

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Pharmaceuticals

Precio de Cierre: EUR 2,83 (29 jul 2024)

Fecha del informe: 30 jul 2024 ((15:40h))

Resultados 6m 2024

Análisis Independiente de Compañías

Resultados 6m 2024

 Opinión ⁽¹⁾: En línea

 Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

Luis Esteban Arribas, CESGA – luis.esteban@institutodeanalistas.com

+34 915 904 226

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).

1S24: En línea. Crecimiento (+10%) y rentabilidad a bajo riesgo

SÓLIDO CRECIMIENTO EN INGRESOS (+9,9% VS 1S23)... RJF cierra con unos ingresos 1S24 de EUR 172,7Mn (vs EUR 157,2Mn en 1S23). Por geografías, las ventas internacionales ganan +2p.p. en el mix (vs 1S23) hasta el 56% de los ingresos. Principalmente en Europa, donde los ingresos crecen +19%. Los servicios prestados a terceros (CDMO), más rentables, alcanzan los EUR 24Mn (vs EUR 20,4Mn en 1S23).

... CON SPECIALTY PHARMA COMO PRINCIPAL MOTOR (+18,6% VS 1S23). Que engloba medicamentos con y sin receta en dónde destaca la línea de dermatología que sigue creciendo a tasas muy elevadas (+34%) gracias a las ventas de Ciclo-Tech, mientras que osteoarticular crece un +9%. Specialty Pharma ya supone el 33% del mix de ingresos (vs 30% en 1S23). Por otro lado, Pharma Technologies (antibióticos genéricos, inyectables y liofilizados) crece +8,8%, empujada por la recuperación de la demanda de antibióticos y la facturación por la reserva de capacidad estratégica a la Comisión Europea. El freno en la fabricación de marcas de terceros y el foco en marca propia mantiene estable la división de Consumer Healthcare.

SIN PERDER DE VISTA SUS NIVELES DE RENTABILIDAD. La mejora del Margen Bruto hasta el 59,7% (+0,4p.p. vs 1S23) y la contención de otros gastos de explotación (+5,1%) compensan el aumento del gasto de personal (+15,2% vs 1S23) por la actualización del Convenio FEIQUE (industria química). Y expanden el crecimiento en EBITDA rec. 1S24 (EUR 19,1Mn; +13,2% vs 1S23; Mg. EBITDA rec. 11,0%, +0,3p.p.).

LA DEUDA NETA AUMENTA HASTA EUR 57MN POR LAS NECESIDADES DE CIRCULANTE. Aumento puntual por las necesidades de circulante del 1S24 (Var. WC 1S24: EUR 15,4Mn) de la DN (+27%) que debería reducirse durante el 2S24 hasta EUR 39,5Mn a cierre de 2023 (DN/EBITDA 24e 1,1x). Una posición que le permitirá continuar realizando inversiones para mejorar la eficiencia de sus procesos.

BENEFICIO NETO EN LÍNEA. El EBIT crece un 30% (en línea con nuestras estimaciones para cierre del año). Aunque el BN se mantiene plano (-2,6% vs 1S23) por los resultados de puesta en equivalencia de la filial Syna (en julio de 2024 se ha completado un hito necesario de su actividad, por lo que la mejora debería ser visible en los resultados 9m24).

ELEVADA VISIBILIDAD EN UN NEGOCIO DEFENSIVO. PER 2025E 15,6X. RJF cumple expectativas. Compañía en crecimiento con foco en mejorar los niveles de rentabilidad. Las altas barreras de entrada y una demanda inelástica de sus productos ofrecen una idea dentro del sector farma español que pese al buen comportamiento YTD (+27,3%; +10,5% vs sector) estaría cotizando EV/EBITDA Rec. 2024e 8,1x (vs 11,8x de las grandes Farmas). Y PER 15,6x en 2025e.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	228,9	247,6
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	294,9	319,0
Número de Acciones (Mn)	80,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,20 / 2,51 / 2,15	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,04	
Rotación ⁽³⁾	4,5	
Factset / Bloomberg	RJF-ES / RJF SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

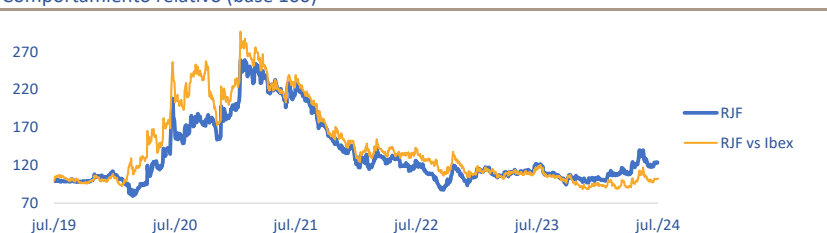
Reig Jofre Investments	62,8
Kaizaharra Corp	10,1
Onchena	6,1
Quaero Capital	3,0
Free Float	18,0

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	78,8	80,3	80,9	80,9
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 ⁽⁴⁾	0,5	15,4	16,9	12,5
Beneficio neto	9,4	11,3	14,7	17,3
BPA (EUR)	0,12	0,14	0,18	0,21
% Var.	14,3	17,5	29,7	17,8
BPA ord. (EUR)	0,12	0,14	0,18	0,21
% Var.	14,3	17,5	29,7	17,8
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	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 (%) ⁽⁵⁾	3,8	4,6	5,7	6,5

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	23,7	20,2	15,6	13,2
PER Ordinario	23,7	20,2	15,6	13,2
P/BV	1,1	1,1	1,0	0,9
Dividend Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Ventas	0,93	0,85	0,78	0,72
EV/EBITDA Rec.	8,9	8,1	7,0	6,4
EV/EBIT	28,1	21,7	16,9	14,5
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	1,9	2,3	2,7	4,0

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	3,7	14,1	2,3	27,3	-45,6	24,1
vs Ibxex 35	2,0	13,9	-10,9	15,6	-57,0	2,8
vs Ibxex Small Cap Index	1,6	9,3	-4,2	16,8	-46,2	-6,4
vs Eurostoxx 50	5,4	18,0	-5,1	19,5	-53,5	-9,2
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	2,3	6,8	-11,5	10,5	-55,5	-16,3

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

(3) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Health Care.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(6) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

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

Resultados 6m 2024
Tabla 1. Resultados 1S24

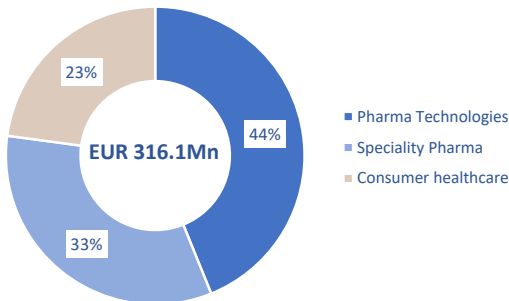
EUR Mn	6m24 Real	6m23	6m24 Real vs 6m23	2024e	2024e vs 2023	2T24	2T24 vs 2T23
Total Ingresos	172,7	157,2	9,9%	348,6	10,3%	86,3	9,7%
Pharma Technologies	78,4	72,1	8,8%	148,1	6,8%	41,9	11,3%
Speciality Pharma	57,5	48,5	18,6%	123,5	17,5%	28,2	11,8%
Consumer healthcare	36,6	36,6	0,1%	77,0	6,6%	16,0	1,6%
EBITDA (Recurrente)⁽¹⁾	19,1	16,9	13,2%	36,6	10,0%	9,3	14,8%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>11,0%</i>	<i>10,7%</i>	<i>0,3 p.p.</i>	<i>10,5%</i>	<i>0,0 p.p.</i>	<i>10,8%</i>	<i>0,5 p.p.</i>
EBITDA⁽¹⁾	19,2	17,0	13,1%	36,6	10,0%	9,4	14,7%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>11,1%</i>	<i>10,8%</i>	<i>0,3 p.p.</i>	<i>10,5%</i>	<i>0,0 p.p.</i>	<i>10,8%</i>	<i>0,5 p.p.</i>
EBIT	7,7	6,0	29,6%	13,6	29,1%	3,2	22%
BAI	6,5	6,7	-2,6%	13,2	26,1%	2,7	21,8%
BN	5,5	5,7	-2,6%	11,3	19,7%	2,3	22%
		12m23					
Deuda Neta ⁽²⁾	57,0	44,7	27%	39,5	-12%		

Nota 1. EBITDA recurrente y EBITDA ajustado para excluir el impacto de activaciones.

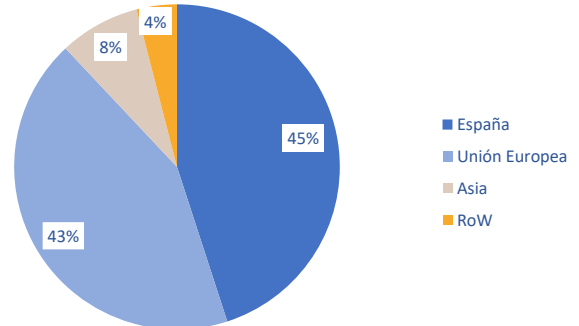
Nota 2. La Deuda Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16.

La compañía en 8 gráficos

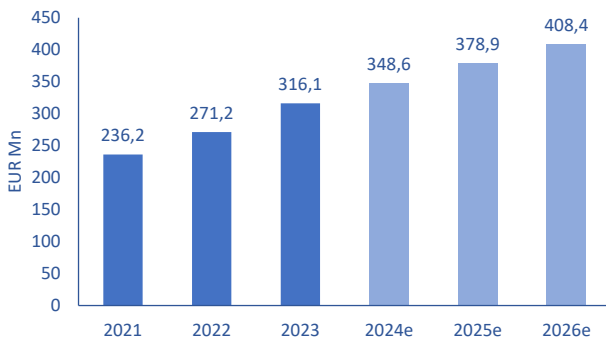
La capacidad de RJF para producir una amplia gama de productos le permite generar ingresos de sus 3 líneas de negocio



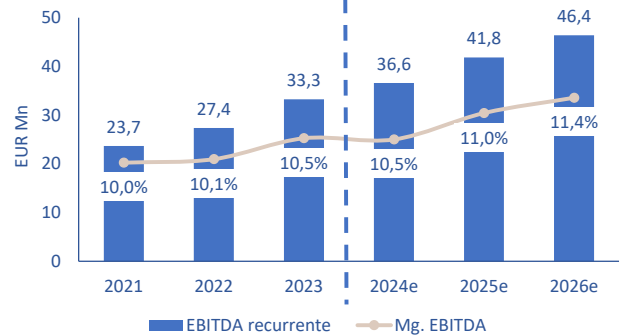
Con exposición a Asia (8% en 2023) los ingresos se encuentran diversificados (también) geográficamente (c. 55% 2023)



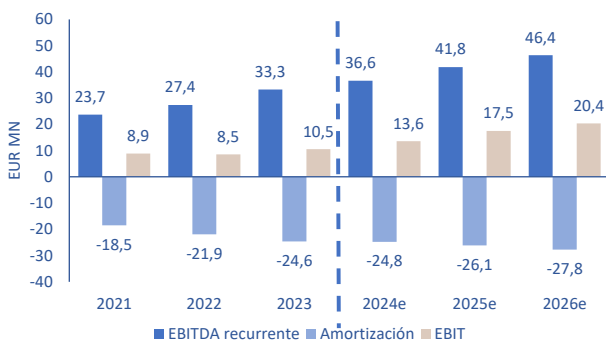
Esperamos que continúe el crecimiento en ingresos a dígitos altos hasta 2026e (+8,9% TACC 2023-2026e)...



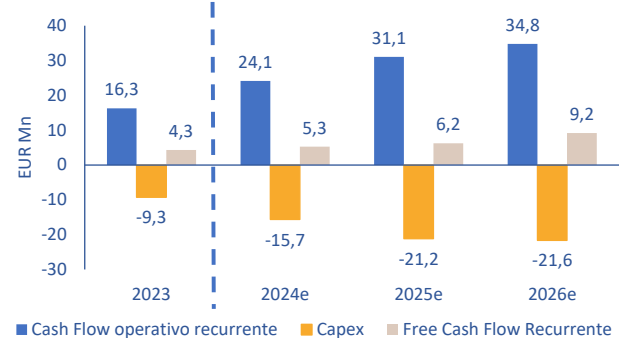
... y el apalancamiento operativo permitirá mejorar los niveles de rentabilidad (Mg. EBITDA 26e: 11,4%; pese a la presión en Mg. Bruto)



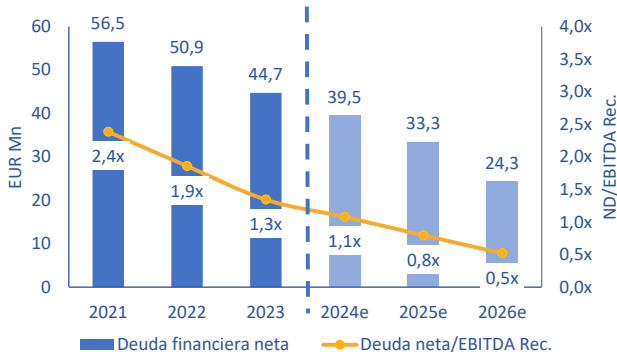
El crecimiento en EBITDA (+11,7% TACC 23-26e) mitigará la amortización y permitirá doblar el EBIT en 26e hasta EUR 20,1Mn



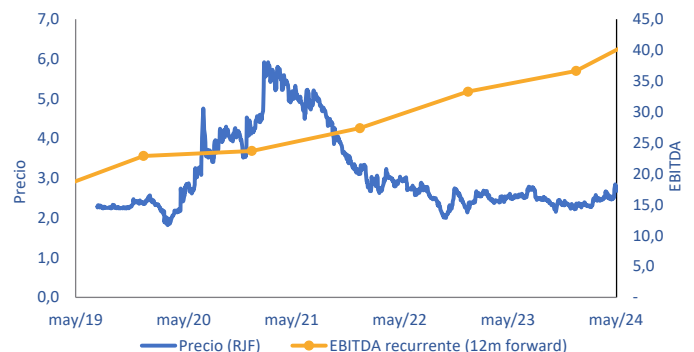
Un negocio muy intensivo en Capex (5% s/Ingresos), que seguirá marcando la generación de caja (FCF 26e: EUR 9,2Mn)



...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



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	158,6			
Market Cap	228,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	57,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2024)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
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)	3,2%	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	9,4%	Ke = Rf + (R * B)			8,3%	10,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	80,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	19,9%	D			=	=	
WACC	7,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			6,9%	8,8%	
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	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
Viatrix	VTRS-US	13.100,1	4,4	1,9%	6,5	-0,9%	2,1	-0,8%	31,9%	31,1%	-19,2%
Teva	TEVA-US	17.819,1	6,8	9,9%	7,6	5,8%	2,3	3,4%	29,9%	8,1%	41,2%
Sandoz	SDZ-CH	16.736,9	15,3	17,3%	10,5	13,1%	2,1	5,7%	19,7%	2,9%	47,0%
Genéricos e Inyectables			8,8	9,7%	8,2	6,0%	2,1	2,8%	27,2%	14,0%	23,0%
Incyte Corporation	INCY-US	12.493,5	16,6	22,2%	9,7	32,0%	2,4	9,7%	24,5%	7,3%	15,6%
Eli Lilly	LLY-US	709.807,6	59,4	35,9%	49,4	33,5%	18,5	20,7%	37,4%	1,2%	41,3%
Novartis	NOVN-CH	224.011,4	14,9	6,5%	12,3	4,3%	4,9	2,8%	40,0%	5,7%	9,2%
Specialty Pharma			30,3	21,5%	23,8	23,3%	8,6	11,1%	34,0%	4,7%	22,1%
Herbalife	HLF-US	1.143,3	7,6	39,1%	6,2	14,2%	0,7	4,5%	10,9%	9,4%	n.a.
HAIN Celestial	HAIN-US	616,3	23,7	40,3%	9,7	7,8%	0,9	1,4%	8,8%	11,7%	14,1%
Nu Skin	NUS-US	493,6	9,8	n.a.	4,9	n.a.	0,5	n.a.	10,0%	9,7%	n.a.
Consumer Healthcare			13,7	39,7%	6,9	11,0%	0,7	3,0%	9,9%	10,3%	14,1%
Abbvie	ABBV-US	297.043,3	16,8	11,5%	14,5	9,8%	6,8	6,3%	46,7%	5,7%	18,5%
Sanofi	SAN-FR	121.507,2	12,5	12,0%	9,9	9,8%	2,9	6,5%	29,2%	5,9%	19,6%
Pfizer	PFE-US	160.944,6	13,1	10,3%	11,0	7,3%	3,8	1,9%	34,7%	6,5%	9,8%
Global Players			14,1	11,2%	11,8	8,9%	4,5	4,9%	36,9%	6,0%	16,0%
RJF	RJF-ES	228,9	20,2	23,6%	8,1	12,6%	0,8	8,2%	10,5%	2,3%	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	6,4x
Central	11,0%	41,8	7,0x
Min	9,9%	37,7	7,8x

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

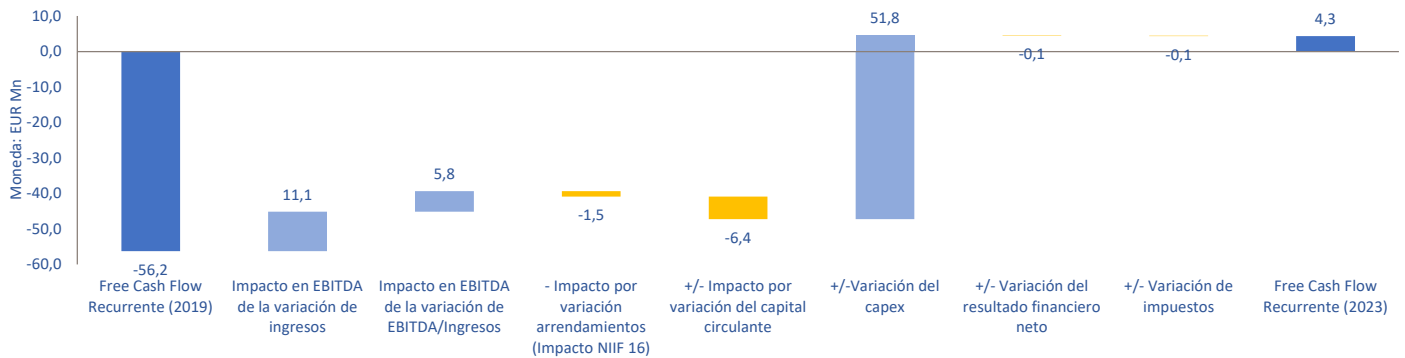
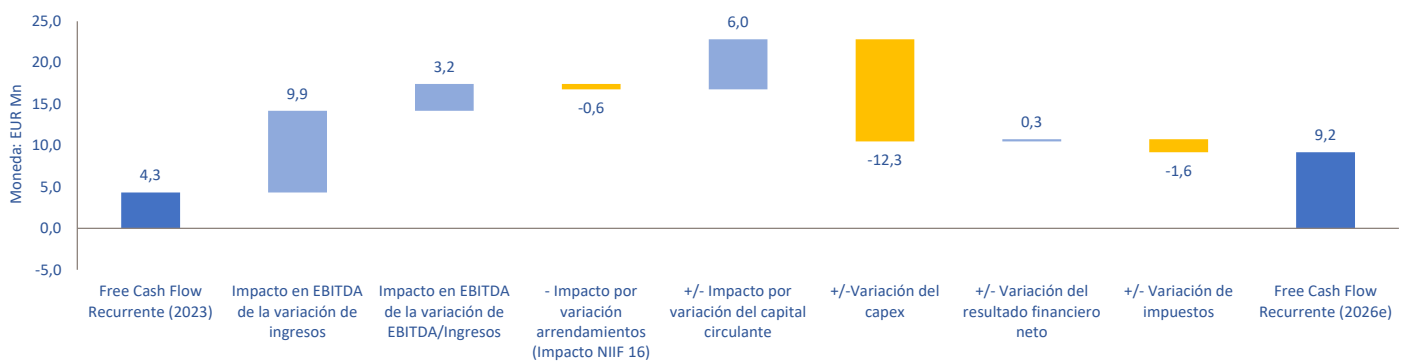
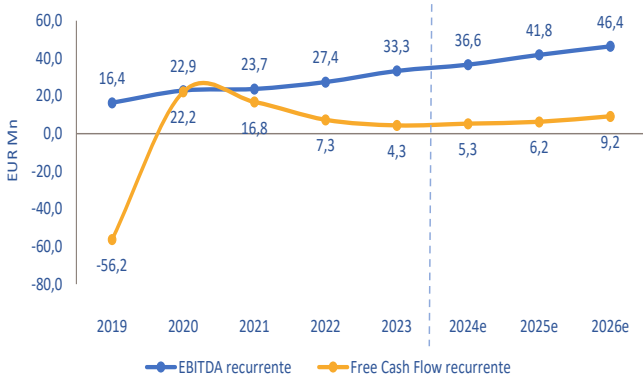
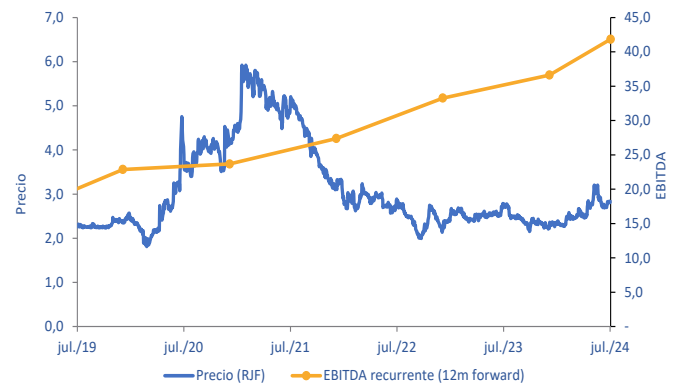
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
EBITDA 25e	5,0%	5,6%	6,2%	Max	5,5%	4,5%	3,6%
46,0	12,7	10,4	8,1	Central	3,7%	2,7%	1,7%
41,8	8,5	6,2	4,0	Min	1,9%	0,9%	n.a.
37,7	4,3	2,1	(0,2)				

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		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	200,2	230,1	236,2	271,2	316,1	348,6	378,9	408,4	12,1%	8,9%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>10,9%</i>	<i>14,9%</i>	<i>2,7%</i>	<i>14,8%</i>	<i>16,6%</i>	<i>10,3%</i>	<i>8,7%</i>	<i>7,8%</i>		
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%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>63,1%</i>	<i>61,0%</i>	<i>61,3%</i>	<i>58,3%</i>	<i>57,7%</i>	<i>57,7%</i>	<i>58,2%</i>	<i>58,3%</i>		
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%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>41,5%</i>	<i>39,7%</i>	<i>3,6%</i>	<i>15,6%</i>	<i>21,5%</i>	<i>10,0%</i>	<i>14,3%</i>	<i>10,8%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>8,2%</i>	<i>9,9%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,1%</i>	<i>10,5%</i>	<i>10,5%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,4%</i>		
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%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-36,3%</i>	<i>45,8%</i>	<i>-4,0%</i>	<i>-3,7%</i>	<i>23,1%</i>	<i>29,1%</i>	<i>28,8%</i>	<i>16,5%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>3,2%</i>	<i>4,0%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>3,9%</i>	<i>4,6%</i>	<i>5,0%</i>		
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%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-43,5%</i>	<i>21,0%</i>	<i>-9,9%</i>	<i>51,4%</i>	<i>19,7%</i>	<i>26,1%</i>	<i>30,6%</i>	<i>17,8%</i>		
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)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>7,0%</i>	<i>11,8%</i>	<i>12,3%</i>	<i>7,6%</i>	<i>10,5%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>		
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%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-46,2%</i>	<i>14,7%</i>	<i>-10,3%</i>	<i>59,6%</i>	<i>15,9%</i>	<i>19,7%</i>	<i>30,6%</i>	<i>17,8%</i>		
Beneficio ordinario neto	7,1	5,7	5,1	8,1	9,4	11,3	14,7	17,3	7,3%	22,6%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-22,8%</i>	<i>-20,0%</i>	<i>-10,3%</i>	<i>59,6%</i>	<i>15,9%</i>	<i>19,7%</i>	<i>30,6%</i>	<i>17,8%</i>		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	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	23-26e
EBITDA recurrente	22,9	23,7	27,4	33,3	36,6	41,8	46,4	13,3%	11,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	39,7%	3,6%	15,6%	21,5%	10,0%	14,3%	10,8%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	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%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	194,4%	-18,8%	-6,8%	0,5%	48,3%	28,8%	11,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	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%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	139,4%	-24,3%	-56,6%	-40,7%	21,6%	18,6%	47,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	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%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	112,1%	-78,7%	169,6%	-18,3%	21,6%	18,6%	47,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	9,7%	7,3%	3,2%	1,9%	2,3%	2,7%	4,0%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	4,0%	0,9%	2,3%	1,9%	2,3%	2,7%	4,0%		
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	
EBIT	9,2	8,9	8,5	10,5	13,6	17,5	20,4	4,4%	24,7%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	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%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	143,7%	-26,3%	-51,8%	-30,4%	9,6%	13,4%	38,1%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	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%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	111,7%	-71,7%	160,7%	-8,7%	9,6%	13,4%	38,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	8,0%	5,9%	2,9%	2,0%	2,2%	2,5%	3,4%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	3,0%	0,8%	2,2%	2,0%	2,2%	2,5%	3,4%		

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	228,9	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 6m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	16,3	Rdos. 6m 2024
+ Deuda financiera neta	57,0	Rdos. 6m 2024
- Inmovilizado financiero	7,5	Rdos. 6m 2024
+/- Otros		Rdos. 6m 2024
Enterprise Value (EV)	294,9	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)													TACC			
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	13-23	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.	n.a.	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.	n.a.	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	n.a.	n.a.	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.	n.a.	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	80,3	80,9	80,9		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	0,01	0,12	0,14	0,14	0,07	0,07	0,07	0,10	0,12	0,14	0,18	0,21	n.a.	21,5%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15,8%	0,7%	-50,7%	7,1%	-10,9%	57,9%	14,3%	17,5%	29,7%	17,8%		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	0,01	0,12	0,14	0,14	0,10	0,07	0,07	0,10	0,12	0,14	0,18	0,21	n.a.	21,5%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15,8%	0,7%	-29,3%	-25,3%	-10,9%	57,9%	14,3%	17,5%	29,7%	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 % ¹	n.a.	n.a.	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⁾	n.a.	n.a.	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.	n.a.	n.a.	23,6x	15,5x	15,2x	34,6x	56,6x	47,6x	20,5x	18,6x	20,2x	15,6x	13,2x		
EV/Vtas (x)	n.a.	n.a.	1,44x	1,36x	1,00x	0,96x	1,30x	1,74x	1,32x	0,83x	0,71x	0,85x	0,78x	0,72x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	13,2x	14,3x	14,0x	15,0x	18,5x	17,5x	13,2x	8,2x	6,8x	8,1x	7,0x	6,4x		
Comport. Absoluto	150,7%	-35,9%	-6,2%	-9,6%	-24,1%	-1,2%	12,1%	75,5%	-25,2%	-32,0%	4,1%	27,3%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	106,4%	-38,2%	1,0%	-7,7%	-29,3%	16,2%	0,3%	107,5%	-30,7%	-28,0%	-15,2%	15,6%				

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							
		Viartis	Teva	Sandoz	Average	Incyte Corporation	Eli Lilly	Novartis	Average	Herbalife	HAIN Celestial	Nu Skin	Average	Abbvie	Sanofi	Pfizer	Average	RJF	
Dato		EUR Mn	Viartis	Teva	Sandoz	Average	Incyte Corporation	Eli Lilly	Novartis	Average	Herbalife	HAIN Celestial	Nu Skin	Average	Abbvie	Sanofi	Pfizer	Average	RJF
Mercado	Ticker (Factset)	VTRS-US	TEVA-US	SDZ-CH		INCY-US	LLY-US	NOVN-CH		HUF-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	
Mercado	Market cap	13.100,1	17.819,1	16.736,9		12.493,5	709.807,6	224.011,4		1.143,3	616,3	493,6		297.043,3	121.507,2	160.944,6		228,9	
	Enterprise value (EV)	28.921,0	33.732,5	19.738,6		8.967,9	731.728,9	226.518,7		3.177,7	1.374,9	804,5		348.792,9	137.302,2	214.464,3		294,9	
Información financiera básica	Total Ingresos	13.861,0	14.806,9	9.512,3		3.776,4	39.604,1	46.005,8		4.741,9	1.605,7	1.639,6		51.371,1	47.363,9	56.076,8		348,6	
	Cto.Total Ingresos	-2,5%	1,1%	2,0%	0,2%	10,5%	25,5%	8,0%	14,7%	1,3%	-3,3%	-9,9%	-4,0%	2,3%	10,0%	3,7%	5,3%	10,3%	
	2y TACC (2024e - 2026e)	-0,8%	3,4%	5,7%	2,8%	9,7%	20,7%	2,8%	11,1%	4,5%	1,4%	n.a.	3,0%	6,3%	6,5%	1,9%	4,9%	8,2%	
	EBITDA	4.420,5	4.427,3	1.872,5		925,2	14.822,3	18.422,0		514,9	141,4	163,2		23.984,4	13.837,2	19.457,0		36,6	
	Cto. EBITDA	1,0%	10,1%	14,0%	8,4%	36,3%	35,3%	-2,4%	23,0%	28,5%	13,1%	28,3%	23,3%	-3,1%	6,8%	99,9%	34,5%	10,0%	
	2y TACC (2024e - 2026e)	-0,9%	5,8%	13,1%	6,0%	32,0%	33,5%	4,3%	23,3%	14,2%	7,8%	n.a.	11,0%	9,8%	9,8%	7,3%	8,9%	12,6%	
	EBITDA/Ingresos	31,9%	29,9%	19,7%	27,2%	24,5%	37,4%	40,0%	34,0%	10,9%	8,8%	10,0%	9,9%	46,7%	29,2%	34,7%	36,9%	10,5%	
	EBIT	4.128,4	3.960,9	1.599,2		995,0	13.457,7	17.231,6		388,1	89,8	94,9		23.068,0	12.310,2	16.163,4		13,6	
	Cto. EBIT	117,5%	34,0%	39,0%	63,5%	65,1%	41,0%	54,9%	53,7%	31,2%	8,8%	50,9%	30,3%	38,0%	34,1%	312,8%	128,3%	29,1%	
	2y TACC (2024e - 2026e)	-0,7%	6,6%	14,5%	6,8%	23,9%	33,9%	3,6%	20,5%	18,2%	13,2%	n.a.	15,7%	10,4%	11,6%	8,0%	10,0%	22,5%	
	EBIT/Ingresos	29,8%	26,8%	16,8%	24,4%	26,3%	34,0%	37,5%	32,6%	8,2%	5,6%	5,8%	6,5%	44,9%	26,0%	28,8%	33,2%	3,9%	
	Beneficio Neto	3.045,1	2.601,6	799,6		886,1	11.302,5	13.716,3		128,5	24,2	44,7		17.906,0	9.456,4	12.500,5		11,3	
	Cto. Beneficio Neto	n.a.	603,4%	n.a.	603,4%	60,4%	133,3%	70,8%	88,1%	-2,2%	122,4%	462,4%	194,2%	301,8%	75,1%	533,9%	303,6%	19,7%	
2y TACC (2024e - 2026e)	0,7%	9,9%	22,9%	11,1%	20,4%	35,2%	4,9%	20,2%	45,6%	43,2%	n.a.	44,4%	11,1%	11,4%	10,5%	11,0%	24,1%		
CAPEX/Ventas	2,2%	3,2%	5,1%	3,5%	1,0%	7,6%	3,3%	4,0%	2,8%	2,3%	3,1%	2,7%	1,5%	5,3%	4,7%	3,9%	4,5%		
Free Cash Flow	4.068,0	1.434,9	486,8		906,1	8.382,6	12.687,8		107,8	71,9	48,0		16.985,2	7.179,9	10.399,1		5,3		
Deuda financiera Neta	12.202,4	13.702,8	2.604,1		(3.246,9)	16.597,4	10.459,4		n.a.	645,3	177,5		49.884,2	4.254,5	46.273,8		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	2,1	0,3	2,4	1,6	1,1		
Pay-out	18,7%	0,0%	32,7%	17,2%	0,0%	39,2%	53,2%	30,8%	0,0%	n.a.	24,7%	12,3%	56,4%	50,9%	70,6%	59,3%	-0,7%		
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	4,4	6,8	15,3	8,8	16,6	59,4	14,9	30,3	7,6	23,7	9,8	13,7	16,8	12,5	13,1	14,1	20,2	
	P/BV (x)	0,7	2,1	1,9	1,6	3,0	n.a.	4,9	4,0	n.a.	0,7	n.a.	0,7	n.a.	1,6	2,0	1,8	1,1	
	EV/Ingresos (x)	2,1	2,3	2,1	2,1	2,4	18,5	4,9	8,6	0,7	0,9	0,5	0,7	6,8	2,9	3,8	4,5	0,8	
	EV/EBITDA (x)	6,5	7,6	10,5	8,2	9,7	49,4	12,3	23,8	6,2	9,7	4,9	6,9	14,5	9,9	11,0	11,8	8,1	
	EV/EBIT (x)	7,0	8,5	12,3	9,3	9,0	n.a.	13,1	11,1	8,2	15,3	8,5	10,7	15,1	11,2	13,3	13,2	21,7	
	ROE	15,4	30,6	12,6	19,5	18,0	69,1	33,0	40,0	n.a.	2,7	n.a.	2,7	166,8	12,4	15,2	64,8	5,4	
	FCF Yield (%)	31,1	8,1	2,9	14,0	7,3	1,2	5,7	4,7	9,4	11,7	9,7	10,3	5,7	5,9	6,5	6,0	2,3	
	DPA	0,48	0,00	0,61	0,36	0,00	4,92	3,51	2,81	0,00	n.a.	0,22	0,11	5,72	3,84	1,56	3,71	0,00	
Dvd Yield	4,3%	0,0%	1,6%	2,0%	0,0%	0,7%	3,4%	1,4%	0,0%	n.a.	2,2%	1,1%	3,4%	4,0%	5,5%	4,3%	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
30-Jul-2024	n.a.	2,83	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024	Luis Esteban Arribas, CESGA
27-May-2024	n.a.	2,78	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas, CESGA
27-May-2024	n.a.	2,78	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui

