

Sector: *Farmacéuticas*

Recomendación: **Comprar**
 Precio Objetivo: **6,30€**
 Potencial: **+16,6%**
 Analista: **Pedro Echeguren**

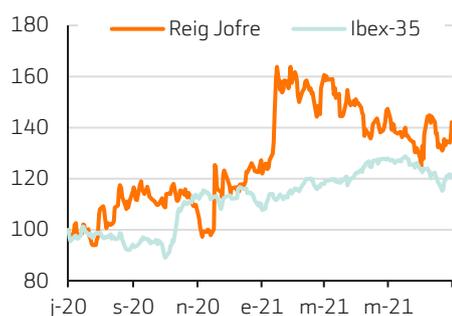
Resultados 1S 2021: Las perspectivas están en 2S, reiteramos recomendación de Compra

Reig Jofre

Datos				
Precio (€)	5,40			
Nº acciones (M)	77,4			
Capitalización (M€)	418,1			
Máx/Mín (52 sem.)(€)	6,13 / 3,52			
Comportamiento 2021	24,0%			
Cód. Reuters/Bloomberg	RJFE.MC / RJF SM			
Mn€	2020	2021e	2022e	2023e
BNA	6	12	20	25
% inc.	14,8	111,4	70,6	22,8
EBITDA	27	33	44	52
% inc.	34,8	24,3	34,4	16,2
BPA (€)	0,07	0,15	0,26	0,32
% inc.	14,8	109,7	70,6	22,8
DPA (€)	0,05	0,00	0,00	0,00
% inc.	15,4	n.r.	n.r.	n.r.
PER (x)	59,4	34,9	20,4	16,6
VE/EBITDA (x)	14,8	14,3	10,1	8,0
Rentab. div. (%)	1,0	0,0	0,0	0,0
P/V (x)	1,8	2,1	1,9	1,7

Ratios	2020	2021e	2022e	2023e
DFN/EBITDA (x)	2,1	1,7	0,7	Caja
DFN/FF.PP. (x)	0,3	0,3	0,1	Caja
CF Op./DFN (%)	40,8	20,2	100,9	Caja
DFN/CE (x)	0,2	0,2	0,1	Caja
EBITDA/CE (x)	0,1	0,1	0,2	0,2
ROCE (%)	3,4	5,1	8,5	10,9
ROE (%)	3,1	6,1	9,4	10,4

Evolución bursátil



Comportamiento (%)	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	8,7	-3,6	47,0
Relativo	9,0	-3,3	21,4

Accionariado

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

Fuentes: Bankinter Análisis y Mercados, Bloomberg, CNMV

Aunque las ventas apenas varían en 1ST 2021 y el BNA se reduce ligeramente, las ventas aumentan en la mayoría de los productos exceptuando antibióticos y otros relacionados con el COVID-19. El margen bruto aumenta pero los gastos de la puesta en marcha de la nueva fábrica y el aumento de las amortizaciones impactan sobre el EBITDA y EBIT. El *cash flow* libre es positivo. Las perspectivas mejoran de cara al 2S 2021, los principales atractivos son el inicio de la producción en una nueva fábrica más eficaz en costes, la recuperación de la demanda de medicamentos con receta, el inicio de la fabricación de la vacuna COVID-19 de Johnson & Johnson y una esperada mejora en ventas y beneficios. La política financiera es conservadora con un endeudamiento de 2,0x EBITDA. Reig Jofre está infravalorada frente a sus comparables. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar y nuestro Precio Objetivo de 6,30 €/acción

Los resultados son similares a los del año 2020

Las **principales cifras de 2T 2021** son: ventas 53,8M€ (+0,4% a/a). Las ventas por división son: Antibióticos e inyectables 25,0M€ (-12,6%), Especialidades farmacéuticas 14,9M€ (+16,8%) y Salud y consumo 11,6,0M€ (+12,6%). Margen bruto 63,4% (+3,1pp), **EBITDA** 4,6M€ (-7,8%) mientras que el margen EBITDA se recorta a 8,4% (-0,8pp), **EBIT** 0,2M€ (-79,7%) impactado por un aumento de +6,7% en las amortizaciones, **BAI** -0,1M€ (vs. +0,7M€), **BNA** -0,1M€ (vs. +0,6M€). Por lo tanto, las **principales cifras de 1S 2021** son: ventas 115,8M€ (+0,3%). Las ventas por división son: Antibióticos e inyectables 52,6M€ (-5,6%), Especialidades farmacéuticas 36,5M€ (+9,3%) y Salud y consumo 27,0M€ (+1,1%). Margen bruto 62,3% (+3,0pp), **EBITDA** 13,3M€ (+2,8%) mientras que el margen EBITDA aumenta a 11,5% (+0,3pp), **EBIT** 4,7M€ (-3,7%), **BAI** 4,2M€ (-7,7%), **BNA** 3,6M€ (-7,7%). La **deuda financiera neta** disminuye a 53,2M€ (-3,5% desde 4T 2020). El *ratio* DFN/EBITDA es 2,0x (2,7x en 1S 2020 y 1,8x en 1T 2021), nivel razonable al estar la compañía finalizando un plan de inversiones en fábricas que contribuirá a mejorar los márgenes de explotación. [Link a los resultados.](#)

Las perspectivas mejoran de cara a 2S 2021

La recuperación de la venta de productos con receta en 1S 2021 compensa la caída en antibióticos debida a la menor incidencia del COVID 19. Se aprecia una **fuerte recuperación en dermatología, osteoarticular y complementos energéticos**. Los gastos de la puesta en marcha de la nueva planta de Barcelona y las mayores amortizaciones impactan en el resultado. Prevemos una recuperación de resultados en 2S 2020 y no modificamos nuestras estimaciones 2021, la puesta en servicio de la nueva planta y el inicio de la fabricación de la vacuna COVID 19 de Johnson & Johnson deberán ser los próximos catalizadores.

Recomendación: reiteramos Comprar y Precio Objetivo de 6,30 €/acción

Nuestra valoración de los resultados es neutral. Las expectativas están puestas en la segunda mitad del año. Mantenemos sin cambios nuestro **precio objetivo en 6,30 €/acción** al igual que la recomendación de **Comprar**.

Ventas 2T 2021 +0,4%, margen bruto al alza y *cash flow* libre positivo

- Las ventas apenas crecen en 2T 2021, el retroceso en antibióticos y productos esenciales (es algo común al sector) se compensa con crecimientos de dos dígitos en las otras divisiones.
- Aumento del margen bruto, reflejo del mix de ventas. Los gastos de la puesta en marcha de la nueva planta de Barcelona impactan en EBITDA y las mayores amortizaciones en EBIT.
- El cash flow libre es positivo y permite recortar la deuda neta -3,4% frente a 4T 2020. La política financiera es conservadora con un endeudamiento de 2,0x EBITDA.

Cuadro 1. Resumen de resultados

M€	2T 2020	2T 2021	Var. %	1S 2020	1S 2021	Var. %
Tecnología	28,6	25,0	-12,6	55,7	52,6	-5,6
Especialidades	14,9	17,4	16,8	33,4	36,5	9,3
Consumo	10,3	11,6	12,6	26,7	27,0	1,1
Ventas	53,8	54,0	0,4	115,8	116,1	0,3
Beneficio bruto	32,3	34,2	5,9	69,8	72,3	3,6
<i>Margen %</i>	<i>60,1</i>	<i>63,4</i>		<i>60,3</i>	<i>62,3</i>	
Otros ingresos	1,5	1,4		2,9	2,6	
Gastos de explotación	-28,9	-31,1	7,7	-59,7	-61,6	3,1
EBITDA	4,9	4,6	-7,8	13,0	13,3	2,8
<i>Margen %</i>	<i>9,2</i>	<i>8,4</i>		<i>11,2</i>	<i>11,5</i>	
Amortizaciones	-4,1	-4,4	6,7	-8,1	-8,7	6,6
Provisiones	0,0	0,0		0,0	0,0	
EBIT	0,8	0,2	-79,7	4,8	4,7	-3,7
<i>Margen %</i>	<i>1,5</i>	<i>0,3</i>		<i>4,2</i>	<i>4,0</i>	
Gastos financieros netos	-0,1	-0,3		-0,3	-0,5	
BAI	0,7	-0,1	-116,4	4,5	4,2	-7,7
Impuestos	-0,1	0,0		-0,7	-0,6	
Beneficio neto atribuible	0,6	-0,1	-116,6	3,9	3,6	-7,7
Cash flow neto	3,3	2,9	-11,3	9,2	9,9	8,4
Variación deuda fin. neta				10,5	-1,9	
Deuda financiera neta	63,1	53,2	-15,7	63,1	53,2	-15,7
DFN/EBITDA año móvil (x)	2,7	2,0		2,7	2,0	

Fuente: Bankinter Análisis y Mercados

Cuadro 2. Resumen de resultados y valoración

(M€)	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Cuenta de resultados							
Ventas	230,1	268,1	326,0	336,0	338,0	340,4	342,9
Beneficio bruto	140,3	163,5	202,1	211,7	219,7	221,3	222,9
EBITDA	26,5	33,0	44,4	51,5	60,1	60,5	60,9
Amortización del inmovilizado	-17,3	-18,8	-20,8	-21,2	-21,4	-21,6	-21,4
EBIT	9,2	14,2	23,6	30,3	38,7	38,9	39,4
Resultado financiero	-2,8	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7	-0,6	-0,4
Beneficio antes de impuestos	6,4	13,3	22,7	29,5	38,0	38,4	39,0
Impuesto de sociedades	-0,8	-1,3	-2,3	-4,4	-5,7	-5,8	-5,9
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	12,0	20,5	25,1	32,3	32,6	33,2
BPA (€)	0,07	0,15	0,26	0,32	0,42	0,42	0,43
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	30,7	41,1	46,2	53,7	54,1	54,5
Variaciones de NOF	-2,9	-19,6	-9,3	-0,9	1,4	0,5	0,5
Inversión	-30,7	-10,7	-8,5	-9,0	-9,0	-9,0	-9,0
Cash flow libre	-8,2	0,4	23,3	36,4	46,1	45,6	46,0
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	-0,3	-23,3	-36,4	-46,1	-45,6	-46,0
Balance							
Activo fijo neto	198,1	190,0	177,8	165,5	153,1	140,5	128,1
Inmovilizado financiero	1,3	1,4	1,5	1,6	1,7	1,7	1,8
Necesidades operativas de fondos (NOF)	29,2	48,9	58,2	59,0	57,6	57,1	56,5
Otros activos/(pasivos) neto	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0	11,0
Capital empleado	239,6	251,2	248,4	237,1	223,4	210,3	197,5
Recursos propios	184,5	196,5	216,9	242,1	274,4	307,0	340,2
Minoritarios	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Deuda financiera neta	55,1	54,8	31,5	-4,8	-50,9	-96,6	-142,6
Valoración (DCF)							
(M€)			2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
NOPLAT				25,8	32,9	33,1	33,5
Amortización				21,2	21,4	21,6	21,4
NOF				-0,9	1,4	0,5	0,5
Inversión				-9,0	-9,0	-9,0	-9,0
Cash flow libre				37,1	46,8	46,2	46,5
Valor terminal							480,3
Flujo a descontar				37,1	46,8	46,2	526,8
Factor descuento				0,93	0,87	0,82	0,76
VAN del flujo				34,7	40,8	37,6	401,1
Valor empresa			514,2				
Inversiones financieras			5,1				
Deuda neta			-31,5				
Provisiones			-0,3				
Minoritarios y otros							
Valor equity (Dic-2022e)			487,5				
Precio objetivo (€ por acción)			6,30				
Matriz de sensibilidad a productos en comercialización (€ por acción)							
			Crecimiento perpetuo "q"				
			-0,9%	-0,4%	0,1%	0,6%	1,1%
	8,1%		5,03	5,26	5,51	5,80	6,12
	7,6%		5,33	5,59	5,88	6,21	6,59
WACC	7,1%		5,66	5,96	6,30	6,68	7,14
	6,6%		6,04	6,38	6,78	7,24	7,78
	6,1%		6,47	6,87	7,34	7,89	8,56

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 de terminal. La posibilidad de que un acuerdo para fabricar la vacuna COVID-19 para Johnson & Johnson genere pedidos está incluida en nuestra valoración y es de 2,30 €/acción. Nuestro Precio Objetivo es para diciembre de 2021.

Hipótesis principales

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

Escenarios de precio objetivo

Base €6,30

- Potencial vacuna COVID 250m dosis anuales, 40% en 2021, 90% en 2022 y 100% en adelante.
- Aumento del margen EBITDA a 18% en 2024e (12% en 2020).
- Valoramos la vacuna COVID en 2,30 €/acción.

Positivo €7,55

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

Negativo €4,00

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

Vectores principales

- Crecimiento de ventas impulsado por nuevos lanzamientos 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.
- Finalización del programa de inversiones 2017-2021 por 60M€.

Riesgos

- Eliminación de medicamentos para el dolor articular de las prestaciones de la Seguridad Social en España.
- Reducción de las visitas médicas y emisión de recetas médicas durante el confinamiento.

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