

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar**Precio Objetivo: **3,30€**Potencial: **+22,5%**Analista: **Pedro Echeguren***Tras los resultados 4T 2023 reiteramos*

Reig Jofre

Comprar y Pr. Objetivo de 3,30€/acc.

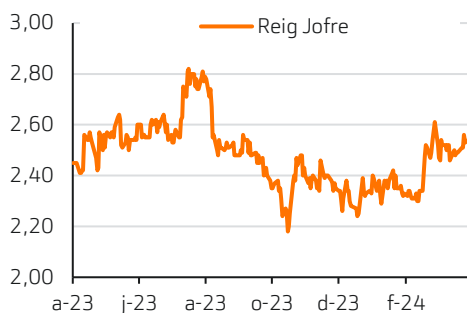
Datos

| | |
|-------------------------------|------------------|
| Precio 12/04/2024; Cierre (€) | 2,69 |
| Nº acciones (M) | 79,6 |
| Capitalización (M€) | 214,2 |
| Máx/Mín (52 sem.)(€) | 2,82 / 2,18 |
| Comportamiento en 2024 | 19,6% |
| Cód. Reuters/Bloomberg | RJFE.MC / RJF SM |

| M€ | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------------|------|-------|-------|-------|
| BNA | 9 | 9 | 10 | 15 |
| % inc. | 16,0 | 0,2 | 6,3 | 53,4 |
| EBITDA | 35 | 36 | 39 | 46 |
| % inc. | 15,4 | 2,4 | 8,4 | 18,9 |
| BPA (€) | 0,12 | 0,12 | 0,13 | 0,19 |
| % inc. | 14,3 | 0,2 | 6,3 | 53,4 |
| DPA (€) | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,07 |
| % inc. | 2,5 | 0,0 | 4,9 | 58,1 |
| PER (x) | 19,0 | 22,7 | 21,4 | 13,9 |
| VE/EBITDA (x) | 6,7 | 7,5 | 6,8 | 5,3 |
| Rentab. div. (%) | 1,8 | 1,5 | 1,6 | 2,5 |
| P/V (x) | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 0,9 |

| Ratios | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| DFN/EBITDA (x) | 1,6 | 1,6 | 1,3 | 0,7 |
| DFN/FF.PP. (x) | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,1 |
| CF Op./DFN (%) | 34,3 | 24,3 | 50,1 | 95,5 |
| DFN/CE (x) | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,1 |
| EBITDA/CE (x) | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,2 |
| ROCE (%) | 3,6 | 3,5 | 3,8 | 5,9 |
| ROE (%) | 4,6 | 4,4 | 4,5 | 6,4 |

Evolución bursátil



| Comportamiento (%) | 1 m. | 3 m. | 12 m. |
|--------------------|------|------|-------|
| Absoluto | 9,3 | 15,0 | 11,5 |

Accionariado

| | |
|---------------------|-------|
| Familia Reig Jofre: | 62,7% |
| Kaizaharra: | 10,1% |
| Onchena: | 5,5% |
| Quaero Capital: | 3,0% |
| Autocartera: | 1,1% |

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

Los resultados 4T 2023 confirman nuestras expectativas de un año con fuertes crecimientos de ventas y beneficios tras terminar un plan industrial que ha aumentado la capacidad industrial y mejorado la estructura productiva. El *cash flow* libre es positivo y, la ratio de endeudamiento sigue cayendo. En 2024e-2025e esperamos que se refuercen las inversiones en desarrollo de fármacos y también en las fábricas. El principal atractivo de Reig Jofre es el potencial de recuperación de márgenes por las mejoras industriales y la introducción de nuevos fármacos con márgenes superiores a los antibióticos y, lograr aumentar el ROCE por encima de su WACC. La valoración es atractiva y no refleja el potencial de mejora de resultados. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar y Precio Objetivo de 3,30 €/acción.

Los resultados aumentan con fuerza en 2023, aunque se moderan en el 4T

Las **principales cifras del 4T 2023 estanco** son: ventas 78,8M€ (+3,8% a/a, est. BKT 64,1M€). Ventas por divisiones: Tecnología 34,3M€ (-8,3%), Especialidades 29,1M€ (+22,2%), Consumo 15,5M€ (+6,0%). Margen bruto 57,1% (+1,3 p.b.), EBITDA 8,9M€ (-3,8%, est. BKT 8,8M€), EBIT 1,7M€ (-26,1%), BNA 1,5M€ (-60,1%, est. BKT 2,9M€), **En el año 2023** las ventas son 316,1M€ (+16,6% a/a). Ventas por divisiones: Tecnología 138,7M€ (+11,0%), Especialidades 105,1M€ (+30,7%), Consumo 72,3M€ (+10,0%). Margen bruto 57,7% (-0,5 p.b.), EBITDA 35,1M€ (+15,4%), EBIT 10,5M€ (+23,2%), BNA 9,4M€ (+15,9%), *cash flow* libre +6,2M€ (+81,7%), DFN 55,8M€ (-10,4% en 2023), ratio DFN/EBITDA 1,6x (2,0 en 4T 2022). [Link a los resultados](#).

Nuestra valoración de los resultados es positiva

Las ventas 2023 superan nuestras estimaciones y el EBITDA está en línea. Cumple con sus guías (ventas superiores a 300M€ y EBITDA superior a 35M€), pero no alcanza nuestra estimación de BNA debido a un deterioro del fondo de comercio por -1.000M€ y otras provisiones por -716M€. Sin este efecto adverso se hubiesen superado nuestras estimaciones. El *cash flow* libre aumenta +82%. Los crecimientos reflejan un mayor uso de la capacidad de fabricación en inyectables tras culminar un plan de inversiones industriales, los ingresos por reserva de capacidad para un programa de vacunas de la UE y, la buena evolución de la gama osteoarticular (ventas +39% en 2023).

Nuevas inversiones en fabricación y desarrollo de fármacos

Con posterioridad a la publicación de resultados, la Compañía ha anunciado una inversión de 5,8M€ en una filial para aumentar sus capacidades de desarrollo de nuevos fármacos. Esperamos que este movimiento contribuya a elevar los márgenes por encima de los que genera el negocio de antibióticos inyectables. También invertirá 12M€ en 2024-2025 en nuevas líneas de producción en la fábrica de Toledo.

Reiteramos nuestra recomendación de Comprar y Pr. Objetivo de 3,30€/acc.

Reiteramos nuestra recomendación de Comprar y Precio Objetivo de 3,30 €/acc. la valoración de 1x P/V y 7x EBITDA es atractiva.

Los resultados anuales crecen con fuerza y con más moderación en el 4T estanco

- Las ventas aumentan en 4T 2023 a 78,8M€ (+3,8% a/a) y en 2023 a 316,1M€ (+16,6%). Se ralentiza su crecimiento desde +19% en 1S y +21% en 9M.
- El margen bruto en 4T es 57,1% (+1,3 p.p.) y en 2023 57,7% (-0,6 p.p.).
- Los gastos de explotación aumentan +8,8% en 4T, se refleja en una caída del EBITDA a 8,9M€ (-3,8%). En 2023 el EBITDA aumenta hasta 35,1M€ (+15,4%). El margen EBITDA se estabiliza en 2023 en 11,1% (-0,1 p.p.).
- El EBIT disminuye en 4T a 1,7M€ (-26,1%) y en 2024 aumenta a 10,5M€ (+23,2%). Las amortizaciones aumentan +9,9% en 2023 tras la entrada en explotación de nuevos activos industriales y las provisiones aumentan +76%.
- El BNA aumenta en 4T a 1,5M€ (-60,1%) y en 2023 a 9,4M€ (+15,9%).
- El *cash flow* libre en 2023 es +6,2M€ (+81,7%). La DFN es 55,8M€ (-10,4% en 2023), equivale a 1,6x EBITDA.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

| Millones de euros | 4T22 | 4T23 | Var. a/a % | BKT est. | 2022 | 2023 | Var. a/a % |
|--|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Tecnología | 37,4 | 34,3 | -8,3 | | 125,0 | 138,7 | 11,0 |
| Especialidades | 23,8 | 29,1 | 22,2 | | 80,4 | 105,1 | 30,7 |
| Consumo | 14,6 | 15,5 | 6,0 | | 65,7 | 72,3 | 10,0 |
| Ventas | 75,9 | 78,8 | 3,8 | 64,1 | 271,2 | 316,1 | 16,6 |
| Beneficio bruto | 42,4 | 45,0 | 6,3 | | 158,1 | 182,4 | 15,4 |
| <i>Margen %</i> | <i>55,8</i> | <i>57,1</i> | | | <i>58,3</i> | <i>57,7</i> | |
| Otros ingresos | 0,9 | 0,9 | | | 3,5 | 2,4 | |
| Gastos de explotación | -34,0 | -37,0 | 8,8 | | -131,2 | -149,6 | 14,1 |
| EBITDA | 9,2 | 8,9 | -3,8 | 8,8 | 30,4 | 35,1 | 15,4 |
| <i>Margen %</i> | <i>12,2</i> | <i>11,3</i> | | | <i>11,2</i> | <i>11,1</i> | |
| Amortizaciones | -6,0 | -5,8 | -2,4 | | -21,1 | -23,1 | 9,9 |
| Provisiones | -0,9 | -1,3 | | | -0,8 | -1,5 | 76,1 |
| EBIT | 2,3 | 1,7 | -26,1 | 3,0 | 8,5 | 10,5 | 23,2 |
| <i>Margen %</i> | <i>3,1</i> | <i>2,2</i> | | | <i>3,1</i> | <i>3,3</i> | <i>0,2</i> |
| Gastos financieros netos | 0,1 | -0,5 | | | -1,4 | -1,0 | |
| Puesta en equivalencia | 1,3 | 0,0 | | | 1,6 | 1,0 | |
| BAI | 3,7 | 1,2 | -66,8 | | 8,8 | 10,5 | 19,8 |
| Impuestos | 0,1 | 0,3 | | | -0,7 | -1,1 | |
| Beneficio neto atribuible | 3,8 | 1,5 | -60,1 | 2,9 | 8,1 | 9,4 | 15,9 |
| Flujos de explotación | | | | | 19,4 | 30,7 | |
| NOF | | | | | -3,3 | -11,6 | |
| Cash flow de explotación | | | | | 16,1 | 19,1 | 18,4 |
| Inversión | | | | | -12,7 | -12,9 | 1,3 |
| Cash flow libre | | | | | 3,4 | 6,2 | 81,7 |
| Dividendos | | | | | -0,1 | 0,0 | |
| Capital | | | | | 0,0 | 0,6 | |
| IFRS-16 y otros | | | | | 3,3 | -0,3 | |
| Variación deuda financiera neta | -1,8 | -3,7! | | | -6,7 | -6,5 | |
| Deuda financiera neta | 62,3 | 55,8 | -10,4 | | 62,3 | 55,8 | -10,4 |
| DFN/EBITDA (x) | 2,0 | 1,6 | | | 2,0 | 1,6 | |

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

| (M€) | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|--|--------------|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Cuenta de resultados | | | | | | |
| Ventas | 316,1 | 350,0 | 365,6 | 387,3 | 416,0 | 430,5 |
| Beneficio bruto | 182,4 | 203,0 | 215,7 | 230,5 | 249,6 | 258,3 |
| EBITDA | 35,1 | 36,0 | 39,0 | 46,4 | 58,0 | 64,7 |
| Amortización del inmovilizado | -24,6 | -25,4 | -26,7 | -26,8 | -27,5 | -28,2 |
| EBIT | 10,5 | 10,6 | 12,3 | 19,5 | 30,5 | 36,5 |
| Resultado financiero | 0,0 | 0,0 | -0,6 | -0,8 | -0,7 | -0,7 |
| Beneficio antes de impuestos | 10,5 | 10,6 | 11,8 | 18,7 | 29,8 | 35,9 |
| Impuesto de sociedades | -1,1 | -1,2 | -1,8 | -3,4 | -5,7 | -7,2 |
| 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 | 9,4 | 9,4 | 10,0 | 15,4 | 24,1 | 28,7 |
| BPA (€) | 0,12 | 0,12 | 0,13 | 0,19 | 0,30 | 0,36 |
| DPA (€) | 0,04 | 0,04 | 0,04 | 0,07 | 0,11 | 0,13 |
| Estado de flujo de caja | | | | | | |
| Cash flow neto | 30,7 | 20,2 | 33,6 | 39,0 | 48,5 | 53,7 |
| Variaciones de NOF | -11,6 | -6,4 | -7,9 | -8,2 | -6,4 | -5,7 |
| Inversión | -12,9 | -14,7 | -20,1 | -12,0 | -12,0 | -12,0 |
| Cash flow libre | 6,2 | -0,9 | 5,5 | 18,8 | 30,0 | 36,0 |
| Remuneración al accionista | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Otras variaciones | 0,4 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Variación deuda financiera neta | -6,6 | 0,9 | -5,5 | -18,8 | -30,0 | -36,0 |
| Balance | | | | | | |
| Activo fijo neto | 182,7 | 179,6 | 174,9 | 161,9 | 148,3 | 134,0 |
| Inmovilizado financiero | 4,6 | 11,6 | 12,9 | 14,2 | 15,5 | 16,8 |
| Necesidades operativas de fondos (NOF) | 68,4 | 74,8 | 82,7 | 90,9 | 97,3 | 103,1 |
| Otros activos/(pasivos) neto | 4,3 | 4,3 | 4,3 | 4,3 | 4,3 | 4,3 |
| Capital empleado | 260,0 | 270,3 | 274,8 | 271,4 | 265,5 | 258,2 |
| Recursos propios | 204,4 | 213,8 | 223,8 | 239,2 | 263,3 | 292,1 |
| Minoritarios | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,2 |
| Deuda financiera neta | 55,8 | 56,7 | 51,1 | 32,3 | 2,3 | -33,7 |
| Valoración (DCF) | | | | | | |
| (M€) | | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
| NOPLAT | | | 10,5 | 16,0 | 24,7 | 29,2 |
| Amortización | | | 25,9 | 26,0 | 26,7 | 27,4 |
| NOF | | | -7,9 | -8,2 | -6,4 | -5,7 |
| Inversión | | | -22,0 | -13,9 | -13,9 | -13,9 |
| Cash flow libre | | | 6,5 | 20,0 | 31,2 | 37,0 |
| Valor terminal | | | | | | 307,5 |
| Flujo a descontar | | | 6,5 | 20,0 | 31,2 | 344,5 |
| Factor descuento | | | 0,92 | 0,84 | 0,77 | 0,71 |
| VAN del flujo | | | 5,9 | 16,8 | 24,1 | 244,8 |
| Valor empresa | | 291,7 | | | | |
| Inversiones financieras | | 28,4 | | | | |
| Deuda financiera neta | | -56,7 | | | | |
| Provisiones, minoritarios y otros | | -0,6 | | | | |
| Valor equity (Dic-2024e) | | 262,8 | | | | |
| Precio objetivo (€ por acción) | | 3,30 | | | | |
| Matriz de sensibilidad (€ por acción) | | | | | | |
| | | Crecimiento perpetuo "q" | | | | |
| | | -1,0% | -0,5% | 0,0% | 0,5% | 1,0% |
| | 9,9% | 2,69 | 2,79 | 2,91 | 3,03 | 3,17 |
| | 9,4% | 2,85 | 2,96 | 3,09 | 3,23 | 3,39 |
| WACC | 8,9% | 3,02 | 3,15 | 3,30 | 3,46 | 3,64 |
| | 8,4% | 3,21 | 3,36 | 3,52 | 3,71 | 3,92 |
| | 7,9% | 3,42 | 3,59 | 3,78 | 4,00 | 4,24 |

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Valoramos Reig Jofre usando un modelo de descuento de flujos de caja libres.

Hipótesis principales

Utilizamos un WACC de 8,9% y una tasa de crecimiento perpetuo de 0% (sin cambios).

Escenarios de precio objetivo

Base 3,30€

- Crecimiento TAAC de ventas 2023-2028e: +6%
- Aumento del margen EBITDA a 15% en 2028e (11% en 2023).

Positivo 4,45€

- Igual que en Base excepto,
- Crecimiento TAAC de ventas 2023-2028e: +14%.

Negativo 2,45€

- Igual que en Base excepto,
- Crecimiento TAAC de ventas 2023-2028e: +3%
- Margen EBITDA 2028e: 7%

Vectores principales

- Crecimiento de ventas impulsado por lanzamientos de nuevos fármacos y ampliación de la capacidad productiva.
- Aumento de márgenes por el efecto de la entrada en funcionamiento de nuevas instalaciones más eficientes y mayor integración vertical.

Catalizadores

- Acuerdos de licencia.
- Adquisiciones.

Riesgos

- Aumentos salariales de +10% en 2024 por efecto del convenio colectivo.
- Riesgos asociados al desarrollo de nuevos productos.

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

| Fecha | Recomendación | Precio Obj. (€/Acc.) |
|------------|---------------|----------------------|
| 17/05/2023 | Comprar | 3,00 |
| 28/07/2023 | Comprar | En Revisión |

| Fecha | Recomendación | Precio Obj. (€/Acc.) |
|------------|---------------|----------------------|
| 03/08/2023 | Comprar | 3,30 |
| 15/04/2024 | Comprar | 3,30 |

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

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

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, Infraestructuras & Hoteles |
| Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas | Pedro Echeguren - Farma & Salud |
| Esther Gutiérrez de la Torre - Autos | Juan Tuesta - Construcción, Defensa & Tecnología |
| Aránzazu Bueno - Eléctricas | Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecoms. |
| Jorge Pradilla - Logística & Ciberseguridad | Eduardo Cabero - Seguros & Medios de Pago |
| Carlos Pellicer - Alimentación & Distribución | Pedro Ribeiro - Químicas & Papel |

Tel.: 912759421

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión y Planes de Pensiones
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable
- Capital Advisor y Popcoin