

Sector: *Farmacéuticas**Los resultados 1T21 refuerzan el atractivo y las guías 2021 apuntan a un año récord*

Rovi

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **50,00€**
 Potencial: **+4,4%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

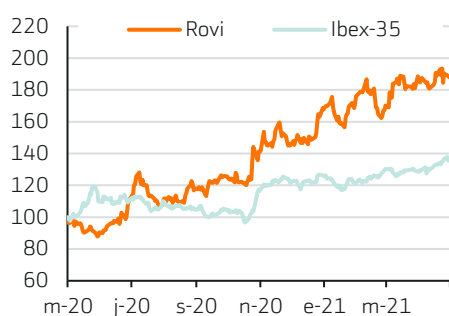
Datos

Precio (€)	47,90
Nº acciones (M)	56,1
Capitalización (M€)	2.685,7
Máx/Mín (52 sem.)(€)	49,35 / 22,4
Comportamiento 2021	26,4%
Cód. Reuters/Bloomberg	ROVI.MC / ROVI SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	61	105	137	196
% inc.	55,5	72,8	29,5	43,8
EBITDA	94	133	166	227
% inc.	54,8	40,6	24,9	37,3
BPA (€)	1,09	1,88	2,44	3,50
% inc.	55,5	72,8	29,5	43,8
DPA (€)	0,38	0,66	0,85	1,23
% inc.	117,7	72,7	29,5	43,8
PER (x)	34,8	25,5	19,7	13,7
VE/EBITDA (x)	22,8	20,2	15,7	10,9
Rentab. div. (%)	1,0	1,4	1,8	2,6
P/V (x)	5,7	5,9	4,8	3,8

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	0,2	0,0	Caja	Caja
DFN/FF.PP. (x)	0,1	0,0	n.r.	n.r.
CF Op./DFN (%)	n.r.	n.r.	Negativo	Negativo
DFN/CE (x)	0,1	0,0	Caja	Caja
EBITDA/CE (x)	0,2	0,3	0,4	0,5
ROCE (%)	16,0	20,0	25,0	34,4
ROE (%)	16,3	23,0	24,5	27,8

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	0,4	5,5	87,8
Relativo	-5,2	-4,3	52,0

Accionariado

Familia López-Belmonte:	63,1%
Indumenta Pueri:	5,1%
T Rowe Price:	3,0%
Autocartera:	1,2%

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

Nuestra valoración de los resultados 1T21 es positiva y baten al consenso, pero quedan eclipsados por las guías 2021 (crecimiento de ventas entre +20% y +30%) que la compañía ahora sitúa en la banda superior de este rango. Rovi es una de las compañías directamente beneficiadas por el COVID-19, los resultados en 2021e están impulsados por una combinación de fuertes crecimientos en venta de heparinas (usadas profusamente en enfermos de COVID) con los ingresos derivados de la fabricación de la vacuna de Moderna. Mirando hacia adelante, los catalizadores son la ampliación del alcance del acuerdo con Moderna y la previsible comercialización de la plataforma ISM Doria para tratar a enfermos de esquizofrenia a partir de 1T22. Nuestras estimaciones reflejan estas guías. Mantenemos nuestro precio objetivo de 50,00€/acción y seguimos recomendando Comprar.

El beneficio neto 1T20 crece +71% por el impulso de ventas y menores gastos

Las **principales cifras de 2020** son: ventas 130,5M€ (+29,3% a/a, consenso 125,7M€), ventas heparinas 62,2M€ (+15,5%) ventas otros farma 32,8M€ (-4,5%), ventas fabricación para terceros (aquí se incluye la vacuna COVID-19 de Moderna pero no desglosa sus ventas) 35,6M€ (+179%), margen bruto 53,7% vs. 54,7% en 1T20 y 56,9% en 4T20, EBITDA 34,8M€ (+74,3%, consenso 29,9M€), EBIT 29,6M€ (+95,7%, consenso 24,3M€), BNA 23,8M€ (+71,3%, consenso 20,6M€), *Cash flow* libre +20,8M€ vs. -3,1M€ en 1T20. Tesorería neta 1,4M€ vs. deuda financiera neta 19,8M€ en 4T20. La compañía mantiene las **guías 2021** (crecimiento de ventas entre +20% y +30% incluyendo la producción de la vacuna de Moderna) pero **ahora espera alcanzar la banda alta del rango**, nuestras estimaciones reflejan las guías. [Link a los resultados.](#)

Fabricación a terceros, Moderna y heparinas son los pilares de crecimiento

Buena evolución de los resultados que crecen con fuerza y **superan ligeramente los esperados por el consenso**. La **buena evolución de las ventas de heparinas** permite compensar el declive de los demás productos (especialmente Ulunar, Hirobriz, Vitoryn, Absorcol y Orvatez cuyas ventas conjuntas caen -30,5%, pasan a representar el 7% de las ventas vs 13% en 1T20) y la **fabricación a terceros más que dobla sus ventas gracias principalmente a la contribución del acuerdo con Moderna, cuyo alcance ha aumentado**. El ligero recorte en el **margen bruto** refleja el aumento de los costes de la materia prima para fabricar heparinas pero se espera que disminuyen a lo largo de 2021. El **cash flow libre crece con fuerza y sitúa la posición financiera en tesorería neta** por primera vez desde 3T19 algo que permite augurar la adquisición de nuevas licencias para **rotar la cartera de productos** e impulsar las ventas. Mirando hacia adelante, el próximo catalizador debe ser la aprobación de Doria y comercialización en 1T22, continúa el proceso de aprobación Europa y el dossier se registró en EE.UU. en 4T20.

Reiteramos nuestra recomendación de Comprar y Precio Objetivo 50,00/acción

Los resultados mejoran frente a lo esperado y la fabricación de la vacuna COVID-19 y el esperado lanzamiento de Doria abren nuevas perspectivas. Mantenemos **nuestro precio objetivo en 50,00€/acción** y seguimos **recomendando Comprar**.

Los resultados batan al consenso, resaltamos el *cash flow* libre

- Las ventas de heparinas (Hibor, Becat) usadas con profusión en el tratamiento de los enfermos de COVID-19 aumentan a un máximo histórico trimestral. El resto de especialidades farma retrocede. La fabricación a terceros casi triplica sus ventas impulsada por nuevos contratos y la fabricación de la vacuna COVID-19 de Moderna (no se desglosan sus ventas).
- La reducción del margen bruto se debe a un aumento del coste de la materia prima para fabricar heparinas.
- Fuerte crecimiento en el margen EBITDA y EBIT, reflejo del apalancamiento operativo.
- El *cash flow* libre encadena tres trimestres consecutivos en positivo y aumenta impulsado principalmente por el *cash flow* neto.
- La posición financiera es de tesorería neta por primera vez desde 3T19.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	1T20	2T20	3T20	4T20	1T21	var. % a/a	Consenso
Heparinas	53,9	47,1	52,1	49,7	62,2	15,4	
Otros farma	34,4	21,0	31,0	39,2	32,8	-4,5	
Fabricación	12,7	22,0	27,9	28,9	35,6	179,2	
Ventas	101,0	90,2	111,0	117,8	130,5	29,3	125,7
Beneficio bruto	55,2	57,1	63,1	67,0	70,1	27,1	
<i>% de ventas</i>	<i>54,7</i>	<i>63,4</i>	<i>56,8</i>	<i>56,9</i>	<i>53,7</i>		
I+D	-4,5	-6,3	-4,8	-8,2	-5,8	30,1	
Otros gastos	-30,7	-28,4	-31,0	-34,3	-29,5	-4,1	
EBITDA	20,0	22,4	27,3	24,6	34,8	74,3	29,9
<i>% de ventas</i>	<i>19,8</i>	<i>24,9</i>	<i>24,6</i>	<i>20,8</i>	<i>26,7</i>		
Amortizaciones	-4,8	-4,7	-4,9	-5,2	-5,2	7,5	
EBIT	15,1	17,7	22,4	19,4	29,6	95,7	24,3
<i>% de ventas</i>	<i>15,0</i>	<i>19,7</i>	<i>20,2</i>	<i>16,4</i>	<i>22,7</i>		
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Financieros	0,3	-0,3	-1,0	-1,1	-0,2		
BAI	15,4	17,4	21,4	18,3	29,5	91,2	
Impuestos	-1,5	-1,8	-4,2	-4,1	-5,6		
Beneficio neto atribuible	13,9	15,7	17,2	14,2	23,8	71,3	20,6
Cash flow neto	27,3	16,5	46,1	20,7	41,0		
NOF	-27,5	-31,4	-35,7	30,9	-16,3		
Inversiones	-3,0	-4,3	-9,6	-22,8	-3,9		
Cash flow libre	-3,1	-19,2	0,8	28,8	20,8	-764,1	
Dividendos	0,0	0,0	0,0	-9,7	0,0		
Otros	-0,9	1,1	-0,9	-0,8	0,4		
Variación deuda financiera neta	4,0	18,1	0,1	-18,3	-21,2		
Deuda financiera neta (- es caja)	19,9	38,0	38,1	19,8	-1,4		
DFN / EBITDA año móvil (x)	0,3	0,5	0,5	0,2	Caja		

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
Cuenta de resultados						
Ventas	420,0	546,1	617,6	714,2	734,8	763,8
Beneficio bruto	242,5	333,8	371,8	438,7	450,9	468,8
EBITDA	94,2	132,5	165,5	227,3	237,2	252,2
Amortización del inmovilizado	-19,6	-25,9	-27,8	-29,7	-31,5	-33,3
EBIT	74,7	106,6	137,7	197,6	205,7	219,0
Resultado financiero	-2,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Beneficio antes de impuestos	72,6	105,5	136,6	196,5	204,6	217,9
Impuesto de sociedades	-11,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
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	61,1	105,5	136,6	196,5	204,6	217,9
BPA (€)	1,09	1,88	2,44	3,50	3,65	0,00
DPA (€)	0,38	0,66	0,85	1,23	1,28	0,00
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	110,6	131,4	164,4	226,2	236,1	251,2
Variaciones de NOF	-63,8	-31,9	-7,0	-13,9	-10,6	-12,9
Inversión	-39,6	-54,5	-35,5	-35,5	-33,5	-33,1
Cash flow libre	7,3	45,0	121,9	176,8	192,1	205,2
Remuneración al accionista	-9,7	-21,4	-36,9	-47,8	-68,8	-71,6
Otras variaciones	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	3,9	-23,6	-85,0	-128,9	-123,3	-133,6
Balance						
Activo fijo neto	196,8	225,4	233,1	238,8	240,8	240,6
Inmovilizado financiero	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Necesidades operativas de fondos (NOF)	193,2	225,1	232,1	246,0	256,6	269,5
Otros activos/(pasivos) neto	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Capital empleado	393,5	454,0	468,7	488,4	501,0	513,6
Recursos propios	373,7	457,8	557,5	706,1	842,0	988,3
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	19,8	-3,8	-88,8	-217,7	-341,1	-474,7
Valoración (Suma de partes)						
(M€)	WACC	g	Valor p=100	p estimada	Valoración	€/ acción
Productos en comercialización	8,5%	0,0%	18,4	100%	18,4	0,33
Becat	8,5%	2,0%	777,2	100%	777,2	13,86
Doria	9,5%	5,0%	818,5	95%	777,6	13,87

Valor empresa

2.795,21

Inversiones financieras	4,5
Deuda neta	3,7
Provisiones	0,0
Minoritarios y otros	0,0
Valor equity (Dic-2021e)	2.803,5
Precio objetivo (€ por acción)	50,00

Matriz de sensibilidad (€ por acción)

	WACC	Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
	9,5%	49,24	49,37	49,51	49,67	49,85
	9,0%	49,43	49,58	49,74	49,92	50,13
	8,5%	49,65	49,82	50,00	50,21	50,44
	8,0%	49,89	50,08	50,29	50,53	50,80
	7,5%	50,16	50,38	50,62	50,90	51,22

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 8,5% 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).

Escenarios de precio objetivo

Base €50,00

- Caída gradual de las ventas de la cartera de productos actual
- Inversiones anuales: 35M€
- 95% de probabilidad de éxito para Doria (fase III avanzada), 0% para ISM Letrozole (en fase I)

Positivo €60,00

- 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 €30,00

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

Vectores principales

- Nuevos lanzamientos de productos
- Concesión de licencias de comercialización
- Temática COVID-19

Catalizadores

- Evolución fase III de Doria, posible lanzamiento 1T22
- Otras aplicaciones de la plataforma ISM
- Adquisiciones de nuevas licencias
- Ampliación de acuerdo con Moderna para fabricar la vacuna contra el COVID-19

Riesgos

- Entrantes en biosimilares compitiendo contra Becat
- Recortes de precios de los medicamentos
- Inversión en circulante
- Volumen de contratación y *free float* reducidos

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

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