

Sector: *Farmacéuticas*

*Buenos resultados 2020 y guías 2021
atractivas, elevamos nuestro precio objetivo*

Rovi

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **50,00€**
 Potencial: **+9,4%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

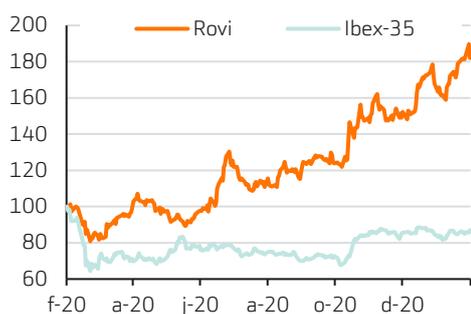
Datos

Precio (€)	45,70
Nº acciones (M)	56,1
Capitalización (M€)	2.562,4
Máx/Mín (52 sem.)(€)	47,6 / 20,3
Comportamiento 2021	20,6%
Cód. Reuters/Bloomberg	ROVI.MC / ROVI SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	61	74	137	186
% inc.	55,5	20,8	85,4	36,1
EBITDA	94	108	184	243
% inc.	54,8	14,9	69,7	32,4
BPA (€)	1,09	1,31	2,44	3,32
% inc.	55,5	20,8	85,4	36,1
DPA (€)	0,38	0,51	0,85	1,16
% inc.	117,7	32,8	68,6	36,1
PER (x)	34,8	34,8	18,7	13,8
VE/EBITDA (x)	22,8	23,6	12,8	8,8
Rentab. div. (%)	1,0	1,1	1,9	2,5
P/V (x)	5,7	6,0	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	0,6	0,9
ROCE (%)	16,0	17,5	41,5	71,9
ROE (%)	16,3	17,3	25,6	27,7

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	11,5	24,2	82,1
Relativo	7,0	22,8	95,1

Accionariado

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

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

Nuestra valoración de los resultados 2020 es positiva pero estos queda eclipsados por las guías 2021 que apuntan a crecimientos de ventas entre +20% y +30% combinando el efecto de la fabricación de la vacuna COVID19 de Moderna y la previsible comercialización de la plataforma ISM Doria para tratar a enfermos de esquizofrenia a partir de 4T21. Nuestras estimaciones reflejan estas guías. Dentro de los resultados 2020, resaltamos que en 4T20 baten al consenso, aumentan el *cash flow* libre (encadena dos trimestre consecutivo en positivo) y también el margen bruto y EBITDA. Rovi se posiciona con éxito dentro de la temática COVID-19 y prevemos que su negocio de fabricación a terceros sea una de las palancas de crecimiento. Elevamos nuestro precio objetivo a 50,00€/acción desde 45,00 €/acción al incorporar las nuevas guías y seguimos recomendando Comprar.

El beneficio neto 2020 crece +56% por el impulso de ventas y menores gastos

Las **principales cifras 4T20** son: ventas 117,8M€ (+6,6%, consenso 112,5M€) donde Becat 24,8M€ (-11,5%), Hibor 24,9M€ (-7,7%), Otros farma 30,6M€ (+13,1%), Hospitales 8,6M€ (+5,2%) y Fabricación 28,9M€ (+42,6%) crece con fuerza, margen bruto 56,9% vs. 53,2% en 4T19, EBITDA 24,6M€ (+84,4%, consenso 17,0M€), EBIT 19,4M€ (+127%), BAI 18,3M€ (+139%), BNA 14,2M€ (+85,7%, consenso 13,1M€), *cash flow* libre: +28,8M€ (-15,3M€ en 4T19), encadena 2 trimestres en positivo. **Por lo tanto, en el año 2020** las ventas son 420,0M€ (+10,1%) donde Becat 101,4M€ (+25,3%), Hibor 101,4M€ (+4,8%), Otros farma 94,9M€ (-10,0%), Hospitales 30,7M€ (-5,6%) y Fabricación 91,6M€ (+39,5%), margen bruto 57,7% vs. 54,7% en 2020, EBITDA 94,2M€ (+54,8%), EBIT 74,7M€ (+75,0%), BAI 72,6M€ (+73,3%), BNA 62,1M€ (+55,5%), *cash flow* libre +7,3M€ (-49,5M€ en 2019) que aumenta a pesar de la fuerte inversión en NOF (63,8M€), principalmente en existencias de heparinas Becat e Hibor y la deuda financiera neta se mantiene prácticamente invariada en 19,8M€ vs. 15,9M€ en diciembre 2019. El ratio DFN/EBITDA es 0,2x. El **dividendo por acción** aumenta a 0,3812€ (+118%), rentabilidad 1,0%. [Link a los resultados.](#)

Fabricación a terceros, Moderna y nuevos productos son pilares de crecimiento

Los resultados 4T20 son mejores de lo esperado, cae la venta de heparinas (-4,5% ligada a pacientes de COVID-19), pero crecen otras especialidades (+13,1%), hospitales (+5,2%) y sobre todo la fabricación a terceros (+42,6%) apoyada por nuevos contratos. El **margen EBITDA mejora** apoyado por el aumento de precios en heparinas y menores gastos generales (-8,8%). Las **guías 2021** son **crecer +20%-30% en ingresos operativos**, incluyendo la producción de la vacuna COVID-19 de Moderna. Nuestras estimaciones reflejan estas guías. Prevemos que Doria se comercialice a finales de 2021, continúa el proceso de aprobación Europa y el dossier se registró en EE.UU. en 4T20.

Recomendación: Comprar, elevamos nuestro Precio Objetivo a 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. **Elevamos nuestro precio objetivo a 50,00€/acción** desde 45,00 €/acción. Seguimos **recomendando Comprar**.

Los resultados 4T20 baten al consenso

- Retroceden las ventas de heparinas (Hibor, Becat), usadas con profusión en el tratamiento de los enfermos de COVID-19. Pero se compensa con el aumento de ventas en el resto de las especialidades, Hospitales y Fabricación a terceros, impulsadas por nuevos contratos y posiblemente demanda asociada al COVID-19.
- La mejora en los márgenes de explotación se debe a un aumento de precio de las heparinas y una disminución de los gastos generales.
- En 4T el *cash flow* libre encadena 2 trimestres consecutivos en positivo y también en el año completo. La inversión en NOF es elevada, especialmente en existencias de heparinas.
- La deuda financiera neta se mantiene prácticamente estable, la ratio DFN/EBITDA cae a 0,2x al aumentar el denominador, nivel que calificamos de moderado.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	4T19	4T20	var. %	Consenso	2019	2020	var. %
Hibor	27,0	24,9	-7,7		96,8	101,4	4,8
Becat	28,0	24,8	-11,5		80,9	101,4	25,3
Otros farma	27,0	30,6	13,1		105,5	94,9	-10,0
Hospitales	8,2	8,6	5,2		32,6	30,7	-5,6
Fabricación	20,3	28,9	42,6		65,6	91,6	39,5
Ventas	110,5	117,8	6,6	112,6	381,3	420,0	10,1
Beneficio bruto	58,8	67,0	13,9		215,9	242,5	12,3
% de ventas	53,2	56,9			56,6	57,7	
I+D	-7,9	-8,2	3,6		-29,3	-23,8	-18,8
Otros gastos	-37,6	-34,3	-8,8		-125,7	-124,4	-1,0
EBITDA	13,3	24,6	84,4	17,0	60,9	94,2	54,8
% de ventas	12,0	20,8			16,0	22,4	
Amortizaciones	-4,8	-5,2	8,4		-18,2	-19,6	
EBIT	8,5	19,4	126,9	11,9	42,6	74,7	75,0
% de ventas	7,7	16,4			11,2	17,8	
Puesta en equivalencia	0,0	0,0			0,0	0,0	
Financieros	-0,9	-1,1			-0,8	-2,1	
BAI	7,7	18,3	139,1		41,9	72,6	73,3
Impuestos	0,9	-4,1			-2,6	-11,5	
Beneficio neto atribuible	8,6	14,2	65,7	13,1	39,3	61,1	55,5
Cash flow neto	6,8	20,7			54,6	110,6	
NOF	-9,4	30,9			-63,7	-63,8	
Inversiones	-12,6	-22,8			-40,5	-39,6	
Cash flow libre	-15,3	28,8	-287,9		-49,5	7,3	-114,6
Dividendos	0,0	-9,7			-4,4	-9,7	
Otros	-0,8				-24,8		
Variación deuda financiera neta	16,1	-0,8			78,7	-1,5	
Deuda financiera neta (- es caja)	15,9	-18,3			15,9	3,9	
DFN / EBITDA año móvil (x)	0,3				0,3		

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	484,4	642,8	752,7	790,0	837,3
Beneficio bruto	242,5	279,8	376,5	442,3	463,5	491,4
EBITDA	94,2	108,3	183,9	243,4	258,1	282,0
Amortización del inmovilizado	-19,6	-20,9	-22,3	-23,8	-25,2	-27,5
EBIT	74,7	87,5	161,5	219,7	232,9	254,5
Resultado financiero	-2,1	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Beneficio antes de impuestos	72,6	86,7	160,8	219,0	232,2	253,8
Impuesto de sociedades	-11,5	-13,0	-24,1	-32,8	-46,4	-50,8
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	73,7	136,7	186,1	185,8	203,1
BPA (€)	1,09	1,31	2,44	3,32	3,31	0,00
DPA (€)	0,38	0,51	0,85	1,16	1,16	0,00
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	110,6	108,8	156,0	206,1	206,5	224,5
Variaciones de NOF	-63,8	-49,6	92,1	67,9	-3,7	-5,3
Inversión	-39,6	-17,0	-17,0	-17,0	-17,0	-21,0
Cash flow libre	7,3	42,2	231,1	257,0	185,8	198,2
Remuneración al accionista	-9,7	-21,4	-28,4	-47,8	-65,1	-65,0
Otras variaciones	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	3,9	-20,8	-202,7	-209,2	-120,7	-133,2
Balance						
Activo fijo neto	196,8	175,2	172,9	169,9	166,2	165,8
Inmovilizado financiero	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Necesidades operativas de fondos (NOF)	193,1	242,8	150,7	82,8	86,4	91,7
Otros activos/(pasivos) neto	1,7	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Capital empleado	393,5	425,1	330,7	259,8	259,7	264,6
Recursos propios	373,7	426,1	534,4	672,7	793,3	931,3
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	19,8	-1,0	-203,7	-412,9	-533,6	-666,7
Valoración (Suma de partes)						
(M€)	WACC	g	Valor p=100	p estimada	Valoración	€/ acción
Productos en comercialización	8,5%	1,0%	1.591,9	100%	1.591,9	28,39
Becat	8,5%	1,5%	734,9	100%	734,9	13,11
Doria	10,5%	5,0%	495,9	95%	471,1	8,40

Valor empresa 2.797,84

Inversiones financieras	4,6
Deuda neta	0,9
Provisiones	0,0
Minoritarios y otros	0,0
Valor equity (Dic-2021e)	2.803,3
Precio objetivo (€ por acción)	50,00

Matriz de sensibilidad (€ por acción)

	WACC	Crecimiento perpetuo "q"				
		0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
	9,5%	44,10	45,12	46,25	47,52	48,96
	9,0%	45,56	46,71	48,01	49,47	51,15
	8,5%	47,19	48,51	50,00	51,70	53,67
	8,0%	49,02	50,54	52,27	54,27	56,61
	7,5%	51,09	52,86	54,90	57,27	60,08

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: 17Mn€
- 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

- 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
- 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

Rafael Diogo - Portugal

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

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