

Sector: *Farmacéuticas**Resultados 9M 2021 impulsados por la vacuna COVID-19 de Moderna*

# Rovi

Recomendación: **Comprar**  
 Precio Objetivo: **73,80€**  
 Potencial: **+21,4%**  
 Analista: **Pedro Echeguren**

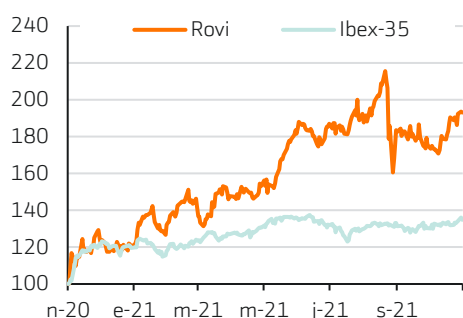
## Datos

Precio 02/11/2021; 17:35h (€)	60,80
Nº acciones (M)	56,1
Capitalización (M€)	3.409,0
Máx/Mín (52 sem.)(€)	67,9 / 31,5
Comportamiento en 2021	60,4%
Cód. Reuters/Bloomberg	ROVI.MC / ROVI SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	61	129	153	197
% inc.	55,5	110,7	19,3	28,3
EBITDA	94	185	212	263
% inc.	54,8	96,5	14,4	24,4
BPA (€)	1,09	2,29	2,82	3,62
% inc.	55,5	110,7	23,0	28,3
DPA (€)	0,38	0,80	0,99	1,27
% inc.	117,7	110,7	23,0	28,3
PER (x)	34,8	26,5	21,5	16,8
VE/EBITDA (x)	22,8	18,1	15,8	12,2
Rentab. div. (%)	1,0	1,3	1,6	2,1
P/V (x)	5,7	7,1	7,1	5,4

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	0,2	Caja	0,2	Caja
DFN/FF.PP. (x)	0,1	Caja	0,1	Caja
CF Op./DFN (%)	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
DFN/CE (x)	0,1	Caja	0,1	Caja
EBITDA/CE (x)	0,2	0,4	0,4	0,5
ROCE (%)	16,0	30,2	30,5	38,6
ROE (%)	16,3	26,7	33,0	32,4

## Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	9,9	2,9	93,0
Relativo	6,5	-0,9	58,1

## Accionariado

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

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

Los resultados 3T 2021 batieron ampliamente a un consenso que esperaba unos crecimientos de por sí elevados. 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 por encima del 50% y el EBITDA, EBIT y BNA que más que doblan respecto al año anterior. La compañía revisa nuevamente al alza las guías 2021, algo ya testimonial y, da unas guías para 2022 que vemos factibles. Anuncia una recompra por el 3% de su capital en 2021-2022, estas acciones serán amortizadas. El proceso de aprobación de Doria en EE.UU. ha sufrido ligeros retrasos, esto no nos parece preocupante. Valoramos positivamente estos resultados. Revisamos nuestro Precio Objetivo al alza hasta 73,80 €/acción desde 68,30 €/acción, supone un potencial de +21% y reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

## La vacuna COVID-19 de Moderna impulsa al alza los resultados 3T 2021

Las **principales cifras del 3T 2021 estanco** son: ventas 173,5M€ (+56,2% a/a), ventas por segmentos: Especialidades farma 87,7M€ (+5,5%), fabricación a terceros 85,7M€ (+207%), margen bruto 64,8% (56,8% en 3T 2020), EBITDA 65,5M€ (+140%), margen EBITDA 37,7% vs 24,6%, EBIT 59,9M€ (+167%), BAI 60,4M€ (+182%), BNA 47,9M€ (+178%), *cash flow* libre +40,1M€ (vs. +0,8M€ en 3T 2020). **Por lo tanto, las cifras de 9M 2021** son: ventas 463,5M€ (+53,4% a/a, consenso 450,2M€), ventas por segmentos: Especialidades farma 283,3M€ (+18,3%), fabricación a terceros 180,2M€ (+187%), margen bruto 57,6% (58,1% en 9M 2020), **EBITDA** 139,5M€ (+100%, consenso 123,8M€), margen EBITDA 30,1% vs 23,1%, **EBIT** 123,3M€ (123%, consenso 108,1M€), BAI 124,3M€ (+129%), **BNA** 98,9M€ (+111%, consenso 85,8M€), *cash flow* libre +116,1€ (vs. -21,5M€ en 9M 2020). La **caja neta** aumenta a 74,4M€ desde una deuda financiera neta de 19,8M€ en 4T 2020. [Link a los resultados.](#)

## Las guías 2021 revisadas al alza, nuevas guías 2022 y recompra de acciones

Buena evolución de los resultados que **batieron al consenso** y que están impulsados por la fabricación de la vacuna COVID-19 de Moderna. Las ventas por fabricación aumentan +207% en 3T 2021 y +187% en 9M 2021 y esperamos que en 4T superen al 3T. El comportamiento de la gama de productos nos parece satisfactorio (+5,5% en 3T y +18,3% en 9M). El proceso para la aprobación Doria en EE.UU. se demora por las restricciones COVID para viajar, no es preocupante. Rovi **revisa al alza su guía 2021** para los ingresos a +40% / +45% (anterior +35% / +40%) y **para 2022** espera un crecimiento de ingresos en la banda media de la primera decena. Vemos factibles estas guías que reflejan nuestras estimaciones. Además, anuncia un **programa de recompra y amortización de acciones** en 2021-2022 por el 3% del capital (125M€).

## Recomendación: Comprar, revisamos al alza el Precio Objetivo a 73,80 €/acción

Valoramos positivamente estos resultados y las nuevas guías y, opinamos que van a favorecer la evolución de la cotización. **Revisamos nuestro Precio Objetivo al alza hasta 73,80 €/acción desde 68,30 €/acción**, supone un potencial de +21% y reiteramos nuestra recomendación de **Comprar**.

## Los resultados 9M 2021 crecen con fuerza y baten al consenso

- Fuerte aumento de la fabricación a terceros y, en menor medida de las ventas de heparinas (Hibor, Becat usadas con profusión en el tratamiento de los enfermos de COVID-19). Aumentos de ventas en línea con el sector en el resto de especialidades farmacéuticas. Después de las heparinas Hibor y Becat, Neparvis es el siguiente producto más vendido (27,7M€ ventas 9M 2021, +28%, supone el 6% de las ventas totales).
- El margen bruto se deteriora en 9M por un aumento del coste de venta de la materia prima de las heparinas, esta tendencia cambia en 3T y el margen mejora. Los márgenes EBITDA y EBIT mejoran por el efecto del apalancamiento operativo.
- El *cash flow* libre aumenta con fuerza y encadena cinco trimestres consecutivos en positivo. Aumenta la inversión en inmovilizado para reforzar la capacidad de producción.
- La tesorería neta aumenta a 74,4M€ desde 56,1M€ en 2T 2021 y desde una deuda neta de 19,8M€ a 4T 2020.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	3T20	3T21	var. %	9M20	9M21	var. %	Consenso
Hibor	24,9	21,2	-14,9	76,5	86,3	12,8	
Becat	27,2	27,2	-0,2	76,6	89,9	17,4	
Otros farma	23,3	31,0	33,2	64,3	81,3	26,5	
Hospitales	7,7	8,3	8,1	22,1	25,8	16,7	
Total especialidades farma	83,1	87,7	5,5	239,5	283,3	18,3	
Fabricación	27,9	85,7	207,1	62,7	180,2	187,5	
<b>Ventas</b>	<b>111,0</b>	<b>173,5</b>	<b>56,2</b>	<b>302,1</b>	<b>463,5</b>	<b>53,4</b>	<b>450,2</b>
<b>Beneficio bruto</b>	<b>63,1</b>	<b>112,4</b>	<b>78,1</b>	<b>175,4</b>	<b>266,8</b>	<b>52,1</b>	
% de ventas	56,8	64,8		58,1	57,6		
I+D	-4,8	-7,2	49,4	-15,6	-19,1	22,4	
Otros gastos	-31,0	-39,7	28,1	-90,2	-108,1	19,9	
<b>EBITDA</b>	<b>27,3</b>	<b>65,5</b>	<b>140,1</b>	<b>69,7</b>	<b>139,5</b>	<b>100,2</b>	<b>123,8</b>
% de ventas	24,6	37,8		23,1	30,1		
Amortizaciones	-4,9	-5,6	14,5	-14,4	-16,2		
<b>EBIT</b>	<b>22,4</b>	<b>59,9</b>	<b>167,4</b>	<b>55,3</b>	<b>123,3</b>	<b>123,0</b>	<b>108,1</b>
% de ventas	20,2	34,5		18,3	26,6		
Puesta en equivalencia	0,0	0,0		0,0	0,0		
Financieros	-1,0	0,5		-1,0	1,1		
<b>BAI</b>	<b>21,4</b>	<b>60,4</b>	<b>182,1</b>	<b>54,3</b>	<b>124,3</b>	<b>129,2</b>	
Impuestos	-4,2	-12,5		-7,4	-25,4		
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>17,2</b>	<b>47,9</b>	<b>178,1</b>	<b>46,8</b>	<b>98,9</b>	<b>111,3</b>	<b>85,8</b>
Cash flow neto	46,1	74,6	62,0	90,0	158,8		76,5
NOF	-35,7	-24,0		-94,6	-20,9		
Inversiones	-9,6	-10,5	10,3	-16,9	-21,9	29,9	
<b>Cash flow libre</b>	<b>0,8</b>	<b>40,1</b>	<b>n.r.</b>	<b>-21,5</b>	<b>116,1</b>	<b>n.r.</b>	
Dividendos	0,0	-21,4		0,0	-21,4		
Otros	-0,9	-0,4		-0,7	-0,5		
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>0,1</b>	<b>-18,3</b>		<b>22,2</b>	<b>-94,2</b>		
<b>Deuda financiera neta (- es caja)</b>	<b>38,1</b>	<b>-74,4</b>		<b>38,1</b>	<b>-74,4</b>	<b>n.r.</b>	
DFN / EBITDA año móvil (x)	0,5	Caja neta		0,5	Caja neta		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Cuenta de resultados</b>							
Ventas	420,0	627,5	677,7	764,0	840,6	892,3	922,0
Beneficio bruto	242,5	355,3	388,4	442,6	492,2	523,1	537,8
EBITDA	94,2	185,2	211,8	263,5	309,4	336,8	347,9
Amortización del inmovilizado	-19,6	-22,1	-19,0	-16,3	-17,2	-15,8	-16,5
EBIT	74,7	163,1	192,8	247,2	292,2	321,1	331,4
Resultado financiero	-2,1	0,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>72,6</b>	<b>163,1</b>	<b>191,9</b>	<b>246,2</b>	<b>291,3</b>	<b>320,1</b>	<b>330,5</b>
Impuesto de sociedades	-11,5	-34,5	-38,4	-49,2	-58,3	-64,0	-66,1
Operaciones discontinuadas y Otros	0,0	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	0,0
<b>Beneficio neto atribuible</b>	<b>61,1</b>	<b>128,7</b>	<b>153,5</b>	<b>197,0</b>	<b>233,1</b>	<b>256,1</b>	<b>264,4</b>
BPA (€)	1,09	2,29	2,82	3,62	4,29	4,71	4,86
DPA (€)	0,38	0,80	0,99	1,27	1,50	1,65	1,70
<b>Estado de flujo de caja</b>							
Cash flow neto	110,6	150,7	172,5	213,3	250,2	271,9	280,9
Variaciones de NOF	-63,8	-23,7	-75,2	1,1	-5,5	-0,1	-3,9
Inversión	-39,6	-30,5	-24,0	-24,0	-16,0	-15,0	-14,0
<b>Cash flow libre</b>	<b>7,3</b>	<b>96,5</b>	<b>73,3</b>	<b>190,3</b>	<b>228,8</b>	<b>256,8</b>	<b>263,0</b>
Remuneración al accionista	-9,7	-21,4	-45,0	-53,7	-68,9	-81,6	-89,6
Otras variaciones	-1,5	0,0	-125,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Variación deuda financiera neta</b>	<b>3,9</b>	<b>-75,1</b>	<b>96,7</b>	<b>-136,6</b>	<b>-159,8</b>	<b>-175,3</b>	<b>-173,3</b>
<b>Balance</b>							
Activo fijo neto	196,8	205,2	210,3	218,0	216,8	216,0	213,5
Inmovilizado financiero	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Necesidades operativas de fondos (NOF)	193,2	216,9	292,0	291,0	296,4	296,5	300,4
Otros activos/(pasivos) neto	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
<b>Capital empleado</b>	<b>393,5</b>	<b>425,7</b>	<b>505,9</b>	<b>512,5</b>	<b>516,8</b>	<b>516,1</b>	<b>517,5</b>
Recursos propios	373,7	481,0	464,4	607,7	771,8	946,4	1.121,1
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	19,8	-55,3	41,4	-95,2	-255,0	-430,3	-603,6
<b>Valoración (Suma de partes)</b>							
(M€)		WACC	g	Valor p=100	p estimada	Valoración	€/ acción
Productos en comercialización		7,0%	0,0%	327,5	100%	121,6	6,02
Fabricación		7,5%	0,5%	2.140,3	100%	2.346,2	39,35
Becat		8,5%	3,5%	783,5	100%	783,5	14,41
Doria		8,5%	4,0%	841,5	95%	799,4	14,70

## Valor empresa

4.050,64

Inversiones financieras	4,5
Deuda neta	-41,5
Provisiones	0,0
Minoritarios y otros	0,0
<b>Valor equity (Dic-2022e)</b>	<b>4.013,7</b>
<b>Precio objetivo (€ por acción)</b>	<b>73,80</b>

## Matriz de sensibilidad a productos en comercialización (€ por acción)

	WACC	Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
	8,0%	72,64	72,83	73,06	73,31	73,60
	7,5%	72,92	73,15	73,40	73,70	74,04
	7,0%	73,23	73,50	<b>73,80</b>	74,15	74,55
	6,5%	73,59	73,90	74,25	74,67	75,15
	6,0%	74,01	74,37	74,79	75,28	75,88

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

## Metodología de valoración

### Método de valoración

Suma de partes distinguiendo entre la cartera de productos (incluye el acuerdo con Moderna para fabricar la vacuna contra el COVID-19), Becat, y los dos medicamentos en desarrollo: Doria 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 Doria y unas probabilidades de 100% para la cartera de productos y Becat, 95% para Doria y 0% para ISM Letrozole (en fase I de desarrollo). Incorporamos la anunciada recompra y amortización del 3% del capital en 2022.

### Escenarios de precio objetivo

#### Base €73,80

- Caída gradual de las ventas de la cartera de productos actual
- Inversión anual promedio 2021-2023: 33M€
- 95% de probabilidad de éxito para Doria (fase III avanzada), 0% para ISM Letrozole (en fase I)

#### Positivo €74,57

- Igual que en Base
- 100% de probabilidad de éxito para Doria, 0% para ISM Letrozole
- Aumento del volumen del contrato de fabricación de la vacuna COVID-19 de Moderna

#### Negativo €35,00

- Igual que en Base
- Doria e ISM Letrozole fracasan
- Cancelación del contrato con Moderna

### Vectores principales

- Crecimiento de resultados impulsados por nuevos lanzamientos
- Concesión de licencias de comercialización
- Temática COVID-19

### Catalizadores

- Evolución fase III de Doria
- Otras aplicaciones de la plataforma ISM
- Adquisiciones de nuevas licencias
- Negocio generado por el acuerdo con Moderna para fabricar la vacuna contra el COVID-19

### Riesgos

- Entrantes en biosimilares compitiendo contra Becat
- Recortes de precios de los medicamentos en España
- *Free float* reducidos

## Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
05/11/2020	Comprar	35,50
24/02/2021	Comprar	50,00
13/05/2021	Comprar	50,00
17/06/2021	Neutral	59,00

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
28/07/2019	Comprar	68,30
31/08/2019	Neutral	En Revisión
02/09/2019	Comprar	68,30
05/11/2021	Comprar	73,80

## 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](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](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
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas y Papel
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	Susana André - Portugal, Assistant

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