

Sector: *Farmacéuticas*Recomendación: **Neutral**Precio Objetivo: **4,75€**Potencial: **+32,4%**Analista: **Pedro Echeguren***Tras los resultados 9M 2021 rebajamos la recomendación a Neutral desde Comprar*

Reig Jofre

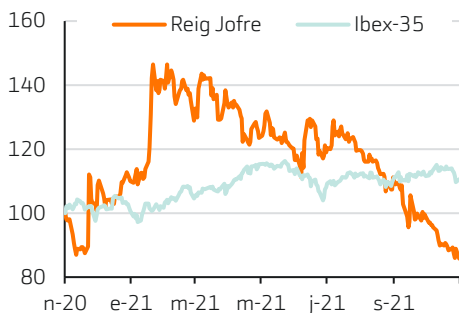
Datos

Precio 22/11/2021; 17:35h (€)	3,59
Nº acciones (M)	77,4
Capitalización (M€)	278,0
Máx/Mín (52 sem.)(€)	6,13 / 3,59
Comportamiento 2021	-17,6%
Cód. Reuters/Bloomberg	RJFE.MC / RJF SM

Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	6	7	8	16
% inc.	14,8	30,5	3,8	102,0
EBITDA	27	28	31	41
% inc.	34,8	5,3	9,2	33,4
BPA (€)	0,07	0,10	0,10	0,20
% inc.	14,8	29,4	3,8	102,0
DPA (€)	0,05	0,00	0,00	0,00
% inc.	15,4	-100,0	n.r.	n.r.
PER (x)	59,4	37,6	36,2	17,9
VE/EBITDA (x)	14,8	12,7	11,1	7,9
Rentab. div. (%)	1,0	0,0	0,0	0,0
P/V (x)	1,8	1,4	1,4	1,3

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	2,1	2,7	2,0	1,1
DFN/FF.PP. (x)	0,3	0,4	0,3	0,2
CF Op./DFN (%)	40,8	1,8	39,1	68,8
DFN/CE (x)	0,2	0,3	0,2	0,2
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,1	0,2
ROCE (%)	3,4	3,5	3,3	6,4
ROE (%)	3,1	3,9	3,8	7,2

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-11,6	-28,3	-14,2
Relativo	-10,5	-26,7	-24,8

Accionariado

Familia Reig Jofre:	62,7%
Kaizaharra:	10,1%
Onchena:	5,5%
Autocartera:	0,7%

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

Nuestra valoración de los resultados 9M 2021 es negativa. Aunque se produce una ligera recuperación en las ventas de Especialidades y Consumo, la principal división que es Tecnología sigue sin crecer. Se retrasa la puesta en marcha de la nueva planta de inyectables donde está previsto producir la vacuna COVID-19 de Johnson & Johnson que esperábamos fuese el principal impulsor de los beneficios en 2021, como ha sucedido con Rovi y la vacuna de Moderna. Este retraso nos hace revisar a la baja nuestras estimaciones y también nuestro Precio Objetivo que recortamos a 4,75 €/acción desde 6,30 €/acc. Tácticamente rebajamos nuestra recomendación a Neutral desde Comprar. Aunque un potencial de +32% sugiere valor, no vemos catalizadores en el corto plazo y preferimos ser cautelosos hasta que haya noticias positivas sobre la inauguración de la nueva fábrica y la producción de la vacuna COVID-19.

Mejora el crecimiento de las ventas en 3T 2021

Las **principales cifras del 3T 2021 estanco** son: ventas 57,1M€ (+4,5% vs +0,4% en 2T y +0,1% en 1T). Ventas por división: Tecnología 23,6M€ (-4,1%), Especialidades farmacéuticas 17,5M€ (+9,4%) y Salud y consumo 16,0M€ (+15,1%). Margen bruto 62,1% (+3,2p.p.), EBITDA 6,6M€ (+5,7% vs -7,8% en 2T y +9,3% en 1T), margen EBITDA 11,6% (+0,1p.p.), EBIT 2,1M€ (+12,4%), BNA 1,8M€ (+4,8%). Por lo tanto, las principales **cifras de 9M 2021** son: ventas 173,2M€ (+1,7%). Ventas por división: Tecnología 76,2M€ (-5,1%), Especialidades 54,0M€ (+9,3%), Salud y consumo 43,0M€ (+5,9%). Margen bruto 62,2% (+2,3p.p.), EBITDA 20,0M€ (+3,7%), margen EBITDA 11,5% (+0,1p.p.), EBIT 6,8M€ (+0,7%), BNA 5,1M€ (-4,2%). La deuda financiera neta es 75,8M€ (+37,6% desde 4T 2020) y el *ratio* DFN/EBITDA 2,8x. [Link a los resultados](#).

Revisamos nuestras estimaciones a la baja

Nuestra valoración de los resultados es negativa. Aunque hay una ligera recuperación en las ventas gracias a los productos con receta médica y complementos alimenticios, tecnología (43% del total) sigue retrocediendo. Se retrasa el inicio de la fabricación de la vacuna COVID-19 de Johnson & Johnson prevista para 2S 2021, debía ser el motor para impulsar los beneficios en 2021. La nueva planta de inyectables donde se fabricará esta vacuna, además de otros productos propios y también de terceros, está en fase de inspección por las autoridades sanitarias. La producción puede demorarse a 2022. Creemos que nuestras estimaciones de resultados 2021 (ventas 268M€, EBITDA 33M€, BNA 12M€) no se van a alcanzar.

Recomendación: Tácticamente Neutral, Precio Objetivo rebajado a: 4,75 €/acc.

Revisamos a la baja nuestras estimaciones para incorporar el efecto del retraso en la puesta en marcha de la nueva planta e inicio de la producción de la vacuna COVID-19. Por lo tanto, recortamos nuestro Precio Objetivo a 4,75 €/acción desde 6,30 €/acc. Tácticamente rebajamos **nuestra recomendación a Neutral desde Comprar**. Aunque un potencial de +32% sugiere valor, no vemos catalizadores en el corto plazo y **preferimos ser cautelosos hasta que haya noticias positivas** sobre la inauguración de la nueva fábrica y la producción de la vacuna COVID-19.

Ventas 3T 2021 +4,5%, ligera mejora en los márgenes bruto y EBITDA

- Las ventas aceleran su crecimiento en 3T 2021 a +4,5% desde +0,1% en 1T y +0,4% en 2T. En 9M 2021 el crecimiento es +1,7%. La recuperación de la venta de productos de receta médica de la división de Especialidades farma y el buen comportamiento en las gamas Forté Pharma de complementos alimenticios (división Consumo) en Francia y Benelux compensa el menor consumo de medicamentos esenciales y la caída del mercado de antibióticos.
- Aumento del margen bruto, reflejo del mix de ventas. El margen EBITDA aumenta sólo ligeramente por los gastos de la puesta en marcha de la nueva planta de Barcelona. El EBITDA aumenta en 3T 2021 +5,7% y en 9M 2021 +3,7%.
- La deuda financiera aumenta a 75,8M€ en 3T 2021 neta, +37,6% desde 4T 2020 a causa de la incorporación de deuda bancaria asociada a la compra del negocio osteoarticular y por el uso de crédito circulante debido al aumento de existencias en 3T 2021. El ratio de endeudamiento es 2,8x EBITDA (2,1x a 4T 2020).

Cuadro 1. Resumen de resultados

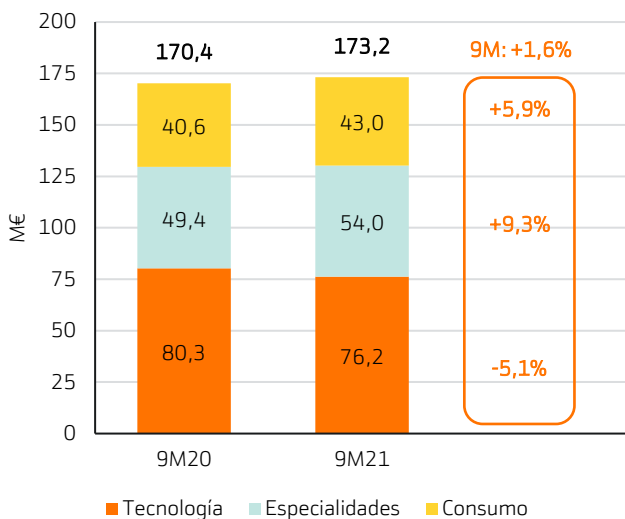
M€	3T20	3T21	Var. a/a %	9M20	9M21	Var. a/a %
Tecnología	24,6	23,6	-4,1	80,3	76,2	-5,1
Especialidades	16,0	17,5	9,4	49,4	54,0	9,3
Consumo	13,9	16,0	15,1	40,6	43,0	5,9
Ventas	54,6	57,1	4,5	170,3	173,2	1,7
Beneficio bruto	32,1	35,4	10,3	101,9	107,8	5,7
<i>Margen %</i>	<i>58,9</i>	<i>62,1</i>		<i>59,9</i>	<i>62,2</i>	
Otros ingresos	0,8	0,9		3,7	3,5	
Gastos de explotación	-26,7	-29,7	11,5	-86,4	-91,3	5,7
EBITDA	6,3	6,6	5,7	19,2	20,0	3,7
<i>Margen %</i>	<i>11,5</i>	<i>11,6</i>		<i>11,3</i>	<i>11,5</i>	
Amortizaciones	-4,4	-4,5	2,8	-12,6	-13,2	5,3
Provisiones	0,0	0,0		0,0	0,0	
EBIT	1,9	2,1	12,4	6,7	6,8	0,7
<i>Margen %</i>	<i>3,4</i>	<i>3,7</i>		<i>3,9</i>	<i>3,9</i>	
Gastos financieros netos	-0,1	-0,3		-0,4	-0,8	
Puesta en equivalencia	0,0	0,0		0,0	0,1	
BAI	1,7	1,8	4,8	6,3	6,0	-4,2
Impuestos	-0,3	-0,3		-0,9	-0,9	
Beneficio neto atribuible	1,5	1,6	4,8	5,3	5,1	-4,2
Cash flow neto	5,2	5,2	0,2	14,3	15,1	5,5
Variación deuda fin. neta	5,3	22,6		15,8	20,7	
Deuda financiera neta	68,4	75,8	10,8	68,4	75,8	10,8
DFN/EBITDA año móvil (x)	2,6	2,8		2,6	2,8	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Evolución de las ventas y EBITDA

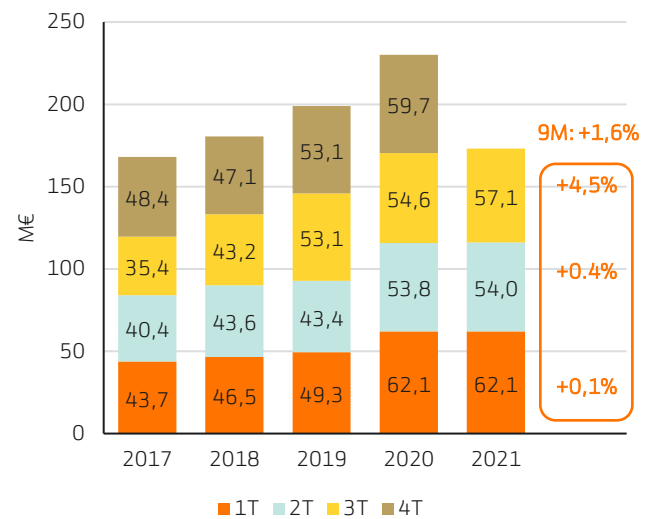
- Las ventas aumentan en 3T 2021 a 57,1M€ (+4,5%) y en 9M 2021 a 173,2M€ (+1,6%). En 9M 2021 las ventas de Tecnología (76,2M€, -5,1%) y retroceden debido a la menor demanda de antibióticos y la estabilidad en la demanda de productos inyectables. Las ventas de especialidades (54,0M€, +9,3%) recuperan su crecimiento y se convierten en la división de mayor crecimiento. Consumo (43,0M€, +5,9%) mantiene el cambio de tendencia iniciado en 2T 2021. Los productos OTC, en las gamas respiratoria, ORL y desinfección no alcanzan todavía crecimientos positivos. La Línea Forté Pharma de complementos alimenticios, crece +10 especialmente en Vitaminas, Jaleas, fortalecimiento del Sistema Inmune, Sueño y Stress.
- El margen EBITDA aumenta en +0,1p.p. y el EBITDA se incrementa +4,5% en 3T 2021 y +1,6% en 9M 2021.

Cuadro 2. Comparativa ventas



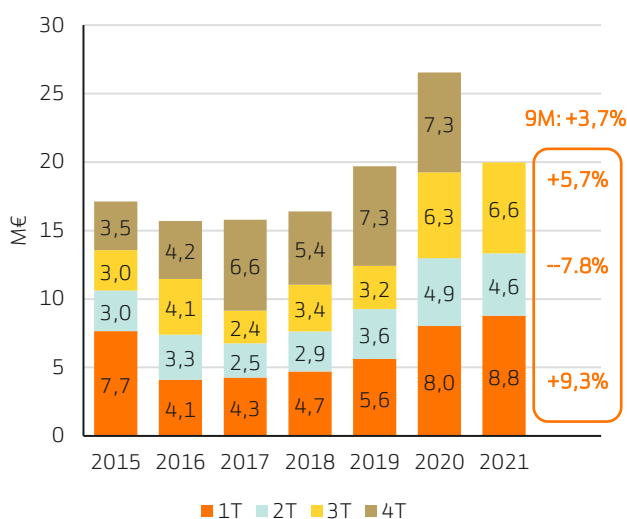
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 3. Evolución ventas por trimestre



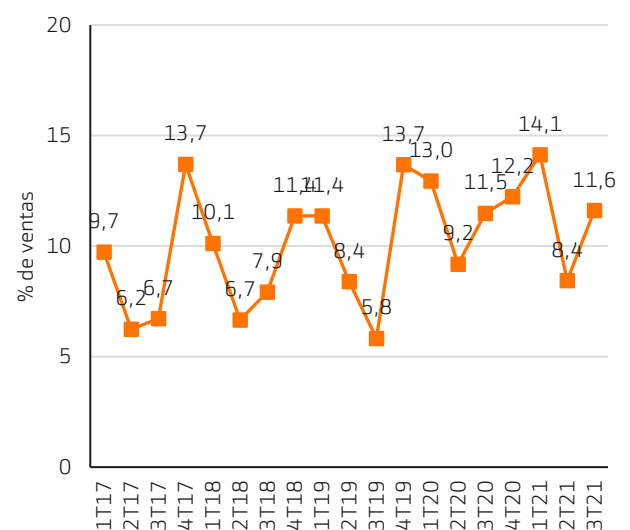
Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 4. Evolución EBITDA



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 5. Margen EBITDA



Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 6. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Cuenta de resultados							
Ventas	230,1	235,8	258,3	290,7	326,2	330,6	330,6
Beneficio bruto	140,3	146,9	161,4	183,2	212,1	214,9	214,9
EBITDA	26,5	28,0	30,5	40,7	55,6	56,1	56,1
Amortización del inmovilizado	-17,3	-17,6	-20,9	-21,4	-21,7	-21,9	-21,9
EBIT	9,2	10,3	9,6	19,3	33,9	34,2	34,2
Resultado financiero	-2,8	-2,1	-1,1	-1,1	-1,0	-0,9	-0,8
Beneficio antes de impuestos	6,4	8,2	8,5	18,3	32,9	33,3	33,4
Impuesto de sociedades	-0,8	-0,8	-0,9	-2,7	-4,9	-5,0	-5,0
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	5,7	7,4	7,7	15,5	27,9	28,3	28,4
BPA (€)	0,07	0,10	0,10	0,20	0,36	0,37	0,37
DPA (€)	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Estado de flujo de caja							
Cash flow neto	25,4	25,0	28,5	36,8	49,6	50,1	50,2
Variaciones de NOF	-2,9	-23,6	-4,1	-6,9	-7,5	-0,9	0,0
Inversión	-30,7	-22,0	-11,0	-11,0	-11,0	-11,0	-11,0
Cash flow libre	-8,2	-20,6	13,4	18,9	31,1	38,2	39,2
Remuneración al accionista	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otras variaciones	5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Variación deuda financiera neta	2,5	20,7	-13,4	-18,9	-31,1	-38,2	-39,2
Balance							
Activo fijo neto	198,1	202,5	192,6	182,2	171,4	160,5	149,7
Inmovilizado financiero	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8
Necesidades operativas de fondos (NOF)	29,2	52,8	56,9	63,8	71,3	72,2	72,2
Otros activos/(pasivos) neto	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Capital empleado	239,6	267,7	261,9	258,5	255,4	245,4	234,7
Recursos propios	184,5	191,9	199,6	215,1	243,0	271,3	299,7
Minoritarios	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Deuda financiera neta	55,1	75,8	62,4	43,5	12,4	-25,8	-65,0
Valoración (DCF)							
(M€)			2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
NOPLAT				16,4	28,8	29,1	29,1
Amortización				21,4	21,7	21,9	21,9
NOF				-6,9	-7,5	-0,9	0,0
Inversión				-11,0	-11,0	-11,0	-11,0
Cash flow libre				19,9	32,0	39,1	40,0
Valor terminal							416,3
Flujo a descontar				19,9	32,0	39,1	456,2
Factor descuento				0,93	0,87	0,82	0,76
VAN del flujo				18,6	27,9	31,8	347,3
Valor empresa			425,7				
Inversiones financieras			5,1				
Deuda neta			-62,4				
Provisiones, minoritarios y otros			-0,3				
Valor equity (Dic-2022e)			368,1				
Precio objetivo (€ por acción)			4,75				
Matriz de sensibilidad (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-0,9%	-0,4%	0,1%	0,6%	1,1%
	8,1%		3,66	3,86	4,08	4,32	4,61
	7,6%		3,92	4,14	4,39	4,68	5,01
WACC	7,1%		4,21	4,46	4,75	5,09	5,48
	6,6%		4,53	4,83	5,17	5,57	6,04
	6,1%		4,90	5,25	5,65	6,13	6,71

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-2025e y un valor terminal. La posibilidad de que un acuerdo para fabricar la vacuna COVID-19 para Johnson & Johnson genere pedidos está incluida en la valoración. Nuestro Precio Objetivo es para diciembre de 2022.

Hipótesis principales

Utilizamos un WACC de 7,1% y una tasa de crecimiento perpetuo de +0,1%.

Escenarios de precio objetivo

Base 4,75€

- Aumento del margen EBITDA a 18% en 2024e (12% 2021e).
- Potencial vacuna COVID 250m dosis anuales, 40% en 2022, 90% en 2023 y 100% en adelante. Valoración vacuna COVID: 1,50 €/acción (anterior 2,30 €/acc.)
- Valoración negocio farma: 3,25 €/acc. (anterior 4,00 €/acc.).

Positivo 6,20€

- Igual que en Base excepto,
- Margen EBITDA del 20% en 2024e y años sucesivos.

Negativo 3,25€

- Igual que en Base excepto,
- La vacuna COVID-19 no se fabrica.

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

- Inicio de la fabricación de la vacuna COVID-19 de Johnson & Johnson.
- Acuerdos de licencia.
- Adquisiciones.

Riesgos

- Eliminación de medicamentos para el dolor articular de las prestaciones de la Seguridad Social en España.
- Riesgos asociados al desarrollo de nuevos productos.

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
25/11/2020	Sin Recomendación	5,05
19/03/2021	Sin Recomendación	6,30
29/04/2021	Comprar	6,30

Fecha	Recomendación	Precio Obj. (€/Acc.)
30/07/2021	Comprar	6,30
29/10/2021	Neutral	En Revisión
23/11/2021	Neutral	4,75

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 & Hoteles
Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas	Pedro Echeguren - Farma & Salud
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos & Media	Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Luis Piñas - Alimentación/Distribución	Elena Fernández-Trapiella - Consumo/Lujo & Telecom
Aránzazu Bueno - Eléctricas	Eduardo Cabero - Seguros
Jorge Pradilla - Logística	Filipe Aires - Químicas y Papel
Mariana Queirós Ferro - Telecoms	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