

Sector: *Farmacéuticas*Tras los resultados 2T 2022 elevamos nuestra recomendación a *Comprar*

Reig Jofre

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **3,30€**
 Potencial: **+18,9%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

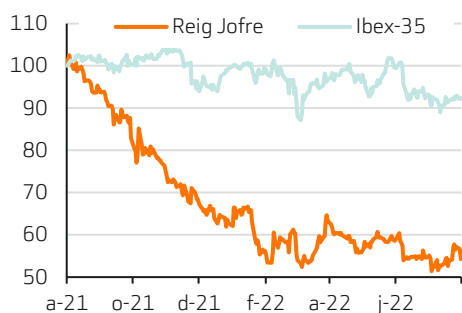
Datos

Precio 03/08/2022; 15:20h (€)	2,78
Nº acciones (M)	78,4
Capitalización (M€)	218,0
Máx/Mín (52 sem.)(€)	5,25 / 2,64
Comportamiento 2022	-13,6%
Cód. Reuters/Bloomberg	RJFE.MC / RJF SM

Mn€	2021	2022e	2023e	2024e
BNA	5	7	9	14
% inc.	-10,2	45,8	24,1	47,2
EBITDA	27	29	32	37
% inc.	2,9	5,6	9,6	16,4
BPA (€)	0,07	0,09	0,12	0,17
% inc.	-11,0	44,0	24,1	47,2
DPA (€)	0,04	0,00	0,00	0,00
% inc.	-8,9	-100,0	0,0	0,0
PER (x)	49,6	29,4	23,7	16,1
VE/EBITDA (x)	11,8	9,5	8,2	6,5
Rentab. div. (%)	1,3	0,0	0,0	0,0
PVC (x)	1,3	1,1	1,1	1,0

Ratios	2021	2022e	2023e	2024e
DFN/EBITDA (x)	2,5	1,9	1,3	0,5
DFN/FF.PP. (x)	0,4	0,3	0,2	0,1
CF Op./DFN (%)	21,0	39,7	57,5	139,2
DFN/CE (x)	0,3	0,2	0,2	0,1
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,2
ROCE (%)	3,0	3,2	4,0	5,9
ROE (%)	2,7	3,8	4,5	6,2

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-1,6	-3,6	-45,8
Relativo	-0,8	2,2	-38,0

Accionariado

Familia Reig Jofre:	62,7%
Kaizaharra:	10,1%
Onchena:	5,5%
Quaero Capital:	3,0%
Autocartera:	0,9%

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

En 1S 2022 las ventas aceleran su crecimiento gracias a las divisiones de Tecnología (donde destaca antibióticos) más Salud & Consumo. El margen bruto se desliza a la baja por el efecto del mix de ventas aunque la contención de costes permite compensar parte de este deterioro. Nosotros ajustamos nuestras estimaciones ante la fortaleza de las ventas y un entorno de menores márgenes. En consecuencia, recortamos nuestro Precio Objetivo a 3,30 €/acción desde 3,50 €/acción, este es ahora para diciembre de 2023. Las acciones han sufrido un duro ajuste a la baja (-38% relativo a Ibex-35 en los últimos 12 meses) y cotizan a unos múltiplos inferiores a sus comparables directos (EV/EBITDA 2023e 8,2x vs 9,3x promedio comparables). Vemos buen valor a estos precios, con un potencial de revalorización de +19% y, elevamos nuestra recomendación a *Comprar* desde *Neutral*.

Las ventas crecen +14% impulsadas por Tecnología y, Salud & Consumo

Las principales cifras de 1S 2022 son: ventas 132,5M€ (+14,1% a/a). Las ventas por división se desglosan en: Tecnología 63,4M€ (+20,5%), Especialidades farmacéuticas 37,1M€ (+1,6%) y, Salud & Consumo 32,0M€ (+18,5%). Margen bruto 59,1% (-3,1 p.p.), EBITDA 14,2M€ (+6,4%) margen EBITDA 10,7% (-0,8 p.p.), EBIT 4,8M€ (+3,2%), BAI 4,3M€ (+1,5%), BNA 3,6M€ (+1,5%), cash flow libre +2,9M€ (-41,1%). La deuda financiera neta es 69,9M€ (+1,3% en 2022), ratio DFN/EBITDA 2,5x (igual que en 2021). [Link a los resultados](#).

La fortaleza de las ventas de antibióticos nos hace asumir márgenes inferiores

Las ventas aumentan por encima de nuestras estimaciones (+7% para 2022e) impulsadas por Tecnología y Consumo pero el EBITDA, EBIT y BNA lo hacen por debajo. El margen bruto disminuye por efecto del mix de ventas y, el encarecimiento de la materia prima. Las ventas de antibióticos (incluidos en Tecnología) crecen con fuerza pero tienen un margen inferior al promedio. El menor margen bruto se compensa parcialmente al aumentar los gastos de explotación por debajo de las ventas. La nueva fábrica de inyectables en Barcelona ha entrado recientemente en funcionamiento, culminando la renovación de capacidad productiva en Toledo y Barcelona. La inversión se reduce -60% y los gastos activados -25,3%. Esperamos que el endeudamiento se reduzca progresivamente siguiendo la evolución del cash flow libre.

El descuento es atractivo, elevamos recomendación a *Comprar* desde *Neutral*

Ajustamos nuestras estimaciones: aumentamos las ventas y recortamos el margen EBITDA al 15% en 2026e vs 16,6% anterior, cifra que vemos coherente con la evolución reciente. Esto nos hace recortar nuestro Precio Objetivo a 3,30 €/acción desde 3,50 €/acción, este es ahora para diciembre de 2023. No obstante, el valor ha sufrido un duro ajuste a la baja (-38% relativo a Ibex-35 en los últimos 12 meses) tras confirmarse que no fabricará la vacuna COVID-19 de Johnson & Johnson y, actualmente cotiza a unos múltiplos inferiores a sus comparables (EV/EBITDA 2023e 8,2x vs 9,3x promedio para sus comparables directos). Vemos buen valor a estos precios, con un potencial de revalorización de +19% y, elevamos nuestra recomendación a *Comprar* desde *Neutral*.

Las ventas aumentan, pero un margen bruto inferior y el aumento de las amortizaciones penalizan al BNA que crece moderadamente

- Las ventas aumentan en 1S 2022 a 132,5M€ (+14,1% a/a).
- El margen bruto retrocede a 59,2% (-3,1 p.p.)
- Gracias a la moderación en los gastos de explotación, el margen EBITDA retrocede menos que el bruto: 10,7% (-0,8 p.p.).
- El EBIT aumenta a 4,8M€ (+3,2%) por el efecto de mayores amortizaciones (+8,1%) tras la entrada en operación de la nueva fábrica de inyectables en Barcelona. Esperamos que las amortizaciones sigan aumentando en 2S 2022.
- BNA aumenta a 3,6M€ (+1,5%) y el *cash flow* neto a 11,3M€ (+13,5%).
- La deuda financiera neta es 69,9M€ (+1,3% en 2022) y el ratio de endeudamiento 2,5x EBITDA.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

M€	1S 2021	2S 2021	2021	1S 2022	Var. a/a (%)
Tecnología	52,6	51,6	104,2	63,4	20,5
Especialidades farma	36,5	39,0	75,5	37,1	1,6
Consumo & Salud	27,0	29,5	56,5	32,0	18,5
Ventas	116,1	120,1	236,2	132,5	14,1
Beneficio bruto	72,3	72,4	144,7	78,5	8,5
<i>Margen %</i>	<i>62,3</i>	<i>60,3</i>	<i>61,3</i>	<i>59,2</i>	
Otros ingresos	2,6	1,6	4,2	1,8	
Gastos de explotación	-61,6	-60,0	-121,6	-66,1	7,3
EBITDA	13,3	14,0	27,3	14,2	6,4
<i>Margen %</i>	<i>11,5</i>	<i>11,6</i>	<i>11,6</i>	<i>10,7</i>	
Amortizaciones	-8,7	-9,4	-18,0	-9,4	8,1
Provisiones	0,0	-0,4	-0,4	0,0	
EBIT	4,7	4,2	8,9	4,8	3,2
<i>Margen %</i>	<i>4,0</i>	<i>3,5</i>	<i>3,8</i>	<i>3,6</i>	
Gastos financieros netos	-0,5	-2,7	-3,2	-0,7	
Puesta en equivalencia	0,0	0,1	0,1	0,1	
BAI	4,2	1,6	5,8	4,3	1,5
Impuestos	-0,6	-0,1	-0,7	-0,6	
Beneficio neto atribuible	3,6	1,5	5,1	3,6	1,5
Cash flow neto	9,9	10,0	19,9	11,3	13,5
Flujos de explotación	12,6	8,9	21,5	11,9	
NOF	1,2	-8,2	-7,0	-7,8	
Cash flow de explotación	13,8	0,7	14,5	4,2	-69,8
Inversión	-12,6	-22,1	-34,7	-3,9	-68,9
Cash flow libre	1,2	-21,4	-20,2	0,2	-79,5
Dividendos	0,0	0,0	0,0	0,0	
Capital	0,2	-0,2	0,0	-0,1	
IFRS-16 y otros	0,6	5,7	6,3	-1,0	
Variación deuda financiera neta	-1,9	15,8	13,9	0,9	
Deuda financiera neta	53,2	69,0	69,0	69,9	31,4
DFN/EBITDA año móvil (x)	2,0	2,5	2,5	2,5	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
Cuenta de resultados						
Ventas	260,5	273,0	286,3	298,5	311,4	319,9
Beneficio bruto	156,3	165,2	174,7	183,6	193,1	198,3
EBITDA	28,8	31,6	36,8	41,4	46,3	47,9
Amortización del inmovilizado	-19,5	-20,0	-20,2	-20,3	-20,3	-20,4
EBIT	9,3	11,6	16,6	21,2	26,0	27,5
Resultado financiero	-0,8	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2
Beneficio antes de impuestos	8,5	10,8	16,0	20,6	25,6	27,2
Impuesto de sociedades	-1,1	-1,6	-2,4	-3,1	-3,8	-4,1
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	7,4	9,2	13,6	17,6	21,8	23,2
BPA (€)	0,09	0,12	0,17	0,22	0,28	0,30
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estado de flujo de caja						
Cash flow neto	23,7	25,5	30,0	34,0	38,3	39,8
Variaciones de NOF	-1,5	-2,4	-2,3	-2,1	-2,2	-1,3
Inversión	-9,1	-7,2	-7,5	-7,9	-8,4	-8,8
Cash flow libre	13,1	15,9	20,2	24,1	27,7	29,7
Remuneración al accionista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras variaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	-13,1	-15,9	-20,2	-24,1	-27,7	-29,7
Balance						
Activo fijo neto	191,0	181,7	172,5	163,7	155,3	147,3
Inmovilizado financiero	2,2	2,4	2,6	2,8	3,1	3,3
Necesidades operativas de fondos (NOF)	51,2	53,7	56,0	58,0	60,2	61,5
Otros activos/(pasivos) neto	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
Capital empleado	252,3	245,7	239,0	232,5	226,5	220,0
Recursos propios	196,5	205,7	219,3	236,8	258,6	281,8
Minoritarios	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
Deuda financiera neta	55,9	40,1	19,9	-4,2	-31,9	-61,6
Valoración (DCF)						
(M€)		2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
NOPLAT			14,1	18,0	22,1	23,4
Amortización			20,2	20,3	20,3	20,4
NOF			-2,3	-2,1	-2,2	-1,3
Inversión			-11,0	-11,4	-11,9	-12,3
Cash flow libre			21,0	24,8	28,3	30,1
Valor terminal					0,0	273,1
Flujo a descontar			21,0	24,8	28,3	303,2
Factor descuento			0,93	0,86	0,80	0,75
VAN del flujo			19,5	21,4	22,7	226,7
Valor empresa		290,3				
Inversiones financieras		9,6				
Deuda neta		-40,1				
Provisiones, minoritarios y otros		-0,8				
Valor equity (Dic-2023e)		259,1				
Precio objetivo (€ por acción)		3,30				

		Crecimiento perpetuo "q"				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
WACC	8,5%	2,66	2,77	2,89	3,03	3,18
	8,0%	2,82	2,94	3,08	3,24	3,42
	7,5%	3,00	3,14	3,30	3,49	3,70
	7,0%	3,20	3,37	3,55	3,77	4,02
	6,5%	3,43	3,62	3,84	4,10	4,40

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Metodología de valoración

Método de valoración

Valoramos Reig Jofre usando un modelo de descuento de flujos de caja libres. Estimamos los flujos para 2022e-2026e y un valor terminal. Nuestro Precio Objetivo es para diciembre de 2023.

Hipótesis principales

Utilizamos un WACC de 7,5% y una tasa de crecimiento perpetuo de +0%.

Escenarios de precio objetivo

Base 3,30€

- Crecimiento TAAC de ventas 2021-2027e: +5,2%
- Aumento del margen EBITDA a 15% en 2027e (12% 2021).

Positivo 4,00€

- Igual que en Base excepto,
- Crecimiento TAAC de ventas 2021-2027e: +7,0%.

Negativo 2,60€

- Igual que en Base excepto,
- Crecimiento TAAC de ventas 2021-2027e: +4,0%
- Aumento del margen EBITDA a 14% en 2027e (12% 2021).

Vectores principales

- Crecimiento de ventas impulsado por lanzamientos de nuevos fármacos y ampliación de la capacidad productiva.
- Aumento de márgenes a medida que se incorporan nuevas instalaciones más eficientes.

Catalizadores

- Acuerdos de licencia.
- Adquisiciones.

Riesgos

- Riesgos asociados al desarrollo de nuevos productos.

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
29/10/2021	Neutral	En Revisión
23/11/2021	Neutral	4,75
01/03/2022	Neutral	3,50

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
27/07/2022	Neutral	En Revisión0
04/08/2022	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

Rafael Alonso - Bancos

Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas

Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media

Aránzazu Bueno - Eléctricas

Jorge Pradilla - Logística

Pedro Ribeiro - Portugal

Aránzazu Cortina - Industriales

Juan Moreno - Inmobiliarias & Hoteles

Pedro Echeguren - Farma & Salud

Juan Tuesta - Construcción & Tecnología

Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom

Eduardo Cabero - Seguros

Carlos Pellicer - Analista

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