

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Comprar**Precio Objetivo: **3,05€**Potencial: **+16,5%**Analista: **Pedro Echeguren***Los resultados 2022 son mejores de lo esperado. Elevamos Pr Objetivo a 3,05€/acc.*

Reig Jofre

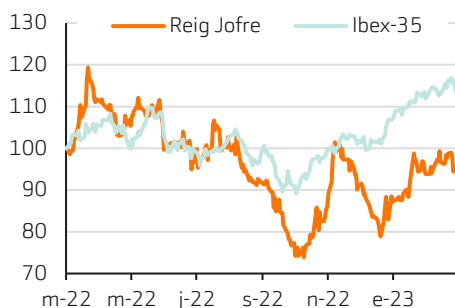
Datos

Precio 10/03/2023; 17:35h (€)	2,62
Nº acciones (M)	78,4
Capitalización (M€)	205,5
Máx/Mín (52 sem.)(€)	3,31 / 2,05
Comportamiento en 2023	19,6%
Cód. Reuters/Bloomberg	RJFE.MC / RJF SM

Mn€	2022	2023e	2024e	2025e
BNA	8	8	12	17
% inc.	59,2	4,1	39,6	44,2
EBITDA	30	32	37	43
% inc.	11,4	6,7	13,4	16,9
BPA (€)	0,10	0,11	0,15	0,22
% inc.	57,2	4,1	39,6	44,2
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
% inc.	n.r.	n.r.	n.r.	n.r.
PER (x)	21,2	24,4	17,4	12,1
VE/EBITDA (x)	7,7	7,7	6,2	4,6
Rentab. div. (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
PVC (x)	0,9	1,0	1,0	0,9

Ratios	2022	2023e	2024e	2025e
DFN/EBITDA (x)	2,0	1,4	0,6	Caja
DFN/FF.PP. (x)	0,3	0,2	0,1	Caja
CF Op./DFN (%)	25,9	53,8	139,2	Caja
DFN/CE (x)	0,2	0,2	0,1	Caja
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,2	0,2
ROCE (%)	3,1	3,3	4,8	7,3
ROE (%)	4,2	4,2	5,5	7,3

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	0,6	3,1	-5,6
Relativo	-0,2	-9,3	-19,6

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, CNMV*

En 4T 2022 las ventas aceleran su crecimiento. Al buen comportamiento de Salud & Consumo y Especialidades farma se une Tecnología, impulsada por la demanda de antibióticos y, el arranque de la nueva fábrica de Barcelona. El *mix* de ventas y la inflación de costes penalizan el margen bruto pero se compensa en EBITDA con un aumento moderado de gastos generales. En 2022, el EBIT retrocede a causa del aumento de las amortizaciones, algo esperado. Un recorte en gastos financieros posibilita que el BNA aumente por encima de lo esperado. El *cash flow* libre es positivo. El principal atractivo de Reig Jofre es la esperada recuperación de márgenes a medida que se recojan los beneficios de las inversiones recientes y, que esperamos ayude a elevar el ROCE por encima del WACC a partir de 2026e. Revisamos nuestro Pr. Objetivo a 3,05€/acc desde 3,00€/acc, Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

Resultados impulsados por un crecimiento de ventas superior al sector

Las **principales cifras del 4T 2022 estanco** son: ventas 75,9M€ (+20,4% a/a vs +10% en 3T, BKT est. 65,2M€). Ventas por divisiones: Tecnología 37,4M€ (+33,6%), Especialidades farma 23,8M€ (+10,8%) y, Salud y consumo 14,6M€ (+8,3%). Margen bruto 55,8% (-2,8 p.p.), EBITDA 9,2M€ (+25,6%, BKT est. 7,6M€) y margen 12,2% (+0,5 p.p.), EBIT 2,3M€ (+10,8%), BNA 3,8M€ (0m€ en 4T 21, BKT est. 2,5M€). **En el año 2022**: ventas 271,2M€ (+14,8%). Ventas por divisiones: Tecnología 125,0M€ (+20,0%), Especialidades farma 80,4M€ (+6,5%) y Salud y consumo 65,7M€ (+16,3%). Margen bruto 58,3% (-3,0 p.p.), EBITDA 30,4M€ (+11,4%) y margen 11,2% (-0,3 p.p.), EBIT 8,5M€ (-3,7%), BNA 8,1M€ (+59,6%), *Cash flow* libre +3,4M€ (-20,2M€ en 2021), DFN 62,3M€ (-9,7% en 2022), DFN/EBITDA 2,0x (2,5 en 4T 2021). [Link a los resultados](#).

Nuestra valoración de los resultados es positiva

Las ventas, EBITDA y BNA aumentan por encima de nuestras estimaciones impulsadas por la recuperación de la demanda mundial de antibióticos que apoya las ventas de Tecnología y Consumo en 4T y, el inicio de la fabricación y venta desde la nueva planta de inyectables de Barcelona. Las ventas en las demás divisiones también aumentan por encima del +4/5% de referencia en el sector. El margen bruto disminuye por efecto del *mix* de ventas y la inflación de costes, especialmente materias primas y energía, algo que hemos visto en otras farmas. Este efecto se compensa en 2022 al aumentar los gastos de explotación por debajo del crecimiento de las ventas, consecuencia positiva y esperada tras culminar un plan de inversiones industriales. El mayor peso de las amortizaciones (por la entrada en funcionamiento de la nueva fábrica de inyectables de Barcelona) afecta al crecimiento del EBIT, algo ya esperado y, seguirán aumentando en 2023e. La mejora del resultado financiero, y de la puesta en equivalencia llevan al BNA a un crecimiento del BNA de +60% en 2022.

Elevamos nuestro Pr. Obj. a 3,05€/acc desde 3,00€/acc. Reiteramos Comprar

Ajustamos nuestras estimaciones a un entorno de mayor demanda de antibióticos. En consecuencia, revisamos nuestro precio objetivo hasta 3,05€/acción desde 3,00€/acción, un potencial de +16,5%. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

Las ventas aceleran su ritmo de crecimiento en 4T. Los ahorros de costes absorben la caída del margen bruto y, el BNA aumenta +60% en 2022

- Las ventas aumentan en 4T 2022 a 75,9M€ (+20,4% a/a) y, en 2022 a 271,2M€ (+14,8%).
- El margen bruto retrocede en 4T a 55,8% (-2,8 p.p.) y a 58,3% en 2022 (-3,0 p.p.).
- Gracias a la moderación en los gastos de explotación, el margen EBITDA aumenta en 4T a 12,2% (+0,5 p.p.). En 2022 se sitúa casi invariado en 11,2% (-0,3 p.p.).
- El EBIT aumenta en 4T a 2,3M€ (+10,8%) y en 2022 retrocede a 8,5M€ (-3,7%). Se debe al aumento de amortizaciones tras la entrada en operación de la nueva fábrica de inyectables en Barcelona. Esta fábrica se ha amortizado durante 6 meses, las amortizaciones aumentarán en 2023e.
- BNA aumenta en 4T a 3,8M€ (0M€ en 4T 21) y en 2022 a 8,1M€ (+59,6%).
- El *cash flow* neto en 2022 es +3,4M€ (-20,2M€ en 2021). La DNF se reduce a 62,3M€ (-9,7% en 2022), 2x EBITDA.

Cuadro 1. Comparativa de resultados

M€	4T21	4T22	Var. a/a %	BKT est.	2021	2022	Var. a/a %
Tecnología	28,0	37,4	33,6		104,2	125,0	20,0
Especialidades farma	21,5	23,8	10,8		75,5	80,4	6,5
Consumo & Salud	13,5	14,6	8,3		56,5	65,7	16,3
Ventas	63,1	75,9	20,4	65,2	236,2	271,2	14,8
Beneficio bruto	37,0	42,4	14,7		144,7	158,1	9,2
<i>Margen %</i>	<i>58,6</i>	<i>55,8</i>			<i>61,3</i>	<i>58,3</i>	
Otros ingresos	0,7	0,9			4,2	3,5	
Gastos de explotación	-30,3	-34,0	12,3		-121,6	-131,2	7,9
EBITDA	7,4	9,2	25,6	7,6	27,3	30,4	11,4
<i>Margen %</i>	<i>11,7</i>	<i>12,2</i>	<i>0,5</i>		<i>11,6</i>	<i>11,2</i>	<i>-0,3</i>
Amortizaciones	-4,8	-6,0	24,0		-18,0	-21,1	16,7
Provisiones	-0,4	-0,9			-0,4	-0,8	
EBIT	2,1	2,3	10,8		8,9	8,5	-3,7
<i>Margen %</i>	<i>3,3</i>	<i>3,1</i>			<i>3,8</i>	<i>3,1</i>	<i>-0,6</i>
Gastos financieros netos	-2,4	0,1			-3,2	-1,4	
Puesta en equivalencia	0,0	1,3			0,1	1,6	
BAI	-0,2	3,7	n.r.		5,8	8,8	51,3
Impuestos	0,2	0,1			-0,7	-0,7	
Beneficio neto atribuible	0,0	3,8	n.r.	2,5	5,1	8,1	59,6
Cash flow neto	4,8	10,3	114,3		19,9	27,1	35,9
Flujos de explotación					21,5	19,4	
NOF					-7,0	-3,3	
Cash flow de explotación					14,5	16,1	11,4
Inversión					-34,7	-12,7	-63,4
Cash flow libre					-20,2	3,4	n.r.
Dividendos					0,0	-0,1	
IFRS-16 y otros					6,3	3,3	
Variación deuda financiera neta	-6,8	-1,8			13,9	-6,7	
Deuda financiera neta	69,0	62,3	-9,7		69,0	62,3	-9,7
DFN/EBITDA año móvil (x)	2,5	2,0			2,5	2,0	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
Cuenta de resultados							
Ventas	271,2	288,8	305,5	319,3	333,1	346,6	
Beneficio bruto	158,1	170,4	181,8	191,6	201,5	209,7	
EBITDA	30,4	32,5	36,8	43,0	50,0	51,8	
Amortización del inmovilizado	-21,9	-23,0	-23,6	-24,0	-24,3	-24,7	
EBIT	8,5	9,5	13,2	19,1	25,6	27,1	
Resultado financiero	0,2	0,5	0,7	0,9	1,3	1,6	
Beneficio antes de impuestos	8,8	9,9	13,9	20,0	26,9	28,8	
Impuesto de sociedades	-0,7	-1,5	-2,1	-3,0	-4,0	-4,3	
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	8,1	8,4	11,8	17,0	22,9	24,4	
BPA (€)	0,10	0,11	0,15	0,22	0,29	0,31	
DPA (€)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	19,4	27,0	30,9	36,5	42,7	44,7	
Variaciones de NOF	-3,3	-3,1	-1,6	-0,9	-0,8	-1,7	
Inversión	-12,7	-6,0	-6,0	-6,1	-6,2	-6,3	
Cash flow libre	3,4	17,9	23,4	29,5	35,8	36,7	
Remuneración al accionista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Otras variaciones	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Variación deuda financiera neta	-6,7	-17,9	-23,4	-29,5	-35,8	-36,7	
Balance							
Activo fijo neto	193,1	179,1	164,6	149,8	134,7	119,3	
Inmovilizado financiero	3,5	4,9	6,3	7,7	9,1	10,5	
Necesidades operativas de fondos (NOF)	54,7	57,8	59,3	60,2	61,0	62,6	
Otros activos/(pasivos) neto	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6	
Capital empleado	256,9	247,4	235,9	223,3	210,4	198,1	
Recursos propios	194,6	203,1	214,8	231,8	254,7	279,1	
Minoritarios	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Deuda financiera neta	62,4	44,4	21,1	-8,4	-44,2	-80,9	
Valoración (DCF)							
(M€)		2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	
NOPLAT			11,2	16,2	21,8	23,1	
Amortización			23,6	24,0	24,3	24,7	
NOF			-1,6	-0,9	-0,8	-1,7	
Inversión			-9,1	-9,2	-9,3	-9,4	
Cash flow libre			24,2	30,1	36,1	36,7	
Valor terminal						238,8	
Flujo a descontar			24,2	30,1	36,1	275,6	
Factor descuento			0,92	0,85	0,78	0,72	
VAN del flujo			22,3	25,6	28,2	198,7	
Valor empresa		274,8					
Inversiones financieras		9,3					
Deuda neta		-44,4					
Provisiones		-0,2					
Minoritarios y otros							
Valor equity (Dic-2021e)		239,4					
Precio objetivo (€ por acción)		3,05					
Matriz de sensibilidad (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
	9,5%		2,54	2,63	2,72	2,83	2,94
	9,0%		2,68	2,77	2,88	3,00	3,13
WACC	8,5%		2,82	2,93	3,05	3,19	3,35
	8,0%		2,99	3,11	3,25	3,41	3,59
	7,5%		3,17	3,31	3,47	3,65	3,87

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 8,5% y una tasa de crecimiento perpetuo de 0% (sin cambios).

Escenarios de precio objetivo

Base 3,05€

- Crecimiento TAAC de ventas 2022-2027e: +5,0%
- Aumento del margen EBITDA a 15% en 2027e (12% 2022).

Positivo 4,20€

- Igual que en Base excepto,
- Crecimiento TAAC de ventas 2022-2027e: +7,0%.

Negativo 2,60€

- Igual que en Base excepto,
- Crecimiento TAAC de ventas 2022-2027e: +3,0%

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.)	Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
27/07/2022	Neutral	En Revisión	03/11/2022	Comprar	2,90
04/08/2022	Comprar	3,30	28/02/2023	Comprar	3,00
05/10/2022	Comprar	2,90	13/03/2023	Comprar	3,05

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