LIGHTHOUSE
INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

Laboratorio Reig Jofre

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Pharmaceuticals

Precio de Cierre: EUR 2,78 (24 may 2024)
Fecha del informe: 27 may 2024 (13:00h)

Inicio de cobertura
Análisis Independiente de Compañías

Laboratorio Reig Jofre (RJF) es una compañía farmacéutica con sede en Barcelona (España) especializada en la investigación, fabricación y comercialización de productos farmacéuticos (inyectables y antibióticos genéricos) y complementos alimenticios en sus centros de desarrollo y logística (Barcelona, Toledo y Malmö). Con presencia internacional (>50% s/Ingresos). Gestionada y controlada por la familia Reig (63% del capital).

Luis Esteban Arribas, CESGA – luis.esteban@institutodeanalistas.com
+34 915 904 226

Ni esperar ni procrastinar

UN MODELO DE NEGOCIO DIVERSIFICADO Y CON ALTAS BARRERAS DE ENTRADA… con 3 divisiones: (i) Pharmaceutical Technologies (antibióticos genéricos derivados de la penicilina, inyectables, y liofilizados); (ii) Specialty Pharmacare (medicamentos con o sin receta); y (iii) Consumer Healthcare (complementos alimenticios, productos OTC). Lo que reduce el riesgo de negocio (en una industria defensiva/anticíclica). Las ventas fuera de España ascendieron a 55%s/Ingresos 2023.

… Y CRECIMIENTO SOSTENIDO (+8,9% TACC 2023-2026E), aunque con cierta desaceleración vs -4y (2019-2023 +12,1% TACC). El lanzamiento de nuevos productos como Ciclo-Tech (dermatología; Specialty Pharma) y la apuesta a l/p por inyectables y liofilizados (Pharma Tech: a lo que se suma la venta de hasta el 30% de su capacidad a la Comisión Europea) serán los motores del crecimiento en ingresos hasta 2026e. Lo que llevaría a cerrar 2026e con ingresos de EUR 408Mn (+29,1% vs 2023).

CON EL FOCO EN LA (ESPERADA) MEJORA DE RENTABILIDAD. Explicada por: (i) el giro del mix de ingresos priorizando productos de mayor rentabilidad, (ii) continuar la integración vertical mediante la JV con Syna (desarrollo de biosimilares), (iii) mayor servicio de externalización (CDMO) y (iv) la normalización de los salarios y de la inflación. Se debería traducir en un Mg. EBITDA 2026e de 11,4% (vs 10,5% 2023).

LA CLAVE ESTÁ EN EL DESPEGUE DE EBIT Y ROCE. La mejora operativa y el menor importe en activaciones deberían ser los catalizadores para ver un despegue en el EBIT, "doblando" hasta EUR 20,4Mn (vs EUR 10,5Mn en 2023; ROCE 2026e: 6,5%). Y, por tanto, en el BN (+22,6% TACC 2023-2026e).

SIN RIESGO FINANCIERO (FCF POSITIVO, BAJO NIVEL DE DEUDA). Pese a las necesidades de I+D. Deuda Neta de EUR 24,3Mn en 2026e (DN/EBITDA rec. 0,5x). Dejando la puerta abierta a oportunidades de inversión y crecimiento no orgánico.

CON LA COTIZACIÓN LEJOS DE MÁXIMOS (-55% VS MÁXIMOS DE 2021). EL MOMENTO ES AHORA. Vista como potencial idea de inversión, el momento de pensar en RJF es ahora: cotización en "horas bajas", fundamentales objetivamente sólidos (alta visibilidad), oportunidad justificada de mejora de márgenes los próximos dos años y bajo nivel de riesgo (operativo, comercial, financiero). Una opción singular de inversión en farma. EV/EBITDA Rec. 2024e 7,7x. No mucho más allá: PER 2026e 12,8x. En RJF no es momento de esperar ni de procrastinar.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	221,4	240,1
EV (Mn EUR y USD) (1)	281,0	304,7
Número de Acciones (Mn)	79,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,85 / 2,46 / 2,15	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación(2)	3,3	
Factset / Bloomberg	RJF-ES / RJF SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Reig Jofre Investments	62,8
Kaizaharra Corp	10,1
Onchena	6,1
Quaero Capital	3,0
Free Float	18,0

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

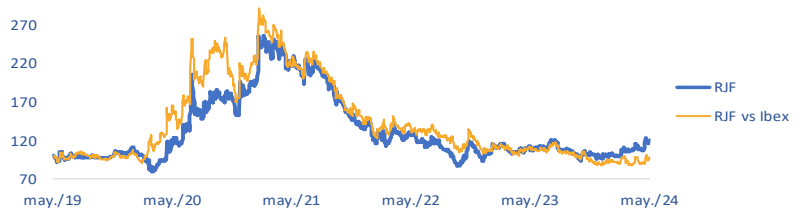
	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	78,8	79,6	79,6	79,6
Total Ingresos	316,1	348,6	378,9	408,4
EBITDA Rec.	33,3	36,6	41,8	46,4
% Var.	*21,5*	*10,0*	*14,3*	*10,8*
% EBITDA Rec./Ing.	*10,5*	*10,5*	*11,0*	*11,4*
% Var EBITDA sector(3)	*0,6*	*18,7*	*16,4*	*11,7*
Beneficio neto	9,4	11,3	14,7	17,3
BPA (EUR)	0,12	0,14	0,18	0,22
% Var.	*14,3*	*18,5*	*30,6*	*17,8*
BPA ord. (EUR)	0,12	0,14	0,18	0,22
% Var.	*14,3*	*18,5*	*30,6*	*17,8*
Free Cash Flow Rec.(4)	4,3	5,3	6,2	9,2
Pay-out (%)	*-0,4*	*-0,7*	*-0,7*	*-0,7*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	44,7	39,5	33,3	24,3
DN / EBITDA Rec.(x)	1,3	1,1	0,8	0,5
ROE (%)	*4,7*	*5,4*	*6,6*	*7,3*
ROCE (%)(4)	*3,8*	*4,6*	*5,7*	*6,5*

Ratios y Múltiplos (x)(5)

PER	23,3	19,7	15,1	12,8
PER Ordinario	23,3	19,7	15,1	12,8
P/BV	1,1	1,0	1,0	0,9
Dividend Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
EV/Ventas	0,89	0,81	0,74	0,69
EV/EBITDA Rec.	8,4	7,7	6,7	6,1
EV/EBIT	26,7	20,7	16,1	13,8
FCF Yield (%)(4)	*2,0*	*2,4*	*2,8*	*4,1*

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.
(2) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(3) Sector: Stoxx Europe 600 Health Care.
(4) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.
(5) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	11,6	20,2	7,4	25,0	-44,6	20,4
vs Ibex 35	9,5	8,3	-12,5	12,3	-54,6	-1,8
vs Ibex Small Cap Index	4,2	6,6	-5,9	13,0	-45,4	-8,4
vs Eurostoxx 50	10,6	16,3	-9,1	12,3	-55,6	-19,9
vs Índice del sector(3)	7,1	15,2	-1,1	13,2	-56,1	-19,9

(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.
Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS DESDE 1965

Conclusiones

Una farma con los "deberes hechos". La materialización (y la velocidad) de la mejora de la rentabilidad es el equity story

Laboratorio Reig Jofre (RJF) es una empresa farmacéutica cotizada (Mkt. Cap EUR 221,4Mn), con sede en Barcelona (España), dedicada la investigación, fabricación y comercialización de productos farmacéuticos y complementos alimenticios. Fundada en 1929 por Ramon Reig Jofre, actualmente, la familia Reig controla el 62,8% del capital. Mediante una fusión inversa con Natraceutical, cotiza en la Bolsa Española (Mercado Continuo) desde 2014.

Fundada en 1929, RJF es la quinta farmacéutica por cifra de negocio cotizada en España…

RJF es la quinta farmacéutica española cotizada por cifra de negocio. Tiene presencia directa en 8 países, aunque mediante acuerdos de distribución comercializa sus productos en más de 70. En 2023, las ventas fuera de España supusieron c.55% del total (vs 59% en 2015). Lo que muestra la fuerte vocación internacional de RJF (y una de las "claves" de su modelo de negocio). La cifra de negocio total (2023) se ha situado en EUR 316Mn (+16,6%; vs EUR 271Mn en 2022).

… con cuatro centros de producción y logística (Barcelona, Toledo y Mälmo - Suecia).

El modelo de negocio de RJF se centra en el desarrollo, fabricación y comercialización de antibióticos (genéricos, sin patente), inyectables y liofilizados, medicamentos (con y sin receta), complementos alimenticios y productos OTC. Desarrollados través de sus centros de producción especializados y logística (uno en Barcelona, dos en Toledo y uno Malmö - Suecia). Diferenciándose de esta forma de una farmacéutica tradicional (I+D de una patente para una posterior explotación). Es decir, RJF, y respecto a las farmas tradicionales, así como al sector Biotech, explota un modelo de negocio (i) con menor exigencia de inversión en I+D, (ii) con menor riesgo y mayor recurrencia en ingresos y (iii) penalizado en márgenes, con niveles de rentabilidad estructural más bajos.

¿Qué es RJF a día de hoy? ¿Cuáles son las claves que han situado a la compañía en una posición tan relevante dentro del sector farma español?

A) 2015-2023: "salto" de escala en la parte alta del P&L (Ingresos 2023: EUR 316Mn; 2x 2015) que (por ahora) no se ha traducido en una mejora de la rentabilidad (EBIT, BN)

Un modelo de negocio diversificado en 3 divisiones: (i) Pharma Tech, (ii) Specialty Pharma y (iii) Consumer Healthcare

RJF cuenta con un modelo de negocio diversificado. Separado en 3 divisiones: (i) Pharmaceutical Technologies (44% s/Ingresos 2023), que se dedica a la fabricación, desarrollo y comercialización de antibióticos betalactámicos (genéricos derivados de la penicilina) e inyectables, y liofilizados asépticos (analgésicos); (ii) Specialty Pharmacare (33% s/Ingresos 2023), cuyo objetivo es la fabricación de medicamentos que generalmente se comercializan a través de recomendación médica (con o sin receta, según producto y país); y (iii) Consumer Healthcare (23% s/Ingresos 2023), centrada en el desarrollo y comercialización de complementos alimenticios, productos OTC y de cuidado personal bajo la marca Forté Farma (con gran reconocimiento de marca en Francia y Bélgica).

- **2015 - 2019: Alta inversión.** El modelo de negocio de RJF requiere de una fuerte inversión en capital tanto en la mejora de capacidad como en procesos y desarrollo de nuevos productos. A partir de 2015, los ejes estratégicos de la inversión en el período se pueden resumir en: (i) tecnología industrial (mejora de capacidad a través de inversiones en las plantas productivas), (ii) la diversificación de la cartera de productos (comercialización de productos de Natraceutical y la adquisición de la unidad de salud osteoarticular a BioIbérica) e (iii) inversión en I+D con la integración vertical (creación de la JV de Syna Therapeutics con LeanBio para el desarrollo y producción de biosimilares).

  Crecimiento a dígito medio en ingresos hasta 2019 (+6,3% TACC 2015-2019)

  En términos cuantitativos, esto se tradujo en un crecimiento de un dígito medio en ingresos hasta los EUR 200Mn en 2019 (+6,3% TACC 2015-2019). Sin impactar en el Mg. Bruto por la evolución del mix de negocio. Aunque el fuerte aumento del OPEX y la integración de BioIbérica lastraron el Mg. EBITDA hasta el 8,2% en 2019 (incluyendo el efecto NIIF 16) vs 10,9% en 2015. Y la fuerte inversión en mejorar la capacidad de las plantas eleva la DN 2019 hasta EUR 64,9Mn (vs EUR 21,8Mn en 2018; DN/EBITDA Rec. 2019 3,9x vs DN/EBITDA rec. 2015 de 0,7x).

El Covid-19, actúo como viento de cola hasta 2023 (Ingresos +12,1% TACC 2019-2023)

- **Durante los siguientes años (2019-2023), la capacidad de adaptación a la situación sanitaria del Covid-19 actuó como viento de cola (Ingresos +12,1% TACC 2019-2023).** La situación sanitaria excepcional empujó a RJF a centrar sus esfuerzos en las líneas de inyectables (vacunas) y medicamentos de primera necesidad (antibióticos, de menor margen).

En 2023, acuerda la reserva de hasta un 30% de la capacidad de su planta de Barcelona con la Comisión Europea

Lo que benefició a la empresa en términos de volumen y notoriedad (firma del contrato para el desarrollo de la vacuna Jansen que finalmente no se renovó, al no ser la candidata elegida para la comercialización, y la firma en 2023 con la Comisión Europea (Health Emergency Preparedness and Response Authority; HERA) para la reserva de capacidad en la planta de Barcelona). El mayor nivel de uso de las plantas productivas compensó el impacto de la inflación de costes y la disrupción de la cadena de suministros. El EBITDA Rec. 2023 se sitúo en EUR 33Mn (Mg. EBITDA 10,5%).

En resumen, el período 2015-2023 finaliza con ingresos (2023) de EUR 316Mn (+9,1% TACC 2015-2023). Siendo la línea de Specialty Pharma, la que ha tenido un crecimiento más significativo (+18,2% TACC 2015-2023) hasta suponer un 33% de los ingresos totales en 2023 (vs 17,5% en 2015). El negocio internacional alcanzó el 55% de las ventas en 2023.

El fuerte crecimiento implicó un esfuerzo inversor muy significativo (CAPEX>EUR 120Mn)

Este fuerte crecimiento en los últimos años ha implicado un esfuerzo inversor muy significativo, acumulando un CAPEX > EUR 120Mn y M&A de c.EUR 50Mn durante el período 2015-2023. Empujando la Deuda Neta en 2019 (punto más alto) hasta EUR 64,9Mn, para reducirse hasta los EUR 44,7Mn en 2023 (DN/EBITDA Rec. 1,3x) gracias a la generación de caja y el crecimiento en EBITDA.

¿Cuál es la capacidad real de crecimiento orgánico de la compañía? ¿Y en términos de rentabilidad? ¿Cuál será el nivel de inversión y financiación necesario para seguir manteniendo la actual posición de referencia?

B) 2023-2026e: Aprovechar la estructura/capacidad ya desarrollada en busca de una mejora de la rentabilidad

Estimamos que, a partir de 2024e, RJF entre en una fase de "rentabilización" y se comiencen a materializar los resultados de la fortísima inversión llevada a cabo en el período anterior (-8y). Una estrategia con foco en el desarrollo de medicamentos de, cada vez, mayor complejidad (y valor añadido). Ante la oportunidad de rentabilizar en márgenes la expectativa de crecimiento moderado en ingresos para los próximos años. Las claves sobre las que basamos nuestras proyecciones 2024e-2026e son las siguientes:

La línea de Specialty Pharma y su apuesta por los inyectables y liofilizados serán los catalizadores del crecimiento hasta 2026e

- **La línea de Specialty Pharma será uno de los motores de crecimiento orgánico…** Pese a que, a nuestro juicio, la cartera de Osteoarticular de BioIbérica está alcanzando su tope tras el crecimiento visto -3y (+32,2% TACC). La oferta de nuevos productos como Ciclo-Tech (dermatología) y la apuesta a l/p por inyectables y liofilizados (Pharma Tech; sumado a la venta de hasta el 30% de su capacidad a la Comisión Europea con una duración de 4 años) serán los catalizadores del crecimiento hasta 2026e. Esperamos que para el período 2024e-2026e la división de Specialty Pharma aporte c.50% del crecimiento total en ingresos.

- **Presencia internacional.** La amplia presencia internacional permitirá la venta cruzada de productos. Con la posibilidad de introducir su oferta de productos en nuevos mercados.

- **Y con potencial de mejora de márgenes…** gracias al apalancamiento operativo por la mayor utilización de sus centros productivos. Lo que sumado a: (i) el giro del mix de ingresos hacía productos que ofrezcan una mayor rentabilidad, (ii) continuar la integración vertical mediante la JV con Syna (desarrollo de biosimilares), (iii) mayor externalización de la producción (CDMO) y (iv) normalización de los salarios y de la inflación, debería dar alas a una progresiva mejora de su rentabilidad hasta niveles de Mg. EBITDA recurrente de 11,4% en 2026e (vs 10,5% en 2023).

Con amplio potencial de mejorar márgenes, especialmente en la parte baja del P&L

- **…especialmente en la parte baja del P&L.** El modelo de negocio de RJF, muy intensivo en capital (por la dependencia del I+D y las continuas ampliaciones de capacidad productiva) ha elevado significativamente el peso de la amortización, presionando el EBIT. La mejora operativa y el menor importe en activaciones deberían ser los catalizadores para ver un despegue en el EBIT, "doblando" hasta EUR 20,4Mn (vs EUR 10,5Mn en 2023). Y, por tanto, en el BN (+22,6% TACC 2023-2026e) que se situará en los EUR 17,3Mn (vs EUR 9,4Mn) en 2026e.

- **Y la generación de caja dejará la puerta abierta a nuevas oportunidades de inversión.** Y aliviará su nivel de endeudamiento hasta una Deuda Neta de EUR 24,3Mn en 2026e (DN/EBITDA rec. 0,5x). El crecimiento en EBITDA seguirá generando caja. Estimamos un FCF rec. 2024e de EUR 5,3Mn que se elevará hasta EUR 9,2Mn en 2026e.

Si ponemos el foco en 2024e, nuestros números contemplan unos ingresos de EUR 348,6Mn (+10,3% vs 2023; y niveles de EBITDA Rec. de EUR 36,6Mn (Mg. EBITDA Rec. del 10,5%, en línea con 2023). Con una Deuda Neta que continuará disminuyendo hasta los EUR 39,5Mn (-11,7%; DN/EBITDA 2024e 1,1x).

Ingresos 2026e: EUR 408Mn y un EBITDA de EUR 46,4Mn

¿Y en 2026e? Estimamos una compañía con unos ingresos de EUR 408,4Mn. Un escenario de crecimiento moderado en ingresos (+8,9% TACC 2023-2026e). En el que RJF debería poner el foco en la rentabilidad, aspirando a un nivel de EBITDA 2026e de EUR 46,4Mn (Mg. EBITDA 2026e 11,4%) que, con unos gastos capitalizados de c.EUR 2Mn, aspiraría a generar un Mg. EBIT del 5% (vs 3,3% en 2023). La elevada mejora en la generación de caja de RJF implicaría FCF Yield 2026e de 4,1% y DN/EBITDA 0,5x.

Tabla 1. Principales magnitudes (2022-2026e)

EUR Mn	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pharma Tech	125,0	138,7	148,1	158,2	168,9
Speciality pharma	80,0	105,1	123,5	138,7	152,3
Consumer	66,2	72,3	77,0	82,0	87,1
Total Sales	**271,2**	**316,1**	**348,6**	**378,9**	**408,4**
Gross Margin	-113,1	-133,7	-147,6	-158,4	-170,4
Gross Margin	**158,1**	**182,4**	**201,0**	**220,5**	**238,0**
% over total sales	*58,3%*	*57,7%*	*57,7%*	*58,2%*	*58,3%*
OPEX	-130,7	-149,1	-164,4	-178,7	-191,6
EBITDA rec.	**27,4**	**33,3**	**36,6**	**41,8**	**46,4**
EBITDA Margin (%)	10,1%	10,5%	10,5%	11,0%	11,4%

C) En conclusión: Una idea singular en el sector farma español. Y una opción de aspirar a muy bajos múltiplos 2026e en condiciones ("a más a más") de muy bajo riesgo.

RJF tiene capacidad de seguir "exprimiendo" las mejoras de procesos

En un sector con unas expectativas de crecimiento moderadas, pensamos que RJF tiene la posibilidad (y capacidad) de aumentar su cuota de mercado (especialmente en antibióticos) por la inversión ya realizada, lo que garantiza seguir "exprimiendo" las mejoras de procesos. La verdadera oportunidad está en aprovechar el crecimiento, haciéndolo más rentable, lo que le permitiría alcanzar un Beneficio Neto 2026e de EUR 17,3Mn (PER 2026e 12.8x). Por tanto, el equity story de RJF pivota sobre la capacidad de acelerar su crecimiento en la parte baja del P&L ante unas expectativas de crecimiento moderadas en ingresos y un período de menor inversión.

Un análisis del modelo de negocio de RJF aporta varias ideas:

- **La fuerte inversión necesaria en I+D y el Know-how** (vía especialización en antibióticos e inyectables) concede a RFJ una posición de liderazgo que le permitirá aspirar a contratos de mayor envergadura.

Un negocio con altas barreras de inversión en una industria defensiva/anticíclica

- **Un negocio con altas barreras de entrada y una fuerte especialización…** La cartera de productos, la demanda inelástica de sus productos y la capacidad de adaptar la oferta a los cambios en las tendencias de los consumidores ofrecen protección frente a las fluctuaciones del mercado y permiten aprovechar las oportunidades de crecimiento en diferentes áreas. Lo que reduce el riesgo de negocio (en una industria ya de por sí defensiva/anticíclica). Un ejemplo muy claro es la comparación entre los productos de recomendación médica (consumo básico/necesario) y los productos de cuidado personal (con un perfil de consumo discrecional). Y una fuerte presencia internacional que le permite acceder a un mayor número de clientes (reduciendo una vez más el riesgo de negocio). Pero desde el segmento menos cíclico (y por tanto de menor riesgo) del sector farma.

El foco debe estar en mejorar la creación de valor (ROCE)

- **… con la mira puesta en mejorar la creación de valor (ROCE 2026e: 6,5%).** El principal inconveniente del modelo de negocio es la rentabilidad sobre el capital empleado (ROCE), muy presionada por la dificultad de traspasar el crecimiento (Ingresos y EBITDA) al EBIT. Consecuencia de las necesidades de inversión y la enorme distancia de sus comparables en términos de Mg. EBIT (Mg. EBIT medio peers 27% vs RJF 3,9% en 2024e). Y que, "matemáticamente" o teóricamente, abre la opción de iniciar el estrechamiento del diferencial de rentabilidad vs sector.

¿Está recogiendo hoy el precio de la acción lo que cabe esperar de RJF y su modelo de negocio (diversificado en varias líneas de negocio) en los próximos años? Tras las (elevadas) valoraciones que supuso el Covid-19 y la carrera por el desarrollo de las vacunas, la acción de RJF se encuentra muy lejos de su máximo (-55%).

Planteamos un ejercicio estrictamente teórico, y para estimar una potencial reserva de valor. Para entender el potencial (real) de RJF, es necesario asignar a la línea de negocio de mayor valor (Specitalty farma) unos múltiplos más elevados.

Partimos nuestras estimaciones de 2024e donde: (i) Pharma Technologies alcanzaría unos ingresos de EUR 148,1Mn (vs EUR 138,7Mn en 2023), (ii) Specitalty Farma de EUR 123,5Mn (vs EUR 105,1Mn) y (iii) Consumer Healthcare de EUR 77,0Mn (vs EUR 72,3Mn). Y tomamos como referencia el múltiplo EV/Ventas 2024e de los principales comparables por línea de negocio (ajustándolo en función del diferencial en margen EBITDA de los comparables vs RJF con mismo margen para cada línea de negocio):

- **Pharma Technologies**: Viatris (EV/Ventas 2024e 2,0x), Teva (EV/Ventas 2,3x) y Sandoz (EV/Ventas de 1,8x). Con un múltiplo medio de EV/Ventas de 2,0x y margen EBITDA medio de 27,3% (vs 10,5% de RJF).

- **Specialty Pharma:** Incyte Corporation (EV/Ventas 2024e 2,2x), Novartis (EV/Ventas 2024e 4,5x) con un margen EBITDA medio de 32% (vs 10,5% de RJF).

- **Consumer Healthcare:** Herbalife (EV/Ventas 2024e 0,6x), Hain Celestial (EV/Ventas 0,8x) y Nu Skin (EV/Ventas de 0,6x). Con un múltiplo medio EV/Ventas de 0,7x y un margen EBITDA medio de 9,9%.

Tabla 2. Valoración por partes de RJF

Ingresos por línea de negocio (EUR Mn)	2024e	EV/Ventas medio de los comparables	Mg. EBITDA medio de los comparables	Múltiplo ajustado al Mg. EBITDA de RJF	EV
Pharma Technologies	148,1	2,0x	27,3%	0,8x	114,3
Specialty Pharma	123,5	3,4x	32,0%	1,1x	136,9
Consumer healthcare	77,0	0,7x	9,9%	0,7x	55,4
				Enterprise Value	306,6

Lo que nos llevaría a un Equity Value total de RJF (ajustado por DN, minoritarios, otros pasivos a l/p…) de EUR 247Mn. Por encima del Martket Cap actual (EUR 221Mn).

En definitiva, un ejercicio muy teórico, pero que muestra que, de cumplirse nuestras estimaciones (con bajo riesgo de revisión) de lograr los ingresos estimados en 2024e (especialmente en Specialty Pharma, con un crecimiento esperado de +17,5% vs 2023), a los precios actuales, el potencial de revalorización vs valor fundamental sería de c.+15%. YTD el comportamiento de la acción ha sido de +25% en valor absoluto y un +12,3% vs IBEX 35), pero "pobre" -12m (en línea con sector y -12,5% vs Ibex35).

Sin olvidar que se ha planteado un ejercicio de valoración que no incorpora el esperado salto en rentabilidad y EBITDA en el período 2024e-2026e.

Momento idóneo para una compañía con la cotización en horas bajas…

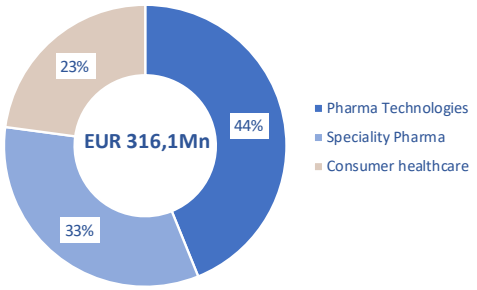
…con una amplia reserva de valor y una capacidad "real" de seguir mejorando márgenes

El momento parece ser idóneo para una compañía con la cotización en "horas bajas". Pero, en un momento en el que los fundamentales muestran una sólida idea de crecimiento, en una industria con demanda inelástica (c.40% de sus ingresos). A lo que se une que RJF está "cargada de razones" para seguir mejorando sus niveles de rentabilidad. RJF estaría cotizando a un EV/EBITDA Rec. 2024e de 7,6x. En línea con los comparables de Pharma Technologies y Consumer Healthcare. Aunque por debajo de Incyte Corporation (Specitalty farma; EV/EBITDA 9,0x). Es decir, el mercado parece haber pasado por alto en la cotización que el 35% de las ventas esperadas para 2024e (peso que esperamos que se incremente hasta el 37% en 2026e) corresponderían a la línea de negocio de mayor valor añadido (Specialty Pharma). Lo que, por lógica, implica un mayor múltiplo y explica la significativa reserva de valor encontrada.

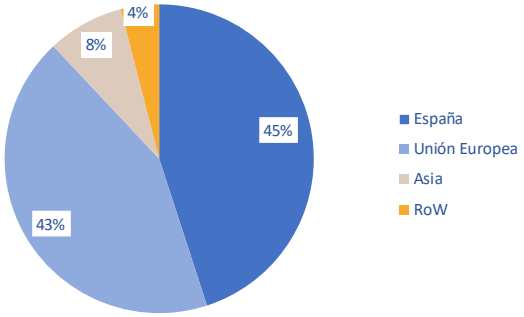
2024e parece clave para comprobar si la mejora en márgenes vista "sobre el papel" es tangible. Lo que en sí mismo se convertiría en un catalizador muy potente para acercar la cotización a su valor fundamental.

La compañía en 8 gráficos

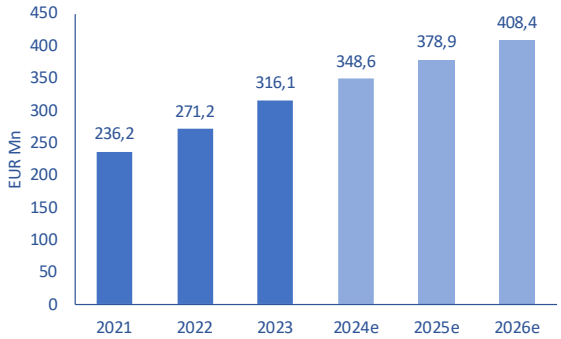
La capacidad de RJF para producir una amplia gama de productos le permite generar ingresos de sus 3 líneas de negocio



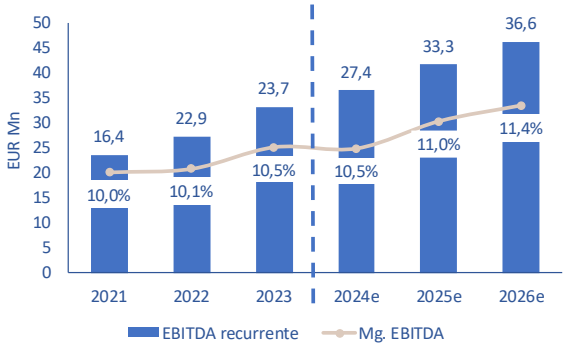
Con exposición a Asia (8% en 2023) los ingresos se encuentran diversificados (también) geográficamente (c. 55% 2023)



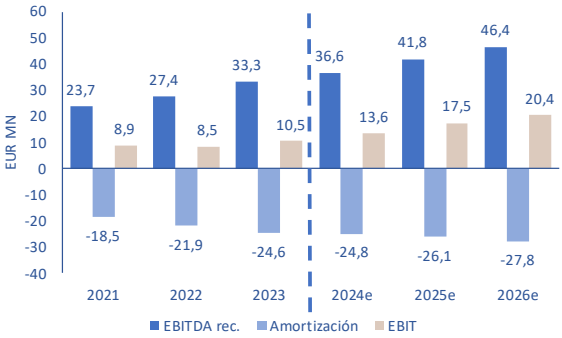
Esperamos que continúe el crecimiento en ingresos a dígito alto hasta 2026e (+8,9% TACC 2023-2026e)…



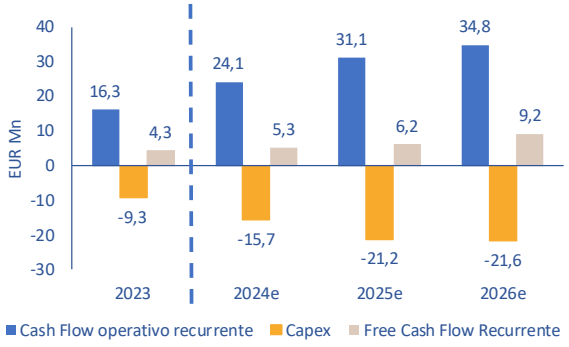
… y el apalancamiento operativo permitirá mejorar los niveles de rentabilidad (Mg. EBITDA 26e: 11,4%; pese a la presión en Mg. Bruto)



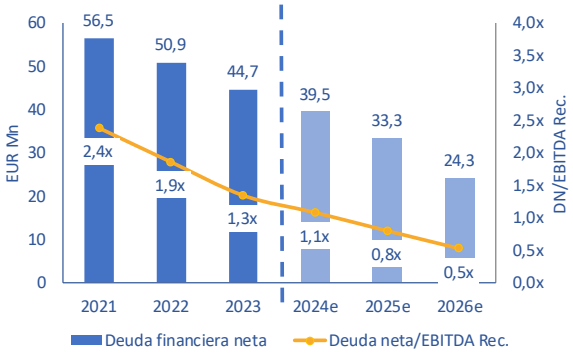
El crecimiento en EBITDA (+11,7% TACC 23-26e) mitigará la amortización y permitirá doblar el EBIT en 26e hasta EUR 20,1Mn



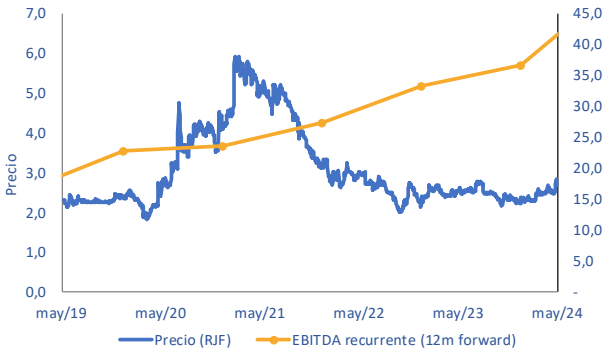
Un negocio muy intensivo en Capex (5% s/Ingresos), que seguirá marcando la generación de caja (FCF 26e: EUR 9,2Mn)



…Todo ello, manteniendo un nivel de endeudamiento bajo control (DN 26e: EUR 24,3Mn; DN/EBITDA 26e: 0,5x)



Ante la oportunidad de capitalizar la inversión realizada (-8y), con la acción lejos de máximos de 2021



Descripción del negocio

Una farmacéutica resiliente y con capacidad (demostrada) de crecer en un mercado con altas barreras de entrada

Laboratorio Reig Jofre (RJF) es una empresa farmacéutica cotizada (Mkt. Cap EUR 221,4Mn), con sede en Barcelona (España), dedicada la investigación, fabricación y comercialización de productos farmacéuticos y complementos alimenticios. Fundada por Ramon Reig Jofre en 1929, Ignacio Biosca Reig (actual CEO de RJF) pertenece a la tercera generación al frente de la compañía. Con una trayectoria de 95 años, RJF se ha consolidado como un referente europeo en la fabricación de inyectables y liofilizados y desarrollo fabricación, registro y comercialización de antibióticos (genéricos). La familia Reig controla el 63% del capital.

Mediante la fusión inversa con Natraceutical en 2014, comienza a cotizar en la Bolsa Española (Mercado Continuo). Es la quinta farmacéutica por cifra de negocios del mercado español (por detrás de Grifols, Almirall, Rovi y Faes Farma).

A cierre de 2023, el 87% de los ingresos 2023 proceden de productos fabricados con marca propia (23% corresponde a complementos alimenticios, entre los que destaca Forté Farma; Gráfico 1) y el 13% a CDMO (desarrollo de servicios/productos con terceros). Las principales ventajas/fortalezas de RJF son: (i) oferta de productos diversificada (y reconocimiento de marca), (ii) especialización (know-how) en producción y desarrollo de medicamentos e inyectables complejos, (iii) altas barreras de entrada, consecuencia de la inversión realizada (>EUR 150Mn desde 2015) tanto en I+D (incremental de bajo riesgo) como en mejora de eficiencia y capacidad (y tecnología) productiva de sus centros productivos y logísticos y (iv) alta presencia internacional (>50% de los ingresos).

Gráfico 1. Ingresos por tipo de producto

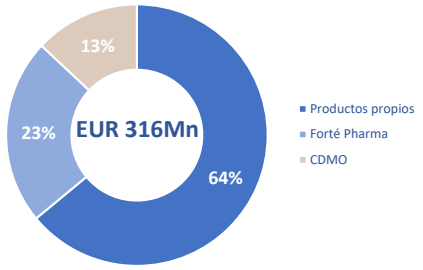
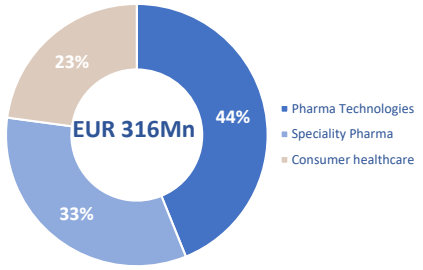


Gráfico 2. Ingresos por línea de negocio



Un modelo de negocio diversificado con altas barreras de entrada…

Frente al modelo de negocio de una farmacéutica tradicional (investigación y desarrollo de una patente para una posterior explotación), el modelo de negocio de RJF está focalizado en el desarrollo y fabricación de antibióticos (genéricos, sin patente) e inyectables a través de sus centros de desarrollo especializados y logística (uno en Barcelona, dos en Toledo y uno Malmö - Suecia). Además, el M&A ha jugado un papel estratégico a la hora de expandir sus otras dos líneas de negocio (Consumer Healthcare y Specialty Pharma).

Las principales divisiones del negocio de RJF se pueden dividir en:

- **Pharmaceutical Technologies (44% s/Ingresos 2023).** La línea de negocio está compuesta, por un lado, por antibióticos betalactámicos (penicilánicos y cefalosporinas; genéricos derivados de la penicilina; 43% s/total de Pharma Tech y 19% s/Ingresos consolidados 2023; Gráfico 3). Aprovechando su experiencia y know-how en la fabricación de medicamentos complejos. Los hospitales son los principales clientes de esta línea. Se trata de productos en una industria regulada (precios fijados por el Estado en España), lo que limita la capacidad de mejorar sus niveles de rentabilidad, pero aportan elevada recurrencia.

  Y por otro, RJF fabrica inyectables liofilizados asépticos (como analgésicos; 48% s/total de Pharma Tech y 21% s/Ingresos consolidados 2023) que requieren de elevada inversión en las plantas de producción para cumplir con la legislación europea en términos de fabricación y calidad. En 2023, RJF cierra un acuerdo con la Comisión Europea (Health Emergency Preparadness and Response Authority) para la reserva de hasta el 30% de la capacidad productiva de su planta de Barcelona para casos de emergencia sanitaria (reserva de producción de vacunas ante pandemias). Para la formulación y fabricación de las dosis de vacuna. El 58% de las ventas se realizan fuera de España y cerca del 80% de la producción es de productos propios.

- **Specialty Pharmacare (33% s/Ingresos 2023).** RJF lleva a cabo la fabricación de productos con recomendación médica (con o sin receta según producto y país). Los principales clientes son las farmacias y parafarmacias. La tipología de los productos de especialidad ha ido variando su peso dentro del mix entre 2014 y 2023. Las áreas de dermatología, pulmonar y ginecología suponían el grueso de los ingresos (c.90%) hasta 2018.

Gráfico 3. Ingresos Pharmaceutical technologies (2015-2023)

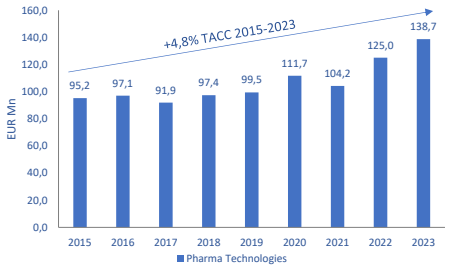


Gráfico 4. Evolución del Mix de Ingresos Pharma Technologies (2020-2023)

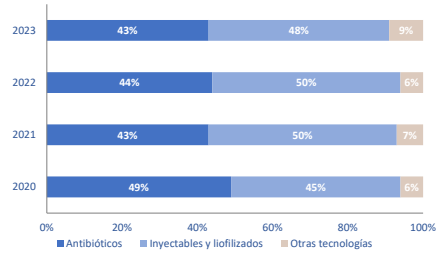


Gráfico 5. Ingresos Specialty Pharma (2015-2023)

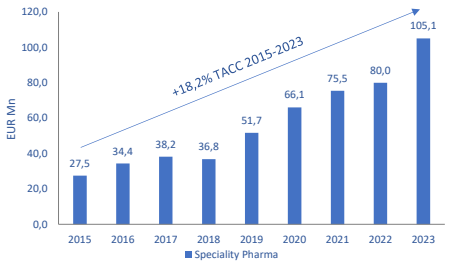


Gráfico 6. Ingresos Consumer Healthcare (2015-2023)

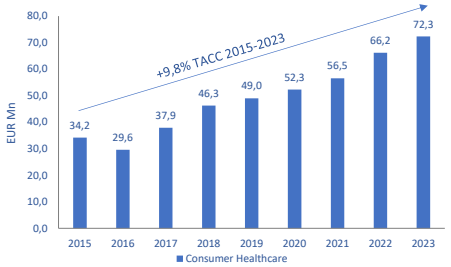


Gráfico 7. Mix Geográfico ingresos 2023

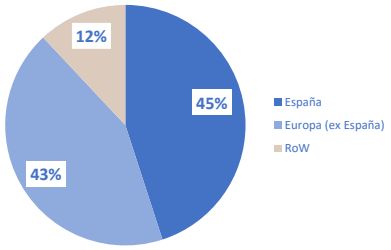
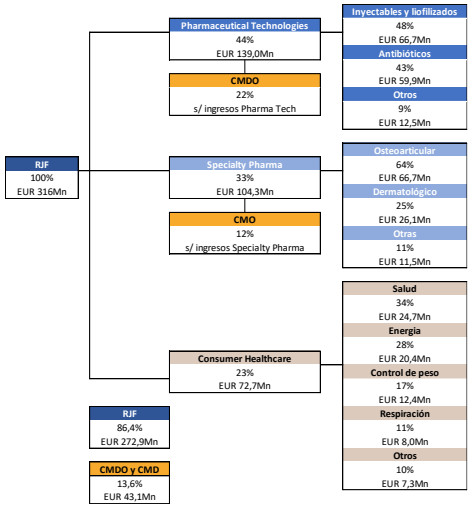


Gráfico 8. Mix de Ingresos RJF 2023



En 2023, las áreas de osteoarticular (64% s/total de Specialty Pharma y 21% s/Ingresos consolidados 2023) y dermatología (25% s/total de Specialty Pharma; 8% s/Ingresos consolidados 2023) son los principales productos de esta división.

La innovación (I+D) de producto (la innovación incremental para la mejora y desarrollo de nuevas fórmulas y ensayos clínicos para mejorar la eficacia) y la anticipación a las nuevas tendencias son los principales drivers de esta línea de negocio. El 62% de las ventas se realizan en España y el 11% de la fabricación es de productos de terceros.

- **Consumer Healthcare (23% s/Ingresos 2023).** Esta línea se centra en el desarrollo y comercialización de complementos alimenticios, productos OTC y productos de cuidado personal bajo la marca Forté Farma, reconocida principalmente en Francia y Bélgica. Se trata de productos que no necesitan receta y se distribuyen a través de farmacias y centros especializados. El peso sobre el mix de ingresos consolidado se ha mantenido entre c.23-25% de los ingresos desde 2015. El 75% de las ventas se realizan fuera de España. El canal online es uno de los principales catalizadores de crecimiento y representa c.12% de los ingresos 2023 (vs 0% en 2017).

  Al igual que en la división de Specialty Farma, RJF ha probado ser capaz de "virar" su oferta en función de los cambios de tendencia en la demanda. En 2015, el segmento de control de peso suponía el 54% del mix (17% en 2023) frente a salud y energía (<20% en 2015) que hoy representan >50% sobre los ingresos de la división.

RJF cuenta con una base de productos bien diversificada (el primer producto supone 5%-10% de las ventas) que se renuevan cada año con nuevos lanzamientos. Una diversificación que implica menos riesgo y más oportunidades de crecimiento.

… y amplia presencia internacional (uno de los pilares de su estrategia)

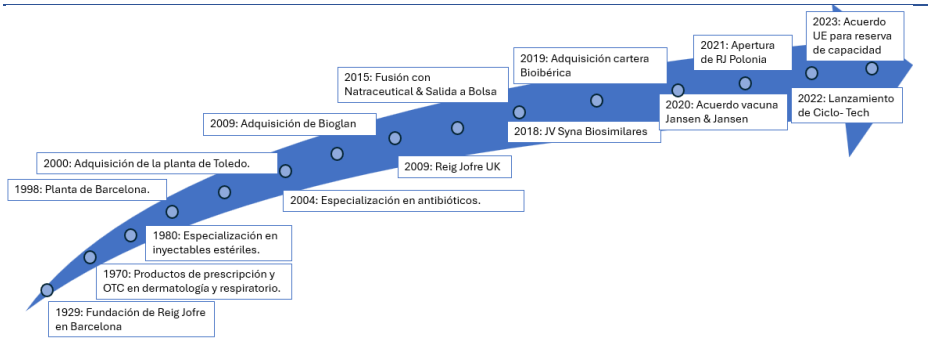
RJF tiene presencia directa en 8 países y mediante acuerdos de distribución comercializa sus productos en más de 70 países. Las ventas de fuera de España (2023) han supuesto c.55% del total (vs 59% en 2015; Gráfico 6) con especial foco en los países asiáticos (Asia: 8% s/ingresos 2023; en 2013 comenzaron a comercializar un analgésico inyectable en Japón que ya ha vendido >15Mn de unidades acumuladas).

La vocación internacional ha sido una de las claves del modelo de negocio. El 75% de las ventas de la línea de Consumer Healthcare y >50% de Pharma Technologies se realizan fuera de España. Además, tras la adquisición de la línea de osteoarticular de BioIbérica, la venta en nuevos mercados ha sido el principal motor de crecimiento de este segmento. A nuestro juicio, la elevada presencia internacional es una de sus principales ventajas competitivas al facilitar el acceso a un mayor número de clientes, reduciendo la dependencia de su principal mercado (España) y permitiendo la venta cruzada de nuevos medicamentos/tratamientos en mercados ya asentados en los que previamente se ha creado una red comercial.

2015-2019: Período de fuerte inversión en capacidad y eficiencia de procesos

Históricamente, RJF ha puesto el foco en la especialización en desarrollo y fabricación de antibióticos e inyectables y productos de especialidad farmacéutica. Un negocio que requiere de fuerte inversión en capital tanto en la mejora de capacidad como en procesos y desarrollo de nuevos productos. A partir de 2015, los ejes estratégicos de la inversión en el período se pueden resumir en (i) tecnología industrial (mejora de capacidad), (ii) producto (aumentando la cartera de productos) e (iii) I+D.

Tabla 1. Storyline RJF (1929-2023)



- La planta de Barcelona está especializada en inyectables liofilizados, con capacidad para la fabricación de 20Mn de dosis en 2016 (50Mn en 2019 y estimamos que en 2023 las inversiones realizadas en la planta supongan un aumento de la capacidad hasta 80Millones de dosis). En la actualidad, es la planta con mayor capacidad de Europa. También fabrica complementos nutricionales.
- La planta de Toledo, especializada en la producción de antibióticos betalactámicos tenía capacidad de fabricación de 30Mn de unidades en 2016 (estimamos una capacidad de c.60Mn en 2023).
- La planta de Malmö (Suecia), está especializada en el desarrollo y fabricación de productos farmacéuticos y cosméticos tópicos, con capacidad de producción de 5Mn de unidades en 2016. Esperamos que haya cuadriplicado su capacidad en 2023 tras la adquisición de BioIbérica al ser la línea de negocio que ha mostrado un mayor crecimiento (+18,2% TACC 2015-2023).

Gráfico 9. Estructura societaria

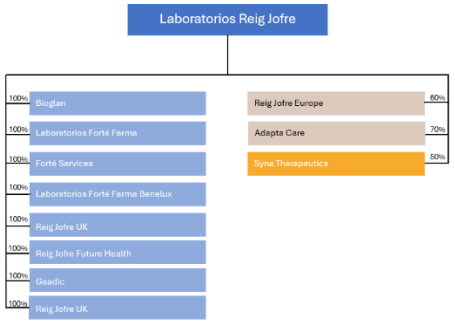


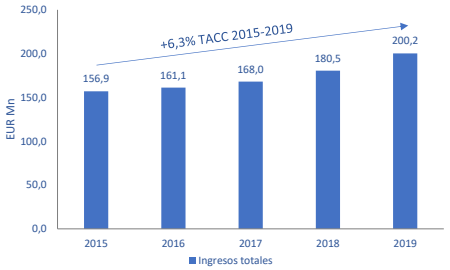
Tabla 2. Centros de producción

	Centros de producción		
	Barcelona	Toledo	Malmö
Superficie (m2)	19.799	15.297	5.900
Especialización	Fabricación de formas inyectables liofilizadas estériles, complementos nutricionales, sólidos orales, semisólidas, y líquidas.	Desarrollo y fabricación de antibióticos belactámicos en dos unidades de producción (Penicilinas y Cefalosporinas).	Fabricación de productos dermatológicos, cosméticos, semisólido y material de ensayo clínico.
Capacidad (2016)	20Mn	30Mn	5Mn
Capacidad (2023)*	80Mn	60Mn	20Mn

*Capacidad 2016 extraída de la presentación corporativa. Capacidad 2023 estimada por LH.

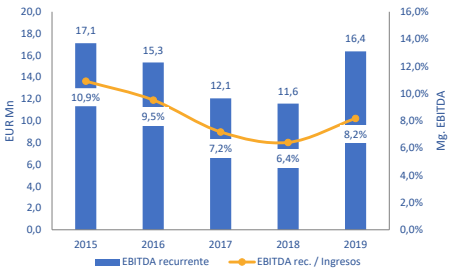
En la inversión que busca ampliar la cartera de productos, destacamos: (i) la cartera de complementos alimenticios de Natraceutical (Ingresos proforma: c.EUR 25Mn en 2015) y (ii) la adquisición de la unidad de salud articular a BioIbérica (Ingresos proforma: EUR 32Mn en 2019).

Gráfico 10. Ingresos Totales 2015-2019



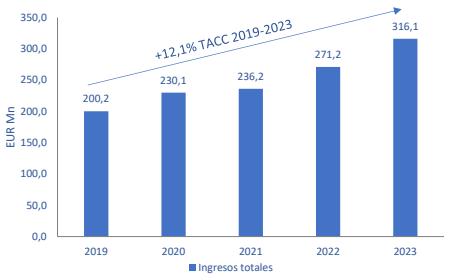
La industria farmacéutica está en constante evolución fruto de los continuos avances en la investigación de enfermedades. Lo que conlleva unas fuertes necesidades de inversión en I+D para el desarrollo de nuevos medicamentos que se mantengan a la vanguardia tecnológica. Destacamos la creación de la JV de Syna Therapeutics con LeanBio para el desarrollo y producción de biosimilares (principios activos orgánicos basados en moléculas como las proteínas en contraposición con la penicilina, principio activo químico).

Gráfico 11. EBITDA Rec. vs Mg. EBITDA rec. 2015-2019



Pero ¿y en términos cuantitativos? A nivel consolidado, la fuerte inversión realizada ha permitido a RJF crecer a dígito medio en ingresos (+6,3% TACC 2015-2019) hasta los EUR 200Mn (Gráfico 8) de facturación. Sin penalizar el margen bruto (63%) por la evolución del mix, dónde gana peso Specialty Pharma (26% en 2019 vs 17,5% en 2015) por el éxito de sus productos de dermatología y respiratorios frente a la línea de Pharma Technologies (antibióticos e inyectables). No obstante, el aumento del OPEX (excl. Aprovisionamientos) necesario para la actividad y la integración parcial de BioIbérica deja el Mg. EBITDA rec. 2019 (excl. efecto NIIF 16) en 6,9% (vs 10,9% en 2015; Mg. EBITDA rec. 2019 8,2% incluyendo el efecto NIIF 16). Una pérdida de eficiencia en los procesos explicada por el proceso de desarrollo e inversión del período con expectativa de apalancar la estructura al crecimiento esperado para los siguientes ejercicios. La adquisición de BioIbérica (EV Total: EUR 48Mn) y la fuerte inversión en mejorar la capacidad de las plantas elevan la DN 2019 hasta EUR 64,9Mn (vs EUR 21,8Mn en 2018; DN/EBITDA Rec. 2019 3,9x vs DN/EBITDA rec. 2015 de 0,7x).

Gráfico 12. Ingresos Totales 2019-2023



2019-2023: El Covid-19, como viento de cola, impulsó la actividad de RJF

La aparición del Covid-19 trastocó los planes iniciales de crecimiento y llevo a RJF a centrar sus esfuerzos en las líneas de inyectables (vacunas) y medicamentos (antibióticos de menor margen) de primera necesidad para abastecer a los hospitales españoles ante la situación de emergencia. Lo que benefició a la empresa en términos de volumen. 2020 estuvo marcado por la integración total de BioIbérica y el crecimiento a doblé dígito de inyectables (+43,6% vs 2019; por primera vez -5y).

El mayor nivel de ocupación de la planta de Barcelona marcó el comienzo de la recuperación de niveles de rentabilidad operativos. Identificamos dos efectos tras el Covid-19. El contrato para el desarrollo de la vacuna Jansen firmado (no se llegó a renovar el contrato al copar el mercado las vacunas ARN frente a las de Vector Vírico de Jansen) y la obtención de reconocimiento y notoriedad a nivel europeo, que abrió la puerta para el contrato firmado en 2023 con la Comisión Europea (HERA) para la reserva de capacidad en la planta de Barcelona.

Gráfico 13. EBITDA rec. vs OPEX 2019-2023

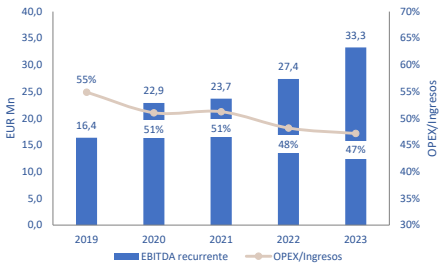


Gráfico 14. Ingresos totales 2015-2023

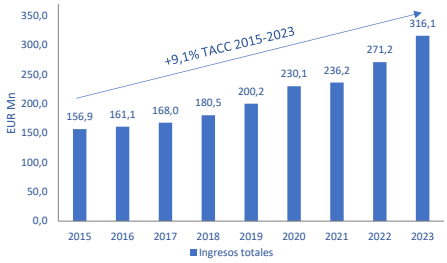
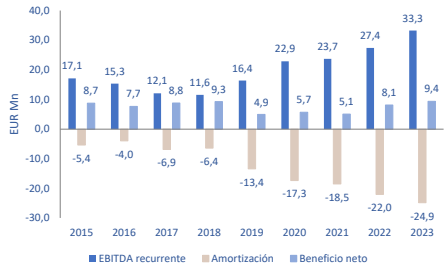


Gráfico 15. EBITDA Rec. vs Amortización vs BN



Nota: Amortización incluye gasto por NIIF 16.

Gráfico 16. Deuda Neta (2015-2023)

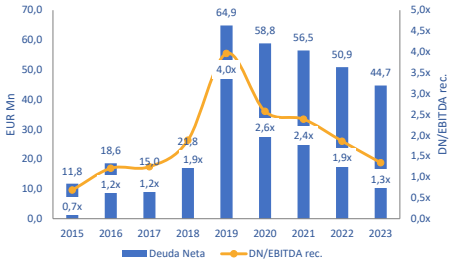
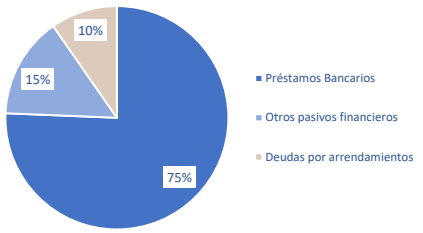


Gráfico 17. Composición de Deuda Bruta 2023



No obstante, el período posterior a la pandemia destaca por las disrupciones en las cadenas de suministro y la inflación de los costes (especialmente en los APIs, principios activos de los antibióticos). En nuestra opinión, la inflación ha tenido un impacto muy significativo en los niveles de rentabilidad de RJF, especialmente en la línea de Pharma Technologies (43% s/Ingresos 2023) al ser una industria regulada que no permite repercutir la subida de precios. Estimamos una reducción de c.-10p.p. en el Mg. Bruto de esta línea en el período 2019-2023. Mientras que el crecimiento de la línea de osteoarticular (adquirida en 2019) se acelera por la internacionalización del producto (+32% TACC 2020-2023).

Todo ello, sumado al mayor nivel de uso de las plantas productivas, mejoró los niveles de eficiencia, compensando la caída, a nivel consolidado, del margen bruto. Traduciéndose en un crecimiento significativo en EBITDA Rec. 2023 (EUR 33Mn; Mg. EBITDA 2023 del 10,5%).

Un salto de escala (Ingresos 2023: EUR 316Mn; 2x 2015) que aún no se ha materializado en la parte baja de la P&L

Si analizamos RJF en el período 2015-2023 obtenemos las siguientes conclusiones:

- Un auténtico salto de escala en términos de crecimiento en ingresos (beneficiado por el Covid-19 y las operaciones corporativas), con unos ingresos 2023 de EUR 316Mn (+9,1% TACC 2015-2023; Gráfico 11). RJF ha sabido capitalizar y aprovechar las sinergias de la cartera de osteoarticular adquirida en 2019 (Ingresos Osteoarticular 2023: EUR 67Mn vs EUR 32Mn proforma 2019). Siendo la línea de Speacilty Pharma la que ha tenido un crecimiento más significativo (+18,2% TACC 2015-2023) hasta suponer un 33% de los ingresos totales en 2023 (vs 17,5% en 2015).

- En términos de rentabilidad operativa, la inversión realizada en la capacidad productiva de los centros y en la mejora de procesos ha permitido reducir el OPEX/Ventas hasta el 47,2% (-4p.p. vs 2015). Lo que le ha llevado a registrar un Mg. EBITDA 2023 del 10,9% (vs 10,7% en 2015) pese a la caída del Margen Bruto vista desde 2019 (-5,4p.p.) por dos razones: (i) mayor foco en la línea de inyectables y antibióticos (de menor margen) y (ii) la incapacidad de traspasar a precios el impacto de la inflación en costes (al ser una industria regulada).

- La parte baja del P&L se ha visto afectada por la inversión llevada a cabo por RJF para mejorar su eficiencia, en concreto, las activaciones de gastos en I+D (c. EUR 27Mn desde 2015) y las operaciones corporativas han aumentado el peso de la tasa de amortización (especialmente de intangibles) s/activos netos +5p.p. desde 2017. Reduciendo el Mg. EBIT en 2023 hasta 3,3% (vs 7,5% en 2015). Lo que ha impedido traspasar el crecimiento visto en Ingresos y EBITDA (ambos han multiplicado c.2x desde 2015) al Beneficio Neto (BN 2023: EUR 9,4Mn vs EUR 8,7Mn en 2015).

Reduciendo su nivel de apalancamiento hasta DN/EBITDA 2023 1,3x

La industria farmacéutica se caracteriza por una elevada necesidad de capital. El salto en tamaño de RJF durante los últimos años ha implicado un esfuerzo inversor muy significativo, acumulando un CAPEX > EUR 120Mn y M&A de c. EUR 50Mn durante el período 2015-2023.

Las elevadas necesidades de capital incrementaron el endeudamiento hasta su punto más alto en 2019 (DN 2019: EUR 64,9Mn; DN/EBITDA rec. 2019 4,0x; Gráfico 16). En 2023, la Deuda Neta se sitúo en EUR 44,7Mn, y el crecimiento en EBITDA redujo el nivel de apalancamiento hasta DN/EBITDA rec. 2023 1,3x gracias a la generación de caja y el crecimiento en EBITDA.

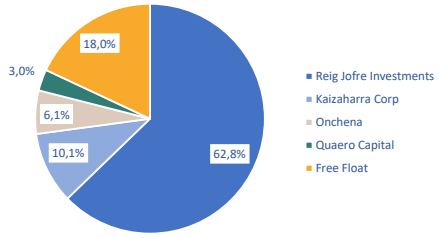
Si ponemos el foco en la Deuda Bruta a cierre del 2023 (EUR 51,2Mn), se compone de:

- Préstamos y líneas de crédito dispuestas) con entidades bancarias (75,6% s/total) que tienen tipo de interés de mercado con vencimiento en 2024 y 2026.

- Otros pasivos financieros (14,7%), correspondientes esencialmente a préstamos CDTI (ICO y Ministerio de Industria). Estos pasivos tienen un tipo de interés inferior al 1%.

- Deudas por arrendamientos (no afectados por la NIIF 16; 14,7% s/total), correspondientes a contratos de alquiler a largo plazo de maquinaria.

Gráfico 18. Estructura accionarial



Propiedad y gestión en la misma mano: el Consejo de Administración controla c. 69% del capital

El Consejo de Administración representa de forma directa e indirecta c. 69% del capital. En concreto, la familia fundadora Reig Jofre controla el 62,8% del capital con presencia tanto en el Consejo de Administración como en el equipo directivo (ocupando cargo de CEO), mientras que Onchena, con presencia en el consejo, posee el 6,1%.

Accionistas de control que no han variado desde la salida a Bolsa en 2014 y con vocación real de permanencia. Los cambios en el accionariado no son, a priori, un factor a tomar en cuenta.

El resto de la propiedad se encuentra repartido entre los fondos Kaizaharra 10,1% y Quaero Capital con un 3%. El free float se sitúa en el 18%.

En conclusión: un modelo de negocio resiliente y capaz de crecer a altas tasas, en una industria regulada, defensiva y (hasta ahora) con presión en márgenes.

RJF es una empresa farmacéutica resiliente con un muy buen track-record en términos de crecimiento (orgánico e inorgánico), lo que le ha garantizado una posición competitiva favorable en la industria. La compañía disfruta de un modelo de negocio diversificado (con una demanda inelástica y recurrente en varios de sus productos), una gran inversión en I+D ya realizada (que actúa como barrera de entrada) y una (creciente) presencia internacional. En concreto, la "foto" hoy de RJF se puede sintetizar en:

- **Diversificación de ingresos:** El negocio de RJF no depende de una sola línea de negocio o producto, lo que ofrece protección frente a las fluctuaciones del mercado y le permite aprovechar las oportunidades de crecimiento en diferentes áreas. Además, las líneas de Specialty Pharma y Consumer Health han probado su capacidad de adaptación frente a cambios en la demanda.

- **Especialización en antibióticos genéricos e inyectables y liofilizados:** El grado de especialización en la producción de estos medicamentos le ha concedido una posición de liderazgo en un mercado con altas barreras de entrada.

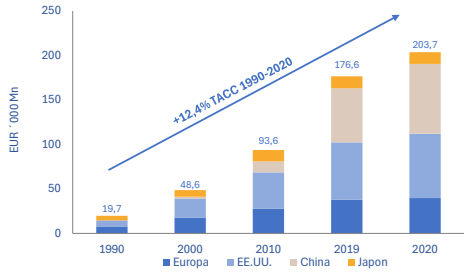
- **Amplia presencia internacional:** Desde 2019, c. 55% de los ingresos de RJF provienen de fuera de España. Lo que le permite acceder a un mayor número de clientes.

- **Fuerte inversión en I+D:** La innovación incremental de bajo riesgo y el desarrollo de nuevos productos son factores imprescindibles en un mercado altamente competitivo que está en constante evolución. Lo implica niveles altos de inversión y endeudamiento. Y presión en márgenes: Mg. EBIT 2023 3,3%.

La oportunidad hoy está en capitalizar la inversión realizada en los años anteriores, mejorando los niveles de eficiencia en la producción de las plantas (66% de ocupación en la planta de Barcelona 2023) para mitigar el mal momentum (inflación de costes) de los medicamentos de primera necesidad que operan en un mercado regulado. La capacidad de desarrollar nuevos productos y la anticipación a las nuevas tendencias de los consumidores serán claves en los próximos ejercicios. Pero en el caso de RJF, tras el salto en tamaño visto (y "costeado") en los últimos años, el reto ahora es único: materializar una mejora de márgenes que "sobre el papel" parece factible. Por simple dilución de costes de estructura y mejora de tasas de utilización de la capacidad ya instalada.

El envejecimiento de la población y los avances en investigación serán los motores de crecimiento de la industria en el l/p

Gráfico 19. Inversión en I+D por países (1990-2020)



Fuentes: Efpia (2022).

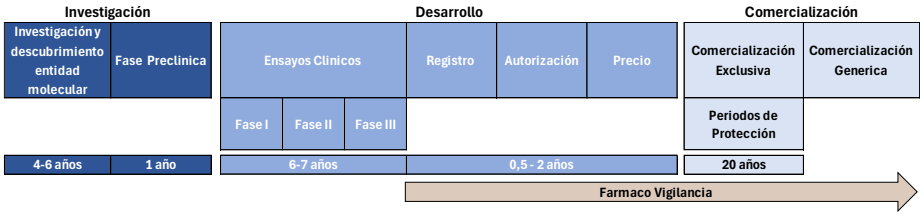
Las principales características que definen el sector farmacéutico se pueden resumir en: (i) defensividad (demanda inelástica), (ii) elevada atomización, (iii) exigente inversión y (iv) una fuerte regulación. Los catálogos de medicamentos y tratamientos desarrollados son los principales catalizadores de crecimiento. Los medicamentos necesitan una aprobación previa por parte de las agencias reguladoras que evalúen su eficacia y seguridad (lo que supone un elevado grado de inversión e implica altas barreras de entrada).

La mayor esperanza de vida está conduciendo a un envejecimiento paulatino de la población, lo que implicará una creciente demanda de medicamentos y un mayor gasto presupuestario de los gobiernos en el sistema sanitario de cada país. En el período 2002-2022 la edad media de la población europea pasa de 38,6 a 44,4 años; la demografía, el presupuesto destinado al gasto sanitario de los países y las políticas gubernamentales son los principales factores para determinar la situación del mercado farmacéutico.

El desarrollo de nuevos procedimientos y productos mediante patentes (requieren de inversión en I+D) explica el comportamiento dispar entre las farmacéuticas en el tiempo. En concreto, las empresas farmacéuticas pueden o bien encontrarse en fase de desarrollo de un producto clave o bien en la fase de comercialización. Lo que supone una dificultad adicional a la hora de analizar compañías en el sector. Asimismo, hay casos de empresas farmacéuticas que complementan su negocio principal con otras líneas de negocio del mercado de la salud (cosmética, dermatología, vitaminas, etc).

Podemos clasificar la industria farmacéutica, esencialmente, en dos grupos (i) empresas que realizan grandes inversiones en I+D para el desarrollo de nuevas recetas o medicamentos que rentabilizarán más tarde mediante patentes, lo que les otorgaría una ventaja competitiva de c.20 años, hasta que quedara libre la patente (Novartis, Gilead Science, AstraZeneca, Abbvie, etc) y (ii) empresas que centran su actividad en la producción a gran escala de medicamentos genéricos (sin patentes de protección; dónde se encuentran RJF, Teva, Sandoz).

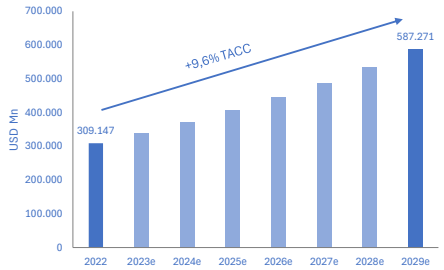
Tabla 3. Fases del proceso de I+D para un nuevo fármaco.



Fuente: Farmaindustria.

Los medicamentos genéricos disfrutan de una demanda inelástica y crecerán a un dígito alto (TACC 2024-2029e +9,6%)

Gráfico 20. Mercado de genéricos 2024-2029e



Fuentes: Research & Markets (2022).

Se consideran medicamentos genéricos todos aquellos que han obtenido aprobación para su producción y comercialización al demostrar su bioequivalencia con otro fármaco cuya patente haya caducado. Según Research and Markets, el mercado mundial de genéricos tiene un tamaño de USD 309.147Mn en 2022. Esperamos que mantenga tasas de crecimiento de +9,6% TACC hasta 2029e. Las principales empresas a nivel mundial son Teva, Sandoz y Sun Pharma.

Este sector se benefició por el estallido de la pandemia Covid-19 en 2020. La necesidad para tratar las infecciones por Covid-19 aumentó la demanda de fármacos genéricos (especialmente tratamientos intravenosos y esteroides). La Agencia Federal de Alimentos y Medicamentos de EE.UU. (FDA) y la Agencia Europea de Medicamentos, implementaron iniciativas y programas para ayudar a las farmacéuticas en el desarrollo de este tipo de medicamentos, acelerando así el crecimiento del mercado durante la última etapa de la pandemia.

El mercado de fármacos genéricos goza de buenas perspectivas para los próximos años. La inflación y el aumento de los costes sanitarios está impulsando la creciente demanda de fármacos más económicos. Los fabricantes de genéricos invierten cada vez más en aumentar sus capacidades y satisfacer la demanda de los pacientes.

Las entes reguladoras están buscando fórmulas para agilizar los procesos de aprobación y comercialización de los medicamentos genéricos. Se espera que esta tendencia se mantenga y el mercado crezca a una TACC 2024e-2029e +9,6% y alcanzar los c.USD 587.000Mn en 2029e.

El sector farma en España, en buena forma tras la pandemia

La industria farmacéutica es un sector estratégico con alto impacto para la economía española (octavo sector industrial más grande del país, 6,8%/PIB). Según datos de la consultora de healthcare IQVIA, en 2021, España se posicionó como el noveno mercado farmacéutico (por tamaño) del mundo (1,9% de cuota de mercado a nivel mundial y 7,8% a nivel europeo).

La relevancia y tamaño de la industria ha aumentado significativamente durante los últimos años. En concreto, durante el periodo 2018-2022, las exportaciones se han multiplicado 2,5x (los medicamentos, fueron el tercer producto más exportado de España en 2022 según Ministerio de Industria, Comercio y Turismo), mientras que la inversión en I+D para el desarrollo de nuevos productos se ha incrementado con una TACC 2018-2022 del +4,9% (segundo sector más grande en inversión I+D, solo por detrás de la automoción).

El sector también genera un elevado número de empleos, tanto directos (profesionales altamente cualificados) como indirectos (red de farmacias y sistema sanitario) en la economía española. Según la Federación Europea de Industria Farmacéutica (EFPIA), en 2021 el sector farmacéutico generó empleo a c. 49.000 personas de manera directa (c. 210.000 puestos de trabajo tomando en cuenta empleos indirectos e inducidos). Según el informe "Implantación industrial del sector farmacéutico en España" elaborado por ManageArt y Farmaindustria (2022), la industria farmacéutica española cuenta con 103 plantas de producción de medicamentos de uso humano (en su mayoría ubicadas en Cataluña).

En términos de gasto sanitario, en 2022, España invirtió EUR 92.072Mn (6,8% s/PIB; EUR 1.927 por habitante) de los cuales EUR 13.535Mn (14,7%) fueron en el sector farmacéutico (+5,4% vs 2021). A nivel europeo, Alemania encabeza la lista de gasto sanitario s/PIB (10,7%), seguido por países bajos (9,9%) y Suecia (9,7%). Con relación al gasto sanitario por habitante, Luxemburgo, Dinamarca y Suecia lideran el ranking con más de EUR 5.000/habitante.

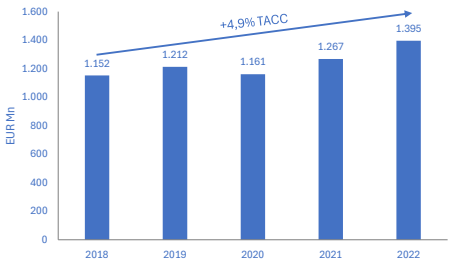
El mercado de los antibióticos, penalizado durante la pandemia, parece estar recuperando niveles pre-Covid (+4,7% TACC 2024-2029e)

Los antibióticos son fármacos utilizados en el tratamiento de infecciones por bacterias. El mercado se encuentra presionado por la regulación de precios de los mismos por parte de los organismos reguladores (y públicos). La inflación de los últimos años ha impactado en los márgenes de los fabricantes, disminuyendo las rentabilidades y obligando a los productores a optar por otras líneas de negocio con márgenes más elevados y reducir el foco que mantenían en la fabricación de antibióticos.

El 2023 ha estado marcado por la reactivación del mercado de antibióticos. La distancia social y el uso de mascarillas durante la pandemia disminuyeron el número de infecciones registradas durante las épocas de invierno en la población y provocaron una caída en las necesidades de antibióticos. El mercado alcanzó los USD 50.400Mn en 2022 y se espera que crezca a una TACC 2024-2029e del +4,7% impulsado principalmente por el envejecimiento de la población y la vuelta a la normalidad en el uso de mascarillas hasta los USD 70.000Mn en 2029e (Research and Markets).

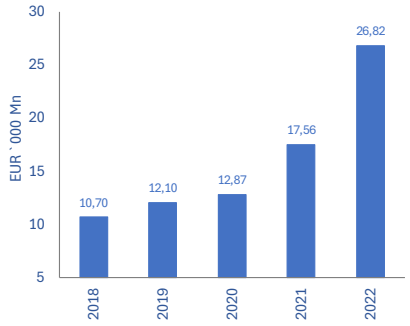
El Ministerio de Sanidad ha propuesto la reforma de la Ley de Garantías del Medicamento que tendría como objetivo principal impulsar los genéricos y biosimilares, que han experimentado un estancamiento durante la última década, especialmente durante los últimos años debido a la inflación. En España se fija el mismo precio para los medicamentos equivalentes, lo que dificulta el crecimiento de genéricos y biosimilares. La aprobación de la reforma implicaría capacidad de aumentar la rentabilidad de esta línea de negocio para RJF.

Gráfico 21. Inversión en I+D de la industria farmacéutica en España (2018-2022)



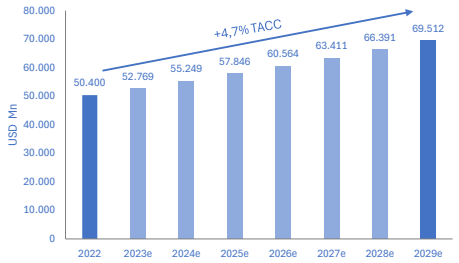
Fuentes: Farmaindustria 2022.

Gráfico 22. Exportación de la industria farmacéutica española (2011-2022)



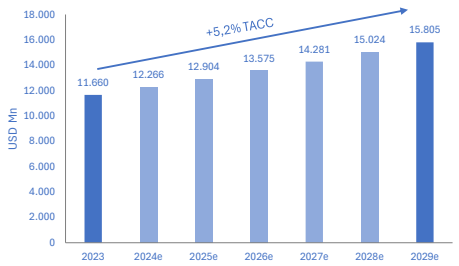
Fuente: Ministerio de Industria, Comercio y Turismo.

Gráfico 23. Mercado global de antibióticos (2022-2029e)



Fuente: Research & Markets (2022).

Gráfico 24. Mercado global de inyectables (2023-2029e)



Fuente: Intravenous (iv) Solutions Market.

Inyectables: un mercado en "auge" que crece a dígito medio (TACC 2023-2029e +5,2%)

El mercado de medicamentos inyectables ha mantenido un elevado crecimiento en los últimos años. Durante la pandemia, las farmacéuticas desarrollaron medicamentos para combatir el Covid-19. Las principales vacunas se suministraron vía inyectables (disparando la demanda de estos medicamentos).

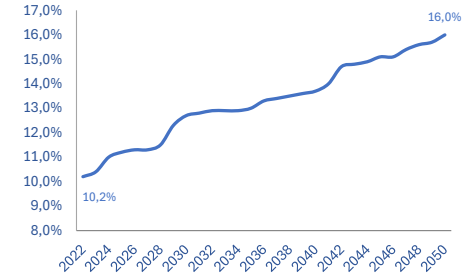
El mercado de inyectables tiene un tamaño de USD 11.660Mn (Intravenous IV Solutions Market). Para los próximos años, se espera que el sector mantenga la buena tendencia y crezca a una TACC 2023-2029e +5,2%, impulsado principalmente por el aumento de enfermedades crónicas como el cáncer, diabetes, etc.

- **Los inyectables liofilizados** son fármacos que se preparan en forma seca y sólida para aumentar su estabilidad, prolongar su vida útil. Este método permite una mayor estabilidad y tiempo de conservación de los medicamentos.

  La demanda de estos medicamentos cuenta con buenas perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo por: (i) el aumento de las enfermedades crónicas y el envejecimiento de la población, (ii) el avance tecnológico en nuevos fármacos que utilizan este método para la producción o transporte y (iii) la creciente demanda de productos biológicos, medicamentos más estables y de larga duración.

  La pandemia ha acelerado la expansión del mercado provocando un aumento en la demanda de los inyectables liofilizados para el desarrollo de vacunas y productos terapéuticos. Para los próximos años, se espera que el mercado de inyectables liofilizados crezca a una TACC 24e-31e del +9,0%.

Gráfico 25. Estimaciones % de la población mayor de 65 años (2022-2050e)



Fuente: Organización de las Naciones Unidas.

El aumento de la población geriátrica será el principal catalizador del crecimiento de la medicina osteoarticular

El mercado para el tratamiento de la osteoartritis se caracteriza por ser competitivo. Grandes farmacéuticas como Sanofi, Pfizer, Bayer y Abbot destinan un parte importante de su I+D al desarrollo de nuevos productos y tratamientos para la artritis.

La pandemia afectó el mercado osteoarticular provocando (i) la cancelación de tratamientos, (ii) una disminución en el diagnostico de nuevas enfermedades y (iii) el retraso de actividades relacionadas con la investigación y desarrollo. A partir del 2021, el mercado ha recuperado tracción gradualmente.

El envejecimiento demográfico será el principal driver de este mercado. La población geriátrica es más susceptible a este tipo de enfermedades (la osteoartritis afecta al 10% de la población mayor de 60 años).

El mercado dermatológico es cada vez más transversal

El crecimiento de la demanda está generando que nuevas empresas entren al mercado. Entre las farmacéuticas más activas en este sector se encuentran Novartis AG, AbbVie Inc. y Almirall.

Los principales drivers que impulsan el crecimiento son: (i) la creciente presencia de enfermedades dermatológicas, (ii) los mayores niveles de conciencia sobre enfermedades dermatológicas y (iii) el aumento de la población de tercera edad (el riesgo de desarrollar enfermedades relacionadas con la piel aumenta con la edad por: cambios en el tejido conectivo, reducción de propiedades del tejido epidérmico y menor secreción de las glándulas sebáceas).

Según Market Data Forecast, el tamaño del mercado dermatológica alcanzará los USD 264.500Mn en 2029e (TACC 2024-2029e +8,2%).

La innovación es un aliciente para el M&A

La industria farmacéutica es un sector que tiende a la concentración, especialmente los grandes players como Pfizer o Abbvie, que utilizan el M&A para ampliar su línea de productos y acelerar la fase de investigación de sus medicamentos. El 2023 estuvo marcado por un menor número de transacciones, aunque de mayor tamaño. Esperamos que los próximos años se reactive (aún más) el mercado de M&A impulsado por la: (i) mejora de la macro (reducción de la inflación) y (ii) la necesidad estratégica de las empresas de crecer y adaptarse.

Dentro de este sector, las operaciones de fusiones y adquisiciones suelen estar enfocadas en la búsqueda de empresas (principalmente biotecnológicas) que puedan aportar una ventaja competitiva (innovaciones y avances que permitan el desarrollo de nuevos productos). Se espera que las grandes farmacéuticas, en búsqueda de expandir su catálogo productos, pongan el foco en pequeñas biotecnológicas.

Tabla 4. Transacciones 2024-2023

País	Año	Target	Sector	Comprador	Precio (EUR Mn)
EE.UU.	2024	ImmunoGen	Pharma	Abbvie	8.237
Suiza	2024	IFM Due	Pharma	Novartis	835
EE.UU.	2024	Rayzebio	Pharma	Bristol Myers	3.284
Suiza	2023	Televant Holding	Pharma	Roche	7.250
EE.UU.	2023	Seagen	Pharma	Pfizer	41.250
Alemania	2023	Caraway Therapeutics	Biotechnology	Merck & Co	610
EE.UU.	2023	Lucira Health	Medical Specialties	Pfizer	36
España	2023	Laser	Pharma	Italfarmaco	500
España	2023	mAbxience	Pharma	Fresenius	495

Fuentes: CapCorp 2023, Facset.

En definitiva, una industria anticíclica con expectativas moderadas de crecimiento (dígito medio) aseguradas por el envejecimiento de la población. Y con tendencia a la concentración

El sector farmacéutico vuelve a tener unas expectativas normalizadas de actividad tras dos años en el ojo del huracán. La pandemia reforzó la importancia del sector y disparó las valoraciones (como la de Reig Jofre, Pfizer o Moderna). La "carrera" por el desarrollo de nuevos medicamentos y tratamientos es el principal driver del crecimiento de la industria. En resumen, la evolución de la industria farmacéutica vendrá marcada por:

- **El envejecimiento de la población.** Según la ONU, se estima que la población mundial mayor de 65 años pase del 10% (2022) al 16% en 2050e (el porcentaje de personas mayor de 60 años se duplicara en 2050e). Lo que se traducirá en un incremento de las necesidades y demanda de medicamentos/tratamientos para la salud.

- **Avances tecnológicos.** EL I+D es uno de los catalizadores para la (eventual) mejora en los efectos de productos y tratamientos de la salud. Los avances tecnológicos serán claves a la hora de buscar diferenciación. Adicionalmente, la inteligencia artificial está revolucionando el sector farmacéutico automatizando lecturas de historias clínicas, prediciendo patrones de comportamiento de enfermedades, acortando tiempos y reduciendo riesgos en las etapas de ensayos.

- **Sector heterogéneo:** A raíz de la pandemia, se ha registrado un aumento en el nivel de consciencia sobre la salud de la población. No sólo en términos de medicamentos y tratamientos específicos consecuencia de una enfermedad. Sino que se busca, cada vez más, la prevención frente al remedio. Lo que favorece el consumo de suplementos alimenticios y productos dermatológicos. Reforzando la idea del cuidado propio a través del consumo de productos que mejoren la salud de los consumidores. Y que supone una gran oportunidad de posicionarse ante las nuevas tendencias de RJF.

Por tanto, esperamos unas tasas de crecimiento a dígito medio en una industria muy segmentada como la farmacéutica. En un sector maduro con los principales jugadores a mucha distancia del resto. La innovación y la continua renovación de la oferta de productos van a ser esenciales para el desarrollo de la actividad y la única constante para la diferenciación. En España, la industria tiene un peso de casi el 7% del PIB. Y el envejecimiento de la población será un gran catalizador de la compañía en el medio y largo plazo. Donde RJF genera c.45% de sus ingresos, que además se beneficiarán por una fuerte inversión gubernamental en Sanidad.

Expectativas moderadas de crecimiento ingresos, pero una clara oportunidad de capitalizar la inversión (-5y) y mejorar márgenes

La situación sanitaria excepcional de los últimos años ha servido como catalizador del crecimiento para RJF, que cerró 2023 con unos ingresos de EUR 316Mn (+12,1% TACC 2019-2023; vs EUR 200Mn en 2019). La elevada inversión/especialización ha llevado a obtener una posición de referencia en la fabricación y el desarrollo de medicamentos a nivel europeo. Factor clave para aprovechar las tendencias hacia el desarrollo de nuevos medicamentos, cada vez más complejos.

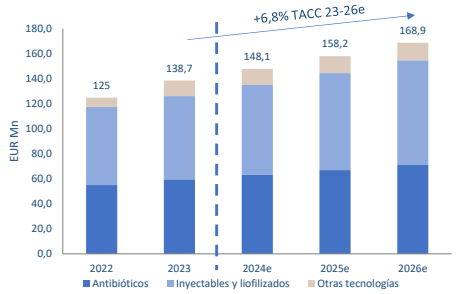
Los resultados del 1T24 fueron prueba de ello, y aunque mostraron una ligera ralentización en el crecimiento visto en los últimos años (Ingresos 1T24: c.+10% vs 1T23), siguen impulsados, esencialmente, por la línea de Specialty Pharma (+26% vs 1T23), principal motor de crecimiento -4y. En términos de rentabilidad, la mejora operativa gracias a la reducción en OPEX (-1,4p.p. vs 1T24) por la mayor eficiencia en los procesos de fabricación mitiga el efecto del margen bruto (que continúa bajo presión) dejando un Mg. EBTIDA rec. 11,3% (vs 11,1% en 1T23). Pero que se amplifica en términos de Mg. EBIT 1T24 5,2% (+1 p.p. vs 1T23).

Lo que nos lleva a plantearnos tres cuestiones clave: (i) ¿Cuáles serían unas expectativas razonables de crecimiento para RJF tras el Covid-19 a corto y largo plazo?, (ii) ¿Cómo se deberían traducir las mejoras operativas (en plantas productivas y nuevos productos) en términos de rentabilidad? y (iii) ¿Cuál será el nivel de inversión y financiación necesario para seguir manteniendo la actual posición de referencia en el mercado europeo? Contestar a estas preguntas exige un análisis sistemático de la cuenta de resultados y de su balance que, en el caso de RJF, pasa por sus tres líneas de negocio.

Pharma Tech: Ante el reto de posicionarse como jugador de relevancia en el mercado de antibióticos, inyectables y liofilizados

Los antibióticos han tenido un comportamiento atípico en los últimos años, debido en parte a las medidas de distanciamiento social derivadas del Covid-19 (que redujeron el número de contagios). En 2023, los ingresos por antibióticos de RJF superaron los niveles pre-Covid-19. En términos de precios, el mercado sigue fuertemente regulado con unos precios no actualizados (pese al período inflacionario -3y). Lo que se ha provocado la salida de varias farmacéuticas del negocio de antibióticos genéricos (principalmente por los bajos niveles de rentabilidad), lo que debiera permitir a RJF ganar cuota de mercado.

Gráfico 26. Ingresos Pharma Tech (2022-2026e)



Pese al debate abierto en torno a la potencial subida de precios, la baja visibilidad en la materialización de la nueva regulación nos lleva a estimar un precio estable hasta 2026e (con riesgo de revisión, en caso de materializarse la actualización de precios, al alza). Estimamos un crecimiento de los ingresos por antibióticos del +6% TACC 2023-2026e, ligeramente superior a la media del mercado (+4,7% TACC).

Tabla 5. Desglose ingresos Pharma Tech (2022-2026e)

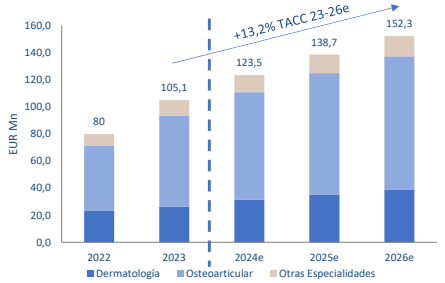
Pharma Technologies	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Antibióticos	55,0	59,6	63,2	67,0	71,0
Var. (%) a/a	*22,8%*	*8,4%*	*6,0%*	*6,0%*	*6,0%*
Inyectables y liofilizados	62,5	66,6	71,9	77,7	83,9
Var. (%) a/a	*20,0%*	*6,5%*	*8,0%*	*8,0%*	*8,0%*
Otras tecnologías	7,5	12,5	13,0	13,5	14,0
Var. (%) a/a	*2,8%*	*66,4%*	*4,0%*	*4,0%*	*4,0%*
Total Pharma Technologies	**125**	**138,7**	**148,1**	**158,2**	**168,9**
Var. (%) a/a	*20,0%*	*11,0%*	*6,8%*	*6,8%*	*6,8%*
% over total sales	**46,1%**	**43,9%**	**42,5%**	**41,7%**	**41,4%**

A nuestro juicio, la apuesta de RJF por inyectables y liofilizados será el gran catalizador del crecimiento a largo plazo. Explicado, esencialmente, por dos razones: (i) la ventaja competitiva derivada de la capacidad de almacenaje de los liofilizados (y el menor coste del mismo), y (ii) las ventajas por el uso y la administración de medicamentos por esta vía.

A corto plazo, sin embargo, vemos potencial de crecimiento por la consolidación total en 2024e de la venta de la capacidad disponible acordada por RJF con la Comisión Europea (HERA; reserva de hasta el 30% de capacidad de la planta de inyectables de Barcelona) y la posibilidad de utilizar ese espacio, a su vez, en proyectos de menor duración que permitan aprovechar simultáneamente esa capacidad.

En 2023, la nueva planta se encontraba al 67% de su capacidad. El nivel de especialización de la planta debería atraer proyectos de cada vez mayor envergadura. Estimamos un aumento progresivo del uso hasta el 80% en 2026e. Todo ello, sumado al incremento en la producción de terceros (CDMO) que podría suponer un catalizador adicional en el m/p. Lo que se debería traducir en un crecimiento de +8% TACC 2023-2026e. En términos consolidados, esperamos que los ingresos por esta línea de negocio se sitúen en EUR 168,9Mn en 2026e (vs EUR 138,7Mn en 2023) y continúen reduciendo el peso en el mix (en línea con lo visto -8y) hasta el 41,4% en 2026e vs (c.44% en 2023 y 60,7% en 2015).

Gráfico 27. Ingresos Specialty Pharma (2022-2026e)



Specialty Pharma: La innovación incremental es la pieza clave para mantener el ritmo de crecimiento a doble dígito (+13,2% TACC 2023-2026e)

La línea de Specialty Pharma ha sido el principal motor de crecimiento de RJF en los últimos años. Principalmente, por la cartera de osteoarticular adquirida a BioIbérica en 2019. Lo que ha supuesto un incremento significativo en el peso sobre el mix de ingresos (33,2% s/Ingresos 2023 vs 25,8% en 2022). La mayor parte de estos productos se venden en territorio nacional (62% de los ingresos en 2023) y el 88% de los productos se desarrollan con marca propia.

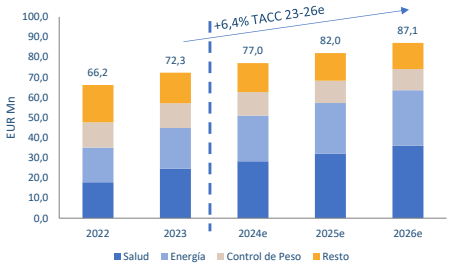
Los drivers de crecimiento de esta línea se pueden resumir en: (i) la ampliación de la cartera de productos mediante innovación incremental (mejora sustancial en los efectos de nuevos productos), (ii) la venta cruzada entre las distintas geografías (en 2023, las ventas internacionales supusieron un 38% del total de esta línea) y (iii) la anticipación de nuevas tendencias (ofreciendo nuevos productos que se ajusten a la nueva demanda).

Esperamos que, en 2024e, la línea osteoarticular siga creciendo a tasas elevadas (+18% vs 2023) y se vaya desacelerando hasta 2026e. Mientras que la línea de dermatología crecerá por el lanzamiento del nuevo producto Ciclo-Tech en nuevos mercados (las ventas hasta ahora han procedido principalmente de España). La renovación de la cartera de productos es esencial para el crecimiento de esta división. Además, la capacidad de RJF de recoger la subida de precios implicará un nivel de rentabilidad superior al de Pharma Tech.

Tabla 6. Desglose ingresos Specialty Pharma (2022-2026e)

Speciality pharma	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Dermatología	23,2	26,3	31,5	35,3	38,7
Var. (%) a/a	*-23,2%*	*13,2%*	*20,0%*	*12,0%*	*9,6%*
Osteoarticular	48,0	67,3	79,4	89,7	98,6
Var. (%) a/a	*51,4%*	*40,1%*	*18,0%*	*13,0%*	*10,0%*
Otras Especialidades	8,8	11,6	12,6	13,7	15,0
Var. (%) a/a	*-35,2%*	*31,4%*	*9,0%*	*9,0%*	*9,0%*
Total Specialty Pharma	**80**	**105,1**	**123,5**	**138,7**	**152,3**
Var. (%) a/a	*6,0%*	*31,4%*	*17,5%*	*12,3%*	*9,8%*
% over total sales	**29,5%**	**33,2%**	**35,4%**	**36,6%**	**37,3%**

Gráfico 28. Ingresos Consumer Healthcare (2022-2026e)



Consumer Healthcare: Expectativas de crecimiento estable (+6,4% TACC 23-26e) impulsado por el reconocimiento (y posicionamiento) de marca de Forté Farma

Esta línea de negocio es la que se encuentra más segmentada debido a su amplio abanico de productos, que engloban el control de peso, salud, energía, respiratorio y otros OTC. En 2023, control de peso, salud y energía supusieron el 79% de los ingresos. El buen posicionamiento y reconocimiento de marca del que disfruta Forté Farma se concentra en Francia y Bélgica. El 75% de los ingresos de esta división proviene de fuera de España. Los resultados 1T24 mostraron un freno en el crecimiento de esta línea de negocio (-1% vs 1T23) por la discontinuación en la distribución de marcas de terceros en el mercado francés para centrarse en los productos de marca propia (Forté Farma) de mayor rentabilidad.

El foco de RJF continúa en el área internacional que será uno de los drivers de crecimiento junto con el canal online (18% de los ingresos en 2026e vs 12% en 2023). La capacidad de adaptar la oferta a los cambios en la demanda y de desarrollar nuevos productos será esencial para el crecimiento de esta división.

La línea de Control de Peso se mantendrá bajo presión por la situación actual del mercado (copada por la aparición de sustitutivos como Ozempic o Wegovy), aunque vemos crecimiento en las líneas de Energía y Salud (ambas han crecido a >25% -2y) por la tendencia creciente de los consumidores a mejorar la prevención frente al remedio a través del consumo de complementos alimenticios, de cuidado personal y productos OTC.

La producción propia y la distribución en nuevas regiones de la marca Forté Farma permiten aspirar a un crecimiento consolidado de +6,4% TACC 2023-2026e hasta EUR 87,1Mn en 2026e. Manteniendo un peso de c. 22% sobre ingresos durante todo el período proyectado.

Tabla 7. Desglose Consumer Healthcare (2022-2026e)

Consumer Healthcare	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Control de Peso	12,6	12,3	11,7	11,1	10,5
Var. (%) a/a	*5,9%*	*-2,2%*	*-5,0%*	*-5,0%*	*-5,0%*
Energía	17,2	20,2	22,7	25,1	27,6
Var. (%) a/a	*12,7%*	*17,7%*	*12,0%*	*10,8%*	*9,7%*
Salud	17,9	24,6	28,3	32,1	36,0
Var. (%) a/a	*21,5%*	*37,6%*	*15,0%*	*13,5%*	*12,2%*
Resto	18,5	15,2	14,4	13,7	13,0
Var. (%) a/a	*26,0%*	*-18,0%*	*-5,0%*	*-5,0%*	*-5,0%*
Total Consumer Healthcare	**66,15**	**72,3**	**77,0**	**82,0**	**87,1**
Var. (%) a/a	*17,0%*	*9,3%*	*6,6%*	*6,4%*	*6,2%*
% over total sales	**24,4%**	**22,9%**	**22,1%**	**21,6%**	**21,3%**

Gráfico 29. Ingresos Consolidados (2022-2026e)

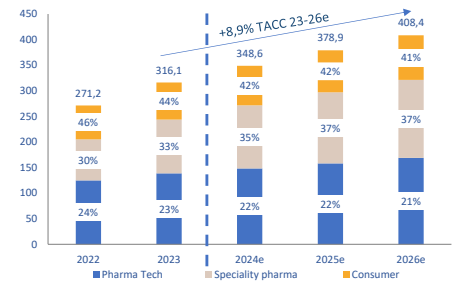


Gráfico 30. Mix Ingresos Consolidados (2023-2026e)

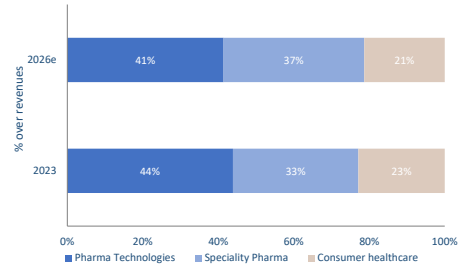


Gráfico 31. Ingresos vs Mg. Bruto (2022-2026e)

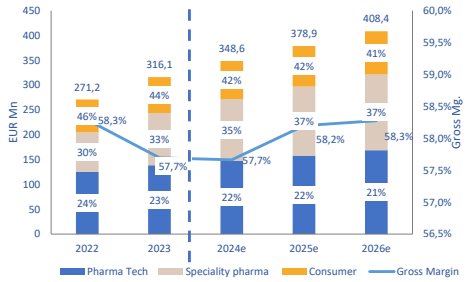
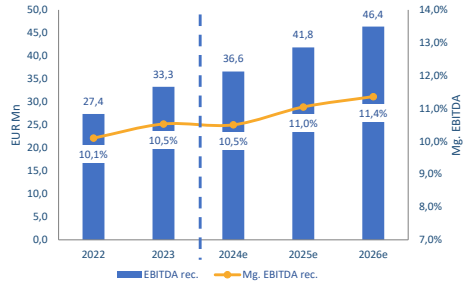


Gráfico 32. EBITDA vs Mg. EBITDA (2022-2026e)



A nivel consolidado, el apalancamiento operativo de RJF debería ampliar el crecimiento de ingresos (+8,9% TACC 23-26e) en el EBITDA (+11,7% TACC 23-26e)

Esperamos que RJF alcance unos ingresos consolidados en 2024e de EUR 348Mn (+10,3% vs 2023; Gráfico 39). Para 2026e, esperamos que la facturación supere los EUR 400Mn, de los que la línea de Specialty Pharma explicará c.50% del crecimiento total hasta 2026e (y supondrá un 37,3% del total de ingresos 2026e).

Los aprovisionamientos corresponden al coste de ventas de los principios activos de los medicamentos (APIs) y las materias primas (y costes energéticos) necesarias para la fabricación y desarrollo de la gama de productos de RJF. En los últimos años, el precio (fijo) de los medicamentos (Pharma Tech) ha mantenido el Mg. Bruto consolidado bajo presión (y no esperamos que cambie en el m/p). Los resultados 1T24 reflejaron un empeoramiento de c.-1p.p. vs 1T23.

No obstante, esperamos que, a cierre de 2024e, el Mg. Bruto se sitúe en 57,7% (en línea con 2023). A nuestro juicio, los principales catalizadores de la mejora en Mg. Bruto son: (i) el mayor peso en el mix de inyectables y el resto de líneas de negocio de mayor margen bruto unitario (Gráfico 29), (ii) la mejora de las condiciones con los proveedores y (iii) el aumento de la prestación de servicios a terceros (CDMO; productos de mayor valor añadido). La combinación de los tres factores anteriores debería situar el Mg. Bruto 2026e en el 58,3%.

Los gastos de personal estarán impactados en 2024e por el aumento salarial previsto en España por la aplicación del convenio FEIQUE (de la industria química) de regularización salarial a IPC, que supondrá un aumento de +10% (vs 2023). Los gastos de personal suponen c.24% de los ingresos. Los otros gastos de explotación están en su mayoría destinados al desarrollo de ensayos, gastos en E.T.Ts y gastos de marketing (especialmente para la línea de Consumer Healthcare).

El crecimiento esperado en 2024e (+10,3%) se debería traducir un crecimiento similar en EBITDA hasta EUR 36,6Mn (+10% vs 2023; Mg. EBITDA Rec. 10,5%; en línea con 2023).

Para los siguientes años, esperamos que la mejora de la utilización de las nuevas plantas terminadas en 2023 conlleve un cierto apalancamiento operativo. La progresiva ocupación de las plantas, la mayor eficiencia en los procesos productivos y, integración vertical gracias al desarrollo de Biosimilares de Syna, sumado a la normalización de los salarios y de la inflación. Debería impulsar el EBITDA rec. hasta EUR 46,4Mn en 2026e (+11,7% TACC 2023-2026e). Y traducirse en una mejora del margen EBITDA hasta el 11,4% (vs 10,5% en 2023).

Unos niveles de EBITDA que, tras el período de inversión realizado -5y, parecen razonablemente alcanzables. La oportunidad de apalancarse sobre la estructura creada desde 2018 debiera comenzar a ser visible a partir de 2025e y en los 3 próximos ejercicios.

Tabla 8. Resumen de Ingresos hasta EBITDA (2022-2026e)

EUR Mn	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pharma Tech	125,0	138,7	148,1	158,2	168,9
Speciality pharma	80,0	105,1	123,5	138,7	152,3
Consumer	66,2	72,3	77,0	82,0	87,1
Total Sales	**271,2**	**316,1**	**348,6**	**378,9**	**408,4**
Gross Margin	-113,1	-133,7	-147,6	-158,4	-170,4
Gross Margin	**158,1**	**182,4**	**201,0**	**220,5**	**238,0**
% over total sales	*58,3%*	*57,7%*	*57,7%*	*58,2%*	*58,3%*
OPEX	-130,7	-149,1	-164,4	-178,7	-191,6
EBITDA rec.	**27,4**	**33,3**	**36,6**	**41,8**	**46,4**
EBITDA Margin (%)	10,1%	10,5%	10,5%	11,0%	11,4%

Gráfico 33. EBITDA vs EBIT (2022-2026e)

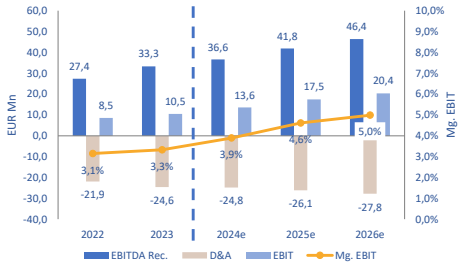


Gráfico 34. Mg. EBIT peers (2022-2026e)

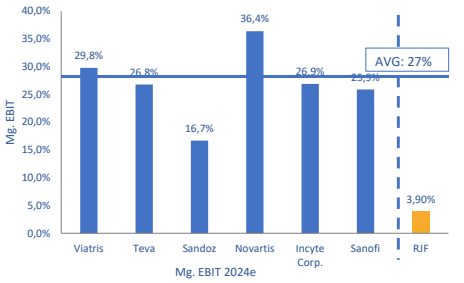
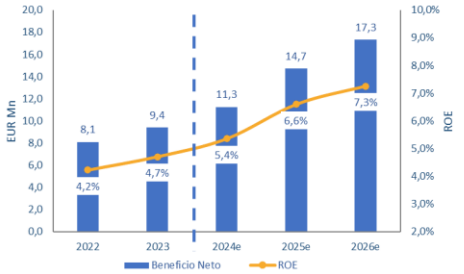


Gráfico 35. Beneficio Neto vs ROE (2022-2026e)



Una mejora operativa que debería mitigar el peso de las amortizaciones sobre el EBIT y mejorar el ROCE (6,5% en 2026e)…

La naturaleza del negocio de RJF es muy intensiva en capital, en la medida en la que requiere de una fuerte inversión en la mejora de las capacidades de las plantas y centros productivos (en 2023 ha anunciado una nueva mejora en capacidades de desarrollo de nuevos fármacos en Toledo). Además de continuas activaciones en I+D, necesarias para la renovación de su cartera de productos.

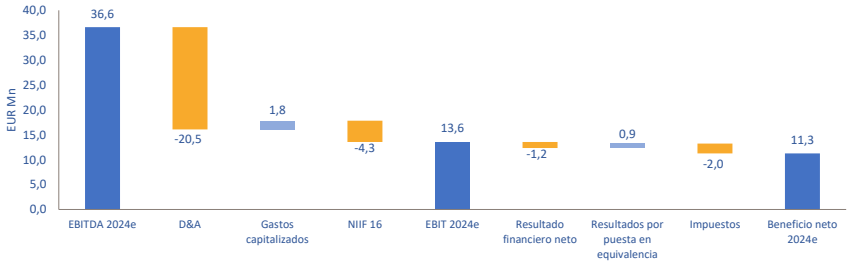
Estimamos que la tasa de amortización anual sobre activos netos continue aumentando hasta el 15,1% en 2026e (vs 12,9% en 2023), esencialmente, por el CAPEX y las activaciones en I+D. Estimamos unas activaciones por I+D de c. EUR 1,8Mn a/a para el período proyectado (vs >EUR 3Mn en 2022). Pese a que el gasto por amortización continuará pesando en la parte baja de la cuenta de resultados, nuestros números apuntan a que RJF debiera alcanzar niveles de EBIT de EUR 13,6Mn en 2024e (Gráfico 30), con capacidad de "saltar" hasta c. EUR 20,4Mn en 2026e (+24,7% TACC 2023-2026e; Mg. EBIT 26e del 5%). Lo que, *de facto*, debería mejorar el ROCE hasta el 6,5% en 2026e (vs 3,8% en 2023). No obstante, cabe destacar que hoy RJF se encuentra aún muy lejos de sus comparables en términos de rentabilidad (media Mg. EBIT: 27%). Lo que "sobre el papel" implica un campo amplísimo para mejorar. Y por tanto un "pilar" casi evidente del equity story de RJF.

… anticipando un salto en Beneficio Neto (ROE 2026e: 7,3%)

Para el período 2024e-2026e, las principales partidas que se encuentran entre el EBITDA y el Beneficio Neto ordinario son:

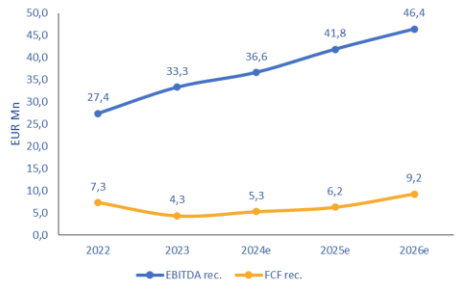
- **Gastos financieros.** RJF tiene cerca del 80% de la Deuda Bruta a tipo fijo. Lo que sumado a la generación de caja irá reduciendo el gasto financiero en los próximos ejercicios. La reducción del nivel de Deuda Neta implicará niveles de gasto financiero de c. EUR 1Mn hasta 2026e.
- **Resultados por puesta en equivalencia:** Resultado de la participación en la JV de Syna Therapeutics al 50% con LeanBio. Estimamos que los hitos alcanzados se traduzcan en un resultado por puesta en equivalencia de c.EUR 1Mn a/a. En 2024, se ha formalizado un compromiso de inversión (combinación de capital y deuda) por EUR 6,8Mn para incrementar la integración vertical en productos biotecnológicos (cadena productiva).
- **Tasa fiscal (15%).** Nuestra tesis es una carga impositiva (ya vista -3y niveles de 10-12%) de c.15%. Principalmente por dos razones: (i) BINS activadas por EUR 8,9Mn y pendientes de activar por EUR 17,5Mn y (ii) deducciones por I+D.

Tabla 9. Desde EBITDA hasta BN (2024e)



El Beneficio Neto estimado para 2024e es de EUR 11,3Mn. Para 2025e y 2026e proyectamos un Beneficio Neto de EUR 14,7Mn y EUR 17,3Mn (lo que supondría casi duplicar el obtenido en 2023: ROE 2026e: 7,3%).

Gráfico 36. EBITDA rec. vs FCF rec (2022-2024e)



Y con capacidad de generación de FCF pese a las necesidades de CAPEX…

Las necesidades de circulante de RJF se mantendrán en un ratio de Working Capital/Vtas de c.22%. No esperamos variaciones significativas en los períodos medios de cobro/pago.

El CAPEX será la principal partida que minore la generación de FCF. Estimamos un CAPEX medio (2024e-2026e) del 5% sobre ingresos. Aunque mayor en 2025e y 2026e una vez comiencen las mejoras en capacidad de la planta de Toledo. El CAPEX es imprescindible para la renovación de los prototipos de medicamentos y la mejora de eficiencia en los procesos productivos (especialmente en aquellos con precios regulados). No hemos considerado en nuestros números la inversión en LeanBio al no haberse desglosado la fecha de ejecución (EUR 6,8Mn).

El escenario que planteamos debiera llevar a RJF generar un FCF Recurrente de EUR 5,3Mn en 2024e que, por la propia inercia del crecimiento del EBITDA, se incrementará hasta EUR 9,2Mn en 2026e (FCF yield 2026e c. 4,1%; Gráfico 33).

Tabla 10. Desde EBITDA hasta FCF rec. (2024e)

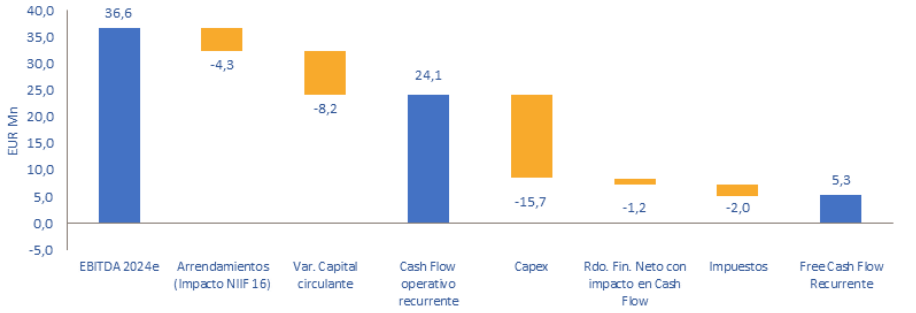
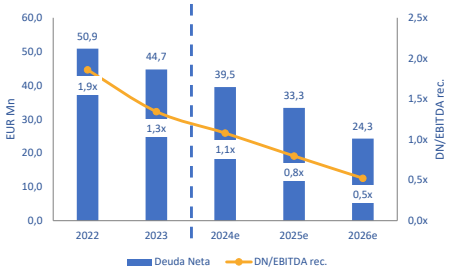


Gráfico 37. DN vs DN/EBITDA (2020-2024e)



… que se traducirá en una reducción del nivel de apalancamiento (Deuda Neta 2026e: EUR 24,3Mn; DN/EBITDA rec. 2026e 0,5x)

RJF ha se ha visto inmersa en un proceso de desapalancameinto financiero desde 2019, (DN 2019: EUR 64,9Mn; DN/EBITDA c.4x). A cierre de 2023, la deuda neta de RJF se situó en EUR 44,7Mn (DN/EBITDA Rec. 1,3x). La generación de caja seguirá reduciendo el nivel de endeudamiento hasta situar la Deuda Neta en EUR 24,3Mn en 2026e (DN/EBITDA rec. 0,5x). Lo que garantiza una posición cómoda para seguir invirtiendo y abre la puerta a posibles operaciones corporativas de M&A para ampliar su cartera de productos (o capacidad productiva).

Nuestras estimaciones no contemplan un dividendo en efectivo en el m/p.

En conclusión: ante unas perspectivas de crecimiento en ingresos estables (+8,9% TACC 23-26e), el equity story es rentabilizar la inversión y mejorar márgenes

RJF es una farmacéutica con los "deberes hechos". Y con una posición de referencia en el sector que le permite aspirar a mejorar sus niveles de rentabilidad. Una posición validada por el contrato de Jansen para el desarrollo de la vacuna del Covid-19 y, más recientemente, por el acuerdo de reserva de capacidad con la Comisión Europea de su planta en Barcelona. RJF opera en un mercado muy regulado (ej. fijación de precios en la comercialización de antibióticos) para garantizar las condiciones esenciales para la producción, lo que, "cara y cruz", (i) es una barrera de entrada y (ii) implica altas necesidades (estructurales) de inversión. Especialmente, en la fabricación y desarrollo de inyectables. En este contexto nuestras proyecciones financieras (2023-2026e) pueden sintetizarse en 6 puntos:

- **Un modelo de negocio diversificado con una capacidad productiva diferencial...** RJF oferta una amplia variedad de productos que le permiten realizar venta cruzada en las distintas áreas geográficas en las que opera. Bien posicionada para aprovechar los cambios en las tendencias de los consumidores. El 55% de los ingresos provienen de fuera de España (75% son en Europa).

- **… que esperamos siga creciendo a dígito medio hasta 2026e.** Nuestro escenario central apunta a un crecimiento moderado en ingresos (+8,9% TACC 23-26e) empujados principalmente por la línea de Specialty Pharma (+13,2% TACC 23-26e) y la apuesta de largo plazo por inyectables y liofilizados (+8% TACC 23-26e).

- **Y razones para seguir mejorando en términos de rentabilidad.** A nuestro juicio, la mejora de márgenes vendrá explicada por 4 razones: (i) aumento del peso de productos más rentables en el mix de ingresos, (ii) integración vertical mediante la JV con Syna, (iii) mayor servicio de externalización de la producción (CDMO) y (iv) mejoras en la eficiencia y la ocupación de las plantas productivas (hoy c.70%).

- **La oportunidad real está en mejorar el EBIT.** El modelo de negocio de RJF es muy intensivo en capital (por la dependencia del I+D y las continuas ampliaciones de capacidad productiva) lo que ha elevado significativamente el peso de la amortización, presionando el EBIT. La oportunidad de apalancar el crecimiento en EBITDA es clave para mejorar el ROCE. La mejora de rentabilidad "sobre el papel" es factible, ya que se dan todas las condiciones para obtenerla, apalancado el crecimiento en ingresos a una estructura ya creada. Este es, con claridad, el auténtico reto y pilar del equity story de RJF.

- **La generación de caja, pese a las necesidades de inversión, crecerá hasta EUR 9,2Mn en 2026e…** Estimamos un FCF recurrente que se prevé aumente de EUR 5,3Mn en 2024e a EUR 9,2Mn en 2026e. Donde será clave: (i) la gestión del capital circulante, y (ii) las necesidades de CAPEX (c.5% sobre ingresos anual) para mantener instalaciones y seguir invirtiendo en innovación incremental (necesaria para la renovación del portfolio de productos).

- **… lo que garantiza una fuerte reducción del endeudamiento (DN/EBITDA 26e 0,5x).** RJF debería ser capaz de continuar reduciendo su posición de endeudamiento durante todo el período estimado. Lo que abre la puerta a oportunidades de inversión, necesarias para seguir manteniendo su cartera de productos.

En definitiva, la idea de RJF se basa en un modelo de negocio que disfruta de unas elevadas barreras de entrada con una posición de referencia en el mercado de inyectables y liofilizados. En concreto, las palancas de crecimiento vistas -3y se mantienen (Specialty Pharma, apuesta por los liofilizados, apertura de nuevos mercados, renovación de productos, innovación incremental de bajo riesgo…). Tras un período de fuerte inversión (-8y), que se ha materializado en la parte alta del P&L (Ingresos y EBITDA), el equity story reside en traspasar las mejoras a la parte baja del P&L. A nuestro juicio, RJF hoy cuenta con todas las herramientas necesarias para llevarlo a cabo. La materialización de la mejora operativa, es decir, una mejora clara de márgenes que conllevaría él despegue de su ROCE, es hoy el equity story de RJF.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**6,4**	**7,3**	**10,1**	**151,2**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**221,4**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**48,5**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2024)		
Coste de la deuda	2,0%	Coste de la deuda neta	1,8%	2,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**1,6%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**1,4%**	**1,8%**
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)	0,9	1,1
Coste del Equity	**9,5%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,5%**	**10,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	82,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	18,0%	D	=	=
WACC	**8,1%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,2%**	**9,1%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 24e	BPA 24e-26e	EV/EBITDA 24e	EBITDA 24e-26e	EV/Vtas. 24e	Ingresos 24e-26e	EBITDA/Vtas. 24e	FCF Yield 24e	FCF 24e-26e
Viatris	VTRS-US	11.428,1	3,8	1,2%	6,1	-0,8%	2,0	-1,0%	32,2%	23,6%	-0,7%
Teva	TEVA-US	17.469,3	6,8	9,2%	7,6	5,5%	2,3	3,0%	29,9%	10,3%	25,5%
Sandoz	SDZ-CH	13.913,0	12,9	16,8%	9,0	13,2%	1,8	5,8%	19,7%	3,5%	47,8%
Genéricos e Inyectables			7,9	9,1%	7,6	6,0%	2,0	2,6%	27,3%	12,4%	24,2%
Incyte Corporation	INCY-US	11.881,3	13,7	19,3%	9,1	31,8%	2,2	10,1%	24,3%	7,9%	13,3%
Eli Lilly	LLY-US	707.528,9	59,2	35,7%	49,5	32,8%	18,5	20,6%	37,4%	1,2%	42,7%
Novartis	NOVN-CH	202.540,6	13,9	5,8%	11,4	4,0%	4,5	2,7%	39,6%	6,1%	9,2%
Specialty Pharma			28,9	20,3%	23,3	22,9%	8,4	11,2%	33,8%	5,1%	21,7%
Herbalife	HLF-US	990,8	6,3	38,3%	5,9	15,0%	0,6	4,6%	10,9%	10,9%	n.a.
HAIN Celestial	HAIN-US	573,2	23,8	40,5%	9,4	7,8%	0,8	1,4%	8,8%	12,5%	14,1%
Nu Skin	NUS-US	606,3	12,0	n.a.	5,6	n.a.	0,6	n.a.	10,0%	7,9%	n.a.
Cosumer Healthcare			14,0	39,4%	7,0	11,4%	0,7	3,0%	9,9%	10,4%	14,1%
Abbvie	ABBV-US	255.713,8	14,0	9,1%	12,7	8,6%	6,0	6,3%	47,8%	6,8%	16,8%
Sanofi	SAN-FR	113.364,8	11,7	11,9%	8,8	9,9%	2,6	6,4%	29,2%	6,3%	20,4%
Pfizer	PFE-US	150.886,2	12,3	10,6%	10,6	7,5%	3,7	2,1%	34,6%	6,4%	16,2%
Global Players			12,6	10,5%	10,7	8,6%	4,1	4,9%	37,2%	6,5%	17,8%
RJF	RJF-ES	221,4	19,7	24,1%	7,7	12,6%	0,8	8,2%	10,5%	2,4%	32,1%

Análisis de sensibilidad (2025e)

A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	12,1%	46,0	6,1x
Central	11,0%	41,8	6,7x
Min	9,9%	37,7	7,5x

B) Análisis de sensibilidad del FCF Rec. frente a variaciones en el EBITDA y CAPEX/Vtas

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e		
EBITDA 25e	5,0%	5,6%	6,2%
46,0	12,7	10,4	8,1
41,8	8,5	6,2	4,0
37,7	4,3	2,1	(0,2)

Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
Max	5,7%	4,7%	3,7%
Central	3,8%	2,8%	1,8%
Min	2,0%	0,9%	n.a.

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el Free Cash Flow:

1. **Riesgo de la cadena de suministro**. La actividad de RJF se basa en la fabricación y comercialización de medicamentos, inyectables y productos complementarios. Lo que hace que el modelo de negocio tenga una elevada dependencia de las cadenas de suministro. Cuya disrupción podría implicar una reducción en la capacidad de satisfacer los compromisos adquiridos con sus clientes. Una reducción del crecimiento en ingresos de -3p.p. para 2024e (+7,3% vs 10,3% estimado), reduciría un -7,6% el EBITDA estimado (EUR 33,8Mn vs EUR 36,6Mn).

2. **Inflación en los materiales necesarios para los medicamentos (principios activos) y la energía.** La inflación está teniendo efecto también en los precios de los principios activos. Materiales necesarios para la fabricación de medicamentos e inyectables, así como en los precios de la energía. Esperamos un margen bruto en línea con el 2023 del 57,7% en 2024e. Una caída de -1p.p. (2024e) en el Mg. Bruto respecto a nuestras estimaciones, implicaría una contracción del -9,3% de nuestras estimaciones de EBITDA.

3. **Riesgo reputacional y control de calidad:** El desarrollo y comercialización de productos de farmacéuticos conlleva un riesgo inherente que exige un elevado nivel de inversión para cumplir con los estándares de calidad impuestos por la EMA. Un fallo en una línea de productos podría conllevar su retirada, lo que afectaría a la reputación de la marca.

4. **Aprobación de productos por organismos públicos.** Los productos deben ser aprobados por entes reguladores públicos antes de su puesta en venta. Un retraso en el lanzamiento de nuevos productos podría suponer una contracción en el ritmo de crecimiento estimado para el período.

5. **Regulación del mercado de los antibióticos.** La línea de antibióticos (19% s/Ingresos 2023) opera en un mercado regulado que limita la capacidad de subir el precio de los mismos. La inflación ha hecho mella en los niveles de rentabilidad durante los últimos años. De mantenerse la elevada inflación podría presionar aún más los niveles de rentabilidad de RJF.

6. **Elevada presencia de activos intangibles vinculados a I+D en su balance:** A 31 de diciembre de 2023, RJF tiene registrados EUR 45,5Mn en patentes y desarrollos (c. 65% de sus activos intangibles netos). El riesgo inherente a la activación del I+D expone a RJF a sus potenciales deterioros y el aumento progresivo del gasto por amortización impactando en su P/L. Presionando el ROCE (c.4% 2024e vs 8,1% WACC).

7. **Aparición de productos sustitutivos.** El mercado de control de peso se ha visto especialmente afectado por la aparición de productos como Wegovy y Ozempic (GLP – 1, hormona intestinal sintetizada, principal componente de ambos medicamentos) que han copado el mercado. La innovación en productos es clave ante la inversión continua de competidores en busca de diferenciación y mayor cuota de mercado. E incrementa las exigencias de CAPEX y, por lo tanto, financiación y deuda.

8. **Elevadas necesidades de inversión.** La industria farmacéutica está caracterizada por los continuos avances tecnológicos y de investigación científica. La necesidad de mejora en instalaciones y de poner en marcha las medidas necesarias para cumplir con los más altos estándares de calidad podría suponer inversión adicional en CAPEX, hoy no visible en nuestros números. Estimamos un CAPEX de c.5% s/Ingresos que, en caso de que se llevaran ampliaciones de capacidad adicionales o mejoras en busca de una mayor eficiencia en la producción, supondrían unas necesidades adicionales de inversión. Si el CAPEX supusiera un 5,5% s/Ingresos 2024e (vs 5% estimado), el FCF 2024e se reduciría a break-even (vs EUR 5,4Mn de nuestro escenario central).

9. **Captación de talento y convenios.** La compañía tiene previsto un aumento salarial significativo debido a la aplicación del convenio FEIQUE (industria química) de regularización IPC en España. Los salarios supusieron el 24% de los ingresos en 2023. Un aumento adicional de esta partida tendría efectos sobre la rentabilidad operativa a medio y largo plazo.

10. **Éxito en las inversiones en empresas biotecnológicas.** RJF tiene participaciones en Syna, empresa biotecnológica que se dedica a la investigación de biosimilares. Al ser un modelo de negocio basado en la investigación y la consecución de hitos, la no materialización de estos podría influir sobre el resultado neto de RJF. En concreto, en caso de no alcanzarse los hitos previstos para 2024e (Ingresos por puesta en equivalencia EUR 0,9Mn) el BN 2024e se contraería c.-7% (vs nuestras estimaciones).

Gobierno corporativo

La tercera generación de la familia fundadora mantiene el control del Consejo y gestiona la compañía

La familia Reig (fundadora de la compañía en 1929) se mantiene como accionista de referencia con una participación total del 62,8% (todos los miembros de la familia participan en Reig Jofre Investments). Vinculada a la compañía desde su fundación (3ª generación al frente de la compañía), ocupa 3 de los 8 asientos del Consejo (uno de ellos con funciones ejecutivas). Desde el punto de vista de gobernanza, destacamos:

Tabla 11. Consejo de Administración

Miembro del Consejo	Categoría	Cargo	Fecha primer nombramiento	% Capital
Isabel Reig López*	Dominical	Presidente	2023	62,77%
Alejandro García Reig*	Dominical	Consejero/CFO	2014	0,00%
Ignasi Biosca Reig*	Dominical	Consejero/CEO	2014	0,00%
Alvaro Ybarra Zubiria[1]	Dominical	Consejero	2020	6,13%
Mª Luisa Francoli Plaza	Independiente	Consejero	2014	0,01%
Ramón Gomis I de Barbará	Independiente	Consejero	2014	0,00%
Ramiro Martínez-Pardo del Valle	Independiente	Consejero	2014	0,00%
Emilio Moraleda Martínez	Independiente	Consejero	2014	0,00%
			% total	68,9%

Nota: El % de capital incluye participación a título personal y de las Compañías que representan (directas e indirectas).
Nota*: Los tres miembros familiares participan en la Sociedad "Reig Jofre Investments" que posee el 62,8% del capital de Reig Jofre.
Nota 1: Consejero dominical a propuesta de Onchena (6,1% s/capital).

1. **Un Consejo de Administración alineado con el interés de los minoritarios…** Un Consejo controlado por la familia Reig, y con 4 de los 8 consejeros dominicales, que suponen en conjunto el 68,9% del capital, lo que implica una alta exposición del Consejo al precio de la acción.

2. **… y relativamente estable desde 2014.** Con un Consejo de Administración que se ha mantenido relativamente estable desde su salida a bolsa por fusión inversa con la antigua Natraceutical en 2015. El único cambio en c.10 años se llevó a cabo en 2020 con la salida de Antón Costas, consejero independiente y la entrada de Álvaro Ybarra en representación de Onchena (c.6% del capital).

   En 2023 se produjo la salida de Reig Jofre Investments (representado por Isabel Reig López, con el 62,8% de los derechos de voto directos) y dando entrada a Isabel Reig López (persona física). No obstante, los tres miembros de la familia Reig son accionistas de Reig Jofre Investments, lo que, *de facto*, les convierte en dominicales (con el 62,8% de los derechos de voto indirectos).

3. **Sin consejeros ejecutivos puros (es decir, sin participación accionarial directa o indirecta).** El consejo de Administración se compone de: cuatro consejeros dominicales (uno de ellos ejecutivo, Ignasi Biosca Reig, CEO con participaciones en Reig Jofre Investments) y cuatro independientes. La duración del cargo de consejero está limitada por los estatutos a un plazo de 4 años renovables por periodos de igual duración sin límite de mandatos establecido.

Tabla 12. Principales Indicadores de Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros dominicales	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos*	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	25,0%	25,0%	25,0%
% de mujeres en la plantilla	57,9%	58,5%	58,4%
Remuneración del Consejo + Alta Dirección/gastos	2,8%	3,0%	2,6%
Numero de casos de corrupción confirmados	0,0%	0,0%	0,0%

*Nota: Adicionalmente a su condición de consejero dominical, Ignasi Biosca Reig desempeña funciones ejecutivas al ostentar la posición de CEO.

4. **La remuneración del Consejo de Administración se ha mantenido estable en c.1,5% s/gastos de personal.** En 2023, la remuneración del Consejo de Administración ascendió a EUR 1,1Mn (c. 1,5% s/Gastos de Personal; en línea con los dos años anteriores). La remuneración de los consejeros independientes asciende a EUR 72 miles en 2023 (fijo de EUR 55 miles más dietas y una remuneración complementaria por pertenecer a comisiones de EUR 9 miles).

   La remuneración anual devengada por el CEO (Ignasi Biosca Reig) ascendió a EUR 650 miles en 2023. El total se desglosa en: (i) una parte fija anual de EUR 300 miles y (ii) una parte variable que puede suponer hasta el 150% de la remuneración fija.

   Esta remuneración variable se calcula en base a los siguientes parámetros establecidos por la Comisión de Nombramientos y Retribuciones: (i) un 70% a la evolución de los resultados financieros (crecimiento en Ingresos, EBITDA y cumplimiento del presupuesto) de la Sociedad y (ii) un 30% al cumplimiento de objetivos, fundamentalmente estratégicos, del negocio. Adicionalmente, percibe una remuneración por su condición de consejero dominical (EUR 28Miles). El contrato del consejero delegado (CEO) dispone de cláusula de "clawback" y de cláusula "malus".

5. **Con cláusulas de blindaje para sus fundadores**. Existen cláusulas de blindaje para Ignasi Biosca Reig (CEO) y en las que se establece que, en caso de cese de su cargo, el consejero delegado deberá percibir el equivalente a 39 días de retribución total (retribución fija + variable) por año en el que haya desempeñado funciones en la Compañía.

6. **Retribución a la alta dirección.** La remuneración de la alta dirección en 2023 y en 2022 se ha mantenido en niveles de EUR 0,9Mn. La alta dirección está compuesta por 3 miembros (excluyendo consejeros ejecutivos). No existen compromisos por complementos a pensiones, opciones sobre acciones, avales o garantías concedidas a favor del órgano de Administración y altos directivos.

7. **25% de mujeres en el Consejo y c.60% en la plantilla.** En julio de 2021 el Consejo aprueba la Política de Selección y Diversidad de miembros del Consejo. En la actualidad, mantiene un 25% de mujeres en el Consejo frente al 32% de la media nacional y el mínimo del 30% de las recomendaciones de Buen Gobierno de la CNMV. El Consejo ha mostrado su intención de buscar una consejera adicional en el futuro. El 58,4% de la plantilla 2023 estuvo formada por mujeres, incluyendo la presidenta del Consejo.

8. **Un consejo con un 50% de independientes.** Los consejeros independientes ocupan 4 asientos en el Consejo de Administración (50% del total; en línea con las recomendaciones de Buen Gobierno de la CNMV).

   El 66,7% de los miembros de la Comisión de Auditoría, Cumplimiento y Conflictos de interés y la de Nombramientos y Retribuciones son independientes. El peso de consejeros independientes garantiza contrapeso y control en las decisiones de la propiedad.

9. **Sostenibilidad y políticas ESG.** Además de publicar el Estado de Información No Financiera (EINF), RJF mantiene una actitud proactiva en términos de sostenibilidad y gobernanza. Estableciendo objetivos supervisados por el Consejo de Administración (Compromiso con los ODS) y con la aprobación de políticas explícitas de: (i) medio ambiente (reducir y gestionar correctamente los residuos), (ii) sostenibilidad, (iii) antisoborno, (iv) ética (blanqueo de capitales, seguridad y salud, canal de denuncias) (v) remuneraciones y (vi) control de riesgos (transparencia). Adicionalmente, RJF cuenta con un plan de Igualdad desde 2009 (promoción interna, conciliación, prevención del acoso).

10. **Retribución al accionista mediante "scrip dividend".** La compañía no tiene, a fecha de este informe, una política de Dividendo Ordinario (efectivo), y descartamos que la haya en el m/p. No obstante, ofrece una retribución mediante "scrip dividend" (1 acción nueva por cada 62 sobre el Beneficio de 2023; 1 acción sobre 63 sobre beneficio de 2022). De desembolsarse la totalidad del scrip dividend en efectivo, supondría un pay-out del 35%. En 2022, el 97,5% del capital social percibió las acciones nuevas emitidas (1,2Mn de acciones).

11. **Saldos y transacciones con partes vinculadas.** La principal partida corresponde a saldos acreedores con la alta dirección y con el Consejo de Administración por EUR 0,5MN en 2023. Las transacciones más significativas entre partes vinculadas se corresponden con pagos por arrendamientos de EUR 1Mn en 2023 de la compañía con Reig Jofre Investments.

Tabla 13. Comisión de Auditoría, Cumplimiento y Conflictos de Interés

Miembro de la Comisión	Categoría	Cargo
Ramón Gomis I de Barbará	Independiente	Presidente
Alejandro García Reig	Dominical	Vocal
Ramiro Martínez-Pardo del Valle	Independiente	Secretario

Tabla 14. Comisión de Nombramientos y Retribuciones

Miembro de la Comisión	Categoría	Cargo
Mª Luisa Francolí Plaza	Independiente	Presidente
Isabel Reig López	Dominical	Vocal
Emilio Moraleda Martínez	Independiente	Secretario

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Inmovilizado inmaterial	98,2	93,0	88,9	81,6	72,6	74,3	76,1	77,9
Inmovilizado material	71,6	75,1	81,2	82,5	82,1	77,2	76,8	75,4
Otros activos no corrientes	15,8	16,1	13,8	11,9	10,3	10,3	10,3	10,3
Inmovilizado financiero	1,9	2,2	2,4	4,0	5,0	5,9	6,8	7,7
Fondo de comercio y otros intangibles	29,7	30,0	29,8	29,0	28,0	28,0	28,0	28,0
Activo circulante	85,3	88,3	102,8	105,4	126,1	139,9	150,8	162,1
Total activo	**302,5**	**304,8**	**318,9**	**314,3**	**324,1**	**335,7**	**348,8**	**361,3**
Patrimonio neto	178,2	184,5	188,6	194,6	204,4	215,6	230,2	247,4
Minoritarios	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Provisiones y otros pasivos a LP	5,7	6,0	6,3	6,7	6,4	6,4	6,4	6,4
Otros pasivos no corrientes	12,8	10,5	11,6	11,0	9,8	9,8	9,8	9,8
Deuda financiera neta	64,9	58,8	56,5	50,9	44,7	39,5	33,3	24,3
Pasivo circulante	40,9	44,9	56,0	51,2	58,9	64,5	69,1	73,5
Total pasivo	**302,5**	**304,8**	**318,9**	**314,3**	**324,1**	**335,7**	**348,8**	**361,3**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 19-23	TACC 23-26e
Total Ingresos	**200,2**	**230,1**	**236,2**	**271,2**	**316,1**	**348,6**	**378,9**	**408,4**	***12,1%***	***8,9%***
Cto.Total Ingresos	*10,9%*	*14,9%*	*2,7%*	*14,8%*	*16,6%*	*10,3%*	*8,7%*	*7,8%*		
Coste de ventas	(73,9)	(89,8)	(91,5)	(113,1)	(133,7)	(147,6)	(158,4)	(170,4)		
Margen Bruto	**126,3**	**140,3**	**144,7**	**158,1**	**182,4**	**201,0**	**220,5**	**238,0**	***9,6%***	***9,3%***
Margen Bruto / Ingresos	*63,1%*	*61,0%*	*61,3%*	*58,3%*	*57,7%*	*57,7%*	*58,2%*	*58,3%*		
Gastos de personal	(57,1)	(66,4)	(64,2)	(70,5)	(75,9)	(83,8)	(91,2)	(97,4)		
Otros costes de explotación	(52,8)	(51,0)	(56,9)	(60,2)	(73,2)	(80,6)	(87,5)	(94,2)		
EBITDA recurrente	**16,4**	**22,9**	**23,7**	**27,4**	**33,3**	**36,6**	**41,8**	**46,4**	***19,4%***	***11,7%***
Cto.EBITDA recurrente	*41,5%*	*39,7%*	*3,6%*	*15,6%*	*21,5%*	*10,0%*	*14,3%*	*10,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*8,2%*	*9,9%*	*10,0%*	*10,1%*	*10,5%*	*10,5%*	*11,0%*	*11,4%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(2,3)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA	**14,1**	**22,9**	**23,7**	**27,4**	**33,3**	**36,6**	**41,8**	**46,4**	***24,0%***	***11,7%***
Depreciación y provisiones	(10,8)	(14,9)	(15,5)	(18,2)	(20,6)	(20,5)	(21,6)	(23,1)		
Gastos capitalizados	5,6	3,7	3,6	3,1	1,9	1,8	1,8	1,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(2,6)	(2,4)	(3,0)	(3,7)	(4,1)	(4,3)	(4,5)	(4,7)		
EBIT	**6,3**	**9,2**	**8,9**	**8,5**	**10,5**	**13,6**	**17,5**	**20,4**	***13,5%***	***24,7%***
Cto.EBIT	*-36,3%*	*45,8%*	*-4,0%*	*-3,7%*	*23,1%*	*29,1%*	*28,8%*	*16,5%*		
EBIT / Ingresos	*3,2%*	*4,0%*	*3,8%*	*3,1%*	*3,3%*	*3,9%*	*4,6%*	*5,0%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,1)	(2,9)	(3,2)	(1,4)	(1,0)	(1,2)	(1,1)	(0,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,1	0,1	0,1	1,6	1,0	0,9	0,9	0,9		
Beneficio ordinario	**5,3**	**6,4**	**5,8**	**8,8**	**10,5**	**13,2**	**17,3**	**20,4**	***18,6%***	***24,7%***
Cto.Beneficio ordinario	*-43,5%*	*21,0%*	*-9,9%*	*51,4%*	*19,7%*	*26,1%*	*30,6%*	*17,8%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**5,3**	**6,4**	**5,8**	**8,8**	**10,5**	**13,2**	**17,3**	**20,4**	***18,6%***	***24,7%***
Impuestos	(0,4)	(0,8)	(0,7)	(0,7)	(1,1)	(2,0)	(2,6)	(3,1)		
Tasa fiscal efectiva	*7,0%*	*11,8%*	*12,3%*	*7,6%*	*10,5%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**4,9**	**5,7**	**5,1**	**8,1**	**9,4**	**11,3**	**14,7**	**17,3**	***17,4%***	***22,6%***
Cto.Beneficio neto	*-46,2%*	*14,7%*	*-10,3%*	*59,6%*	*15,9%*	*19,7%*	*30,6%*	*17,8%*		
Beneficio ordinario neto	**7,1**	**5,7**	**5,1**	**8,1**	**9,4**	**11,3**	**14,7**	**17,3**	***7,3%***	***22,6%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-22,8%*	*-20,0%*	*-10,3%*	*59,6%*	*15,9%*	*19,7%*	*30,6%*	*17,8%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 19-23	TACC 23-26e
EBITDA recurrente						**36,6**	**41,8**	**46,4**	***19,4%***	***11,7%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(4,3)	(4,5)	(4,7)		
Var.capital circulante						(8,2)	(6,3)	(6,9)		
Cash Flow operativo recurrente						**24,1**	**31,1**	**34,8**	***22,3%***	***28,8%***
CAPEX						(15,7)	(21,2)	(21,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,2)	(1,1)	(0,9)		
Impuestos						(2,0)	(2,6)	(3,1)		
Free Cash Flow Recurrente						**5,3**	**6,2**	**9,2**	***20,0%***	***28,5%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**5,3**	**6,2**	**9,2**	***19,8%***	***28,5%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,0)	(0,1)	(0,1)		
Variación de Deuda financiera neta						**(5,2)**	**(6,2)**	**(9,1)**		

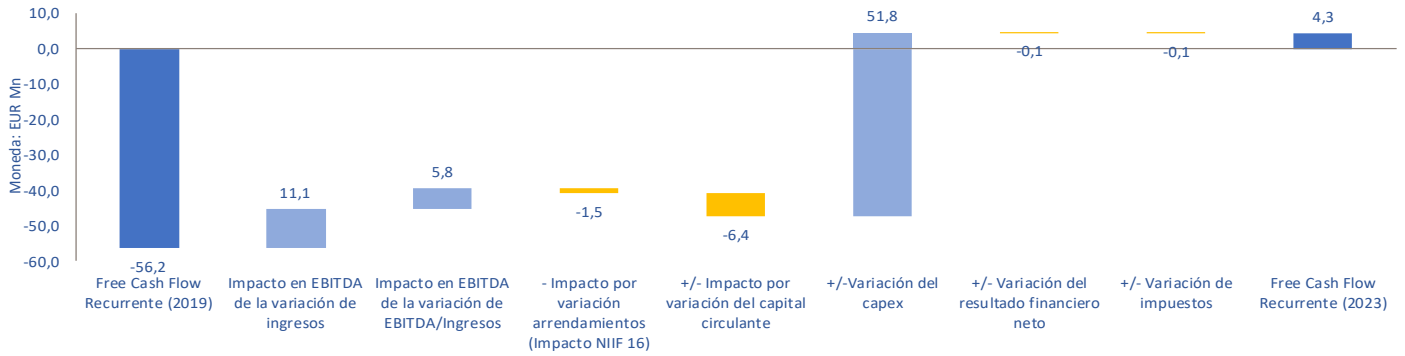
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 20-23	TACC 23-26e
EBITDA recurrente	**22,9**	**23,7**	**27,4**	**33,3**	**36,6**	**41,8**	**46,4**	***13,3%***	***11,7%***
Cto.EBITDA recurrente	*39,7%*	*3,6%*	*15,6%*	*21,5%*	*10,0%*	*14,3%*	*10,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*9,9%*	*10,0%*	*10,1%*	*10,5%*	*10,5%*	*11,0%*	*11,4%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(2,4)	(3,0)	(3,7)	(4,1)	(4,3)	(4,5)	(4,7)		
+/- Var. Capital circulante	1,0	(3,3)	(7,5)	(12,9)	(8,2)	(6,3)	(6,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	**21,4**	**17,4**	**16,2**	**16,3**	**24,1**	**31,1**	**34,8**	***-8,7%***	***28,8%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*194,4%*	*-18,8%*	*-6,8%*	*0,5%*	*48,3%*	*28,8%*	*11,9%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*9,3%*	*7,4%*	*6,0%*	*5,1%*	*6,9%*	*8,2%*	*8,5%*		
- CAPEX	3,4	1,2	(7,1)	(9,3)	(15,7)	(21,2)	(21,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,0)	(0,9)	(0,9)	(1,2)	(1,2)	(1,1)	(0,9)		
- Impuestos	(1,6)	(0,9)	(0,9)	(1,5)	(2,0)	(2,6)	(3,1)		
= Free Cash Flow recurrente	**22,2**	**16,8**	**7,3**	**4,3**	**5,3**	**6,2**	**9,2**	***-42,0%***	***28,5%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*139,4%*	*-24,3%*	*-56,6%*	*-40,7%*	*21,6%*	*18,6%*	*47,1%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*9,6%*	*7,1%*	*2,7%*	*1,4%*	*1,5%*	*1,6%*	*2,2%*		
- Gastos de reestructuración y otros	2,1	0,2	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(15,0)	(15,0)	(2,0)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**9,2**	**2,0**	**5,3**	**4,3**	**5,3**	**6,2**	**9,2**	***-22,3%***	***28,5%***
Cto. Free Cash Flow	*112,1%*	*-78,7%*	*169,6%*	*-18,3%*	*21,6%*	*18,6%*	*47,1%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*10,0%*	*7,6%*	*3,3%*	*2,0%*	*2,4%*	*2,8%*	*4,1%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*4,2%*	*0,9%*	*2,4%*	*2,0%*	*2,4%*	*2,8%*	*4,1%*		

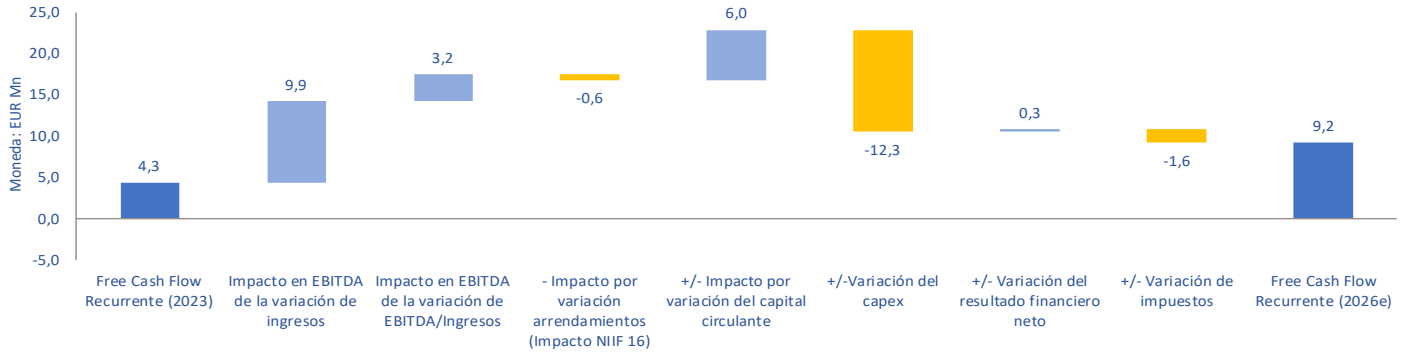
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(56,2)**	**22,2**	**16,8**	**7,3**	**4,3**	**5,3**	**6,2**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	2,4	0,6	3,5	4,5	3,4	3,2	3,3
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	4,1	0,2	0,2	1,4	(0,1)	2,1	1,3
= Variación EBITDA recurrente	**6,5**	**0,8**	**3,7**	**5,9**	**3,3**	**5,2**	**4,5**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,1	(0,6)	(0,7)	(0,4)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
+/- Impacto por variación del capital circulante	7,5	(4,3)	(4,2)	(5,4)	4,7	1,9	(0,6)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**14,1**	**(4,0)**	**(1,2)**	**0,1**	**7,9**	**7,0**	**3,7**
+/-Variación del CAPEX	64,5	(2,2)	(8,3)	(2,2)	(6,4)	(5,5)	(0,5)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	0,1	(0,0)	(0,3)	(0,0)	0,1	0,2
+/- Variación de impuestos	(0,3)	0,7	0,0	(0,6)	(0,5)	(0,6)	(0,5)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**78,4**	**(5,4)**	**(9,5)**	**(3,0)**	**0,9**	**1,0**	**2,9**
Free Cash Flow Recurrente	**22,2**	**16,8**	**7,3**	**4,3**	**5,3**	**6,2**	**9,2**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 20-23	TACC 23-26e
EBIT	**9,2**	**8,9**	**8,5**	**10,5**	**13,6**	**17,5**	**20,4**	***4,4%***	***24,7%***
** Tasa fiscal teórica*	*11,8%*	*12,3%*	*7,6%*	*10,5%*	*15,0%*	*15,0%*	*15,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,1)	(1,1)	(0,6)	(1,1)	(2,0)	(2,6)	(3,1)		
EBITDA recurrente	**22,9**	**23,7**	**27,4**	**33,3**	**36,6**	**41,8**	**46,4**	***13,3%***	***11,7%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(2,4)	(3,0)	(3,7)	(4,1)	(4,3)	(4,5)	(4,7)		
+/- Var. Capital circulante	1,0	(3,3)	(7,5)	(12,9)	(8,2)	(6,3)	(6,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	**21,4**	**17,4**	**16,2**	**16,3**	**24,1**	**31,1**	**34,8**	***-8,7%***	***28,8%***
- CAPEX	3,4	1,2	(7,1)	(9,3)	(15,7)	(21,2)	(21,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,1)	(1,1)	(0,6)	(1,1)	(2,0)	(2,6)	(3,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**23,7**	**17,5**	**8,4**	**5,9**	**6,4**	**7,3**	**10,1**	***-37,2%***	***19,7%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*143,7%*	*-26,3%*	*-51,8%*	*-30,4%*	*9,6%*	*13,4%*	*38,1%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	10,3%	7,4%	3,1%	1,9%	1,8%	1,9%	2,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(15,0)	(15,0)	(2,0)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**8,7**	**2,5**	**6,4**	**5,9**	**6,4**	**7,3**	**10,1**	***-12,3%***	***19,7%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*111,7%*	*-71,7%*	*160,7%*	*-8,7%*	*9,6%*	*13,4%*	*38,1%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*8,4%*	*6,2%*	*3,0%*	*2,1%*	*2,3%*	*2,6%*	*3,6%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*3,1%*	*0,9%*	*2,3%*	*2,1%*	*2,3%*	*2,6%*	*3,6%*		

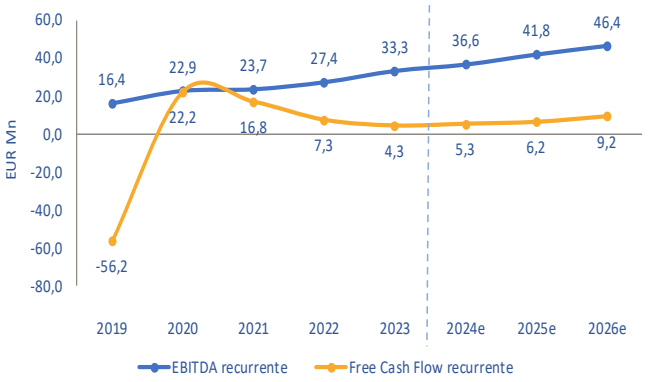
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)



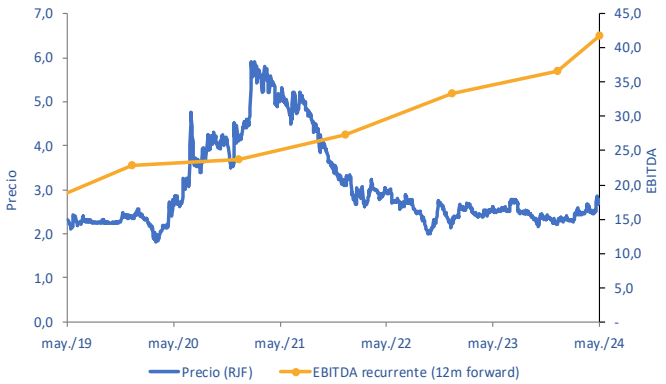
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)



Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	221,4	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 3m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	15,7	Rdos. 3m 2024
+ Deuda financiera neta	48,5	Rdos. 3m 2024
- Inmovilizado financiero	4,7	Rdos. 3m 2024
+/- Otros		Rdos. 3m 2024
Enterprise Value (EV)	**281,0**	

Anexo 4. Comportamiento histórico(1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 13-23	TACC 23-26e
Total Ingresos			**156,9**	**161,1**	**168,0**	**180,5**	**200,2**	**230,1**	**236,2**	**271,2**	**316,1**	**348,6**	**378,9**	**408,4**	***n.a.***	***8,9%***
Cto. Total ingresos			*n.a.*	*2,7%*	*4,3%*	*7,4%*	*10,9%*	*14,9%*	*2,7%*	*14,8%*	*16,6%*	*10,3%*	*8,7%*	*7,8%*		
EBITDA			**17,1**	**15,3**	**12,1**	**11,6**	**14,1**	**22,9**	**23,7**	**27,4**	**33,3**	**36,6**	**41,8**	**46,4**	***n.a.***	***11,7%***
Cto. EBITDA			*n.a.*	*-10,3%*	*-21,4%*	*-4,1%*	*21,6%*	*62,6%*	*3,6%*	*15,6%*	*21,5%*	*10,0%*	*14,3%*	*10,8%*		
EBITDA/Ingresos			*10,9%*	*9,5%*	*7,2%*	*6,4%*	*7,0%*	*9,9%*	*10,0%*	*10,1%*	*10,5%*	*10,5%*	*11,0%*	*11,4%*		
Beneficio neto			**8,7**	**7,6**	**8,8**	**9,2**	**4,9**	**5,7**	**5,1**	**8,1**	**9,4**	**11,3**	**14,7**	**17,3**	***n.a.***	***22,6%***
Cto. Beneficio neto			*n.a.*	*-13,3%*	*16,2%*	*4,1%*	*-46,2%*	*14,7%*	*-10,3%*	*59,6%*	*15,9%*	*19,7%*	*30,6%*	*17,8%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)			928,7	62,9	63,1	65,3	71,3	76,4	76,9	77,7	78,8	79,6	79,6	79,6		
BPA (EUR)			0,01	0,12	0,14	0,14	0,07	0,07	0,07	0,10	0,12	0,14	0,18	0,22	*n.a.*	*22,2%*
Cto. BPA			*n.a.*	*n.a.*	*15,8%*	*0,7%*	*-50,7%*	*7,1%*	*-10,9%*	*57,9%*	*14,3%*	*18,5%*	*30,6%*	*17,8%*		
BPA ord. (EUR)			0,01	0,12	0,14	0,14	0,10	0,07	0,07	0,10	0,12	0,14	0,18	0,22	*n.a.*	*22,2%*
Cto. BPA ord.			*n.a.*	*n.a.*	*15,8%*	*0,7%*	*-29,3%*	*-25,3%*	*-10,9%*	*57,9%*	*14,3%*	*18,5%*	*30,6%*	*17,8%*		
CAPEX			10,5	12,2	17,6	21,1	(61,1)	3,4	1,2	(7,1)	(9,3)	(15,7)	(21,2)	(21,6)		
CAPEX/Vtas %)			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*30,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*2,6%*	*2,9%*	*4,5%*	*5,6%*	*5,3%*		
Free Cash Flow			**4,0**	**(12,2)**	**3,7**	**(1,1)**	**(76,2)**	**9,2**	**2,0**	**5,3**	**4,3**	**5,3**	**6,2**	**9,2**	**n.a.**	**28,5%**
DN/EBITDA (x)(2)			*0,7x*	*1,2x*	*1,2x*	*1,9x*	*4,6x*	*2,6x*	*2,4x*	*1,9x*	*1,3x*	*1,1x*	0,8x	0,5x		
PER (x)			*n.a.*	*23,6x*	*15,5x*	*15,2x*	*34,6x*	*56,6x*	*47,6x*	*20,5x*	*18,6x*	*19,7x*	15,1x	12,8x		
EV/Vtas (x)			*1,44x*	*1,36x*	*1,00x*	*0,96x*	*1,30x*	*1,74x*	*1,32x*	*0,83x*	*0,71x*	*0,81x*	0,74x	0,69x		
EV/EBITDA (x)(2)			*13,2x*	*14,3x*	*14,0x*	*15,0x*	*18,5x*	*17,5x*	*13,2x*	*8,2x*	*6,8x*	*7,7x*	6,7x	6,1x		
Comport. Absoluto			*-6,2%*	*-9,6%*	*-24,1%*	*-1,2%*	*12,1%*	*75,5%*	*-25,2%*	*-32,0%*	*4,1%*	*25,0%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35			*1,0%*	*-7,7%*	*-29,3%*	*16,2%*	*0,3%*	*107,5%*	*-30,7%*	*-28,0%*	*-15,2%*	*12,3%*				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales comparables 2024e

		Genéricos e Inyectables				Specialty Pharma				Cosumer Healthcare				Global Players				
	EUR Mn	Viatris	Teva	Sandoz	Average	Incyte Corporation	Eli Lilly	Novartis	Average	Herbalife	HAIN Celestial	Nu Skin	Average	Abbvie	Sanofi	Pfizer	Average	RJF
Datos Mercado	Ticker (Factset)	VTRS-US	TEVA-US	SDZ-CH		INCY-US	LLY-US	NOVN-CH		HLF-US	HAIN-US	NUS-US		ABBV-US	SAN-FR	PFE-US		RJF-ES
	País	USA	Israel	Switzerland		USA	USA	Switzerland		USA	USA	USA		USA	France	USA		Spain
	Market cap	11.428,1	17.469,3	13.913,0		11.881,3	707.528,9	202.540,6		990,8	573,2	606,3		255.713,8	113.364,8	150.886,2		221,4
	Enterprise value (EV)	27.205,3	33.520,1	16.820,1		8.365,4	729.389,5	204.705,6		3.019,6	1.329,7	916,3		307.320,3	122.185,5	204.257,9		281,0
Información financiera básica	Total Ingresos	13.918,8	14.708,4	9.479,9		3.763,3	39.473,9	45.406,9		4.735,2	1.601,3	1.635,1		50.815,9	47.270,2	55.781,3		348,6
	Cto.Total Ingresos	*-1,9%*	*0,7%*	*5,2%*	*1,3%*	*10,4%*	*25,5%*	*10,3%*	*15,4%*	*1,5%*	*-3,3%*	*-9,9%*	*-3,9%*	*1,5%*	*9,8%*	*3,4%*	*4,9%*	*10,3%*
	2y TACC (2024e - 2026e)	*-1,0%*	*3,0%*	*5,8%*	*2,6%*	*10,1%*	*20,6%*	*2,7%*	*11,2%*	*4,6%*	*1,4%*	*n.a.*	*3,0%*	*6,3%*	*6,4%*	*2,1%*	*4,9%*	*8,2%*
	EBITDA	4.478,9	4.396,1	1.865,9		916,2	14.743,8	17.992,9		514,4	141,0	162,8		24.269,8	13.819,1	19.303,3		36,6
	Cto. EBITDA	*2,7%*	*9,6%*	*17,6%*	*9,9%*	*35,3%*	*34,9%*	*-1,4%*	*22,9%*	*28,7%*	*13,1%*	*28,3%*	*23,4%*	*-1,7%*	*6,6%*	*98,9%*	*34,6%*	*10,0%*
	2y TACC (2024e - 2026e)	*-0,8%*	*5,5%*	*13,2%*	*6,0%*	*31,8%*	*32,8%*	*4,0%*	*22,9%*	*15,0%*	*7,8%*	*n.a.*	*11,4%*	*8,6%*	*9,9%*	*7,5%*	*8,6%*	*12,6%*
	EBITDA/Ingresos	*32,2%*	*29,9%*	*19,7%*	*27,3%*	*24,3%*	*37,4%*	*39,6%*	*33,8%*	*10,9%*	*8,8%*	*10,0%*	*9,9%*	*47,8%*	*29,2%*	*34,6%*	*37,2%*	*10,5%*
	EBIT	4.151,9	3.937,3	1.587,6		1.010,9	13.396,3	16.526,4		388,9	89,6	94,7		23.543,7	12.260,1	15.822,6		13,6
	Cto. EBIT	*119,3%*	*33,6%*	*42,8%*	*65,2%*	*68,2%*	*40,7%*	*53,7%*	*54,2%*	*31,8%*	*8,8%*	*50,9%*	*30,5%*	*41,2%*	*33,5%*	*305,2%*	*126,7%*	*29,1%*
	2y TACC (2024e - 2026e)	*-0,3%*	*6,1%*	*14,8%*	*6,9%*	*24,0%*	*33,9%*	*4,2%*	*20,7%*	*19,0%*	*13,2%*	*n.a.*	*16,1%*	*8,8%*	*11,2%*	*8,7%*	*9,6%*	*22,5%*
	EBIT/Ingresos	*29,8%*	*26,8%*	*16,7%*	*24,4%*	*26,9%*	*33,9%*	*36,4%*	*32,4%*	*8,2%*	*5,6%*	*5,8%*	*6,5%*	*46,3%*	*25,9%*	*28,4%*	*33,5%*	*3,9%*
	Beneficio Neto	3.065,0	2.575,3	793,7		910,7	11.261,7	13.499,4		131,4	24,1	44,6		18.404,6	9.528,7	12.382,8		11,3
	Cto. Beneficio Neto	*n.a.*	*599,7%*	*n.a.*	*599,7%*	*65,3%*	*133,1%*	*73,9%*	*90,8%*	*0,2%*	*122,4%*	*462,4%*	*195,0%*	*314,1%*	*76,5%*	*529,6%*	*306,7%*	*19,7%*
	2y TACC (2024e - 2026e)	*0,3%*	*9,3%*	*23,0%*	*10,9%*	*19,3%*	*35,1%*	*4,2%*	*19,5%*	*45,8%*	*43,2%*	*n.a.*	*44,5%*	*9,0%*	*11,5%*	*9,8%*	*10,1%*	*24,1%*
	CAPEX/Ventas	*2,1%*	*3,2%*	*5,4%*	*3,6%*	*1,1%*	*7,3%*	*3,3%*	*3,9%*	*2,8%*	*2,3%*	*3,1%*	*2,7%*	*1,4%*	*5,3%*	*4,8%*	*3,8%*	*4,5%*
	Free Cash Flow	2.693,2	1.797,0	483,4		936,6	8.243,3	12.419,2		107,5	71,7	47,9		17.378,4	7.172,0	9.712,2		5,3
	Deuda financiera Neta	12.503,7	13.558,6	2.644,6		(3.608,0)	15.672,7	10.020,5		n.a.	643,6	177,0		52.650,5	4.685,5	53.511,0		39,5
	DN/EBITDA (x)	2,8	3,1	1,4	2,4	n.a.	1,1	0,6	0,8	n.a.	4,6	1,1	2,8	2,2	0,3	2,8	1,8	1,1
	Pay-out	*18,6%*	*0,0%*	*33,0%*	*17,2%*	*0,0%*	*39,3%*	*52,4%*	*30,6%*	*0,0%*	*n.a.*	*24,7%*	*12,3%*	*55,3%*	*50,6%*	*71,0%*	*59,0%*	*-0,7%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	3,8	6,8	12,9	7,9	13,7	59,2	13,9	28,9	6,3	23,8	12,0	14,0	14,0	11,7	12,3	12,6	19,7
	P/BV (x)	0,6	2,0	1,6	1,4	2,3	n.a.	4,5	3,4	n.a.	0,7	n.a.	0,7	n.a.	1,5	1,9	1,7	1,0
	EV/Ingresos (x)	2,0	2,3	1,8	2,0	2,2	18,5	4,5	8,4	0,6	0,8	0,6	0,7	6,0	2,6	3,7	4,1	0,8
	EV/EBITDA (x)	6,1	7,6	9,0	7,6	9,1	49,5	11,4	23,3	5,9	9,4	5,6	7,0	12,7	8,8	10,6	10,7	7,7
	EV/EBIT (x)	6,6	8,5	10,6	8,6	8,3	n.a.	12,4	10,3	7,8	14,8	9,7	10,8	13,1	10,0	12,9	12,0	20,7
	ROE	*15,5*	*29,1*	*12,7*	*19,1*	*16,5*	*67,5*	*32,4*	*38,8*	*n.a.*	*2,7*	*n.a.*	*2,7*	*215,2*	*12,4*	*15,3*	*81,0*	*5,4*
	FCF Yield (%)	*23,6*	*10,3*	*3,5*	*12,4*	*7,9*	*1,2*	*6,1*	*5,1*	*10,9*	*12,5*	*7,9*	*10,4*	*6,8*	*6,3*	*6,4*	*6,5*	*2,4*
	DPA	*0,47*	*0,00*	*0,61*	*0,36*	*0,00*	*4,91*	*3,41*	*2,77*	*0,00*	*n.a.*	*0,22*	*0,11*	*5,76*	*3,85*	*1,56*	*3,72*	*0,00*
	Dvd Yield	*4,9%*	*0,0%*	*1,9%*	*2,3%*	*0,0%*	*0,7%*	*3,7%*	*1,4%*	*0,0%*	*n.a.*	*1,8%*	*0,9%*	*4,0%*	*4,3%*	*5,9%*	*4,7%*	*n.a.*

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 915 904 226
institutodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui
Head of research
alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Luis Esteban Arribas, CESGA
Equity research
luis.esteban@institutodeanalistas.com

Enrique Andrés Abad, CFA
Equity research
enrique.andres@institutodeanalistas.com

José Miguel Cabrera van Grieken
Equity research
Jose.cabrera@institutodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA
ESG Analyst & Data analytics
jesus.lopez@institutodeanalistas.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institutodeanalistas.com/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros, asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).

2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.

3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.

4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.

5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.

6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.

7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.

8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.

10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.

11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.

12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@institutodeanalistas.com o consulte el contenido de este Código en https://institutodeanalistas.com.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
27-May-2024	n.a.	2,78	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas, CESGA