,21	6,71
WACC	7,1%		5,50	5,87	<b>6,30</b>	6,81	7,42
	6,6%		5,96	6,40	6,91	7,53	8,28
	6,1%		6,49	7,02	7,64	8,40	9,35

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Metodología de valoración

### Método de valoración

Valoramos Reig Jofre usando un modelo de descuento de flujos de caja libres. Estimamos los flujos para 2022e-2025e y un valor de terminal. La posibilidad de que un acuerdo para fabricar la vacuna COVID-19 para Johnson & Johnson genere pedidos está incluida en nuestra valoración y es de 2,30 €/acción. Nuestro Precio Objetivo es para diciembre de 2021.

### Hipótesis principales

Utilizamos un WACC de 7,1% y una tasa de crecimiento perpetuo de 0,95%.

### Escenarios de precio objetivo

#### Base €6,30

- Potencial vacuna COVID 250m dosis anuales, 40% en 2021, 90% en 2022 y 100% en adelante.
- Aumento del margen EBITDA a 18% en 2024e (12% en 2020).
- Valoramos la vacuna COVID en 2,30 €/acción.

#### Positivo €7,55

- Igual que en Base excepto,
- Margen EBITDA del 20% en 2024e y años sucesivos.

#### Negativo €4,00

- Igual que en Base excepto,
- La vacuna COVID-19 no se fabrica.

#### Vectores principales

- Crecimiento de ventas impulsado por nuevos lanzamientos y ampliación de la capacidad productiva.
- Aumento de márgenes a medida que se incorporan nuevas instalaciones más eficientes.

#### Catalizadores

- Inicio de la fabricación de la vacuna COVID-19 de Johnson & Johnson.
- Acuerdos de licencia.
- Adquisiciones.
- Finalización del programa de inversiones 2017-2021 por 60M€.

#### Riesgos

- Eliminación de medicamentos para el dolor articular de las prestaciones de la Seguridad Social en España.
- Reducción de las visitas médicas y emisión de recetas médicas durante el confinamiento.

### INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- 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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

[https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento\\_normativo/codigos\\_internos](https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos)

### 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

Susana André - Portugal, Assistant

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo y Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

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