

Resultados 9m 2024

 Opinión ⁽¹⁾: En línea

 Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

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

+34 915 631 972

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).

Rdos 9M23: en línea, el foco de RJF sigue siendo la mejora de sus niveles de rentabilidad

LIGERA RALENTIZACIÓN DEL CRECIMIENTO (+6,6% VS 9M23)... RJF cierra con unos ingresos 9m24 de EUR 253,0Mn (vs EUR 237,3Mn en 9m23). Las ventas internacionales crecen un +15%, empujadas principalmente por Europa +17%, siguiendo la estela del 1S24, y suponen el 58% de los ingresos (+3p.p. vs 9m23). El CDMO (producción para terceros) alcanza los EUR 32Mn (+20% vs 9m23).

... Y SPECIALTY PHARMA COMO PRINCIPAL MOTOR DE CRECIMIENTO. Por líneas de negocio, desaceleración en Pharma Technology (+6,8% vs 9m23; -2p.p. vs 1S23) por la entrada del contrato de reserva de capacidad de la UE durante el 2S23. Specialty Pharma sigue siendo la división de mayor crecimiento (+12,3% vs 9m23) explicado por el crecimiento en Suecia y las ventas de Ciclo-Tech (+33%). En Consumer Healthcare, la discontinuación en la distribución de terceros y el foco en el producto propio marcará el 2024 (-1,2% vs 9m23).

PERO LOS NIVELES DE RENTABILIDAD SIGUEN ASEGURADOS. La apuesta por la fabricación de medicamentos y proyectos de mayor valor añadido le ha llevado a mejorar el Margen Bruto hasta el 59,1% (+1,2p.p. vs 9m23) y pese al (anunciado) aumento de salarios por convenio en España (+13,3%), la contención del resto de costes operativos lleva a mejorar el Margen EBITDA Rec. 9m24 hasta el 10,9% (10,6% en 9m23). EBITDA Rec. 9m24 de EUR 27,5Mn (vs EUR 24,9Mn en 9m23, +10,4%).

DEUDA NETA ESTABLE (EUR 56,1MN). Las necesidades de circulante y el CAPEX mantienen el nivel de Deuda Neta en EUR 56,1Mn. A cierre del ejercicio, esperamos una DN de EUR 42,6Mn (DN/EBITDA 24e 1,2x).

MANTENEMOS NUESTRAS ESTIMACIONES PARA 2024E ANTE UNOS RESULTADOS SIN SORPRESAS. (Ingresos 2024e: EUR 348Mn y EBITDA 2024e: EUR 36,6Mn). La consecución de los hitos en la participada Syna Therapeutics para el desarrollo de Biosimilares será clave para la evolución del Beneficio Neto a cierre de 2024e (Ingresos por puesta en equivalencia 9m24: EUR 0,1Mn vs EUR 1Mn en 9m23).

La búsqueda de una mayor eficiencia es la llave para el despegue del EBIT y el ROCE de RJF (y clave del equity story) que ya comienza a cristalizar (EBIT 9m24: +22,2% vs Ingresos 9m23: +6,6%). El comportamiento del precio de la acción (+33,6% YTD y +21,3% vs sector) parece indicar que RJF gana momentum. Y todavía a múltiplos por debajo del sector EV/EBITDA 24e 8,4x (vs 11,9x de comparables).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	240,3	261,0
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	308,5	335,1
Número de Acciones (Mn)	80,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,20 / 2,60 / 2,21	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación ⁽³⁾	5,2	
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	4,0
Free Float	17,0

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	13,7	14,3	13,4
Beneficio neto	9,4	11,2	14,6	17,2
BPA (EUR)	0,12	0,14	0,18	0,21
% Var.	14,3	16,8	29,4	17,8
BPA ord. (EUR)	0,12	0,14	0,18	0,21
% Var.	14,3	16,8	29,4	17,8
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	4,3	2,2	4,5	8,7
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	42,6	38,2	29,6
DN / EBITDA Rec.(x)	1,3	1,2	0,9	0,6
ROE (%)	4,7	5,3	6,5	7,2
ROCE (%) ⁽⁵⁾	3,8	4,5	5,6	6,4

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	24,9	21,3	16,5	14,0
PER Ordinario	24,9	21,3	16,5	14,0
P/BV	1,2	1,1	1,0	1,0
Dividend Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Ventas	0,98	0,88	0,81	0,76
EV/EBITDA Rec.	9,3	8,4	7,4	6,7
EV/EBIT	29,4	22,7	17,6	15,1
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	1,8	0,9	1,9	3,6

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	9,2	6,1	26,3	33,6	-23,0	32,4
vs Ibx 35	10,7	1,4	-2,8	15,2	-40,5	4,9
vs Ibx Small Cap Index	11,5	11,3	13,9	29,7	-21,5	7,1
vs Eurostoxx 50	11,8	5,1	4,1	23,6	-33,0	-1,9
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	12,3	11,3	8,5	21,3	-31,1	-2,1

(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 9m 2024
Tabla 1. Resultados 9m24

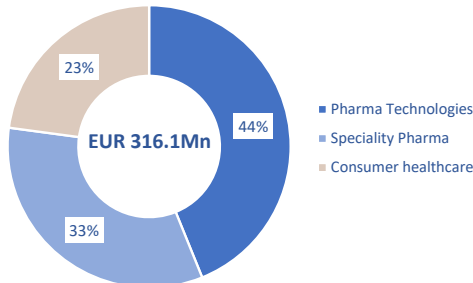
EUR Mn	9m24 Real	9m23	9m24 Real vs 9m23	2024e	2024e vs 2023	3T24	3T24 vs 3T23
Total Ingresos	253,0	237,3	6,6%	348,6	10,3%	80,4	0,4%
Pharma Technologies	111,5	104,4	6,8%	148,1	6,8%	33,1	2,4%
Speciality Pharma	85,3	76,0	12,3%	123,5	17,5%	27,8	1,1%
Consumer healthcare	56,2	56,9	-1,2%	77,0	6,6%	19,6	-3,6%
EBITDA (Recurrente)⁽¹⁾	27,5	24,9	10,4%	36,6	10,0%	8,4	4,6%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>10,9%</i>	<i>10,5%</i>	<i>0,4 p.p.</i>	<i>10,5%</i>	<i>0,0 p.p.</i>	<i>10,4%</i>	<i>0,4 p.p.</i>
EBITDA⁽¹⁾	27,6	25,0	10,3%	36,6	10,0%	8,4	4,5%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>10,9%</i>	<i>10,6%</i>	<i>0,4 p.p.</i>	<i>10,5%</i>	<i>0,0 p.p.</i>	<i>10,5%</i>	<i>0,4 p.p.</i>
EBIT	10,7	8,8	22,2%	13,6	29,1%	3,0	6%
BAI	9,4	9,3	1,9%	13,2	25,4%	2,9	13,6%
BN	8,0	7,9	1,9%	11,2	19,1%	2,5	14%
		12m23					
Deuda Neta ⁽²⁾	56,1	44,7	25%	42,6	-5%		

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

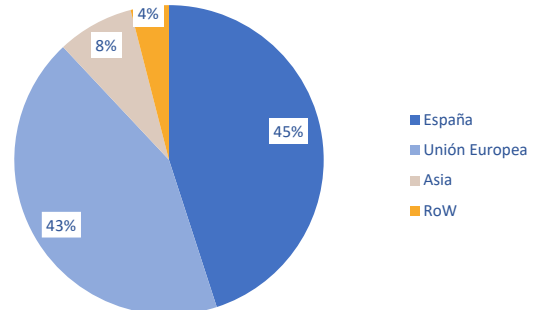
Nota 2. La Deuda Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16.

La compañía en 8 gráficos

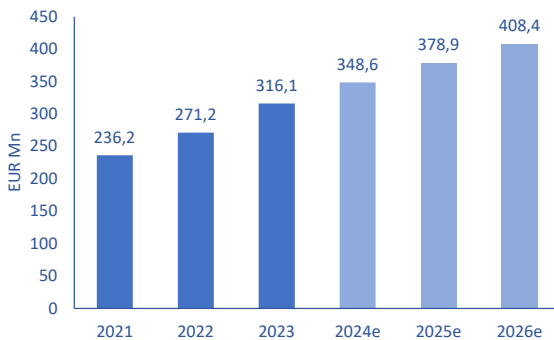
La capacidad de RJF para producir una amplia gama de productos le permite generar ingresos de sus 3 líneas de negocio



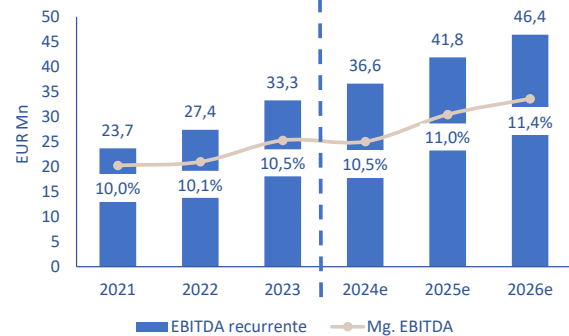
Con exposición a Asia (8% en 2023) los ingresos se encuentran diversificados (también) geográficamente (c. 55% 2023)



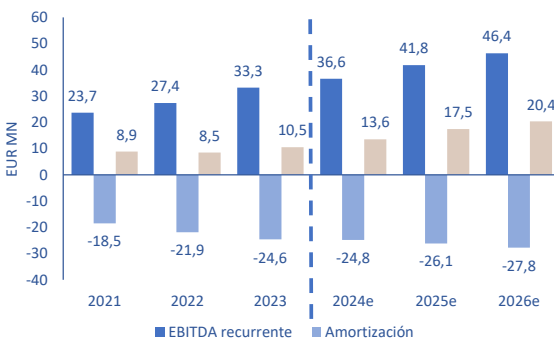
Esperamos que continúe el crecimiento en ingresos a dígitos altos hasta 2026e (+8,9% TACC 2023-2026e)...



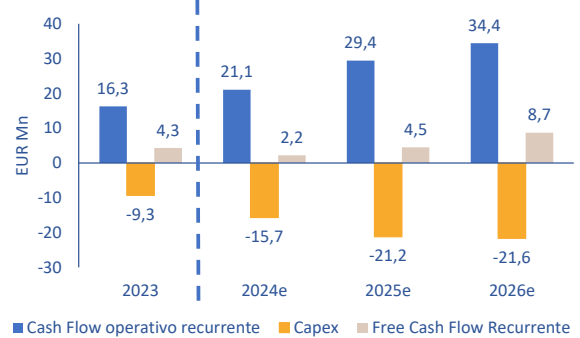
... y el apalancamiento operativo permitirá mejorar los niveles de rentabilidad (Mg. EBITDA 26e: 11,4%; pese a la presión en Mg. Bruto)



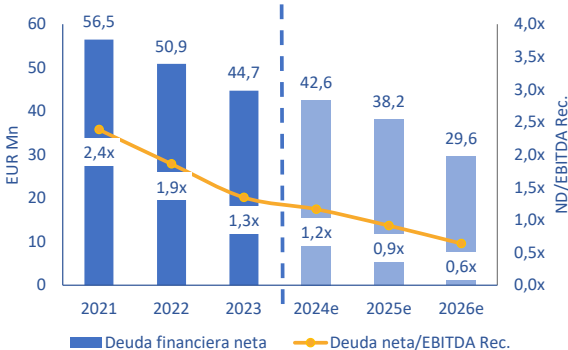
El crecimiento en EBITDA (+11,7% TACC 23-26e) mitigará la amortización y permitirá doblar el EBIT en 26e hasta EUR 20,1Mn



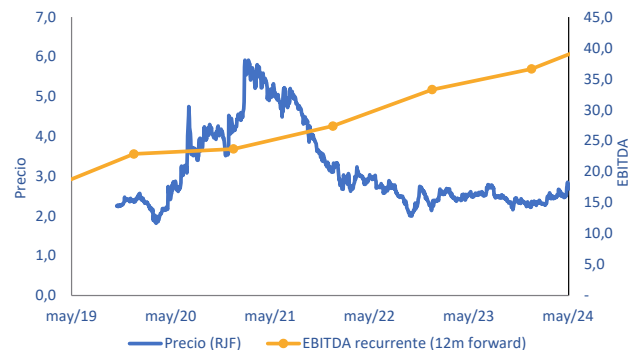
Un negocio muy intensivo en Capex (5% s/Ingresos), que seguirá marcando la generación de caja (FCF 26e: EUR 9,2Mn)



...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"	3,4	5,6	9,7	152,0			
Market Cap	240,3	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	56,1	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 9m 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)	3,1%	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	9,3%	Ke = Rf + (R * B)			8,2%	10,4%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	81,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	18,9%	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	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
	Factset			24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e	24e-26e
Viatrix	VTRS-US	13.063,8	4,4	1,5%	6,5	-0,8%	2,1	-1,1%	31,8%	17,4%	-0,4%
Teva	TEVA-US	19.384,3	7,6	11,6%	7,9	7,1%	2,3	3,7%	29,6%	12,7%	9,3%
Sandoz	SDZ-CH	18.107,6	16,6	18,8%	11,5	13,8%	2,3	6,3%	19,8%	2,5%	52,4%
Genéricos e Inyectables			9,5	10,6%	8,6	6,7%	2,2	3,0%	27,0%	10,9%	20,4%
Incyte Corporation	INCY-US	13.110,5	58,4	n.a.	n.a.	n.a.	3,0	10,0%	3,4%	n.a.	n.a.
Eli Lilly	LLY-US	740.874,5	63,6	48,5%	48,5	38,7%	18,2	22,5%	37,4%	0,9%	64,2%
Novartis	NOVN-CH	221.813,3	14,3	5,6%	11,9	4,8%	4,7	3,0%	39,8%	5,9%	8,8%
Specialty Pharma			45,4	27,1%	30,2	21,8%	8,6	11,8%	26,9%	3,4%	36,5%
Herbalife	HLF-US	631,4	4,8	44,2%	5,1	13,2%	0,6	3,6%	11,3%	23,3%	n.a.
HAIN Celestial	HAIN-US	723,7	n.a.	n.a.	11,5	12,9%	0,9	0,0%	7,8%	10,5%	4,7%
Nu Skin	NUS-US	285,9	8,1	37,0%	3,8	9,8%	0,3	3,8%	9,1%	7,9%	n.a.
Cosumer Healthcare			6,5	40,6%	6,8	12,0%	0,6	2,5%	9,4%	13,9%	4,7%
Abbvie	ABBV-US	327.627,6	18,5	11,5%	15,8	10,0%	7,4	6,3%	46,7%	5,0%	20,0%
Sanofi	SAN-FR	125.255,4	12,7	11,4%	10,5	9,8%	3,0	6,4%	28,9%	5,7%	18,5%
Pfizer	PFE-US	148.768,0	10,0	3,0%	9,5	2,9%	3,6	0,8%	37,9%	6,4%	22,9%
Global Players			13,7	8,6%	11,9	7,6%	4,7	4,5%	37,8%	5,7%	20,5%
RJF	RJF-ES	240,3	21,3	23,5%	8,4	12,6%	0,9	8,2%	10,5%	0,9%	n.a.

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	6,7x
Central	11,0%	41,8	7,4x
Min	9,9%	37,7	8,2x

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

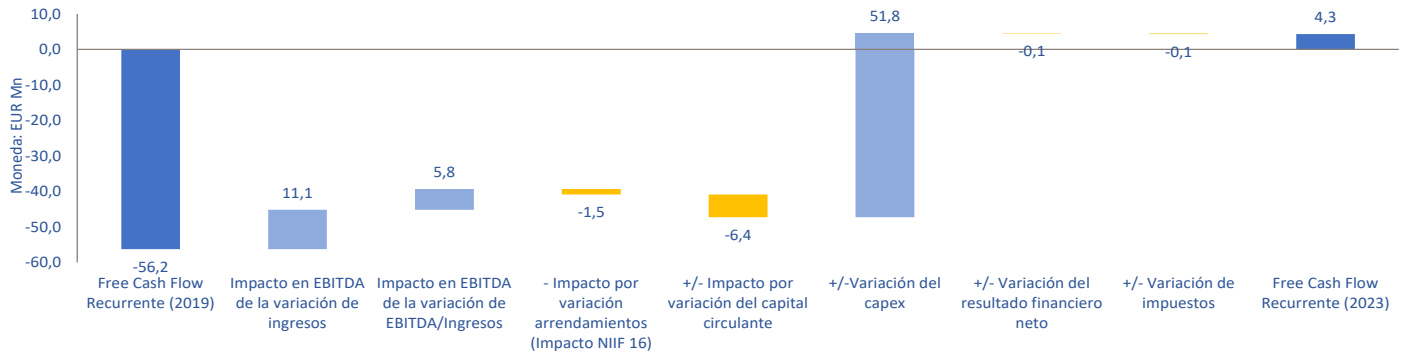
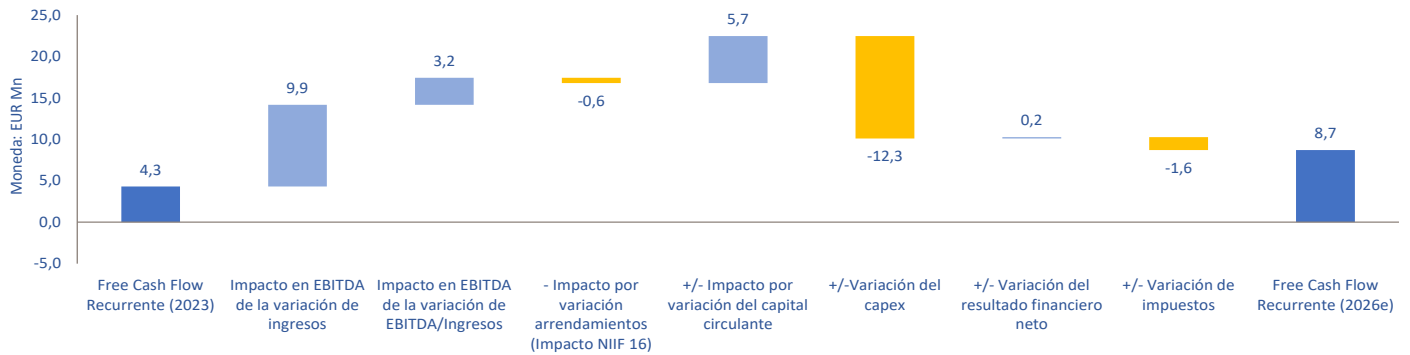
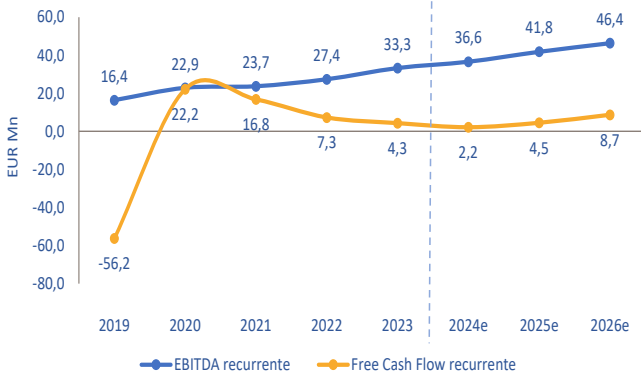
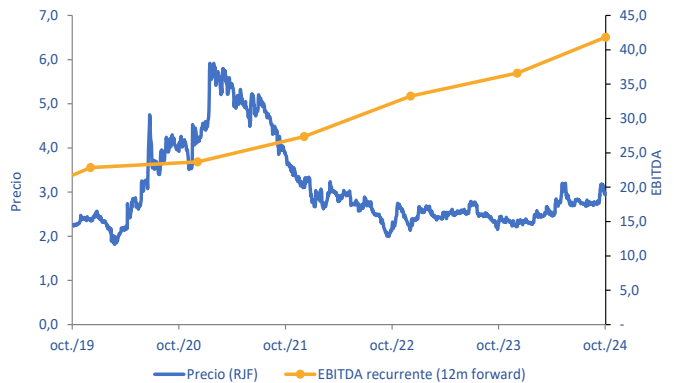
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e				Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
EBITDA 25e	5,0%	5,6%	6,2%					
46,0	10,9	8,7	6,4	➔	Max	4,6%	3,6%	2,7%
41,8	6,8	4,5	2,2		Central	2,8%	1,9%	0,9%
37,7	2,6	0,3	(1,9)		Min	1,1%	0,1%	n.a.

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	6,7	7,6		
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	143,0	155,5	167,1		
Total activo	302,5	304,8	318,9	314,3	324,1	338,7	353,4	366,2		
Patrimonio neto	178,2	184,5	188,6	194,6	204,4	215,5	230,0	247,1		
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	42,6	38,2	29,6		
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	338,7	353,4	366,2		
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)	(1,3)	(1,2)	(1,0)		
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	17,2	20,2	18,6%	24,4%
<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>25,4%</i>	<i>30,4%</i>	<i>17,8%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	5,3	6,4	5,8	8,8	10,5	13,2	17,2	20,2	18,6%	24,4%
Impuestos	(0,4)	(0,8)	(0,7)	(0,7)	(1,1)	(2,0)	(2,6)	(3,0)		
<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	11,2	14,6	17,2	17,4%	22,3%
<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>19,1%</i>	<i>30,4%</i>	<i>17,8%</i>		
Beneficio ordinario neto	7,1	5,7	5,1	8,1	9,4	11,2	14,6	17,2	7,3%	22,3%
<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>19,1%</i>	<i>30,4%</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						(11,3)	(7,9)	(7,3)		
Cash Flow operativo recurrente						21,1	29,4	34,4	22,3%	28,4%
CAPEX						(15,7)	(21,2)	(21,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,3)	(1,2)	(1,0)		
Impuestos						(2,0)	(2,6)	(3,0)		
Free Cash Flow Recurrente						2,2	4,5	8,7	20,0%	26,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						2,2	4,5	8,7	19,8%	26,3%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,0)	(0,1)	(0,1)		
Variación de Deuda financiera neta						(2,1)	(4,4)	(8,6)		

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)	(11,3)	(7,9)	(7,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	21,4	17,4	16,2	16,3	21,1	29,4	34,4	-8,7%	28,4%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	194,4%	-18,8%	-6,8%	0,5%	29,5%	39,7%	16,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	9,3%	7,4%	6,0%	5,1%	6,0%	7,8%	8,4%		
- 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)	(1,3)	(1,2)	(1,0)		
- Impuestos	(1,6)	(0,9)	(0,9)	(1,5)	(2,0)	(2,6)	(3,0)		
= Free Cash Flow recurrente	22,2	16,8	7,3	4,3	2,2	4,5	8,7	-42,0%	26,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	139,4%	-24,3%	-56,6%	-40,7%	-49,7%	107,1%	93,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	9,6%	7,1%	2,7%	1,4%	0,6%	1,2%	2,1%		
- 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	2,2	4,5	8,7	-22,3%	26,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	112,1%	-78,7%	169,6%	-18,3%	-49,7%	107,1%	93,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	9,2%	7,0%	3,0%	1,8%	0,9%	1,9%	3,6%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	3,8%	0,8%	2,2%	1,8%	0,9%	1,9%	3,6%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(56,2)	22,2	16,8	7,3	4,3	2,2	4,5		
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)	1,7	3,3	0,7		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	14,1	(4,0)	(1,2)	0,1	4,8	8,4	5,0		
+/- 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)	(0,1)	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)	(2,2)	2,3	4,2		
Free Cash Flow Recurrente	22,2	16,8	7,3	4,3	2,2	4,5	8,7		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
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)	(11,3)	(7,9)	(7,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	21,4	17,4	16,2	16,3	21,1	29,4	34,4	-8,7%	28,4%
- 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	3,4	5,6	9,7	-37,2%	18,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	143,7%	-26,3%	-51,8%	-30,4%	-42,6%	67,1%	72,3%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	10,3%	7,4%	3,1%	1,9%	1,0%	1,5%	2,4%		
- 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	3,4	5,6	9,7	-12,3%	18,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	111,7%	-71,7%	160,7%	-8,7%	-42,6%	67,1%	72,3%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	7,7%	5,7%	2,7%	1,9%	1,1%	1,8%	3,1%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	2,8%	0,8%	2,1%	1,9%	1,1%	1,8%	3,1%		

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	240,3	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 9m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	19,8	Rdos. 9m 2024
+ Deuda financiera neta	56,1	Rdos. 9m 2024
- Inmovilizado financiero	7,8	Rdos. 9m 2024
+/- Otros		Rdos. 9m 2024
Enterprise Value (EV)	308,5	

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.	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	11,2	14,6	17,2	n.a.	22,3%
Cto. Beneficio neto			n.a.	-13,3%	16,2%	4,1%	-46,2%	14,7%	-10,3%	59,6%	15,9%	19,1%	30,4%	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)			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.	21,2%
Cto. BPA			n.a.	n.a.	15,8%	0,7%	-50,7%	7,1%	-10,9%	57,9%	14,3%	16,8%	29,4%	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	0,21	n.a.	21,2%
Cto. BPA ord.			n.a.	n.a.	15,8%	0,7%	-29,3%	-25,3%	-10,9%	57,9%	14,3%	16,8%	29,4%	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	2,2	4,5	8,7	n.a.	26,3%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾			0,7x	1,2x	1,2x	1,9x	4,6x	2,6x	2,4x	1,9x	1,3x	1,2x	0,9x	0,6x		
PER (x)			n.a.	23,6x	15,5x	15,2x	34,6x	56,6x	47,6x	20,5x	18,6x	21,3x	16,5x	14,0x		
EV/Vtas (x)			1,44x	1,36x	1,00x	0,96x	1,30x	1,74x	1,32x	0,83x	0,71x	0,88x	0,81x	0,76x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾			13,2x	14,3x	14,0x	15,0x	18,5x	17,5x	13,2x	8,2x	6,8x	8,4x	7,4x	6,7x		
Comport. Absoluto			-6,2%	-9,6%	-24,1%	-1,2%	12,1%	75,5%	-25,2%	-32,0%	4,1%	33,6%				
Comport. Relativo vs Ibex 35			1,0%	-7,7%	-29,3%	16,2%	0,3%	107,5%	-30,7%	-28,0%	-15,2%	15,2%				

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

Datos Mercado	Genéricos e Inyectables				Specialty Pharma			Cosumer Healthcare			Global Players				RJF		
	EUR Mn	Viartis	Teva	Sandoz	Average	Incyte Corporation	Eli Lilly	Novartis	Average	Herbalife	HAIN Celestial	Nu Skin	Average	Abbvie		Sanofi	Pfizer
	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
Pais	USA	Israel	Switzerland		USA	USA	Switzerland		USA	United State	USA		USA	France	USA		
Market cap	13.063,8	19.384,3	18.107,6		13.110,5	740.874,5	221.813,3		631,4	723,7	285,9		327.627,6	125.255,4	148.768,0		
Enterprise value (EV)	28.132,2	34.911,5	21.682,4		11.520,6	764.441,2	218.866,9		2.627,9	1.442,9	558,2		380.574,9	141.004,9	206.423,2		
Total Ingresos	13.664,6	14.976,9	9.560,8		3.869,2	42.113,7	46.364,9		4.592,2	1.598,3	1.613,8		51.446,5	46.679,7	57.637,3		
Cto.Total Ingresos	-3,5%	2,7%	0,7%	-0,1%	13,7%	34,1%	6,9%	18,2%	-1,5%	-3,4%	-11,0%	-5,3%	2,9%	8,4%	7,0%		
2y TACC (2024e - 2026e)	-1,1%	3,7%	6,3%	3,0%	10,0%	22,5%	3,0%	11,8%	3,6%	0,0%	3,8%	2,5%	6,3%	6,4%	0,8%		
EBITDA	4.338,7	4.426,4	1.893,5		133,5	15.759,9	18.438,0		519,9	125,4	147,5		24.026,2	13.467,3	21.836,7		
Cto. EBITDA	-0,4%	10,5%	13,2%	7,8%	-80,3%	44,4%	-4,1%	-13,3%	30,3%	0,7%	16,4%	15,8%	-2,5%	3,9%	125,4%		
2y TACC (2024e - 2026e)	-0,8%	7,1%	13,8%	6,7%	n.a.	38,7%	4,8%	21,8%	13,2%	12,9%	9,8%	12,0%	10,0%	9,8%	2,9%		
EBITDA/Ingresos	31,8%	29,6%	19,8%	27,0%	3,4%	37,4%	39,8%	26,9%	11,3%	7,8%	9,1%	9,4%	46,7%	28,9%	37,9%		
EBIT	4.027,3	3.961,3	1.594,1		325,0	14.081,1	17.471,9		356,7	88,5	77,2		22.913,2	12.300,9	18.584,0		
Cto. EBIT	113,1%	34,6%	36,1%	61,3%	-45,8%	48,1%	54,2%	18,9%	21,1%	7,6%	23,3%	17,3%	37,7%	34,0%	376,7%		
2y TACC (2024e - 2026e)	-0,5%	8,0%	16,9%	8,1%	n.a.	41,4%	3,2%	22,3%	23,3%	13,6%	21,8%	19,6%	10,9%	10,2%	3,7%		
EBIT/Ingresos	29,5%	26,4%	16,7%	24,2%	8,4%	33,4%	37,7%	26,5%	7,8%	5,5%	4,8%	6,0%	44,5%	26,4%	32,2%		
Beneficio Neto	2.958,5	2.583,3	781,5		238,3	11.123,7	14.055,8		128,3	(69,1)	(90,0)		17.826,0	9.369,7	15.016,2		
Cto. Beneficio Neto	n.a.	602,0%	963,2%	782,6%	-56,7%	130,6%	71,8%	48,6%	-2,0%	35,6%	n.a.	16,8%	301,8%	73,5%	664,8%		
2y TACC (2024e - 2026e)	0,7%	12,0%	28,6%	13,8%	n.a.	46,6%	4,5%	25,6%	n.a.	65,0%	66,1%	65,6%	11,4%	10,6%	3,1%		
CAPEX/Ventas	2,2%	3,1%	4,9%	3,4%	1,6%	8,1%	3,4%	4,4%	2,8%	1,9%	3,0%	2,6%	1,8%	5,2%	4,9%		
Free Cash Flow	2.274,8	2.452,9	456,1		(13,8)	6.994,6	13.052,7		147,3	76,3	22,5		16.477,3	7.169,6	9.469,0		
Deuda financiera Neta	12.138,5	13.703,5	2.813,4		(2.191,8)	18.820,0	9.008,6		n.a.	719,3	208,3		51.770,6	4.752,4	55.279,1		
DN/EBITDA (x)	2,8	3,1	1,5	2,5	n.a.	1,2	0,5	0,8	n.a.	5,7	1,4	3,6	2,2	0,4	2,5		
Pay-out	19,2%	0,0%	33,6%	17,6%	0,0%	41,2%	51,7%	31,0%	0,0%	0,0%	-12,2%	-4,1%	56,3%	51,1%	58,3%		
P/E (x)	4,4	7,6	16,6	9,5	58,4	63,6	14,3	45,4	4,8	n.a.	8,1	6,5	18,5	12,7	10,0		
P/BV (x)	0,7	2,5	2,1	1,8	3,5	n.a.	4,8	4,1	n.a.	0,8	n.a.	0,8	n.a.	1,6	1,8		
EV/Ingresos (x)	2,1	2,3	2,3	2,2	3,0	18,2	4,7	8,6	0,6	0,9	0,3	0,6	7,4	3,0	3,6		
EV/EBITDA (x)	6,5	7,9	11,5	8,6	n.a.	48,5	11,9	30,2	5,1	11,5	3,8	6,8	15,8	10,5	9,5		
EV/EBIT (x)	7,0	8,8	13,6	9,8	35,4	n.a.	12,5	24,0	7,4	16,3	7,2	10,3	16,6	11,5	11,1		
ROE	15,7	32,5	12,7	20,3	6,0	67,6	33,3	35,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	218,8	12,4	18,5		
FCF Yield (%)	17,4	12,7	2,5	10,9	n.a.	0,9	5,9	3,4	23,3	10,5	7,9	13,9	5,0	5,7	6,4		
DPA	0,47	0,00	0,61	0,36	0,00	5,09	3,50	2,86	0,00	0,00	0,22	0,07	5,68	3,82	1,55		
Dvd Yield	4,3%	0,0%	1,5%	1,9%	0,0%	0,7%	3,5%	1,4%	0,0%	0,0%	3,8%	1,3%	3,1%	3,9%	5,9%		

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

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
31-Oct-2024	n.a.	2,97	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2024	Luis Esteban Arribas, CESGA
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

