

Full Company Report

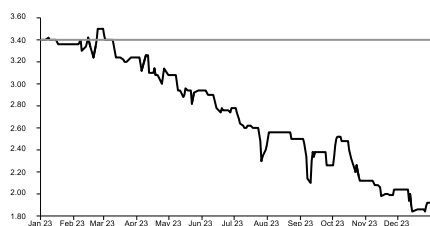
Reason: Estimates revision

9 January 2024

Buy			
Recommendation unchanged			
Share price: EUR	1.92		
closing price as of 08/01/2024			
Target price: EUR	2.81		
Target Price unchanged			
Upside/Downside Potential	46.4%		
Reuters/Bloomberg VYT.MC/VYT SM			
Market capitalisation (EURm)	14		
Current N° of shares (m)	7		
Free float	33%		
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth (k)	1		
Daily avg. trad. vol. 12 mth (k)	0.00		
Price high/low 12 months	3.50 / 1.84		
Abs Perfs 1/3/12 mths (%)	-5.88/-15.04/-41.82		
Key financials (EUR)	12/22	12/23e	12/24e
Sales (m)	4	4	5
EBITDA (m)	1	1	2
EBITDA margin	36.3%	29.8%	34.3%
EBIT (m)	1	0	1
EBIT margin	17.5%	11.0%	17.3%
Net Profit (adj.)(m)	1	0	1
ROCE	12.3%	7.2%	12.5%
Net debt/(cash) (m)	1	1	1
Net Debt Equity	0.3	0.3	0.2
Net Debt/EBITDA	0.9	1.3	0.9
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	7.0	7.4	8.5
EV/Sales	6.9	3.9	3.3
EV/EBITDA	19.0	13.1	9.6
EV/EBITDA (adj.)	19.0	13.1	9.6
EV/EBIT	39.4	35.5	19.0
P/E (adj.)	40.0	26.7	17.4
P/BV	5.1	2.6	2.3
OpFCF yield	-2.4%	-1.2%	0.9%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	0.09	0.07	0.11
BVPS	0.67	0.73	0.84
DPS	0.00	0.00	0.00

Shareholders

Albert Jane 20%; Oscar Exposito 20%; Zamit capital 8%;



Source: FactSet

Analyst(s)

Marisa Mazo, Ph.D, CFA
marisa.mazo@gvcgaesco.es
+34 91 436 7817

Fiel a su estrategia

Vytrus Biotech se ha mantenido fiel a su estrategia invirtiendo en I+D+i y reforzando su estructura comercial, aunque ello haya supuesto unos resultados inferiores a lo previsto en el ejercicio 2023. Por ello hemos revisado a la baja nuestras estimaciones de resultados, retrasando aproximadamente un ejercicio nuestra senda de beneficios previa. Nuestro nuevo precio objetivo es de 2,81EUR (-24%). Con un potencial alcista del +46,4%, reiteremos nuestra recomendación de Comprar.

- ✓ **Mantenimiento de la inversión en investigación y desarrollo, clave para lanzamiento de nuevos productos.** Vytrus invirtió 0,5mn en I+D+i en 1S23 y esperamos que alcance 1mnEUR en 2023e (25% de las ventas). Para los próximos ejercicios, esperamos que esta cifra se incremente a una tasa del +8,5% (2022-26e) alcanzando 1,2mnEUR. Con esta inversión, se espera que la cartera de productos alcance los 29 ingredientes en 2027 desde los actuales 19.
- ✓ **Las ventas comienzan a despegar de nuevo en el 3T23.** Tras presentar un descenso del -4% en ventas en 1S23, derivado de la debilidad en la UE (-29%), las ventas del 3T23 estanco aumentaron un +14,5% y esperamos que la compañía cierre el ejercicio con un crecimiento del +2%. A partir de 2024, el efecto combinado de los nuevos lanzamientos, el fortalecimiento de la estructura comercial y la decisión de comercializar directamente en Francia podrían hacer retornar a los crecimientos de doble dígito en ventas. Según nuestras estimaciones, las ventas aumentarán a una tasa anual del +18% en el periodo 2022-26e, alcanzando 7,2mnEUR en 2026e.
- ✓ **Las nuevas estimaciones de beneficios.** Hemos revisado a la baja nuestras estimaciones entre 2023 y 2026, específicamente un -19% de media las ventas, y un -26% el EBITDA. La consecuencia de estas revisiones es que la compañía alcanzará ahora las cifras que antes se esperaban para 2025 en 2026e. Así, 2026e Vytrus obtendrá un EBITDA de 3,2mnEUR y un beneficio neto de 2,0mnEUR.
- ✓ **La deuda financiera neta se situará en 1,5mnEUR en 2023e (+0,3mnEUR).** El incremento previsto para este ejercicio estará marcado por la compra de autocartera (0,1mnEUR) e inversión (1,1mnEUR). Esperamos que en 2024e se genere tesorería por 0,1mnEUR y que alcance 1,6mnEUR en 2026e,
- ✓ **Hemos valorado Vytrus Biotech utilizando el método del descuento de flujos de caja libre operativos, obteniendo un valor objetivo diciembre 2023e de los recursos propios de 20mnEUR equivalentes a 2,81EUR por acción.** El multiplicador de salida utilizado es de 10,0x el cash flow libre operativo recurrente en 2026e. El PER implícito 2025e es de 13,7x y el de 2026e de 9,8x. Los EV/EBITDA implícitos son de 8,6x y 6,5x respectivamente. Tras la penalización que ha sufrido la acción está cotizando a un PER 2024e de 17,2x y a un EV/EBITDA de 9,4x. Reiteramos nuestra recomendación de Comprar.

ÍNDICE

Fiel a su estrategia	3
La estrategia de Vytrus Biotech y su implantación	5
Investigación y nuevos productos	7
2023: un año de transición	9
Revisión de las estimaciones	11
La valoración ofrece un potencial atractivo	16
ESG Focus	17

Fiel a su estrategia

Vytrus Biotech es una empresa de tan solo 15 años de vida que produce ingredientes bioactivos para la industria cosmética a través de una novedosa tecnología: el cultivo de las células madre vegetales.

Desde su fundación en 2009, ha conseguido lanzar 19 productos al mercado (14 propios y 5 en exclusiva para terceros), alcanzar unas ventas de 3,8mnEUR en 2023e y generar EBITDA positivos desde 2020.

Tras una década de crecimientos de doble dígito en ventas, 2023 ha supuesto un alto en el camino con un aumento esperado de las mismas de tan solo un +2,4%. A nuestro juicio, la compañía retornará a crecimientos superiores al 10% a partir de 2024e como resultado de los nuevos lanzamientos de productos y la inversión en estructura comercial realizada. A pesar del “mal” año, la empresa ha seguido invirtiendo en investigación y desarrollo (estimamos unos 950.000EUR en 2023e) y reforzando su equipo comercial como se había establecido en su hoja de ruta para la implantación de su estrategia de expansión orgánica, una vez que ya se había realizado la ampliación de la capacidad productiva en 2022.

Así, según nuestras nuevas estimaciones, el crecimiento del mercado de los ingredientes bioactivos para cosmética, lanzamientos de 2 o 3 nuevos productos al año, una infraestructura productiva ya equipada y el reforzamiento de la estructura comercial permitirán a la compañía crecer sus ventas un +18% anual en el periodo 2022-26e, hasta 7,2mnEUR, aumentar su EBITDA y EBIT un +25% y +38% en el mismo periodo, hasta 3,3mnEUR y 2,4mnEUR, respectivamente y obtener un beneficio neto de 2,0mnEUR en 2026e (+36% CAGR 2022-26e).

Investigación y nuevos productos

La empresa ha mantenido su esfuerzo en investigación y desarrollo en 2023 a pesar de una evolución en las ventas más débil de la esperada. Y es que la inversión en I+D+i es la piedra angular de la compañía. De ahí que los importes invertidos en términos absolutos han seguido y seguirán una tendencia creciente porque son la condición necesaria para que la compañía pueda continuar lanzando nuevos productos al mercado y, con ello, mantener el crecimiento de sus ventas y beneficios.

La inversión en I+D+i se situó en 0,9mnEUR en 2022, con un aumento anual del +13,5% entre 2014 y 2022. Para el periodo 2022-26e, esperamos un crecimiento anual del +8,5%, alcanzando 1,2mnEUR. En relación con las ventas, esta inversión es decreciente: desde un ¡200%! en 2014 hasta un 18% en 2026e.

La compañía cuenta en la actualidad con una cartera de 19 ingredientes (14 propios y 5 exclusivos para terceros) y espera ampliar esta cartera hasta 29 productos en 2027e.

2023: Menores crecimientos en un año de transición

2023 ha sido más débil de los que se espera principalmente por un aumento de las ventas que esperamos sea de tan solo un +2,4%, alcanzando 3,8mnEUR. En 1S23, las ventas descendieron un -4,3%, hasta 2,0mnEUR, principalmente por la pobre evolución de las ventas en la Unión Europea que presentaron una caída del -29%. A partir del 3T23 parece que se han remontado las cifras de ventas, con un aumento en 9M23 del +0,8% (2,8mnEUR) lo que implica un crecimiento del +14,5% en el 3T23 estanco.

La debilidad en las ventas, junto con los gastos derivados del fortalecimiento de la estructura comercial, han provocado un descenso del EBITDA del 1S23 del -19%, hasta 0,6mnEUR, y una caída del EBIT del -29% hasta 0,3mnEUR. El beneficio neto se situó en 0,4mnEUR (+7%) gracias a las mayores deducciones fiscales derivadas de la inversión en I+D+i.

Revisión de las estimaciones

Tras los resultados presentados, hemos revisado a la baja nuestras estimaciones de beneficios, según puede apreciarse en la tabla que mostramos a continuación:

Figure 1. Revisión de estimaciones (2023-2026e)

(000EUR)	2023e	2024e	2025e	2026e
Ventas				
nueva	3,770	4,577	5,902	7,183
anterior	4,520	5,961	7,358	8,636
Diferencia (%)	-17	-23	-20	-17
EBITDA				
nueva	1,123	1,570	2,508	3,299
anterior	1,546	2,362	3,326	4,150
Diferencia (%)	-27	-34	-25	-21
EBIT				
nueva	415	790	1,645	2,362
anterior	775	1,542	2,467	3,244
Diferencia (%)	-46	-49	-33	-27
Beneficio neto				
nueva	495	784	1,459	2,043
anterior	790	1,422	2,154	2,792
Diferencia (%)	-37	-45	-32	-27

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Nuevo precio objetivo: 2,81EUR

Evidentemente, la revisión bajista de nuestras estimaciones implica una revisión a la baja de nuestro precio objetivos. Así, utilizando el método del descuento de flujos de caja libre operativos, obteniendo un valor objetivo diciembre 2023e de los recursos propios de 20mnEUR equivalentes a 2,81EUR por acción frente a 3,71EUR que era nuestro anterior precio objetivo. En nuestra valoración hemos mantenido los multiplicadores implícitos de la valoración anterior. Así, el multiplicador de salida utilizado es de 10,0x el cash flow libre operativo recurrente en 2026e.

A los precios actuales (1,92EUR/acción), la acción se encuentra cotizando a un PER 2023e y 2024e de 26,7x y 17,4x y a una ratio EV/EBITDA 2023e de 13,1x y 2024e de 9,6x. El potencial alcista que ofrece es del +46,7%.

La estrategia de Vytrus Biotech y su implantación

Vytrus Biotech se mantiene fiel a su estrategia y ha continuado implantándola según había planificado.

El **objetivo prioritario que Vytrus Biotech** se había marcado es el de consolidarse en el sector de los ingredientes cosméticos como un **referente en innovación** mediante la utilización de la tecnología de cultivo de células madre vegetales.

Para lograr este objetivo prioritario, Vytrus Biotech ha desarrollado una estrategia enfatizando tres vectores principalmente, en términos de inversión relativa:

- ✓ en primer lugar, **la inversión en I+D+i**, origen de la empresa, clave para el lanzamiento de nuevos productos;
- ✓ en segundo lugar, el **desarrollo de una infraestructura productiva** para poder respuesta a la demanda de los clientes;
- ✓ y, en tercer lugar, el **desarrollo de una estructura comercial interna**, para apoyar a los distribuidores con los que ya tienen acuerdos.

Figure 2. Vytrus Biotech: Fases en la implantación de la estrategia



Fuente: GVC Gaesco

La inversión en I+D+i: Siempre en ascenso

La inversión en I+D+i es la piedra angular de la compañía, el leitmotiv de la propia existencia de esta. De ahí que los importes invertidos en términos absolutos han seguido y seguirán una tendencia creciente porque son la condición necesaria para que la compañía pueda continuar lanzando nuevos productos al mercado y, con ello, mantener el crecimiento de sus ventas y beneficios.

La inversión en I+D+i se situó en 0,9mnEUR en 2022, con un aumento anual del +13,5% entre 2014 y 2022. Para el periodo 2022-26e, esperamos un crecimiento anual del +8,5% en el periodo 2021-26e, alcanzando 1,2mnEUR. En relación con las ventas, esta inversión es decreciente: desde un ¡200%! en 2014 hasta un 18% en 2026e.

La compañía cuenta en la actualidad con una cartera de 19 ingredientes (14 propios y 5 exclusivos para terceros) y espera ampliar esta cartera hasta 29 productos en 2027e.

La inversión en capacidad productiva ya acometida

La inversión en capacidad productiva era crucial para poder fabricar industrialmente los productos y dar respuesta a las necesidades de sus clientes en tiempo y con la calidad adecuada. En 2022 se dio un fuerte empuje a la inversión en capacidad y se estima que con las ampliaciones en sus instalaciones, hasta llegar a los 1.400m², y la inversión realizada en reactores se tiene la capacidad instalada suficiente para poder producir la cantidad que se estima se demandará en 2025.

Las inversiones en activo fijo, que fueron de tan solo 58.700EUR en 2014, se multiplicaron casi por 10, alcanzando los 0,5mnEUR en 2022, cifra que se considera el pico del proceso inversor en las instalaciones actuales.

El desarrollo de la estructura comercial: los “deberes” del año 2023

Una estructura comercial adecuada es el paso final en el desarrollo de la estrategia de la compañía para poder sacar provecho tanto de la inversión en investigación como de la inversión en capacidad productiva.

Desde su nacimiento, Vytrus Biotech ha enfatizado la **internacionalización de la compañía**. Inicialmente, esta internacionalización se realizó con acuerdos con distribuidores porque se consideró que esta era la forma más eficiente en términos de coste-beneficio. Así, la compañía ha cerrado acuerdos de distribución en 60 países y ya vende en 33 países. Las ventas internacionales representan un 60% del total.

Durante 2022 y 2023, la empresa ha estado reforzando su equipo comercial, con cuatro incorporaciones que le están permitiendo incrementar tanto su presencia en los distribuidores como en los clientes finales, así como para mejorar el apoyo que se presta a los distribuidores regionales. Esta “inversión” tendrá está teniendo un impacto negativo en los gastos operativos tanto de 2022 como de 2023.

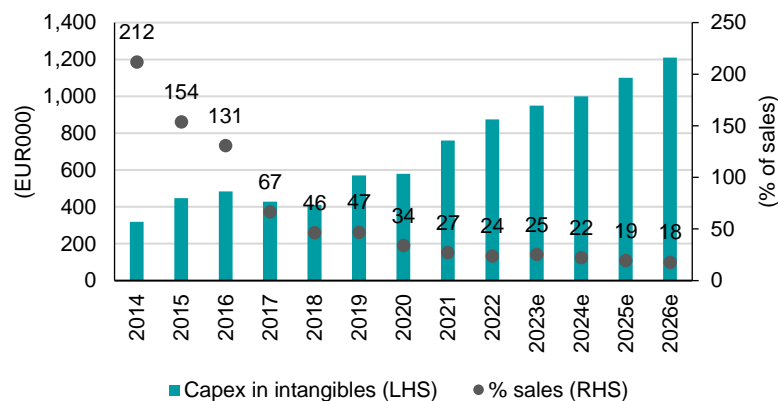
En octubre de 2023, la compañía anunció un nuevo paso adelante: la comercialización directa de sus productos en Francia, tras llegar a un acuerdo con el distribuidor local. La comercialización directa favorecerá el crecimiento de las ventas de la empresa, aunque también tiene su impacto negativo en costes, al haberse reforzado la estructura comercial con un nativo francés.

Investigación y nuevos productos

La investigación es la clave tanto del presente como del futuro de la compañía. El relevante esfuerzo inversor en I+D+i que la compañía realiza cada año es la base de su mantenimiento en la vanguardia del sector y en el lanzamiento de nuevos productos cada año que es lo que le permitirá seguir creciendo en el futuro.

La inversión en activos intangibles, que incluye tanto la inversión en investigación como la inscripción de marcas y patentes ascendió en 2022 a 875.000EUR equivalentes a un 24% de las ventas. Esta partida experimentó un crecimiento del +13,5% en el periodo 2014-2022, crecimiento que se reducirá a un 8,5% en el **periodo 2021-2026e**, alcanzando 1,2mnEUR.

Figure 3. Inversión en activos intangibles



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

El resultado de esta inversión en I+D+i se ha materializado en una cartera de productos formada actualmente por 19 ingredientes, de los cuales **14 son productos propios y 5 son productos exclusivos para terceras empresas.**

Figure 4. Vytrus Biotech: Cartera de productos propios

Nombre	Año de lanzamiento	Beneficios
Arabian Cotton	2014	Fotoprotección y anti-envejecimiento
Sensia Carota	2015	Anti-enrojecimiento y piel sensible
Luminia Granatum	2015	Blanqueante y reducción de manchas
Capilia Longa	2016	Cuidado del cabello
Centella Reversa	2017	Anti-envejecimiento y reafirmante
Turmeria Zen	2017	Antiestrés y buen envejecimiento
Sarcoslim re-shape	2018	Cuidado del cuerpo y buen envejecimiento
Quora noni	2018	Anti-acné y reequilibrio del microbioma
Olea Vitae	2019	Buen envejecimiento y revitalizante/energizante
Kannabia Sense	2020	Anti-envejecimiento y cuidado de la piel
Deobiome Noni	2020	Reducción del olor y cuidado de la piel
Nectaria Lithops	2021	Cuidado solar y cuidado de la piel
Elaya Renova	2022	Cuidado del cabello
Photobiome	2023	Anti-envejecimiento, fotoprotección y cuidado de la piel

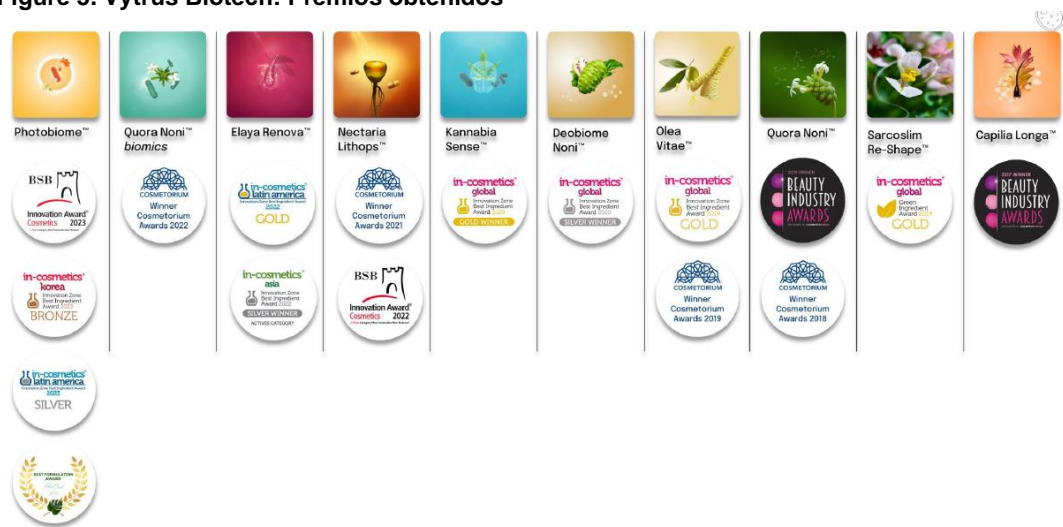
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

La calidad de los ingredientes desarrollados por Vytrus Biotech está avalada por los 17 premios conseguidos hasta el momento.

En 2023, los productos de la compañía han obtenido los siguientes reconocimientos:

- ✓ Finalista al Mejor Ingrediente de la Zona de Innovación en in-Cosmetics Global 2023 por Photobiome™.
- ✓ Primera posición en los BSB Innovation Awards 2023 por Photobiome™.
- ✓ Finalista al mejor nuevo ingrediente en los Premios Pure Beauty 2023 por Elaya Renova.
- ✓ Premio de Bronce al Mejor Ingrediente de la Zona de Innovación en in-Cosmetics Korea 2023 por Photobiome.
- ✓ Obtención del premio I Feel Good Awards a la mejor formulación con Photobiome™.
- ✓ Obtención del premio Best Ingredient Award por el nuevo activo Photobiome™ en in-cosmetics Latin America 2023.
- ✓ Primer Premio AITEX a la sostenibilidad y/o innovación por Photobiome™

Figure 5. Vytrus Biotech: Premios obtenidos



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Vytrus Biotech tiene el objetivo de tener una cartera de productos compuesta por 29 ingredientes en 2027, desde los 19 actuales. De estos 10 lanzamientos previstos, 4 corresponderán a productos propios con la tecnología tradicional de Vytrus, 4 a productos exclusivos para terceros y 2 a productos con las nuevas tecnologías en las que se está investigando.

Según la compañía, el coste promedio de desarrollo y lanzamiento comercial de cada producto es de 300.000EUR con un payback de entre 3 y 5 años. El tiempo medio de desarrollo de cada producto es de entre 2 y 3 años y la introducción en el mercado de 1/2 años. Las ventas promedio por producto en 2022 fue de 200.000EUR y se espera un crecimiento de estas hasta 2027e de entre el 10% y el 15%.

2023: un año de transición

Vytrus Biotech obtuvo un beneficio neto atribuible de 0,4mnEUR (+7% a/a) en 1S23 aunque EBITDA, EBIT y BAI se redujeron –19%, –29% y –29%, respectivamente. La confluencia de una debilidad en las ventas (–4%) junto con unos mayores gastos de explotación (+22,6%), derivados de la inversión en estructura comercial, son los causantes de este desempeño operativo.

Figure 6. Cuenta de resultados (1S20-1S23)

	1S20	2S20	1S21	2S21	1S22	2S22	1S23
Ventas	843	862	1,348	1,456	2,041	1,642	1,952
% inc.	–	–	60	69	51	13	–4
Margen bruto	793	800	1,238	1,306	1,850	1,480	1,827
% inc.	–	–	56	63	49	13	–1
% ventas	94	93	92	90	91	90	94
EBITDA cash	33	43	138	159	436	100	97
TREI	260	267	331	378	357	444	546
EBITDA	293	310	469	537	793	544	643
% inc.	–	–	60	73	69	1	–19
% ventas	35	36	35	37	39	33	33
EBIT	109	100	204	225	423	222	299
% inc.	–	–	88	127	107	–2	–29
% ventas	13	12	15	15	21	14	15
BAI	72	20	154	156	300	152	213
% inc.	–	–	114	688	96	–2	–29
% ventas	9	2	11	11	15	9	11
Bº neto	72	145	224	226	335	270	359
% inc.	–	–	212	56	49	20	7
% ventas	9	17	17	15	16	16	18

Fuente: Vytrus y GVC Gaesco

Las ventas del 1S23 ascendieron a 1,9mnEUR (–4,3% a/a). Las causas de esta reducción son, en primer lugar, un efecto base por el extraordinariamente alto 1S22 y, en segundo lugar, la debilidad económica de países como Alemania que han impactado negativamente al retrasarse proyectos en los que se incorporaba algún ingrediente de Vytrus. Así, las ventas en España experimentaron un aumento del +16%, pero las del resto de la Unión Europea se desplomaron un –29%.

Figure 7. Ventas por países (1S22 vs 1S23)

	1S22		1S23		
	(000EUR)	% total	(000EUR)	% total	% inc.
España	713	35	826	42	16
Unión Europea	819	40	578	30	–29
Resto de países	509	25	548	28	8
Total	2,041	100	1,952	100	–4

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Las ventas a 9M23, sin embargo, ya muestran un cierto crecimiento: +0,8% a/a, alcanzando los 2,8mnEUR. En el 3T23 estanco el crecimiento es del +14,5%. Con esta evolución, estimamos que las ventas del ejercicio 2023 crecerán entre el +1%/+2%.

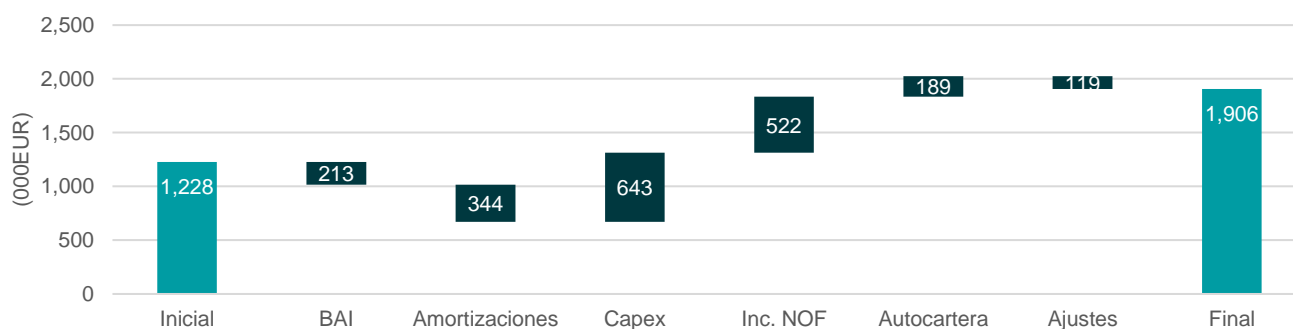
El EBITDA del 1S23 se situó en 0,6mnEUR (–19%) y el EBITDA cash (antes de activaciones) en 0,1mnEUR (–78%). Dos factores han influido en esta evolución: en primer lugar, el creciente esfuerzo inversor en I+D+i, de 584.000EUR (+49%) de los cuales 546.000EUR (+53%) corresponden a activaciones y, en segundo lugar, el aumento de los gastos de explotación del +22,6%, hasta 1,8mnEUR (+13%, hasta 1,2mnEUR excluyendo activaciones) por el reforzamiento de la estructura comercial de la compañía. El número de empleados medios de la empresa se ha incrementado en 4,2 personas (+17,3% a/a) hasta 36,5 principalmente por el fortalecimiento mencionado del área comercial. Este aumento se materializa en un crecimiento del +18,3% de los gastos de personal. Estos gastos incluyen asimismo 71.000EUR del plan de stock options (+8% a/a) para los seis directivos del comité

de dirección. En cuanto a la inversión en I+D+i entendemos que este 2023 se ha realizado el grueso de la misma en la primera parte del año y que, para el conjunto del ejercicio, ascenderá a 950.000mnEUR (+9% a/a) equivalente a un 25% de las ventas.

La deuda financiera neta se ha incrementado hasta 1,9mnEUR a junio de 2023, desde 0,7mnEUR en junio de 2022 y 1,2mnEUR en diciembre de 2023. Como se puede observar en el gráfico que mostramos a continuación, este aumento es debido a:

- a. Inversiones en activos materiales e inmateriales: 0,6mnEUR.
- b. Aumento en las necesidades operativas de financiación: 0,5mnEUR. Este aumento es debido a un incremento temporal de los deudores comerciales (+0,3mnEUR) al concentrarse las ventas del semestre en junio, lo que se revertirá a fin de ejercicio muy probablemente.
- c. Compras de autocartera por importe de 0,2mnEUR. A 30 de junio, la entidad mantiene una autocartera de 327.769 acciones (4,6% del número de acciones en circulación). De esta cantidad, 275.369 acciones están destinadas al plan de opciones para directivos y 52.400 están puestas a disposición del proveedor de liquidez. La inversión total en autocartera en los últimos 3 ejercicios hasta junio de 2023 asciende a unos 680.000EUR. En el 2S23 la entidad ejecutó el plan de recompra de acciones aprobado en septiembre de 2023 por un importe máximo de 75.000EUR y un número máximo de acciones compradas de 25.000, en el que invirtió 55.794EUR.
- d. Ajustes por cargos non-cash: 119.000EUR, compuestos principalmente por la contabilización en gastos de personal del devengo del plan de acciones.

Figure 8. Deuda financiera neta: Bridge (31/12/2022-30/6/2023)



Fuente: Vytrus y GVC Gaesco

Revisión de las estimaciones

Tras la publicación de los resultados semestrales, hemos revisado las estimaciones de Vytrus Biotech a la baja. De media para el periodo 2023-2026e hemos revisado un -19% las ventas, un -26% el EBITDA, un -39% el EBIT y un -35% el beneficio neto. En la práctica, la revisión implica retrasar un año la evolución estimada de las ventas (y, en consecuencia, todas las cifras de la cascada de resultados) de ahí que calificuemos 2023 como un año de transición. Con nuestras nuevas estimaciones, el beneficio neto de 2026e se situará en 2,0mnEUR (cifra que antes se alcanzaba en 2025e)

A continuación, incluimos los estados financieros estimados de la compañía, así como los cambios realizados en nuestras estimaciones.

Figure 9. Cuenta de resultados (2015-2026e)

(000EUR)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	CAGR 26e/22
Ventas	291	369	642	888	1,222	1,705	2,804	3,682	3,770	4,577	5,902	7,183	18
% inc.	94	27	74	38	38	40	64	31	2	21	29	22	
Margen bruto	232	288	606	789	1,026	1,593	2,544	3,330	3,544	4,165	5,312	6,465	
% inc.	60	24	110	30	30	55	60	31	6	18	28	22	
% ventas	80	78	94	89	84	93	91	90	94	91	90	90	
EBITDA cash	-421	-368	-128	-219	-357	76	297	536	223	570	1,408	2,089	
TREI	413	408	399	383	553	527	710	800	900	1,000	1,100	1,210	
EBITDA	-9	41	271	164	196	603	1,006	1,337	1,123	1,570	2,508	3,299	25
% inc.	n.s.	n.s.	566	-40	19	208	67	33	-16	40	60	32	
% ventas	-3	11	42	18	16	35	36	36	30	34	42	46	
EBIT	-100	-80	38	-158	-161	208	430	645	415	790	1,645	2,362	38
% inc.	n.s.	-20	n.s.	n.s.	2	n.s.	106	50	-36	90	108	44	
% ventas	-34	-22	6	-18	-13	12	15	18	11	17	28	33	
BAI	-123	-108	2	-211	-324	92	309	453	264	605	1,466	2,195	48
% inc.	n.s.	-13	n.s.	n.s.	54	n.s.	238	46	-42	129	142	50	
% ventas	-42	-29	0	-24	-26	5	11	12	7	13	25	31	
Bº neto	4	0	89	-44	-73	217	450	605	495	784	1,459	2,043	36
% inc.	-91	n.s.	n.s.	n.s.	65	n.s.	107	34	-18	58	86	40	
% ventas	1	0	14	-5	-6	13	16	16	13	17	25	28	

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 10. Balance resumido (2015-2026e)

(000EUR)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Activo fijo neto	1,755	2,207	2,702	3,055	3,697	4,194	4,734	5,555	6,253	6,899	7,401	7,821
NOF	-5	64	221	206	114	207	79	427	425	439	451	457
Capital empleado	1,750	2,272	2,923	3,261	3,811	4,402	4,813	5,981	6,678	7,338	7,852	8,278
RR.PP.	1,570	1,574	2,259	2,247	3,441	3,610	4,250	4,753	5,183	5,967	7,427	9,469
DFN	180	697	664	1,015	370	792	563	1,228	1,494	1,371	426	-1,192

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 11. Flujos de caja (2016-2026e)

(000EUR)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	
EBITDA	41	271	164	196	603	1,006	1,337	1,123	1,570	2,508	3,299	
Rdo. Financiero	-28	-36	-53	-162	-117	-120	-192	-151	-185	-178	-167	
- Capex	-469	-640	-523	-737	-762	-981	-1,357	-1,175	-1,248	-1,372	-1,509	
- Inc. NOF (OWC)	-69	-156	14	92	-93	129	-355	2	-15	-12	-6	
+/-Subvenciones	9	-5	43	-7	-15	16	0	0	0	0	0	
+ Ampliaciones de capital/(- Autocartera)	0	-4	600	-12	1,274	-32	51	-94	-105	0	0	
+/- Ajustes	3	-2	14	-11	-5	5	-4	0	0	0	0	
Variación tesorería	-518	34	-351	645	-422	106	-665	-306	123	945	1,617	
DFN/(Tesorería) final	180	697	664	1,015	370	792	563	1,228	1,494	1,371	426	-1,192

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Nota: El estado de flujos de caja de todos los ejercicios es estimado por GVC Gaesco.

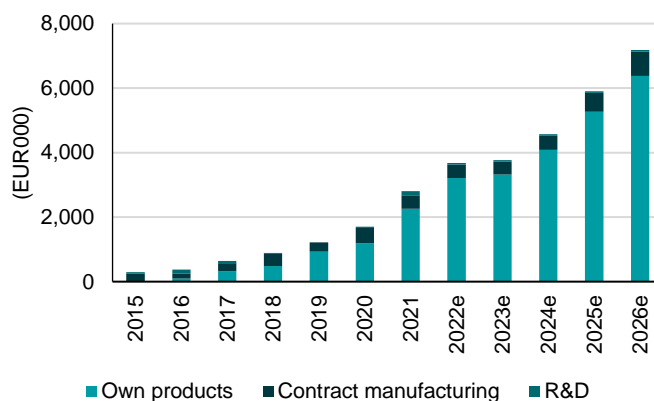
Figure 12. Revisión de estimaciones (2023-2026e)

(000EUR)	2023e	2024e	2025e	2026e
Ventas				
nueva	3,770	4,577	5,902	7,183
anterior	4,520	5,961	7,358	8,636
Diferencia (%)	-17	-23	-20	-17
EBITDA				
nueva	1,123	1,570	2,508	3,299
anterior	1,546	2,362	3,326	4,150
Diferencia (%)	-27	-34	-25	-21
EBIT				
nueva	415	790	1,645	2,362
anterior	775	1,542	2,467	3,244
Diferencia (%)	-46	-49	-33	-27
Beneficio neto				
nueva	495	784	1,459	2,043
anterior	790	1,422	2,154	2,792
Diferencia (%)	-37	-45	-32	-27

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Ventas: Se retornará al crecimiento de doble dígito en 2024

Vytrus Biotech alcanzará unas ventas de 7,1mnEUR en 2026e, según nuestros cálculos. Tras haber aumentado sus ventas a una tasa anual del +49% en el periodo 2014-2022, en 2023 la ralentización económica en la Eurozona provocará una ralentización del crecimiento de las mismas del +2,4% según nuestras estimaciones. A partir de 2024 esperamos que se retorne al crecimiento de doble dígito y que el crecimiento medio de las ventas en el periodo 2022-2026e se sitúe en el +18%.

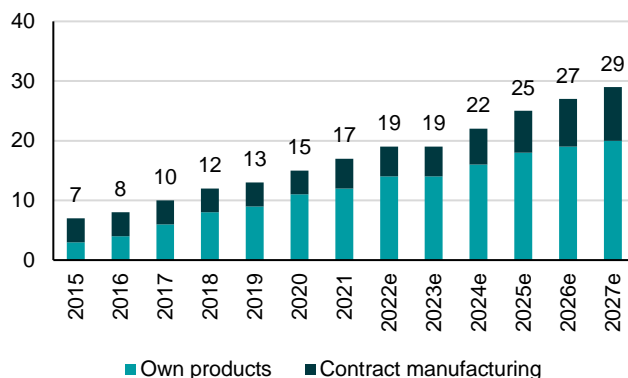
Figure 13. Ventas

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

El factor clave es el lanzamiento de nuevos productos a lo que se añaden, por un lado, el aumento de la capacidad productiva llevado a cabo en 2022 y el reforzamiento de la estructura comercial implantando en 2022 y 2023.

En nuestras estimaciones, hemos previsto que la compañía cumpla con su objetivo de tener una cartera de productos en 2027 con 29 ingredientes, como ya hemos comentado

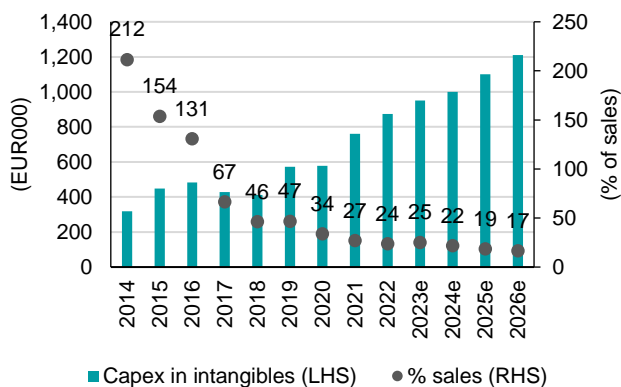
Figure 14. Evolución del número de productos



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

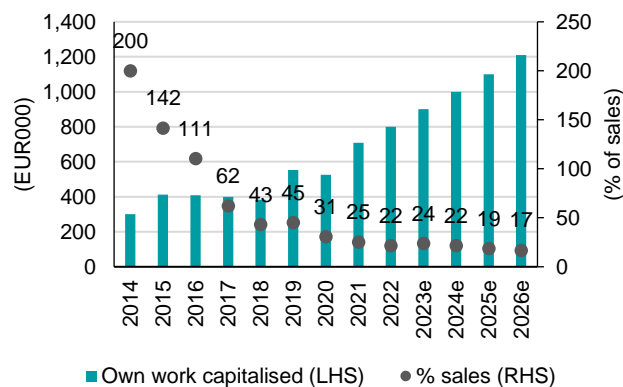
Vytrus seguirá incrementando su esfuerzo en investigación y desarrollo. Como gran parte de la inversión en I+D+i se realiza por el equipo interno de la organización, este hecho tiene un impacto en la cuenta de resultados de la compañía al capitalizar los gastos incurridos en la cuenta “Trabajos realizados por la empresa para su inmovilizado” (TREI), de ahí que hayamos distinguido en nuestra cuenta de resultados resumida entre el EBITDA cash (antes de TREI) y el EBITDA. Para poder capitalizar los gastos de investigación y desarrollo, estos deben estar individualizados por proyectos y fundamentarse el éxito del proyecto.

Figure 15. Inversión en activos intangibles



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 16. TREI



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Estimamos una inversión en activos intangibles de 1,2mnEUR en 2026e, lo que representa un 17% de las ventas, frente al 27% sobre ventas de 2024. El crecimiento previsto de esta inversión en el periodo 2022-26e es del +8,5% frente al +13,5% del periodo 2014-22.

EBITDA: ampliación del margen hasta el 46% sobre ventas en 2026e por el apalancamiento operativo

Vytrus Biotech generará un EBITDA de 3,3mnEUR en 2026e frente a 1,3mnEUR en 2022, según nuestras estimaciones. El margen de EBITDA se ampliará al 46% en 2026e frente al 36% en 2022 debido el efecto muy relevante del apalancamiento operativo.

Tras el “alto en el camino” que está suponiendo el ejercicio 2023, con caídas del EBITDA y EBIT como consecuencia de la ralentización del crecimiento de las ventas y los mayores gastos, creemos que en 2024 con el retorno del aumento de doble dígito de los ingresos se retornará a la senda de ampliación de márgenes operativos.

El margen bruto de la compañía se mantendrá en el 90% en los próximos ejercicios tras haber variado entre el 78% (mínimo) y 94% (máximo) en el periodo 2014-2022. Según la compañía, los márgenes mínimos se produjeron por los costes de transición y optimización necesarios para pasar de una producción relativamente pequeña a una real producción industrial de sus principios activos. Esta transición ya ha finalizado, aunque se continúa siempre en proceso de mejora y optimización del sistema productivo. El impacto de la subida de precios de la energía está teniendo un impacto mínimo en las cuentas de la empresa debido a los amplios márgenes con los que opera.

Los gastos operativos totales de la compañía (previo al cómputo de las capitalizaciones) se situarán en 4,4mnEUR en 2026e frente a 2,9mnEUR en 2022, lo que supone un crecimiento anual del +12%. En nuestras hipótesis hemos tenido en cuenta el plan de retribución con acciones que tiene en marcha la compañía, el reforzamiento de la estructura comercial y un incremento salarial superior a la inflación debido a los perfiles investigadores que priman en la organización.

Con todo ello, estimamos que el EBITDA cash (antes de TREI) alcanzará los 2,1mnEUR en 2026e vs. 0,5mnEUR en 2022.

El EBIT ascenderá a 2,4mnEUR en 2026e desde 0,6mnEUR en 2022, lo que supone un crecimiento anual del +38%. El margen de EBIT se ampliará hasta el 33% en 2026e desde el 18% en 2021. Recordemos que el primer EBIT positivo se registró en el ejercicio 2020.

Los beneficios fiscales de la inversión en I+D+i

Según nuestros cálculos, la empresa no pagará impuesto de sociedades en el periodo 2023-2026e aunque contablemente el primer devengo de gasto se producirá en 2025e. La tasa fiscal de la empresa ha sido positiva desde 2014 tanto por las bases imponibles negativas como por las deducciones de I+D+i. La empresa contaba a diciembre de 2022 con activos fiscales diferidos por importe de 2,1mnEUR y pasivos fiscales diferidos de 0,7mnEUR. Los activos fiscales diferidos incluyen tanto los generados por las bases imponibles negativas (0,5mnEUR) como los derivados de las deducciones por inversión (1,5mnEUR).

La regulación del impuesto de sociedades español permite una deducción del 25% de los gastos incurridos en investigación y desarrollo como regla general. Además, si los gastos de un periodo superan la media de los dos ejercicios precedentes, se puede aplicar a este exceso un 17% adicional. También se puede deducir un 17% adicional a los gastos de personal de las personas que trabajen en exclusiva en I+D+i. **Vytrus ha generado una deducción media del 30% de los gastos en I+D+i en los que ha incurrido (una vez deducidas las subvenciones). Por este concepto, la compañía tenía contabilizados 1,5mnEUR a diciembre de 2022.**

Beneficio neto y generación de caja

La empresa genera un beneficio neto de 2,0mnEUR en 2026e, frente a 0,6mnEUR en 2022, lo que supone multiplicar por 3,5x en este periodo. La clave está en la evolución prevista de las ventas y a los elevados márgenes brutos que actúan como efecto palanca sobre los costes fijos de la compañía. Para 2023e, esperamos un beneficio neto atribuible de 0,5mnEUR (-18%) aunque la cifra final dependerá de las deducciones fiscales aplicables.

El endeudamiento financiero de la compañía es bajo: según nuestras estimaciones ascenderá a 1,5mnEUR a diciembre de 2023e. Tras haber generado caja positiva en 2021, en 2022 se generó un déficit de tesorería de 0,6mnEUR provocado por la aceleración del programa inversor (hasta 1,4mnEUR), el aumento de las existencias (+0,2mnEUR) para evitar problemas de suministro, el incremento de los deudores comerciales (+0,2mnEUR) por

la mayor cifra de negocio y la recompra de acciones para el programa de directivos (0,1mnEUR). En 2023e se generará también un déficit de tesorería de 0,3mnEUR según nuestros cálculos. Esperamos una generación positiva de tesorería de +0,1mnEUR en 2024e se incrementará exponencialmente en los siguientes ejercicios lo que podría situar a Vytrus en una posición neta de tesorería a partir de 2026e. La ratio DFN/EBITDA se ampliará desde 0,9x en 2022 a 1,3x en 2023e para reducirse nuevamente hasta 0,9x en 2024e y 0,2x en 2025.

A partir de 2026, la empresa debería decidir el fin de la tesorería generada. Aquí se abren tres opciones posibles:

- (a) la retribución al accionista vía pago de dividendos o recompra de acciones;
- (b) el incremento de la inversión en nuevas líneas de negocio, como podría ser entrar en el sector farmacéutico, o en nuevas tecnologías; o
- (c) la adquisición de alguna pequeña empresa que sea complementaria por su cartera de productos o su tecnología.

Por el momento, Vytrus Biotech no ha definido una política de dividendos lo cual esperamos se produzca en el momento que se consolide la tendencia de generación de flujos de caja positivos.

La valoración ofrece un potencial atractivo

El valor objetivo de Vytrus Biotech a diciembre de 2023e es de 20mnEUR equivalentes a 2,81EUR por acción, revisadas a la baja ambas cifras desde 26mnEUR y 3,71EUR, esto es, un -24%, coherente con la revisión bajista de nuestras cifras de resultados y generación de caja,

Hemos utilizado el método del descuento de flujos de caja libre operativos para valorar la compañía.

A los flujos de caja libres generados en el periodo 2024e-2026e, hemos añadido el valor terminal de la compañía, asumiendo que solamente hay inversiones de mantenimiento y no hay lanzamientos de productos adicionales. Hemos considerado 0,5mnEUR como la inversión necesaria en mantener las instalaciones y los productos actualizados. El flujo de caja libre recurrente es de 2,5mnEUR y el valor residual 25,4mnEUR lo que implica un multiplicador de salida de 10,0x, cifra que consideramos conservadora. Adicionalmente, hemos incluido los activos fiscales diferidos netos no consumidos en 2026e por importe de 1,6mnEUR. Incluimos a continuación un resumen de nuestra valoración:

Figure 17. Vytrus Biotech: Valoración

(EUR000)	2023e	2024e	2025e	2026e	Residual
EBIT	415	790	1,645	2,362	2,898
Impuestos s/EBIT		0	0	0	0
NOPAT	415	790	1,645	2,362	2,550
+ Amortización		708	780	863	937
- Capex	-1,175	-1,248	-1,372	-1,509	-500
- Inc. NOF	2	-15	-12	-6	-14
OFCF	-50	308	1,124	1,784	2,537
Valor residual				25,425	
Multiplicador implícito del valor terminal (x)				10,0	
Ajuste fiscal				1,626	
Flujos totales	-50	308	1,124	28,836	
Valor actual (Dic. 23e)	21,513				
- DFN (Dic. 23e)	-1,494				
Valor RR.PP.	20,018				
Valor por acción (€)	2.81				

Fuente: GVC Gaesco

Los multiplicadores implícitos (PER y EV/EBITDA) de nuestra valoración son los siguientes:

Figure 18. Vytrus Biotech: Multiplicadores implícitos a 2.81EUR

(x)	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
PER	33.1	40.4	25.5	13.7	9.8
EV/EBITDA	20.7	16.1	19.2	13.7	8.6

Fuente: GVC Gaesco

ESG Focus

Vytrus Biotech tiene en su ADN su compromiso con la Responsabilidad Social Corporativa (RSC) e interconecta los ejes de su organización (personas, planeta, compañía y compromiso social) con los 10 Principios el Pacto Mundial de Naciones Unidas y los 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible del Pacto Mundial de las Naciones Unidas para 2030.

Su propia filosofía se enfoca a un proceso de producción sostenible, respetuoso con la naturaleza. Su tecnología le permite reducciones de 99% del agua consumida frente a las producciones tradicionales.

Los 4 ejes de la organización son:

- a. **Personas:** Para Vytrus Biotech, su equipo humano es uno de los principales activos de su cadena de valor. Se aplican acciones para potenciar su desarrollo, explotar sus capacidades y aumentar su eficiencia y productividad.
- b. **Planeta:** La empresa destina un porcentaje de la facturación de sus ingredientes cosméticos a colaborar con proyectos sociales, científicos y/o de investigación relacionados con la preservación del patrimonio natural, el medio ambiente y la protección vegetal.
- c. **Compañía:** Vytrus Biotech cuenta con la certificación ISO 9001: 2015, que es el Referente Mundial en Gestión de la Calidad Empresarial. Está diseñado para ayudar a las organizaciones a garantizar que satisfagan las necesidades y expectativas de los clientes y otras partes interesadas, según los principios de gestión de calidad reconocidos internacionalmente establecidos por la Organización Internacional de Normalización (ISO). También cuenta con el certificado Good Manufacturing Practices for Cosmetics Ingredients (GMPs certificate). El GMP acredita a las empresas por una buena gestión de las pautas clave que deben utilizarse en la industria cosmética y garantiza la calidad y seguridad en la producción de ingredientes cosméticos. Adicionalmente, todos los activos están certificados según COSMOS-Eocert, que permite etiquetar productos como naturales o ecológicos.
- d. **Compromiso Social:** Las actuaciones de Vytrus Biotech se basan en el principios de cosmética consciente. Utilizan los recursos naturales del entorno cercano entendiendo que la sostenibilidad global comienza en el nivel local y más cercano.

ESG Scorecards

Vytrus Biotech	NO	WIP	OK	Comments/Descriptions
ESG projects/activities/certifications				COSMOS-ECOCERT, ISO 16128, sin GMO
Materiality Matrix (CRI or Others)				
Sustainability Report (CSR)				
Sustainability Plan / Defined ESG Goals				
ESG Ratings				ECOVADIS Platinum

Source: GVC Gaesco Valores

ESG Positioning

Vytrus Biotech	Below	In line	Above	Comments/Descriptions
Environment				
GHG emission cut (CO ₂ reduction)				99% less than traditional production
Water consumption				
Electricity & Power consumption				
Plastic reduction				
Social				
Social engagement				One woman out of 6 members in the Board of Directors and 1 woman out of 6 in the top management.
Accident index				
Gender Equality ¹				
Training / Employees satisfaction				
Governance				
BoD composition ²				The board is composed by 3 executive members, 1 proprietary and 2 independent
Top management ESG Involvement ³				

Notes

- 1) Women % Executive/BoD positions
 - 2) % Independents Directors on Total BoD
 - 3) % Variable Remuneration linked to ESG (or qualitative comments)
- Source: GVC Gaesco Valores

La ONU ha fijado 17 Objetivos de Desarrollo Sostenible (ODS – SDG en inglés) para instar a las compañías y gobiernos a actuar sobre ellos.

Como ya hemos comentado, la compañía alinea sus actuaciones con estos objetivos. Para una compañía del tamaño de Vytrus Biotech, su preocupación por la Responsabilidad Social Corporativa y los principios de desarrollo sostenible nos parecen merecedores de una puntuación positiva. Además, tienen las certificaciones más relevantes de la industria cosmética, como COSMOS-Ecocert muy usada y valorada para avalar de forma rigurosa aquellos productos orgánicos y naturales desarrollados de forma ecológica.

El impacto de los aspectos ESG en la valoración de la compañía es Positivo, en nuestra opinión.

SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS



Vytrus Biotech: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e
Sales	1.2	1.7	2.8	3.7	3.8	4.6
Cost of Sales & Operating Costs	-1.0	-1.1	-1.8	-2.3	-2.6	-3.0
Non Recurrent Expenses/Income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	0.2	0.6	1.0	1.3	1.1	1.6
EBITDA (adj.)*	0.2	0.6	1.0	1.3	1.1	1.6
Depreciation	-0.4	-0.4	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8
Depreciation of Right-of-Use			0	0	0	0
EBITA	-0.2	0.2	0.4	0.6	0.4	0.8
EBITA (adj.)*	-0.2	0.2	0.4	0.6	0.4	0.8
Amortisations and Write Downs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	-0.2	0.2	0.4	0.6	0.4	0.8
EBIT (adj.)*	-0.2	0.2	0.4	0.6	0.4	0.8
Net Financial Interest	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
Other Financials	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	-0.3	0.1	0.3	0.5	0.3	0.6
Tax	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
<i>Tax rate</i>	<i>77.5%</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	-0.1	0.2	0.5	0.6	0.5	0.8
Net Profit (adj.)	-0.1	0.2	0.5	0.6	0.5	0.8
CASH FLOW (EURm)	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e
Cash Flow from Operations before change in NWC	0.0	0.5	1.0	1.1	1.0	1.4
Change in Net Working Capital	0.1	-0.1	0.1	-0.4	0.0	-0.0
Cash Flow from Operations	0.1	0.4	1.2	0.8	1.0	1.4
Capex	-0.7	-0.8	-1.0	-1.4	-1.2	-1.2
Net Financial Investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	-0.6	-0.4	0.2	-0.6	-0.2	0.1
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	1.3	-0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.0
Change in Net Financial Debt	0.6	-0.4	0.2	-0.7	-0.3	0.1
NOPLAT	-0.1	0.2	0.4	0.6	0.4	0.7
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e
Net Tangible Assets	0.5	0.6	0.7	1.0	1.1	1.2
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	2.3	2.5	2.8	3.2	3.6	4.0
Right-of-Use Assets (Lease Assets)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Financial Assets & Other	1.0	1.1	1.2	1.4	1.6	1.8
Total Fixed Assets	3.7	4.2	4.7	5.6	6.3	6.9
Inventories	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
Trade receivables	0.2	0.2	0.2	0.5	0.5	0.6
Other current assets	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
Cash (-)	-0.8	-1.1	-1.3	-0.8	-0.8	-0.8
Total Current Assets	1.2	1.5	1.9	1.8	1.8	2.0
Total Assets	4.9	5.7	6.6	7.3	8.0	8.9
Shareholders Equity	3.4	3.6	4.3	4.8	5.2	6.0
Minority	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Equity	3.4	3.6	4.3	4.8	5.2	6.0
Long term interest bearing debt	0.2	0.4	0.3	0.7	1.0	0.9
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Lease Liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Long Term Liabilities	0.2	0.4	0.3	0.7	1.0	0.9
Short term interest bearing debt	1.0	1.5	1.5	1.3	1.3	1.3
Trade payables	0.2	0.2	0.5	0.5	0.6	0.8
Other current liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Current Liabilities	1.2	1.7	2.0	1.8	1.9	2.0
Total Liabilities and Shareholders' Equity	4.9	5.7	6.6	7.3	8.0	8.9
Net Capital Employed	3.8	4.4	4.8	6.0	6.7	7.3
Net Working Capital	0.1	0.2	0.1	0.4	0.4	0.4
GROWTH & MARGINS	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e
<i>Sales growth</i>	<i>37.6%</i>	<i>39.5%</i>	<i>64.5%</i>	<i>31.3%</i>	<i>2.4%</i>	<i>21.4%</i>
EBITDA (adj.)* growth	19.3%	208.3%	66.9%	32.8%	-16.0%	39.8%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>106.3%</i>	<i>50.1%</i>	<i>-35.6%</i>	<i>90.3%</i>
<i>EBIT (adj.)* growth</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>106.3%</i>	<i>50.1%</i>	<i>-35.6%</i>	<i>90.3%</i>

Vytrus Biotech: Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e
Net Profit growth	n.m.	n.m.	107.5%	34.5%	-18.2%	58.2%
EPS adj. growth	n.m.	n.m.	107.3%	31.9%	-18.2%	58.2%
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin	16.0%	35.4%	35.9%	36.3%	29.8%	34.3%
EBITA (adj)* margin	-13.2%	12.2%	15.3%	17.5%	11.0%	17.3%
EBIT (adj)* margin	n.m.	12.2%	15.3%	17.5%	11.0%	17.3%
RATIOS	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e
Net Debt/Equity	0.1	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2
Net Debt/EBITDA	1.9	1.3	0.6	0.9	1.3	0.9
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	1.2	5.2	8.4	7.0	7.4	8.5
Capex/D&A	206.5%	193.0%	170.2%	196.2%	166.0%	159.9%
Capex/Sales	60.3%	44.7%	35.0%	36.9%	31.2%	27.3%
NWC/Sales	9.3%	12.2%	2.8%	11.6%	11.3%	9.6%
ROE (average)	-2.6%	6.2%	11.5%	13.4%	10.0%	14.1%
ROCE (adj.)	-5.0%	5.5%	10.5%	12.3%	7.2%	12.5%
WACC	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
ROCE (adj.)/WACC	-0.4	0.4	0.8	0.9	0.6	1.0
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e
Average diluted number of shares	6.3	7.0	7.0	7.1	7.1	7.1
EPS (reported)	-0.01	0.03	0.06	0.09	0.07	0.11
EPS (adj.)	-0.01	0.03	0.06	0.09	0.07	0.11
BVPS	0.55	0.52	0.61	0.67	0.73	0.84
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VALUATION	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e
EV/Sales				6.9	3.9	3.3
EV/EBITDA				19.0	13.1	9.6
EV/EBITDA (adj.)*				19.0	13.1	9.6
EV/EBITA				39.4	35.5	19.0
EV/EBITA (adj.)*				39.4	35.5	19.0
EV/EBIT				39.4	35.5	19.0
EV/EBIT (adj.)*				39.4	35.5	19.0
P/E (adj.)				40.0	26.7	17.4
P/BV				5.1	2.6	2.3
Total Yield Ratio				0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE				5.5	2.9	2.7
OpFCF yield				-2.4%	-1.2%	0.9%
OpFCF/EV				-2.2%	-1.1%	0.8%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)				0.0%	0.0%	0.0%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2019	12/2020	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e
Price** (EUR)				3.40	1.86	1.92
Outstanding number of shares for main stock	7.0	7.0	7.1	7.1	7.1	7.1
Total Market Cap				24.2	13.2	13.7
Gross Financial Debt (+)	1.2	1.9	1.9	2.0	2.3	2.1
Cash & Marketable Securities (-)	-0.8	-1.1	-1.3	-0.8	-0.8	-0.8
Net Financial Debt	0.4	0.8	0.6	1.2	1.5	1.4
Lease Liabilities (+)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Debt	0.4	0.8	0.6	1.2	1.5	1.4
Other EV components	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Enterprise Value (EV adj.)				25.4	14.7	15.0

Source: Company, GVC Gaesco Valores estimates.

Notes

* Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj.)= EBITDA (or EBITA) +/- Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj.)= EBIT +/- Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation

**Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years

***EPS (adj.) diluted= Net Profit (adj.)/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs. EPS (reported) = Net Profit reported/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs.

Sector: Healthcare/Pharmaceuticals

Company Description: Vytrus Biotech develops, produces and commercialises bio-active ingredients for the cosmetic industry using a very innovative technology: plants stem cells cultures.

European Coverage of the Members of ESN

Automobiles & Parts	Mem(*)	Kaufman & Broad	IAC	Banca Ifis	BAK	Avio	BAK
Brembo	BAK	Kering	CIC	Banca Mediolanum	BAK	Biesse	BAK
Faurecia	CIC	L'Oreal	CIC	Banca Sistema	BAK	Bollore	CIC
Ferrari	BAK	Lvmh	CIC	Bff Bank	BAK	Bureau Veritas	CIC
Gestamp	GVC	Maisons Du Monde	CIC	Dea Capital	BAK	Caf	GVC
Indelb	BAK	Moncler	BAK	Finecobank	BAK	Catenon	GVC
Michelin	CIC	Monnalisa	BAK	Illimity Bank	BAK	Cellnex Telecom	GVC
Pirelli & C.	BAK	Ovs	BAK	Mediobanca	BAK	Cembre	BAK
Plastic Omnium	CIC	Piaggio	BAK	Poste Italiane	BAK	Clasquin	IAC
Renault	CIC	Richemont	CIC	Rothschild & Co	CIC	Cnh Industrial	BAK
Sogefi	BAK	Safilo	BAK	Food & Beverage	Mem(*)	Corticeira Amorim	CBI
Stellantis	BAK	Salvatore Ferragamo	BAK	Advini	CIC	Ctt	CBI
Valeo	CIC	Smcp	CIC	Bonduelle	CIC	Danieli	BAK
Banks	Mem(*)	Swatch Group	CIC	Campari	BAK	Datalogic	BAK
Banca Mps	BAK	Technogym	BAK	Danone	CIC	Enav	BAK
Banco Sabadell	GVC	Tod'S	BAK	Diageo	CIC	Enogia	CIC
Banco Santander	GVC	Trigano	CIC	Ebro Foods	GVC	Exel Industries	CIC
Bankinter	GVC	Ubisoft	CIC	Enervit	BAK	Fiera Milano	BAK
Bbva	GVC	Energy	Mem(*)	Fleury Michon	CIC	Fincantieri	BAK
Bnp Paribas	CIC	Cgg	CIC	Italian Wine Brands	BAK	Getlink	CIC
Bper	BAK	Ecoslops	CIC	Lanson-Bcc	CIC	Global Dominion	GVC
Caixabank	GVC	Eni	BAK	Laurent Perrier	CIC	Haulotte Group	CIC
Credem	BAK	Galp Energia	CBI	Ldc	CIC	Interpump	BAK
Credit Agricole Sa	CIC	Gas Plus	BAK	Lindt & Sprüngli	CIC	Inwit	BAK
Intesa Sanpaolo	BAK	Gtt	CIC	Nestle	CIC	Leonardo	BAK
Societe Generale	CIC	Maurel Et Prom	CIC	Orsero	BAK	Logista	GVC
Unicaja Banco	GVC	Plc	BAK	Pernod Ricard	CIC	Manitou	CIC
Unicredit	BAK	Repsol	GVC	Remy Cointreau	CIC	Nicolas Correa	GVC
Basic Resources	Mem(*)	Rubis	CIC	Tipiak	CIC	Openjobmetis	BAK
Acerinox	GVC	Saipem	BAK	Vilmorin	CIC	Osai	BAK
Altri	CBI	Technip Energies	CIC	Viscofan	GVC	Prima Industrie	BAK
Arcelormittal	GVC	Technipfmc Plc	CIC	Vranken	CIC	Prosegur	GVC
Ence	GVC	Tecnicas Reunidas	GVC	Healthcare	Mem(*)	Prosegur Cash	GVC
Imerys	CIC	Tenaris	BAK	Abionyx Pharma	CIC	Prysmian	BAK
Neodecortech	BAK	Totalenergies	CIC	Amplifon	BAK	Rai Way	BAK
Semapa	CBI	Vallourec	CIC	Atrys Health	GVC	Rexel	CIC
The Navigator Company	CBI	Fin. Serv. Holdings	Mem(*)	Biomerieux	CIC	Saes	BAK
Tubacex	GVC	Cir	BAK	Crossject	CIC	Salcef	BAK
Chemicals	Mem(*)	Corp. Financiera Alba	GVC	Diasorin	BAK	Talgo	GVC
Air Liquide	CIC	Digital Magics	BAK	El.En.	BAK	Teleperformance	CIC
Arkema	CIC	Eurazeo	CIC	Fermentalg	CIC	Verallia	CIC
Plasticos Compuestos	GVC	Gbl	CIC	Fine Foods	BAK	Vidrala	GVC
Consumer Products & Services	Mem(*)	Peugeot Invest	CIC	Genfit	CIC	Zardoya Otis	GVC
Abeo	CIC	Rallye	CIC	Gpi	BAK	Zignago Vetro	BAK
Beneteau	CIC	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Guerbet	CIC	Insurance	Mem(*)
Brunello Cucinelli	BAK	Wendel	CIC	Korian	CIC	Axa	CIC
Capelli	CIC	Fin. Serv. Industrials	Mem(*)	Oncodesign	CIC	Catalana Occidente	GVC
De Longhi	BAK	Abitare In	BAK	Orpea	CIC	Cattolica Assicurazioni	BAK
Europcar	CIC	Dovalue	BAK	Prim Sa	GVC	Generali	BAK
Fila	BAK	Nexi	BAK	Recordati	BAK	Linea Directa Aseguradora	GVC
Geox	BAK	Tinexta	BAK	Shedir Pharma	BAK	Mapfre	GVC
Givaudan	CIC	Financial Services Banks	Mem(*)	Theraclion	CIC	Net Insurance	BAK
Groupe Seb	CIC	Amundi	CIC	Vetoquinol	CIC	Unipolsai	BAK
Hermes Intl.	CIC	Anima	BAK	Virbac	CIC	Materials, Construction	Mem(*)
Hexaom	CIC	Azimut	BAK	Industrial Goods & Services	Mem(*)	Acs	GVC
Interparfums	CIC	Banca Generali	BAK	Applus	GVC	Aena	GVC

Atlantia	BAK	Real Estate	Mem(*)	I Grandi Viaggi	BAK
Buzzi Unicem	BAK	Almagro Capital	GVC	Ibersol	CBI
Cementir	BAK	Igd	BAK	Int. Airlines Group	GVC
Cementos Molins	GVC	Lar España	GVC	Melia Hotels International	GVC
Clerhp Estructuras	GVC	Merlin Properties	GVC	Nh Hotel Group	GVC
Crh	CIC	Realia	GVC	Pierre Et Vacances	CIC
Eiffage	CIC	Retail	Mem(*)	Sodexo	CIC
Fcc	GVC	Burberry	CIC	Utilities	Mem(*)
Ferrovial	GVC	Fnac Darty	CIC	A2A	BAK
Groupe Adp	CIC	Inditex	GVC	Acciona	GVC
Groupe Poujolat	CIC	Unieuro	BAK	Acea	BAK
Groupe Sfpj S.A.	CIC	Technology	Mem(*)	Albioma	CIC
Heidelberg Cement	CIC	Agile Content	GVC	Alerion Clean Power	BAK
Herige	CIC	Akka Technologies	CIC	Audax	GVC
Holcim	CIC	Almawave	BAK	Derichebourg	CIC
Maire Tecnimont	BAK	Alten	CIC	Edp	CBI
Mota Engil	CBI	Amadeus	GVC	Enagas	GVC
Obrascon Huarte Lain	GVC	Atos	CIC	Encavis Ag	CIC
Sacyr	GVC	Axway Software	CIC	Endesa	GVC
Saint-Gobain	CIC	Capgemini	CIC	Enel	BAK
Sciuker Frames	BAK	Cast	CIC	E-Pango	CIC
Sergeferrari Group	CIC	Esi Group	CIC	Erg	BAK
Spie	CIC	Exprivia	BAK	Falck Renewables	BAK
Tarkett	CIC	Gigas Hosting	GVC	Greenalia	GVC
Thermador Groupe	CIC	Indra Sistemas	GVC	Greenvolt	CBI
Vicat	CIC	Izertis	GVC	Hera	BAK
Vinci	CIC	Lleida.Net	GVC	Holaluz	GVC
Webuild	BAK	Memscap	IAC	Iberdrola	GVC
Media	Mem(*)	Neurones	CIC	Iren	BAK
Arnoldo Mondadori Editore	BAK	Ovhcloud	CIC	Italgas	BAK
Atresmedia	GVC	Reply	BAK	Naturgy	GVC
Cairo Communication	BAK	Sii	CIC	Red Electrica Corporacion	GVC
Digital Bros	BAK	Sopra Steria Group	CIC	Ren	CBI
GI Events	CIC	Stmicroelectronics	BAK	Snam	BAK
Il Sole 24 Ore	BAK	Tier 1 Technology	GVC	Solaria	GVC
Ipsos	CIC	Visiativ	CIC	Terna	BAK
Jcdecaux	CIC	Vogo	CIC	Volitalia	CIC
Lagardere	CIC	Telecommunications	Mem(*)		
M6	CIC	Bouygues	CIC		
Mediaset Espana	GVC	Ekinops	CIC		
Mfe-Mediaforeurope	BAK	Ezentis	GVC		
Miogroup	GVC	Nos	CBI		
Nrj Group	CIC	Orange	CIC		
Publicis	CIC	Telecom Italia	BAK		
Rcs Mediagroup	BAK	Telefonica	GVC		
Tf1	CIC	Tiscali	BAK		
Universal Music Group	CIC	Unidata	BAK		
Vivendi	CIC	Vodafone	BAK		
Personal Care, Drug & Grocery S	Mem(*)	Travel & Leisure	Mem(*)		
Carrefour	CIC	Accor	CIC		
Casino	CIC	Autogrill	BAK		
Jeronimo Martins	CBI	Compagnie Des Alpes	CIC		
Marr	BAK	Edreams Odigeo	GVC		
Sonae	CBI	Elior	CIC		
Unilever	CIC	Fdj	CIC		
Winfarm	CIC	Groupe Partouche	IAC		

LEGEND: BAK: Banca Akros; CIC: CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Valores

as at 4 February 2022

List of ESN Analysts (**)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Giada Cabrino, CIIA	BAK	+39 02 4344 4092	giada.cabrino@bancaakros.it
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cic.fr
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cic.fr
Dominique Descours	CIC	+33 1 53 48 81 12	dominique.descours@cic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cic.fr
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvgaesco.es
Gian Marco Gadini	BAK	+39 02 4344 4236	gianmarco.gadini@bancaakros.it
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Alexandre Gérard	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cic.fr
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Jean-Christophe Lefèvre-Mouleng	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevre-mouleng@cic.fr
Eric Lemarié	CIC	+33 1 53 48 64 25	eric.lemarie@cic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Marisa Mazo, Ph.D, CFA	GVC	+34 91 436 7817	marisa.mazo@gvgaesco.es
Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cic.fr
Jaime Pallares Garcia	GVC	+34 91 436 7818	jaime.pallares@gvgaesco.es
Amaud Palliez	CIC	+33 1 41 81 74 24	amaud.palliez@cic.fr
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvgaesco.es
Juan Peña	GVC	+34 91 436 78 16	juan.pena@gvgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cic.fr
Virginie Royère	CIC	+33 1 53 48 76 52	virginie.royere@cic.fr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it

(**) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts

Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.gvcgaesco.es. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., is a company regulated by the CNMV and is registered under number 182 in the Official Register of Securities Companies and Agencies of the CNMV.

All the information contained in this report has been compiled and prepared in good faith by GVC Gaesco Valores S.V., S.A. from sources we believe to be reliable (including public accounts and audits). The opinions expressed in this report are those of our research department at the time of publication and may be changed at any time without notice and without communication. There is no scheduled frequency for updating the recommendations. The recommendation contained in this document has not been communicated in advance to the issuer. This document does not constitute an invitation to buy or sell securities. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. accepts no responsibility for the use of this report. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. has no proprietary investment positions in the securities mentioned in this report. There may be a business relationship between GVC Gaesco Valores S.V., S.A., and the issuer on which this report is issued, and if so, this is detailed in the following section. This and other documents are only one source of information, among others, which is not intended in itself to constitute an investment decision tool. In no way can this or any other analysis documents produced by us be used for investment decisions. Each investor is responsible for his or her own decisions and this document or others are only a source of supplementary information. This document has been distributed only to professional, qualified and selected investors or potential investors and has not been distributed in a generic form. Any use of this document implies an understanding and explicit acceptance of these warnings.

As of the date of this report, GVC Gaesco Valores S.V., S.A.,

- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: Catenon SA; Clever Global SA; Facephi Biometría SA.; Griñó Ecologic SA, NBI Bearings Europe S.A.; Trajano Iberia (Socimi), SA; IFFE Futura, S.A.; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR); Agile Content; Holaluz Clidom SA; S.A. Pangaea Oncology, S.A.; Investment Media Optimization S.A., Inmobiliaria del Sur S.A., Club de Fútbol Intercity, S.A.D (CITY); Profithol S.A. (SPH); Vytrus Biotech.; Labiana Health, S.A.; Axon Partners Group, S.A., Biotechnology Assets S.A., Grupo Greening 2022, S.A.; Ktesios Real Estate Socimi, S.A., Gigas Hosting, S.A., Parlem Telecom, S.A., Vanadi Coffee
- has participated and/or participates as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies Plásticos Compuestos SA; Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A; The Nimo’s Holding; Parlem Telecom Companya de Telecomunicaciones SA; Inversa Prime Socimi SA; Profithol S.A. (SPH); Hannum S.A., OPDEnergy Holding S.A; Labiana Health S.A., Axon Partners Group S.A., Deoleo S.A., Audasa, S.A., Agile Content, S.A, GIGAS Hosting, S.A., TIER 1 Technology, S.A., Atrys Health, S.A, Pangea Oncology, S.A, Obras y Servicios COPASA, Inmobiliaria del Sur, S.A.G
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV’s Circular 1/2017 with: Meliá Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA); ENCE Energia y Celulosa; Cementos Molins; Desarrollo Especiales de Sistemas de Anclaje, S.A. (DESA).
- has signed a Corporate Brokerage agreement that includes a contractually agreed provision of research services that in return, GVC Gaesco Valores receives a compensation. These reports (sponsored) may/could have been previously shown to the companies: Atrys Health; Audax Renovables; Gigas Hosting; Vytrus Biotech; Nicolás Correa; Prim; Ktesios, Cementos Molins.

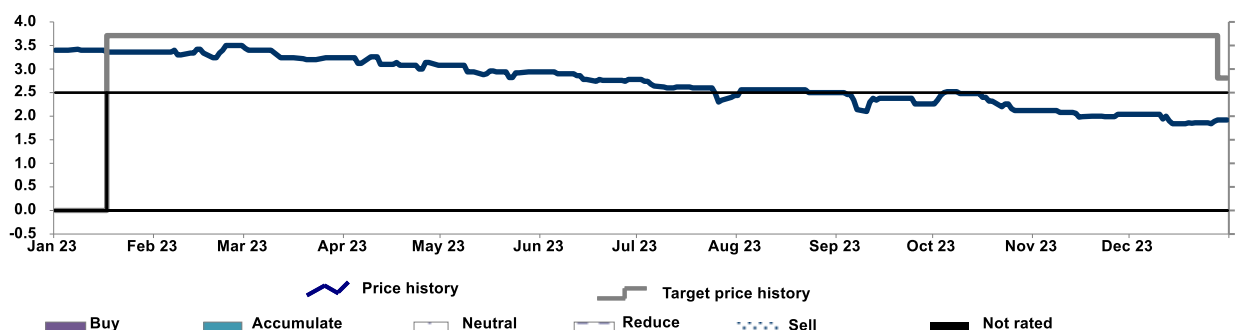
Recommendation history for VYTRUS BIOTECH

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
05-Jan-24	Buy	2.81	1.92
25-Jan-23	Buy	3.71	3.36
07-Dec-22	Rating Suspended	0.00	3.40
17-Mar-22	Buy	2.83	2.58

Source: FactSet & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows GVC Gaesco Valores continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period.

Current analyst: Marisa Mazo, Ph.D, CFA (since 16/03/2022)



ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated based on **total return**, measured by the upside/downside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12-month time horizon**. The final responsible of the recommendation of a listed company is the analyst who covers that company. The recommendation and the target price set by an analyst on one stock are correlated but not totally, because an analyst may include in its recommendation also qualitative elements as market volatility, earning momentum, short term news flow, possible M&A scenarios and other subjective elements.



The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy (B), Accumulate (A), Neutral (N), Reduce (R) and Sell (S)**.

Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 15%** during the next 12-month
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **5% to 15%** during the next 12-month
- **Neutral:** the stock is expected to generate total return of **-5% to +5%** during the next 12-month
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **-5% to -15%** during the next 12-month
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -15%** during the next 12-month
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to: a) a capital operation (take-over bid, SPO, etc.) where a Member of ESN is or could be involved with the issuer or a related party of the issuer; b) a change of analyst covering the stock; c) the rating of a stock is under review by the Analyst.
- **Not Rated:** there is no rating for a stock when there is a termination of coverage of the stocks or a company being floated (IPO) by a Member of ESN or a related party of the Member.

Note: a certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets.

GVC Gaesco Valores, S.V., S.A. Ratings Breakdown

For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months) please see ESN Website [Link](#)

Date and time of production: **9 January 2024 09:00 CET**

First date and time of dissemination: **9 January 2024 10:30 CET**

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ("ESN"). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ("related investments"). These reports are prepared for the professional clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members or in the local disclaimer of the Members or contacting directly the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN and/or ESN Members will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report, you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document. For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members, on the "interests" and "conflicts" of the analysts and on each "company recommendation history", please visit the ESN website: (http://www.esnpartnership.eu/research_and_database_access) or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Members:

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cic-marketsolutions.eu regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.gvcgaesco.es regulated by the CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)



CIC Market Solutions
6, avenue de Provence
75441 Paris - Cedex 09
France
Phone: +33 1 5348 8193



GVC Gaesco Valores, S.V., S.A.
C/- Fortuny, 17
28010 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813

