

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar**Precio Objetivo: **68,30€**Potencial: **+13,3%**Analista: **Pedro Echeguren****Buenos resultados 1S 2021 y revisa al alza las guías, cambiamos recomendación a Comprar**

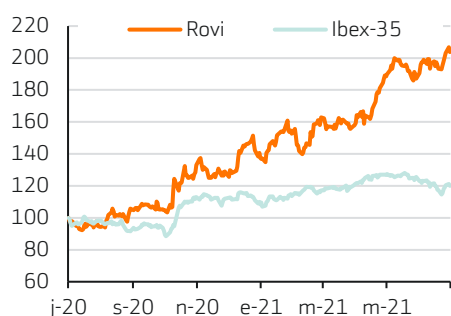
Rovi

Datos	
Precio (€)	60,30
Nº acciones (M)	56,1
Capitalización (M€)	3.381,0
Máx/Mín (52 sem.)(€)	61,2 / 27,3
Comportamiento 2021	59,1%
Cód. Reuters/Bloomberg	ROVI.MC / ROVI SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	61	111	142	201
% inc.	55,5	82,6	27,6	41,1
EBITDA	94	158	187	254
% inc.	54,8	67,6	18,7	35,3
BPA (€)	1,09	1,99	2,54	3,58
% inc.	55,5	82,6	27,6	41,1
DPA (€)	0,38	0,70	0,89	1,25
% inc.	117,7	82,6	27,6	41,1
PER (x)	34,8	30,3	23,8	16,8
VE/EBITDA (x)	22,8	21,3	17,4	12,3
Rentab. div. (%)	1,0	1,2	1,5	2,1
P/V (x)	5,7	7,3	6,0	4,7

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	0,2	Caja	Caja	Caja
DFN/FF.PP. (x)	0,1	Caja	Caja	Caja
CF Op./DFN (%)	236,6	Caja	Caja	Caja
DFN/CE (x)	0,1	Caja	Caja	Caja
EBITDA/CE (x)	0,2	0,4	0,4	0,6
ROCE (%)	16,0	25,0	31,6	44,1
ROE (%)	16,3	24,0	25,1	28,0

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	6,9	27,9	103,7
Relativo	9,3	29,0	83,7

Accionariado

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

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

Los resultados 1S 2021 crecen con fuerza impulsados por el crecimiento en la fabricación a terceros (fabrica la vacuna COVID-19 de Moderna) y la recuperación de ventas en heparinas y otras especialidades. El *cash flow* libre aumenta con fuerza a pesar de las inversiones en aumentar capacidad de fabricación y la tesorería neta crece. Rovi es una compañía beneficiada por el efecto COVID-19 y las perspectivas mejoran tras aumentar el alcance del acuerdo con Moderna para también fabricar el principio activo de la vacuna. La compañía eleva las guías para 2021, las vemos factibles y revisamos al alza nuestras estimaciones para reflejarlas. Modificamos nuestro precio objetivo al alza hasta 68,30 €/acción desde 59,00 €/acción, este es ahora para diciembre-2022, supone un potencial de +13% y cambiamos nuestra recomendación a Comprar desde Neutral a la vista de la mejora de las expectativas y potencial.

Crecimiento impulsado por vacuna COVID-19 y heparinas. Fuerte *cash flow* libre

Las **principales cifras 2T 2021** son: ventas 159,5M€ (+76,9% a/a), ventas por segmentos: Heparinas 65,6M€ (+26,6%), Otras especialidades 35,0M€ (+66,2%), fabricación a terceros 58,9M€ (+167%, aquí se incluye la vacuna COVID-19 de Moderna), margen bruto 52,8% (63,4% en 2T 2020), **EBITDA** 39,2M€ (+74,8%), margen EBITDA 24,6% vs 24,9%, **EBIT** 33,8M€ (+90,3%), **BAI** 34,5M€ (+97,6%), **BNA** 27,2M€ (+73,4%), **cash flow libre** 55,2M€ (-19,2M€ en 2T 2020), **Por lo tanto, las cifras 1S 2021** son: ventas 290,0M€ (+51,8%, consenso 265,7M€), ventas por segmentos Heparinas 127,8M€ (+26,6%), Otras especialidades 67,8M€ (+22,3%), fabricación a terceros 94,5M€ (+172%), margen bruto 53,2% (58,8% en 1S 2020), **EBITDA** 74,0M€ (+74,6%, consenso 67,7M€), margen EBITDA 25,5% vs 22,2%, **EBIT** 63,4M€ (+92,8%, consenso 57,5M€), **BAI** 63,9M€ (+94,6%), **BNA** 51,0M€ (+72,4%, consenso 47,1M€), **Cash flow libre** +76,0M€ vs. -22,3M€ en 1S 2020. La **tesorería neta** aumenta a 56,1M€ desde una deuda neta de 19,8M€ en 4T 2020. [Link a los resultados.](#)

Rovi eleva las guías 2021

Nuestra valoración de los resultados es positiva, baten al consenso y están impulsados por la fabricación de la vacuna COVID-19 de Moderna (incluida en fabricación a terceros, ventas +172% en 1S 2021), la buena evolución de la venta de heparinas (131,4M€ +26% en 1S 2021) y de Neparvis (17,9M€, +30% en 1S 2021). Destacamos la **fortaleza de la generación de *cash flow* libre** a pesar de incrementar la inversión +55,5% en 1S 2021 principalmente para añadir capacidad de fabricación La compañía **revisa al alza sus guías 2021** a un crecimiento de ingresos entre +35% a +40% (anterior +20% a +30%). **Vemos factible estas guías y revisamos al alza nuestras estimaciones** para reflejar la mejora de expectativas. Tras aumentar el **dividendo** 2020 +118%, esperamos crecimientos en línea con la evolución futura del BPA.

Cambiamos nuestra recomendación a Comprar, nuevo Pr. Objetivo: 68,30/acc.

Revisamos nuestro precio objetivo al alza hasta **68,30 €/acción** desde 59,00 €/acción, este es ahora para diciembre-2022, supone un potencial de +13% y **cambiamos nuestra recomendación a Comprar desde Neutral** a la vista de la mejora de las expectativas.

Los resultados 1S 2021 crecen con fuerza y baten al consenso

- Aumentan con fuerza la fabricación a terceros, las ventas de heparinas (Hibor, Becat usadas con profusión en el tratamiento de los enfermos de COVID-19) y del resto de especialidades farma. Después de las heparinas Hibor y Becat, Neparvis es el siguiente producto más vendido (17,9M€ ventas 1S 2021, +30%).
- El margen bruto se deteriora por un aumento de +55% en el coste de venta de la materia prima de las heparinas, ROVI espera que el precio de esta materia prima disminuya en 2021. La mejora en el margen EBIT refleja un aumento de gastos generales (+15,7% en 1S 2021) inferior al de los ingresos, a pesar de aumentar el gasto en I+D por el desarrollo de la plataforma ISM.
- El *cash flow* libre aumenta con fuerza y encadena cuatro trimestres consecutivos en positivo. Aumenta la inversión en inmovilizado para reforzar la capacidad de producción.
- La tesorería neta aumenta a 56,1M€ desde una deuda neta de 19,8M€ a 4T 2020. La política financiera es conservadora.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

Millones de euros	2T 2020	2T 2021	var. %	1S 2020	1S 2021	var. %	Consenso
Hibor	27,3	32,3	18,3	51,6	65,1	26,1	
Becat	19,8	33,3	68,4	49,3	62,7	27,1	
Otros farma	14,9	26,0	74,0	41,0	50,3	22,7	
Hospitales	6,1	9,0	47,1	14,4	17,4	21,4	
Fabricación	22,0	58,9	167,4	34,8	94,5	171,7	
Ventas	90,2	159,5	76,9	191,1	290,0	51,8	265,7
Beneficio bruto	57,1	84,2	47,4	112,3	154,3	37,4	
<i>% de ventas</i>	<i>63,4</i>	<i>52,8</i>		<i>58,8</i>	<i>53,2</i>		
I+D	-6,3	-6,0	-3,8	-10,8	-11,9	10,3	
Otros gastos	-28,4	-38,9	37,0	-59,1	-68,4	15,7	
EBITDA	22,4	39,2	74,8	42,4	74,0	74,6	67,7
<i>% de ventas</i>	<i>24,9</i>	<i>24,6</i>		<i>22,2</i>	<i>25,5</i>		
Amortizaciones	-4,7	-5,5	16,3	-9,5	-10,7		
EBIT	17,7	33,8	90,3	32,9	63,4	92,8	57,5
<i>% de ventas</i>	<i>19,7</i>	<i>21,2</i>		<i>17,2</i>	<i>21,8</i>		
Puesta en equivalencia	0,0	0,0		0,0	0,0		
Financieros	-0,3	0,7		0,0	0,5		
BAI	17,4	34,5	97,6	32,8	63,9	94,6	
Impuestos	-1,8	-7,3		-3,2	-12,9		
Beneficio neto atribuible	15,7	27,2	73,4	29,6	51,0	72,4	47,1
Cash flow neto	16,5	43,2		43,9	84,2		
NOF	-31,4	19,4		-58,9	3,2		
Inversiones	-4,3	-7,5	55,5	-7,3	-11,3	73,1	
Cash flow libre	-19,2	55,2	n.r.	-22,3	76,0	n.r.	
Dividendos	0,0	0,0		0,0	0,0		
Otros	1,1	-0,5		0,2	-0,1		
Variación deuda financiera neta	18,1	-54,7		22,1	-75,9		
Deuda financiera neta (- es caja)	38,0	-56,1		38,0	-56,1		
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
Cuenta de resultados							
Ventas	420,0	578,9	651,6	755,0	779,7	808,3	838,9
Beneficio bruto	242,5	363,4	397,9	470,1	485,5	503,1	522,1
EBITDA	94,2	158,0	187,4	253,6	266,2	281,0	296,3
Amortización del inmovilizado	-19,6	-25,7	-19,0	-16,3	-17,2	-15,7	-16,5
EBIT	74,7	132,3	168,5	237,3	249,0	265,3	279,8
Resultado financiero	-2,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,0
Beneficio antes de impuestos	72,6	131,2	167,4	236,2	247,9	264,2	278,8
Impuesto de sociedades	-11,5	-19,7	-25,1	-35,4	-49,6	-52,8	-55,8
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
Beneficio neto atribuible	61,1	111,5	142,3	200,8	198,4	211,4	223,0
BPA (€)	1,09	1,99	2,54	3,58	3,54	3,77	3,98
DPA (€)	0,38	0,70	0,89	1,25	1,24	1,32	1,39
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	110,6	137,2	161,2	217,1	215,6	227,1	239,5
Variaciones de NOF	-63,8	-31,9	1,5	4,0	-0,5	0,6	-3,8
Inversión	-39,6	-50,5	-24,0	-24,0	-16,0	-14,0	-14,0
Cash flow libre	7,3	54,8	138,8	197,1	199,1	213,6	221,7
Remuneración al accionista	-9,7	-21,4	-39,0	-49,8	-70,3	-69,4	-74,0
Otras variaciones	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	3,9	-33,4	-99,7	-147,3	-128,8	-144,2	-147,7
Balance							
Activo fijo neto	196,8	221,6	226,6	234,3	233,1	231,5	229,0
Inmovilizado financiero	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
Necesidades operativas de fondos (NOF)	193,2	225,1	223,5	219,5	220,0	219,4	223,2
Otros activos/(pasivos) neto	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7
Capital empleado	393,5	450,2	453,7	457,4	456,7	454,4	455,8
Recursos propios	373,7	463,8	567,1	718,0	846,1	988,1	1.137,1
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta	19,8	-13,6	-113,3	-260,6	-389,4	-533,6	-681,4
Valoración (Suma de partes)							
(M€)		WACC	g	Valor p=100	p estimada	Valoración	€/ acción
Productos en comercialización		7,0%	0,0%	107,9	100%	107,9	1,92
Fabricación		7,0%	0,5%	1.613,7	100%	1.613,7	28,78
Becat		8,5%	3,5%	1.168,0	100%	1.168,0	20,83
Doria		8,5%	4,0%	866,3	95%	823,0	14,68

Valor empresa

3.712,54

Inversiones financieras	4,5
Deuda neta	113,2
Provisiones	0,0
Minoritarios y otros	-0,8
Valor equity (Dic-2022e)	3.829,5
Precio objetivo (€ por acción)	68,30

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%	67,22	67,41	67,61	67,85	68,12
	7,5%	67,48	67,69	67,93	68,21	68,52
	7,0%	67,78	68,02	68,30	68,62	69,00
	6,5%	68,11	68,39	68,72	69,10	69,56
	6,0%	68,49	68,83	69,21	69,67	70,23

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 y 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).

Escenarios de precio objetivo

Base €68,30

- 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 €69,10

- 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
- 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

Jorge Pradilla - Logística

Álvaro Lence

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

Filipe Aires - Químicas & Papel

Adrián González

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