

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Pharmaceuticals

 Precio de Cierre: EUR 2,72 (15 dic 2025)  
 Fecha del informe: 16 dic 2025 (9:45h)

**Revisión de estimaciones: A la baja**  
 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 (60% s/Ingresos). Gestionada y controlada por la familia Reig (63% del capital).

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	223,6	262,9
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	287,7	338,2
Número de Acciones (Mn)	82,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,31 / 2,82 / 2,44	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,09	
Rotación <sup>(2)</sup>	10,5	
Refinitiv / Bloomberg	RJFE.MC / RJF SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Reig Jofre Investments	62,8
Kaizaharra Corp	10,1
Onchena	6,1
Autocartera	1,0
Free Float	20,0

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	81,4	82,2	82,2	82,2
Total Ingresos	338,9	330,7	346,8	362,1
EBITDA Rec.	35,6	30,1	36,7	41,9
% Var.	7,1	-15,6	22,1	14,0
% EBITDA Rec./Ing.	10,5	9,1	10,6	11,6
% Var EBITDA sector <sup>(3)</sup>	8,5	13,5	8,3	12,9
Beneficio neto	10,5	2,2	8,0	13,1
BPA (EUR)	0,13	0,03	0,10	0,16
% Var.	9,6	-79,0	257,7	65,3
BPA ord. (EUR)	0,13	0,03	0,10	0,16
% Var.	9,6	-79,0	257,7	65,3
Free Cash Flow Rec. <sup>(4)</sup>	1,5	-13,0	10,7	14,0
Pay-out (%)	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	45,3	58,4	47,7	33,8
DN / EBITDA Rec.(x)	1,3	1,9	1,3	0,8
ROE (%)	5,0	1,0	3,6	5,7
ROCE (%) <sup>(4)</sup>	4,5	2,0	3,9	5,5

**Ratios y Múltiplos (x)<sup>(5)</sup>**

PER	21,2	n.a.	28,1	17,0
PER Ordinario	21,2	n.a.	28,1	17,0
P/BV	1,0	1,0	1,0	0,9
Dividend Yield (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/Ventas	0,85	0,87	0,83	0,79
EV/EBITDA Rec.	8,1	9,6	7,8	6,9
EV/EBIT	22,8	47,0	22,8	16,2
FCF Yield (%) <sup>(4)</sup>	0,7	n.a.	4,8	6,3

(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.

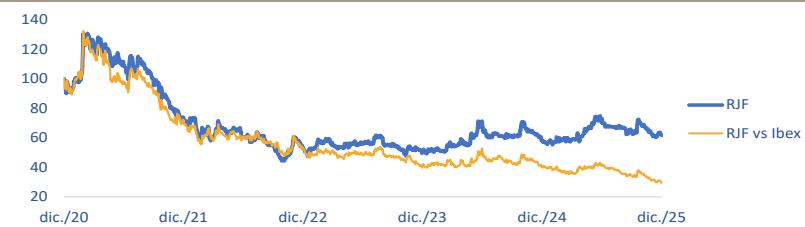
## Ajuste de estimaciones a la baja, tras un 2025 de transición. A la espera de volver a crecer en 2026.

**REDUCCIÓN DE ESTIMACIONES POR EL IMPACTO NEGATIVO TEMPORAL EN LA PRODUCCIÓN POR LAS INVERSIONES EN TOLEDO.** RJF ha reconocido que el año 2025 es un año de transición por la decisión estratégica de aumentar capacidad y eficiencia en antibióticos en la planta de Toledo, así como optimizar procesos y automatización, y adaptar las instalaciones al nuevo estándar regulatorio europeo. Se trata de dar un paso hacia atrás para coger impulso y mejorar la rentabilidad futura. Esta decisión ha generado una menor producción en 2025, con un impacto negativo en el EBITDA 9m25 de c.EUR 7Mn.

**REDUCIMOS NUESTRAS ESTIMACIONES DE EBITDA RECURRENTE UN -23% PARA 2025e, C.-18% EN 2026e Y C.-14% EN 2027e.** La reducción de nuestra estimación de EBITDA rec. para 2025e está en línea con el impacto negativo reportado en 9M por la menor producción (EUR 7Mn). El 2026 también estará impactado dado que el inicio de operaciones de la nueva capacidad productiva probablemente no tendrá lugar hasta mediados-finales del primer semestre. Por lo tanto, estimamos un EBITDA rec ligeramente por encima del 2024. Y para el 2027, estimamos un crecimiento anual del EBITDA del 14% y una mejora del margen de 1,0 p.p hasta el 11,6%.

**LA INVERSIÓN DE 2025 APUNTALARÁ LA MEJORA DE MÁRGENES.** Las inversiones realizadas en el 2025 permitirán: i) mejorar la productividad en antibióticos e inyectables, ii) elevar los márgenes y la rentabilidad estructural, iii) fortalecer el pipeline y la capacidad tecnológica y iv) aumentar la expansión internacional.

**LA RECUPERACIÓN DE LA SENDA DE CRECIMIENTO Y LA MEJORA DE RENTABILIDAD SON LA CLAVE PARA EL 2026.** El equity story pasa por la recuperación de la senda de crecimiento y la mejora de la rentabilidad tras la finalización de la inversión en la planta de Toledo. Todavía existe cierta incertidumbre sobre la fecha de la entrada en servicio de la nueva capacidad de producción, pendiente de la obtención de los permisos pertinentes. El retraso de esa fecha podría impactar negativamente sobre el crecimiento en el año 2026, posponiendo parte del mismo hasta 2027. Nuestras nuevas estimaciones consideran un escenario conservador, con un impacto gradual de la apertura de la nueva capacidad. Con nuestra nueva estimación de EBITDA 2026e de EUR 36,7Mn (EUR 35,6Mn en 2024), el EV/EBITDA 2026e de 7,8x para RJF compara favorablemente contra el 10,6x al que está cotizando el sector.

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-1,4	-4,6	5,1	11,0	15,3	-38,4
vs Ibex 35	-5,5	-13,8	-27,5	-24,5	-44,4	-70,5
vs Ibex Small Cap Index	-3,3	-6,3	-17,6	-11,3	-18,0	-52,2
vs Eurostoxx 50	-2,5	-9,7	-9,2	-5,5	-23,1	-62,3
vs Índice del sector <sup>(3)</sup>	-2,3	-12,1	5,0	7,8	4,1	-52,7

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

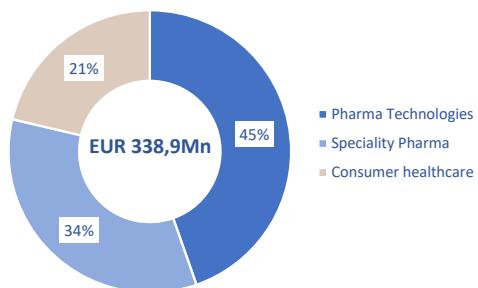
Revisión de estimaciones: A la baja
**Tabla 1: Cambio de estimaciones**

	Nuevas			Antiguas			Variación de estimaciones		
	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e
Ingresos	330,7	346,8	362,1	366,7	394,0	421,5	-9,8%	-12,0%	-14,1%
EBITDA rec.	30,1	36,7	41,9	39,1	44,6	48,9	-23,0%	-17,7%	-14,4%
Beneficio neto	2,2	8,0	13,1	14,6	18,4	17,2	-84,8%	-56,8%	-23,6%
Deuda Neta	58,4	47,7	33,8	38,7	32,4	23,8	50,9%	47,4%	41,6%

Fuente: Lighthouse

## La compañía en 8 gráficos

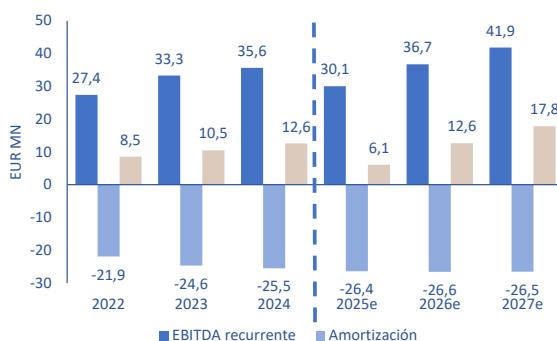
**La capacidad de RJF para producir una amplia gama de productos le permite generar ingresos de sus 3 líneas de negocio**



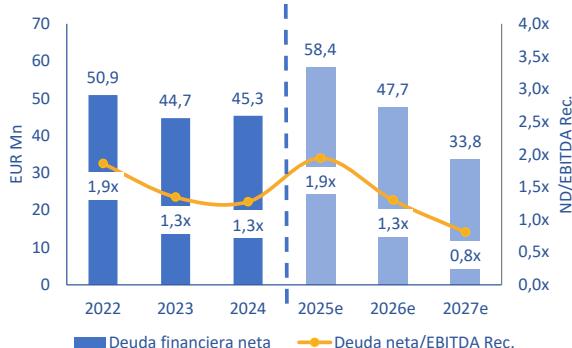
**Esperamos que continúe el crecimiento en ingresos a dígito alto hasta 2027e (+2,2% TACC 2024-2027e)...**



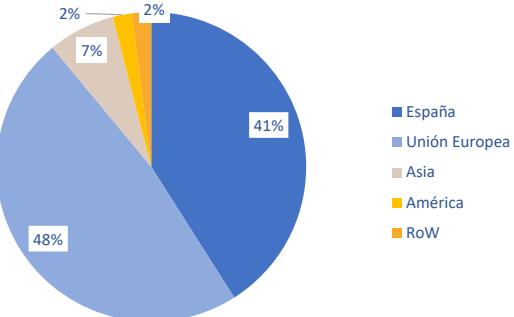
**El crecimiento en EBITDA (+5,5% TACC 24-27e) mitigará la amortización y permitirá incrementar el EBIT un 41,2% en 2027e hasta EUR 17,8Mn**



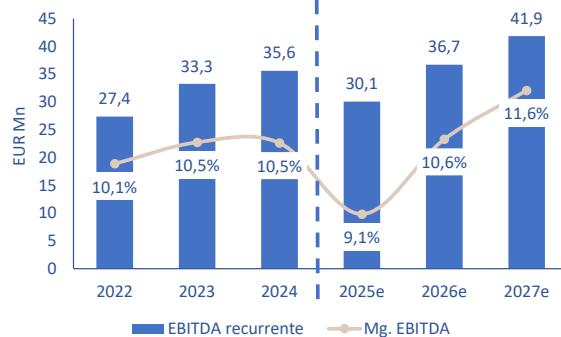
**...todo ello, manteniendo un nivel de endeudamiento bajo control (DN 27e: EUR 33,8Mn; DN/EBITDA 27e: 0,8x)**



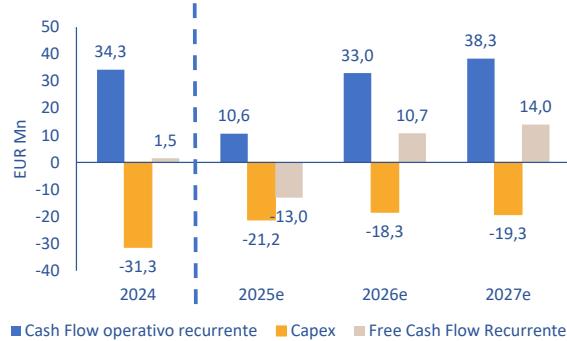
**Con exposición a Asia (7% en 2024) los ingresos se encuentran diversificados (también) geográficamente (c. 59% 2024)**



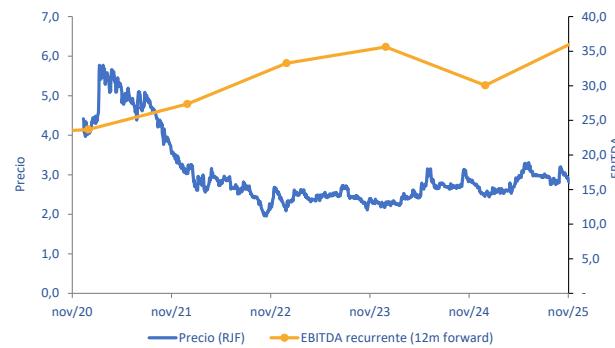
**... y el apalancamiento operativo permitirá mejorar los niveles de rentabilidad (Mg. EBITDA 27e: 11,6%; pese a la presión en Mg. Bruto)**



**Un negocio intensivo en Capex (5-6% s/Ingresos), que seguirá marcando la generación de caja (FCF 27e: EUR 14Mn)**



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



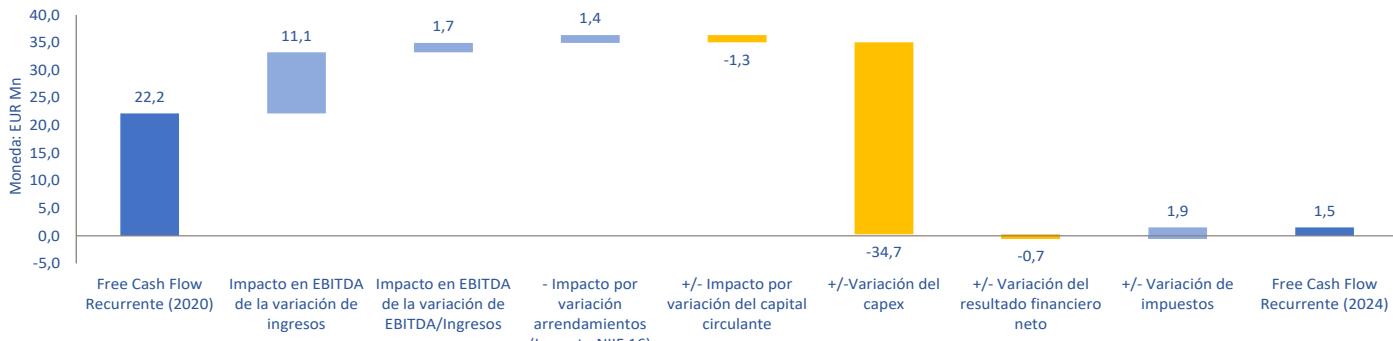
## Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	20-24	24-27e
Inmovilizado inmaterial	93,0	88,9	81,6	72,6	64,7	67,1	69,6	72,1			
Inmovilizado material	75,1	81,2	82,5	82,1	87,7	83,5	76,4	70,3			
Otros activos no corrientes	16,1	13,8	11,9	10,3	10,0	10,0	10,0	10,0			
Inmovilizado financiero	2,2	2,4	4,0	5,0	18,6	17,1	16,4	16,8			
Fondo de comercio y otros intangibles	30,0	29,8	29,0	28,0	26,8	26,8	26,8	26,8			
Activo circulante	88,3	102,8	105,4	126,1	126,7	146,2	153,1	159,6			
<b>Total activo</b>	<b>304,8</b>	<b>318,9</b>	<b>314,3</b>	<b>324,1</b>	<b>334,4</b>	<b>350,8</b>	<b>352,3</b>	<b>355,6</b>			
Patrimonio neto	184,5	188,6	194,6	204,4	214,0	216,2	224,1	237,2			
Minoritarios	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)			
Provisiones y otros pasivos a LP	6,0	6,3	6,7	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3			
Otros pasivos no corrientes	10,5	11,6	11,0	9,8	9,7	9,7	9,7	9,7			
Deuda financiera neta	58,8	56,5	50,9	44,7	45,3	58,4	47,7	33,8			
Pasivo circulante	44,9	56,0	51,2	58,9	59,2	60,3	64,6	68,8			
<b>Total pasivo</b>	<b>304,8</b>	<b>318,9</b>	<b>314,3</b>	<b>324,1</b>	<b>334,4</b>	<b>350,8</b>	<b>352,3</b>	<b>355,6</b>			
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>											
<b>Total Ingresos</b>	<b>230,1</b>	<b>236,2</b>	<b>271,2</b>	<b>316,1</b>	<b>338,9</b>	<b>330,7</b>	<b>346,8</b>	<b>362,1</b>	<b>10,2%</b>	<b>2,2%</b>	
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>14,9%</i>	<i>2,7%</i>	<i>14,8%</i>	<i>16,6%</i>	<i>7,2%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,4%</i>			
Coste de ventas	(89,8)	(91,5)	(113,1)	(133,7)	(140,1)	(133,2)	(136,5)	(138,9)			
<b>Margen Bruto</b>	<b>140,3</b>	<b>144,7</b>	<b>158,1</b>	<b>182,4</b>	<b>198,8</b>	<b>197,6</b>	<b>210,3</b>	<b>223,2</b>	<b>9,1%</b>	<b>3,9%</b>	
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>61,0%</i>	<i>61,3%</i>	<i>58,3%</i>	<i>57,7%</i>	<i>58,6%</i>	<i>59,7%</i>	<i>60,6%</i>	<i>61,6%</i>			
Gastos de personal	(66,4)	(64,2)	(70,5)	(75,9)	(87,7)	(89,6)	(91,6)	(94,8)			
Otros costes de explotación	(51,0)	(56,9)	(60,2)	(73,2)	(75,4)	(78,0)	(82,0)	(86,5)			
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>22,9</b>	<b>23,7</b>	<b>27,4</b>	<b>33,3</b>	<b>35,6</b>	<b>30,1</b>	<b>36,7</b>	<b>41,9</b>	<b>11,7%</b>	<b>5,5%</b>	
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>39,7%</i>	<i>3,6%</i>	<i>15,6%</i>	<i>21,5%</i>	<i>7,1%</i>	<i>-15,6%</i>	<i>22,1%</i>	<i>14,0%</i>			
<b>EBITDA rec. / Ingresos</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>9,1%</b>	<b>10,6%</b>	<b>11,6%</b>			
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-			
<b>EBITDA</b>	<b>22,9</b>	<b>23,7</b>	<b>27,4</b>	<b>33,3</b>	<b>35,6</b>	<b>30,1</b>	<b>36,7</b>	<b>41,9</b>	<b>11,7%</b>	<b>5,5%</b>	
Depreciación y provisiones	(14,9)	(15,5)	(18,2)	(20,6)	(24,5)	(25,3)	(25,4)	(25,3)			
Gastos capitalizados	3,7	3,6	3,1	1,9	2,5	2,5	2,5	2,5			
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(2,4)	(3,0)	(3,7)	(4,1)	(1,0)	(1,1)	(1,1)	(1,2)			
<b>EBIT</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>	<b>8,5</b>	<b>10,5</b>	<b>12,6</b>	<b>6,1</b>	<b>12,6</b>	<b>17,8</b>	<b>8,1%</b>	<b>12,2%</b>	
<i>Cto.EBIT</i>	<i>45,8%</i>	<i>-4,0%</i>	<i>-3,7%</i>	<i>23,1%</i>	<i>20,0%</i>	<i>-51,5%</i>	<i>106,3%</i>	<i>41,0%</i>			
<b>EBIT / Ingresos</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,3%</b>	<b>3,7%</b>	<b>1,9%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,9%</b>			
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-			
Resultado financiero neto	(2,9)	(3,2)	(1,4)	(1,0)	(0,7)	(2,1)	(2,2)	(1,8)			
Resultados por puesta en equivalencia	0,1	0,1	1,6	1,0	(0,1)	(1,4)	(0,7)	0,4			
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>8,8</b>	<b>10,5</b>	<b>11,8</b>	<b>2,6</b>	<b>9,7</b>	<b>16,4</b>	<b>16,5%</b>	<b>11,6%</b>	
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>21,0%</i>	<i>-9,9%</i>	<i>51,4%</i>	<i>19,7%</i>	<i>12,6%</i>	<i>-77,9%</i>	<i>270,8%</i>	<i>69,4%</i>			
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-			
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>6,4</b>	<b>5,8</b>	<b>8,8</b>	<b>10,5</b>	<b>11,8</b>	<b>2,6</b>	<b>9,7</b>	<b>16,4</b>	<b>16,5%</b>	<b>11,6%</b>	
Impuestos	(0,8)	(0,7)	(0,7)	(1,1)	(1,4)	(0,4)	(1,7)	(3,3)			
<b>Tasa fiscal efectiva</b>	<b>11,8%</b>	<b>12,3%</b>	<b>7,6%</b>	<b>10,5%</b>	<b>11,5%</b>	<b>15,0%</b>	<b>18,0%</b>	<b>20,0%</b>			
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-			
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-			
<b>Beneficio neto</b>	<b>5,7</b>	<b>5,1</b>	<b>8,1</b>	<b>9,4</b>	<b>10,5</b>	<b>2,2</b>	<b>8,0</b>	<b>13,1</b>	<b>16,6%</b>	<b>7,9%</b>	
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>14,7%</i>	<i>-10,3%</i>	<i>59,6%</i>	<i>15,9%</i>	<i>11,4%</i>	<i>-78,8%</i>	<i>257,7%</i>	<i>65,3%</i>			
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>5,7</b>	<b>5,1</b>	<b>8,1</b>	<b>9,4</b>	<b>10,5</b>	<b>2,2</b>	<b>8,0</b>	<b>13,1</b>	<b>16,6%</b>	<b>7,9%</b>	
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-20,0%</i>	<i>-10,3%</i>	<i>59,6%</i>	<i>15,9%</i>	<i>11,4%</i>	<i>-78,8%</i>	<i>257,7%</i>	<i>65,3%</i>			
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>											
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>20-24</b>	<b>24-27e</b>	
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						<b>30,1</b>	<b>36,7</b>	<b>41,9</b>	<b>11,7%</b>	<b>5,5%</b>	
Var.capital circulante						(1,1)	(1,1)	(1,2)			
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>10,6</b>	<b>33,0</b>	<b>38,3</b>	<b>12,5%</b>	<b>3,8%</b>	
CAPEX						(21,2)	(18,3)	(19,3)			
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(2,1)	(2,2)	(1,8)			
Impuestos						(0,4)	(1,7)	(3,3)			
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(13,0)</b>	<b>10,7</b>	<b>14,0</b>	<b>-48,9%</b>	<b>n.a.</b>	
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-			
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-			
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-			
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(13,0)</b>	<b>10,7</b>	<b>14,0</b>	<b>-36,3%</b>	<b>n.a.</b>	
Ampliaciones de capital						-	-	-			
Dividendos						(0,0)	(0,1)	(0,1)			
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>13,1</b>	<b>(10,7)</b>	<b>(13,9)</b>			

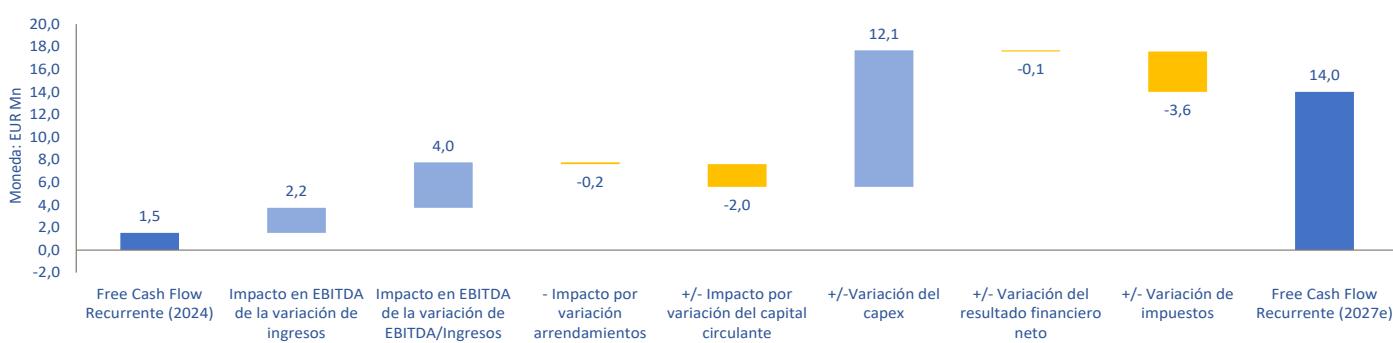
## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	21-24	24-27e	TACC
<b>A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)</b>										
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>23,7</b>	<b>27,4</b>	<b>33,3</b>	<b>35,6</b>	<b>30,1</b>	<b>36,7</b>	<b>41,9</b>	<b>14,6%</b>	<b>5,5%</b>	
Cto. EBITDA recurrente	3,6%	15,6%	21,5%	7,1%	-15,6%	22,1%	14,0%			
<b>EBITDA rec. / Ingresos</b>	<b>10,0%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,5%</b>	<b>10,5%</b>	<b>9,1%</b>	<b>10,6%</b>	<b>11,6%</b>			
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(3,0)	(3,7)	(4,1)	(1,0)	(1,1)	(1,1)	(1,2)			
+/- Var. Capital circulante	(3,3)	(7,5)	(12,9)	(0,4)	(18,4)	(2,6)	(2,4)			
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>17,4</b>	<b>16,2</b>	<b>16,3</b>	<b>34,3</b>	<b>10,6</b>	<b>33,0</b>	<b>38,3</b>	<b>25,4%</b>	<b>3,8%</b>	
Cto. Cash Flow operativo recurrente	-18,8%	-6,8%	0,5%	110,5%	-69,0%	211,1%	16,0%			
<b>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</b>	<b>7,4%</b>	<b>6,0%</b>	<b>5,1%</b>	<b>10,1%</b>	<b>3,2%</b>	<b>9,5%</b>	<b>10,6%</b>			
- CAPEX	1,2	(7,1)	(9,3)	(31,3)	(21,2)	(18,3)	(19,3)			
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,9)	(0,9)	(1,2)	(1,7)	(2,1)	(2,2)	(1,8)			
- Impuestos	(0,9)	(0,9)	(1,5)	0,3	(0,4)	(1,7)	(3,3)			
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>16,8</b>	<b>7,3</b>	<b>4,3</b>	<b>1,5</b>	<b>(13,0)</b>	<b>10,7</b>	<b>14,0</b>	<b>-55,1%</b>	<b>n.a.</b>	
Cto. Free Cash Flow recurrente	-24,3%	-56,6%	-40,7%	-64,9%	-957,9%	182,5%	30,3%			
<b>Free Cash Flow recurrente /Ingresos</b>	<b>7,1%</b>	<b>2,7%</b>	<b>1,4%</b>	<b>0,4%</b>	<b>n.a.</b>	<b>3,1%</b>	<b>3,9%</b>			
- Gastos de reestructuración y otros	0,2	-	-	-	-	-	-			
- Adquisiciones / + Desinversiones	(15,0)	(2,0)	-	-	-	-	-			
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-			
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>2,0</b>	<b>5,3</b>	<b>4,3</b>	<b>1,5</b>	<b>(13,0)</b>	<b>10,7</b>	<b>14,0</b>	<b>-8,2%</b>	<b>n.a.</b>	
Cto. Free Cash Flow	-78,7%	169,6%	-18,3%	-64,9%	-957,9%	182,5%	30,3%			
<b>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</b>	<b>7,5%</b>	<b>3,3%</b>	<b>1,9%</b>	<b>0,7%</b>	<b>n.a.</b>	<b>4,8%</b>	<b>6,3%</b>			
<b>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</b>	<b>0,9%</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>0,7%</b>	<b>n.a.</b>	<b>4,8%</b>	<b>6,3%</b>			
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>										
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>22,2</b>	<b>16,8</b>	<b>7,3</b>	<b>4,3</b>	<b>1,5</b>	<b>(13,0)</b>	<b>10,7</b>			
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,6	3,5	4,5	2,4	(0,9)	1,5	1,6			
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,2	0,2	1,4	(0,0)	(4,7)	5,2	3,5			
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>0,8</b>	<b>3,7</b>	<b>5,9</b>	<b>2,4</b>	<b>(5,6)</b>	<b>6,7</b>	<b>5,1</b>			
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,6)	(0,7)	(0,4)	3,1	(0,1)	(0,1)	(0,1)			
+/- Impacto por variación del capital circulante	(4,3)	(4,2)	(5,4)	12,6	(18,0)	15,8	0,2			
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(4,0)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>0,1</b>	<b>18,0</b>	<b>(23,6)</b>	<b>22,4</b>	<b>5,3</b>			
+/- Variación del CAPEX	(2,2)	(8,3)	(2,2)	(22,0)	10,2	2,8	(0,9)			
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(0,0)	(0,3)	(0,5)	(0,4)	(0,1)	0,4			
+/- Variación de impuestos	0,7	0,0	(0,6)	1,8	(0,7)	(1,4)	(1,5)			
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(5,4)</b>	<b>(9,5)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>(2,8)</b>	<b>(14,5)</b>	<b>23,8</b>	<b>3,3</b>			
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>16,8</b>	<b>7,3</b>	<b>4,3</b>	<b>1,5</b>	<b>(13,0)</b>	<b>10,7</b>	<b>14,0</b>			
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>										
<b>EBIT</b>	<b>8,9</b>	<b>8,5</b>	<b>10,5</b>	<b>12,6</b>	<b>6,1</b>	<b>12,6</b>	<b>17,8</b>	<b>12,5%</b>	<b>12,2%</b>	
* Tasa fiscal teórica	12,3%	7,6%	10,5%	11,5%	15,0%	18,0%	20,0%			
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,1)	(0,6)	(1,1)	(1,4)	(0,9)	(2,3)	(3,6)			
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>23,7</b>	<b>27,4</b>	<b>33,3</b>	<b>35,6</b>	<b>30,1</b>	<b>36,7</b>	<b>41,9</b>	<b>14,6%</b>	<b>5,5%</b>	
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(3,0)	(3,7)	(4,1)	(1,0)	(1,1)	(1,1)	(1,2)			
+/- Var. Capital circulante	(3,3)	(7,5)	(12,9)	(0,4)	(18,4)	(2,6)	(2,4)			
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>17,4</b>	<b>16,2</b>	<b>16,3</b>	<b>34,3</b>	<b>10,6</b>	<b>33,0</b>	<b>38,3</b>	<b>25,4%</b>	<b>3,8%</b>	
- CAPEX	1,2	(7,1)	(9,3)	(31,3)	(21,2)	(18,3)	(19,3)			
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,1)	(0,6)	(1,1)	(1,4)	(0,9)	(2,3)	(3,6)			
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>17,5</b>	<b>8,4</b>	<b>5,9</b>	<b>1,5</b>	<b>(11,5)</b>	<b>12,4</b>	<b>15,5</b>	<b>-56,2%</b>	<b>n.a.</b>	
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	-26,3%	-51,8%	-30,4%	-75,0%	-882,5%	208,3%	24,8%			
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	7,4%	3,1%	1,9%	0,4%	n.a.	3,6%	4,3%			
- Gastos de reestructuración y otros	0,2	-	-	-	-	-	-			
- Adquisiciones / + Desinversiones	(15,0)	(2,0)	-	-	-	-	-			
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-			
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>2,6</b>	<b>6,4</b>	<b>5,9</b>	<b>1,5</b>	<b>(11,5)</b>	<b>12,4</b>	<b>15,5</b>	<b>-17,8%</b>	<b>n.a.</b>	
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	-75,5%	143,2%	-8,7%	-75,0%	-882,5%	208,3%	24,8%			
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	6,1%	2,9%	2,0%	0,5%	n.a.	4,3%	5,4%			
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	0,9%	2,2%	2,0%	0,5%	n.a.	4,3%	5,4%			

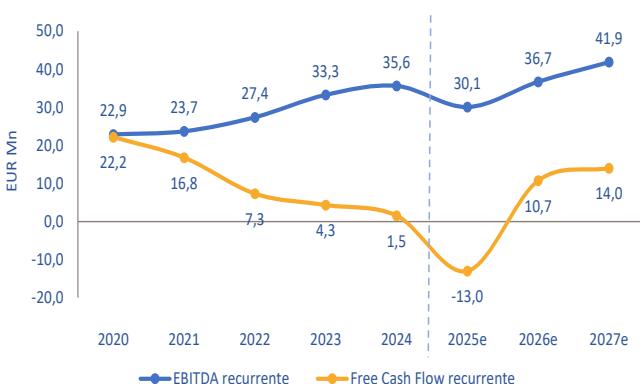
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



### 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	223,6	
+ Minoritarios	-	Rdos. 9m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	20,1	Rdos. 9m 2025
+ Deuda financiera neta	58,5	Rdos. 9m 2025
- Inmovilizado financiero	14,5	Rdos. 9m 2025
+/- Otros		Rdos. 9m 2025
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>287,7</b>	

## Anexo 4. Comportamiento histórico <sup>(1)</sup>

Comportamiento histórico													TACC			
(EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	14-24	24-27e
Total Ingresos			161,1	168,0	180,5	200,2	230,1	236,2	271,2	316,1	338,9	330,7	346,8	362,1	n.a.	2,2%
Cto. Total ingresos		n.a.	4,3%	7,4%	10,9%	14,9%	2,7%	14,8%	16,6%	7,2%	-2,4%	4,9%	4,4%			
EBITDA	17,1	15,3	12,1	11,6	22,9	23,7	27,4	33,3	35,6	30,1	36,7	41,9	n.a.		5,5%	
Cto. EBITDA		n.a.	-10,3%	-21,4%	-4,1%	97,7%	3,6%	15,6%	21,5%	7,1%	-15,6%	22,1%	14,0%			
EBITDA/Ingresos	10,6%	9,1%	6,7%	5,8%	9,9%	10,0%	10,1%	10,5%	9,1%	10,6%	11,6%					
Beneficio neto	8,7	7,6	8,8	9,2	5,7	5,1	8,1	9,4	10,5	2,2	8,0	13,1	n.a.		7,9%	
Cto. Beneficio neto		n.a.	-13,3%	16,2%	4,1%	-38,2%	-10,3%	59,6%	15,9%	11,4%	-78,8%	257,7%	65,3%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	70,1	69,2	70,7	75,9	80,5	80,2	80,1	81,4	82,2	82,2	82,2	82,2	82,2	82,2		
BPA (EUR)	0,12	0,11	0,12	0,12	0,07	0,06	0,10	0,12	0,13	0,03	0,10	0,16	n.a.		7,5%	
Cto. BPA		n.a.	-12,3%	13,7%	-3,0%	-41,8%	-10,2%	59,9%	16,1%	9,6%	-79,0%	n.a.	65,3%			
BPA ord. (EUR)	0,12	0,11	0,12	0,12	0,07	0,06	0,10	0,12	0,13	0,03	0,10	0,16	n.a.		7,5%	
Cto. BPA ord.		n.a.	-12,3%	13,7%	-3,0%	-41,8%	-10,2%	59,9%	16,1%	9,6%	-79,0%	n.a.	65,3%			
CAPEX	10,7	17,0	15,9	5,8	3,4	1,2	(7,1)	(9,3)	(31,3)	(21,2)	(18,3)	(19,3)				
CAPEX/Vtas %		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,6%	2,9%	9,2%	6,4%	5,3%	5,3%				
Free Cash Flow	(13,7)	3,1	(6,3)	(19,5)	9,2	2,0	5,3	4,3	1,5	(13,0)	10,7	14,0	n.a.			
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	0,7x	1,2x	1,2x	1,9x	2,6x	2,4x	1,9x	1,3x	1,3x	1,9x	1,3x	0,8x				
PER (x)	22,1x	19,2x	16,7x	19,3x	58,3x	48,6x	20,7x	18,6x	19,1x	n.a.	28,1x	17,0x				
EV/Vtas (x)	1,36x	1,00x	0,96x	1,30x	1,74x	1,32x	0,83x	0,71x	0,69x	0,87x	0,83x	0,79x				
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	12,8x	11,0x	14,4x	22,5x	17,5x	13,2x	8,2x	6,8x	6,6x	9,6x	7,8x	6,9x				
Comport. Absoluto	-35,9%	-6,2%	-9,6%	-23,9%	-1,1%	12,2%	75,9%	-25,1%	-32,0%	4,3%	12,5%	11,0%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-38,2%	1,0%	-7,7%	-29,2%	16,3%	0,4%	108,0%	-30,6%	-28,0%	-15,0%	-2,0%	-24,5%				

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 darán 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 Refinitiv.

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

## Anexo 5. Principales comparables 2025e

	Genéricos e Inyectables				Specialty Pharma				Cosumer Healthcare				Global Players					
	EUR Mn	Viatris	Teva	Sandoz	Average	incyte	Eli Lilly	Novartis	Average	Herbalife	Celestial	Nu Skin	Average	AbbVie	Sanofi	Pfizer	Average	RJF
Datos Mercado	Ticker (Factset)	VTRS.O	TEVA.TA	SDZ.S		INCY.O	LLY	NOVN.S		HLF	HAIN.O	NUS		ABBV.K	SASY.PA	PFE		RJFE.MC
	País	USA	Israel	Switzerland		USA	USA	Switzerland		Cayman I.	USA	USA		USA	France	USA		Spain
	Market cap	11.427,5	29.391,2	27.146,5		16.478,3	854.474,4	242.196,4		1.309,8	90,2	435,6		342.062,7	98.833,0	127.870,5		223,6
	Enterprise value (EV)	22.789,2	13.047,6	38.715,4		14.015,4	882.257,5	328.619,9		2.772,1	658,9	415,2		395.768,5	112.053,0	167.883,3		287,7
Información financiera básica	Total Ingresos	12.019,3	4.506,2	11.856,5		4.231,0	54.153,0	59.305,7		4.257,0	1.327,2	1.274,3		51.875,6	44.597,6	53.159,1		330,7
	Cto.Total Ingresos	-4,2%	2,6%	6,8%	1,7%	17,2%	41,3%	7,2%	21,9%	0,2%	-10,2%	-13,5%	-7,8%	8,2%	0,7%	-1,8%	2,4%	-2,4%
	2y TACC (2025e - 2027e)	1,6%	1,0%	6,9%	3,1%	10,3%	18,4%	3,4%	10,7%	4,6%	-2,0%	-41,4%	-12,9%	8,7%	6,6%	-2,3%	4,3%	4,6%
	EBITDA	3.495,4	1.300,9	2.520,3		1.472,7	24.223,3	24.738,5		548,5	90,3	n.a.		21.864,8	13.736,9	20.591,6		30,1
	Cto. EBITDA	-12,0%	5,4%	13,2%	2,2%	761,5%	51,4%	9,9%	274,3%	3,7%	-28,7%	-100,0%	-41,7%	-0,4%	11,0%	1,9%	4,2%	-15,6%
	EBITDA/Ingresos	29,1%	28,9%	21,3%	26,4%	34,8%	44,7%	41,7%	40,4%	12,9%	6,8%	n.a.	9,8%	42,1%	30,8%	38,7%	37,2%	9,1%
	EBIT	3.191,7	1.148,8	2.088,8		1.386,4	22.567,9	22.334,0		427,9	52,7	60,1		21.139,1	11.349,5	18.260,1		6,1
	Cto. EBIT	111,4%	20,6%	22,8%	51,6%	n.a.	55,6%	27,0%	41,3%	0,5%	-40,6%	39,0%	-0,3%	42,7%	28,7%	33,3%	33,2%	-51,5%
	2y TACC (2025e - 2027e)	3,8%	6,0%	15,7%	8,5%	17,7%	26,3%	3,5%	15,8%	9,6%	8,5%	-41,4%	-7,8%	19,7%	7,5%	-1,5%	8,6%	70,6%
	EBIT/Ingresos	26,6%	25,5%	17,6%	23,2%	32,8%	41,7%	37,7%	37,4%	10,1%	4,0%	4,7%	6,2%	40,7%	25,4%	34,3%	33,5%	1,9%
Múltiplos y Ratios	Beneficio Neto	2.328,8	819,4	1.497,9		1.149,6	18.079,4	18.381,9		181,7	(450,2)	55,2		16.079,7	9.312,0	15.283,6		2,2
	Cto. Beneficio Neto	531,5%	257,4%	n.a.	394,5%	n.a.	100,6%	44,0%	72,3%	-16,0%	-630,1%	144,3%	-167,3%	340,9%	69,5%	123,1%	177,8%	-78,8%
	2y TACC (2025e - 2027e)	4,5%	9,2%	17,1%	10,3%	17,4%	29,6%	3,4%	16,8%	30,9%	42,3%	-41,4%	10,6%	21,9%	7,8%	-3,1%	8,9%	n.a.
	CAPEX/Ventas	2,4%	2,3%	5,7%	3,5%	1,4%	8,8%	4,0%	4,7%	0,0%	1,6%	0,0%	0,5%	2,2%	5,5%	4,4%	4,0%	6,4%
	Free Cash Flow	1.775,0	721,0	795,2		955,1	8.680,3	16.620,0		n.a.	(434,0)	n.a.		16.482,0	7.633,5	12.680,3		(13,0)
	Deuda financiera Neta	10.947,8	3.366,3	3.650,5		(3.347,1)	21.907,2	20.107,1		n.a.	553,5	n.a.		47.296,9	11.360,0	41.318,0		58,4
	DN/EBITDA (x)	3,1	2,6	1,4	2,4	n.a.	0,9	0,8	0,9	n.a.	6,1	n.a.	6,1	2,2	0,8	2,0	1,7	1,9
	Pay-out	21,0%	0,0%	24,0%	15,0%	0,0%	27,0%	50,2%	25,7%	0,0%	n.a.	0,0%	61,1%	55,3%	53,8%	56,7%	-0,7%	
	P/E (x)	5,0	11,5	21,7	12,7	14,4	44,6	15,1	24,7	7,1	n.a.	8,1	7,6	21,4	10,4	8,4	13,4	n.a.
	P/BV (x)	0,8	4,7	3,5	3,0	3,5	n.a.	5,9	4,7	n.a.	0,2	n.a.	0,2	1,3	1,7	1,5	1,0	
Ratio	EV/Ingresos (x)	1,9	2,9	3,3	2,7	3,3	16,3	5,5	8,4	0,7	0,5	0,3	0,5	7,6	2,5	3,2	4,4	0,9
	EV/EBITDA (x)	6,5	10,0	15,4	10,6	9,5	36,4	13,3	19,7	5,1	7,3	n.a.	6,2	18,1	8,2	8,2	11,5	9,6
	EV/EBIT (x)	7,1	11,4	18,5	12,3	10,1	39,1	14,7	21,3	6,5	12,5	6,9	8,6	18,7	9,9	9,2	12,6	47,0
	ROE	6,9	47,3	15,3	23,2	25,4	100,3	37,6	54,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	550,5	12,1	19,2	193,9	1,0
	FCF Yield (%)	15,5	2,5	2,9	7,0	5,8	1,0	6,9	4,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,8	7,7	9,9	7,5	n.a.
	DPA	0,41	0,00	0,83	0,42	0,00	5,42	4,57	3,33	0,00	n.a.	n.a.	0,00	5,56	4,11	1,45	3,71	0,00
	Dvd Yield	4,1%	0,0%	1,4%	1,8%	0,0%	0,6%	4,0%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	5,1%	6,4%	4,8%	n.a.

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). 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).

## Anexo 6. Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo <sup>(1)</sup>		
<b>Free Cash Flow "To the Firm"</b>	(11,5)	12,4	15,5	n.a.		
<b>Market Cap</b>	<b>223,6</b>	A la fecha de este informe				
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>58,5</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 9m 2025)				
Coste de la deuda	3,1%	Coste de la deuda neta			2,9%	3,4%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>2,5%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>2,3%</b>	<b>2,7%</b>
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
<b>Coste del Equity</b>	<b>9,5%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>8,4%</b>	<b>10,6%</b>
Equity / (Equity + Deuda Neta)	79,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	20,7%	D			=	=
<b>WACC</b>	<b>8,0%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>7,1%</b>	<b>9,0%</b>
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,0%</b>	<b>1,5%</b>

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Factset	Mkt. Cap	PER 25e	BPA 25e-27e	EV/EBITDA 25e	EBITDA 25e-27e	EV/Vtas. 25e	Ingresos 25e-27e	EBITDA/Vtas. 25e	FCF Yield 25e	FCF 25e-27e
Viatris	VTRS.O		11.427,5	5,0	8,2%	6,5	3,9%	1,9	1,6%	29,1%	15,5%	10,5%
Teva	TEVA.TA		29.391,2	11,5	8,2%	10,0	6,7%	2,9	1,0%	28,9%	2,5%	15,4%
Sandoz	SDZ.S		27.146,5	21,7	16,3%	15,4	13,9%	3,3	6,9%	21,3%	2,9%	40,8%
<b>Genéricos e Inyectables</b>			<b>12,7</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,6</b>	<b>8,2%</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1%</b>	<b>26,4%</b>	<b>7,0%</b>	<b>22,2%</b>	
Incyte	INCY.O		16.478,3	14,4	14,8%	9,5	17,0%	3,3	10,3%	34,8%	5,8%	19,8%
Eli Lilly	LLY		854.474,4	44,6	29,6%	36,4	25,0%	16,3	18,4%	44,7%	1,0%	62,6%
Novartis	NOVN.S		242.196,4	15,1	4,8%	13,3	3,2%	5,5	3,4%	41,7%	6,9%	5,0%
<b>Specialty Pharma</b>			<b>24,7</b>	<b>16,4%</b>	<b>19,7</b>	<b>15,1%</b>	<b>8,4</b>	<b>10,7%</b>	<b>40,4%</b>	<b>4,6%</b>	<b>29,1%</b>	
Herbalife	HLF		1.309,8	7,1	29,1%	5,1	7,6%	0,7	4,6%	12,9%	0,0%	n.a.
HAIN Celestial	HAIN.O		90,2	n.a.	42,1%	7,3	7,2%	0,5	-2,0%	6,8%	n.a.	43,4%
Nu Skin	NUS		435,6	8,1	-41,4%	n.a.	n.a.	0,3	-41,4%	0,0%	0,0%	n.a.
<b>Consumer Healthcare</b>			<b>7,6</b>	<b>9,9%</b>	<b>6,2</b>	<b>7,4%</b>	<b>0,5</b>	<b>-12,9%</b>	<b>6,6%</b>	<b>0,0%</b>	<b>43,4%</b>	
AbbVie	ABBV.K		342.062,7	21,4	22,0%	18,1	18,9%	7,6	8,7%	42,1%	4,8%	19,4%
Sanofi	SASY.PA		98.833,0	10,4	7,8%	8,2	6,1%	2,5	6,6%	30,8%	7,7%	13,3%
Pfizer	PFE		127.870,5	8,4	-3,0%	8,2	-1,0%	3,2	-2,3%	38,7%	9,9%	9,1%
<b>Global Players</b>			<b>13,4</b>	<b>8,9%</b>	<b>11,5</b>	<b>8,0%</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3%</b>	<b>37,2%</b>	<b>7,5%</b>	<b>13,9%</b>	
RJF	RJFE.MC		223,6	n.a.	n.a.	9,6	18,0%	0,9	4,6%	9,1%	n.a.	75,4%

### Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e		EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
	Max	Central		
Max	11,7%		40,5	7,1x
Central	10,6%		36,7	7,8x
Min	9,5%		32,9	8,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e			Escenario	FCF Rec./Yield 26e
	EBITDA 26e	4,8%	5,3%	5,8%	
40,5	16,3	14,6	12,8	Max	7,3%
36,7	12,5	10,7	9,0	Central	5,6%
32,9	8,7	6,9	5,2	Min	3,9%

## LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1<sup>a</sup> Planta  
28006 Madrid  
T: +34 91 563 19 72  
[institutodeanalistas.com/lighthouse](http://institutodeanalistas.com/lighthouse)

### Director de análisis

#### Alfredo Echevarría Otegui

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

### Analistas que han contribuido a este informe:

Pablo Victoria Rivera, CESGA  
Equity research  
pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Daniel Gandoy López  
Equity research  
lighthouse@institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti  
Equity research  
lighthouse@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](http://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
16-Dic-2025	n.a.	2,72	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Alfredo Echevarría Otegui
06-Nov-2025	n.a.	2,83	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2025	Alfredo Echevarría Otegui
28-Jul-2025	n.a.	2,96	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2025	Alfredo Echevarría Otegui
17-Jun-2025	n.a.	3,22	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
12-May-2025	n.a.	2,94	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2025	Alfredo Echevarría Otegui
28-Feb-2025	n.a.	2,65	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
31-Oct-2024	n.a.	2,92	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2024	Luis Esteban Arribas, CESGA
30-Jul-2024	n.a.	2,78	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024	Luis Esteban Arribas, CESGA
27-May-2024	n.a.	2,74	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas, CESGA
27-May-2024	n.a.	2,74	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui

