

## Full Company Report

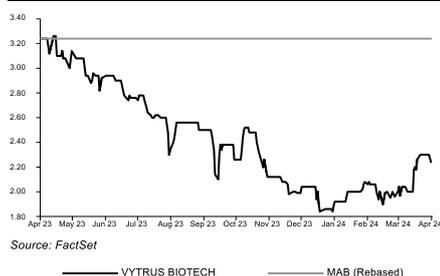
## Reason: Company newsflow

8 April 2024

Buy			
Recommendation unchanged			
Share price: EUR	2.24		
closing price as of 05/04/2024			
Target price: EUR	3.28		
from Target Price: EUR 2.81			
Upside/Downside Potential	46.4%		
Reuters/Bloomberg VYT.MC/VYT SM			
Market capitalisation (EURm)	16		
Current N° of shares (m)	7		
Free float	33%		
Daily avg. no. trad. sh. 12 mth (k)	2		
Daily avg. trad. vol. 12 mth (k)	0.32		
Price high/low 12 months	3.26 / 1.84		
Abs Perfs 1/3/12 mths (%)	9.80/16.67/-30.86		
Key financials (EUR)	12/23	12/24e	12/25e
Sales (m)	4	5	6
EBITDA (m)	1	2	3
EBITDA margin	31.6%	34.3%	42.5%
EBIT (m)	0	1	2
EBIT margin	12.2%	17.3%	27.9%
Net Profit (adj.)(m)	1	1	1
ROCE	7.4%	13.0%	25.0%
Net debt/(cash) (m)	2	1	(0)
Net Debt Equity	0.3	0.2	0.0
Net Debt/EBITDA	1.4	0.7	0.0
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	8.1	8.5	16.3
EV/Sales	4.0	3.7	2.7
EV/EBITDA	12.6	10.8	6.3
EV/EBITDA (adj.)	12.6	10.8	6.3
EV/EBIT	32.8	21.5	9.7
P/E (adj.)	24.3	20.3	10.8
P/BV	2.5	2.6	2.1
OpFCF yield	-0.9%	3.9%	6.7%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	0.08	0.11	0.21
BVPS	0.74	0.85	1.06
DPS	0.00	0.00	0.00

### Shareholders

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



### Analyst(s)

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

## Un plan estratégico para acelerar el crecimiento

Vytrus Biotech ha aprobado un plan estratégico para el periodo 2024–2027 con el objetivo de convertirse en una empresa multi-tecnología y reforzar las relaciones con los clientes. Los objetivos financieros se han fijado en conseguir 12mnEUR de ventas (3,2x las ventas 2023e), alcanzar un EBITDA de 5mnEUR (4,1x el de 2023e) y tener una ratio DFN/EBITDA de 1x (5mnEUR). Hemos actualizado nuestro precio objetivo a dic. 2024e hasta 3,28EUR sin añadir los posibles logros del plan estratégico a falta de concreción de las actuaciones para cumplirlo. Comprar.

- ✓ **Los objetivos cualitativos del plan.** Vytrus Biotech ha fijado como objetivos cualitativos convertirse en una empresa multitecnología y reforzar las relaciones con los clientes. Ambos objetivos tienen como fin el acelerar el crecimiento de las ventas. Cumplir el primero significa incrementar la cartera de productos (que es actualmente de 19 y se esperaba incrementar a 29 en 2027e). Con ello, se pueden cubrir más necesidades de los clientes e incrementar su penetración. El segundo implica acercarse al cliente, mejorar el conocimiento del mismo y adecuarse a sus necesidades lo que puede redundar, además de en incrementar la penetración, en reducir el tiempo entre lanzamiento y ventas de un nuevo producto.
- ✓ **Los tres objetivos cuantitativos del plan.** Como hemos mencionado, Vytrus se ha fijado el objetivo de aumentar ventas a 12mnEUR en 2027e, conseguir un EBITDA de 5mnEUR y tener una ratio DFN/EBITDA de 1x. Comparando estas cifras con nuestras estimaciones previas este plan implica presentar unas ventas un +62% superiores y un EBITDA un + 47% más elevado.
- ✓ **Los 3 ejes de actuación: crecimiento orgánico, inorgánico y alianzas.** El crecimiento orgánico se focalizará en los lanzamientos de productos ya anunciados y en el desarrollo de capacidades comerciales para reforzar la relación con los clientes, el crecimiento inorgánico se enfocará en la adquisición de otras empresas biotecnológicas que utilicen tecnologías diferentes y las alianzas perseguirán alguno de los dos objetivos cualitativo. El crecimiento inorgánico es el que más riesgos presenta porque, al impacto financiero de la adquisición, se une el riesgo operacional de la integración. Por el momento, no se han concretado ni las actuaciones específicas, ni los importes que se esperan invertir, ni la forma de financiarlo (deuda, recursos propios o un mix).
- ✓ **¿Cuánto podría añadir este plan al EV de cumplirse?** Hemos estimado (con hipótesis similares a las que utilizamos para estimar el EV de Vytrus) que el cumplimiento de este plan estratégico podría tener un impacto en el EV estimado a dic. 2024e de unos 7,5mnEUR (10,8mnEUR en 2027) equivalente a 30% del EV que estimamos para Vytrus. Evidentemente, no podemos calcular el impacto en el valor de los recursos propios.
- ✓ **Mantenemos nuestra valoración de Vytrus Biotech a la espera de la concreción del plan estratégico.** Utilizando el método de descuento de flujos de caja libre operativos obtenemos un valor objetivo de los recursos propios de 23mnEUR equivalentes a **3,28EUR por acción**. El multiplicador de salida utilizado es de 10,0x el cash flow libre operativo recurrente en 2027e. El PER implícito 2025e es de 15,8x y el de 2026e de 11,3x. Los EV/EBITDA implícitos son de 9,7x y 7,4x respectivamente. Comprar.

---

## ÍNDICE

<b>Un plan estratégico para acelerar el crecimiento</b>	<b>3</b>
<b>Vytrus Biotech: Su historia</b>	<b>5</b>
<b>Vytrus Biotech en la actualidad</b>	<b>7</b>
<b>La Vytrus Biotech del futuro</b>	<b>8</b>
<b>El impacto cuantitativo del Plan Estratégico</b>	<b>15</b>
<b>¿Cuánto añadiría el PE a nuestra valoración?</b>	<b>19</b>
<b>Anexo 1: La cartera de productos</b>	<b>21</b>
<b>ESG Focus</b>	<b>28</b>

## Un plan estratégico para acelerar el crecimiento

Vytrus Biotech ha aprobado un plan estratégico 2024–27 para acelerar su crecimiento. Desde su fundación en 2009, ha lanzado 19 productos al mercado (14 propios y 5 en exclusiva para terceros), ha alcanzado unas ventas de 3,7mnEUR en 2023e acorde al plan estratégico y genera EBITDA positivo desde 2020.

Tras una década de crecimientos de doble dígito en ventas y el alto en el camino que supuso el ejercicio 2023, con un aumento de estas de tan solo un +1,5%, la compañía espera acelerar el ritmo hasta un +33% anual acumulativo en el periodo 2023-2027e, lo que significaría alcanzar un nivel de ventas de unos 12.000mnEUR en 2027e.

Dos cambios cualitativos son muy relevantes en este plan: en primer lugar, Vytrus se convertirá en una empresa multitecnológica y, en segundo lugar, las relaciones con los clientes finales se reforzarán, lo que le permitirá una mayor colaboración y penetración en los mismos.

### Los objetivos cuantitativos del plan estratégico

Vytrus ha fijado tres objetivos cuantitativos en su plan estratégico para 2027:

- ✓ **Ventas:** 12mnEUR (3,2x las de 2023e equivalente a un +33% CAGR)
- ✓ **EBITDA:** 5mnEUR (4,1x el EBITDA ajustado de 2023e que la compañía estima en 1,3mnEUR).
- ✓ **Ratio deuda financiera/EBITDA:** 1x (frente a 1,4x que espera para el cierre de 2023e).

Las diferencias con nuestro modelo financiero para la valoración de la compañía son de un 62% en ventas y de un 47% en EBITDA. Hay que señalar que nuestro modelo explícito terminaba en 2026 asumiendo que a partir de ese ejercicio el crecimiento anual a perpetuidad era del 3%.

**Figure 1. Diferencias con nuestro modelo financiero**

(000EUR)	2026e	2027e
<b>Ventas</b>		
GVC Gaesco	7,183	7,398
Plan estratégico		12,000
<i>Diferencia</i>		4,602
<i>Diferencia (%)</i>		62
<b>EBITDA</b>		
GVC Gaesco	3,299	3,398
Plan estratégico		5,000
<i>Diferencia</i>		1,602
<i>Diferencia (%)</i>		47

Fuente: Vytrus y GVC Gaesco

### Los ejes de actuación del plan estratégico.

Vytrus ha marcado tres ejes de actuación para conseguir estos objetivos:

- ✓ **Crecimiento orgánico:** combina el lanzamiento de 10 nuevos productos en el periodo 2024–27 con una estrategia comercial de acercamiento al cliente final.
- ✓ **Alianzas** con otras empresas para ampliar el catálogo de productos y cubrir un mayor rango de las necesidades de sus clientes.
- ✓ **Crecimiento inorgánico:** adquisición de empresas que le permitan el acceso a tecnologías complementarias a la de células madre vegetales.

Según la compañía, el negocio actual de células madre vegetales representará un 60% del negocio de 2024e (equivalentes a unos 7,2mnEUR, cifra alineada con nuestras estimaciones para dicho ejercicio). Creemos, por tanto, que esta pata del plan estratégico es factible.

El 40% restante lo aportarán las alianzas y adquisiciones (unos 4,8mnEUR) quedan pendientes de ejecución. Aquí, hay que tener en cuenta que (a) el sector de los ingredientes activos está muy atomizado y muchas empresas son de muy pequeño tamaño y, por tanto, susceptibles de ser compradas y (b) la compañía deberá desarrollar capacidades de gestión para la integración de las empresas adquiridas.

## ¿Cuánto aportará este PE a la valoración de Vytrus Biotech?

Nuestro precio objetivo a diciembre de 2024e de 3,28EUR por acción (actualizado desde 2,81EUR a diciembre de 2023e) implica un valor de los recursos propios de 23,3mnEUR y un valor de la firma de 24,3mnEUR.

Nuestras hipótesis para calcular el valor adicional que aportaría al valor de la firma este plan estratégico son las siguientes:

- ✓ el cumplimiento de los objetivos de ventas y EBITDA del plan estratégico.
- ✓ unas necesidades operativas de financiación del 8% de las ventas (iguales a las estimadas para Vytrus)
- ✓ un capex de mantenimiento equivalente al 6,7% de las ventas (igual al utilizado para Vytrus)
- ✓ incorporamos la aportación solamente a partir de 2027e (asumimos 0 para los ejercicios 2024 a 2027).
- ✓ una tasa de descuento (WACC) del 13% (igual al utilizado en Vytrus)
- ✓ y un crecimiento a perpetuidad del 3%

Con esta hipótesis, obtenemos un cash flow libre operativo adicional de 1,0mnEUR en 2027e, lo que en términos de valoración significaría un valor actual adicional del valor empresa de unos 7,5mnEUR (+30% sobre nuestro valor actual).

El impacto en el valor de recursos propios dependerá, en primer lugar, del precio que se pague por estas adquisiciones y, en segundo lugar, de la estructura financiera por la que se opte para la financiación de las mismas.

Con todos los puntos que tenemos sin concretar en este plan estratégico, optamos por mantener nuestra valoración en 3,28EUR por acción. A medida que se vaya conociendo la ejecución de este plan, incorporaremos en nuestra valoración los avances.

## Vytrus Biotech: Su historia

**Vytrus Biotech fue fundada en el año 2009** por Albert Jané y Óscar Expósito con el objetivo de desarrollar, producir y comercializar ingredientes o principios activos de alto valor añadido para el mercado cosmético, fundamentalmente. Estos principios activos se sintetizan mediante el cultivo de células madre vegetales.

Tras 15 años de actividad, Vytrus Biotech cuenta con una cartera de **14 productos propios y 5 productos en exclusiva para terceras empresas** y acuerdos de distribución en más de 60 países.

Las ventas hayan crecido en el periodo 2014-23 a una TACC del +43%, hasta 3,7mnEUR en 2023e. El EBITDA de 2023 alcanzó 1,2mnEUR y el EBIT de 0,5mnEUR. La deuda financiera neta se situó en 1,7mnEUR y los recursos propios en 5,0mnEUR.

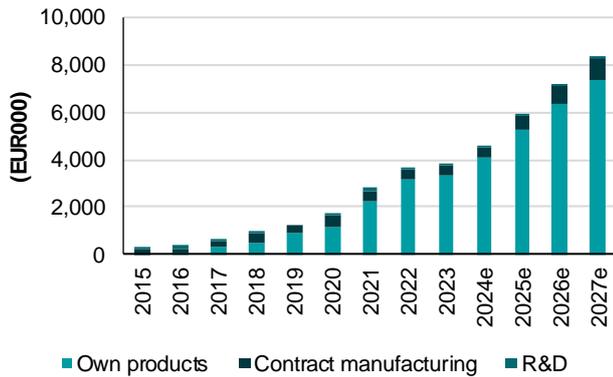
**Figure 2. Principales hitos**

Fecha	Hito
2009	Fundación de la compañía
2011/2012	Primera ronda de financiación (350.000EUR) para desarrollar una cartera de productos propios. Desarrollo y producción del primer ingrediente cosmético (aplicación anti-edad).
2013	Desarrollo del primer ingrediente para producto sanitario procedente de células madre vegetales en España.
2014	Primer ingrediente propio ( <i>Arabian Cotton</i> ). Internacionalización. Segunda ronda de financiación (960.000EUR).
2016	Primer premio internacional en innovación cosmética ( <i>Capilia longa</i> )
2017	Tercera ronda de financiación (600.000EUR) para impulsar la fase industrial y duplicar las instalaciones.
2019	Cuarta ronda de financiación (1,2mnEUR) para acelerar la expansión de la compañía. Premio al Ingrediente Cosmético Más Innovador del Mundo 2019 ( <i>Olea Vitae</i> ) y Primer Premio al Componente más Sostenible del Mundo ( <i>Sarcoslim Reshape</i> ). Certificación EFfCI GMP Ingredientes Cosméticos <sup>1</sup> .
2020	Premio al Ingrediente Cosmético Más Innovador del Mundo 2020 (primer y segundo premios para <i>Kannabia Sense</i> y <i>Deobiome Noni</i> , respectivamente). Ampliación de las instalaciones hasta 1.100m <sup>2</sup> desde 600m <sup>2</sup> . Obtención, junto a la Fundación Gaiker, de 500,000EUR de financiación del programa Retos-Colabora del Ministerio de Ciencia e Innovación. Transformación en Sociedad Anónima.
2021	Aumento de las instalaciones a 1.400m <sup>2</sup> . Eccovadis Platinum Incorporación de nuevos accionistas (Zamit Capital)
2022	Incorporación al BME growth Premio Gold en inCosmetics Latinoamérica, Premio Silver en inCosmetics Asia y Primer Premio Cosmatorium
2023	Lanzamiento de Photobiome, producto más premiado de los lanzados hasta el momento

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

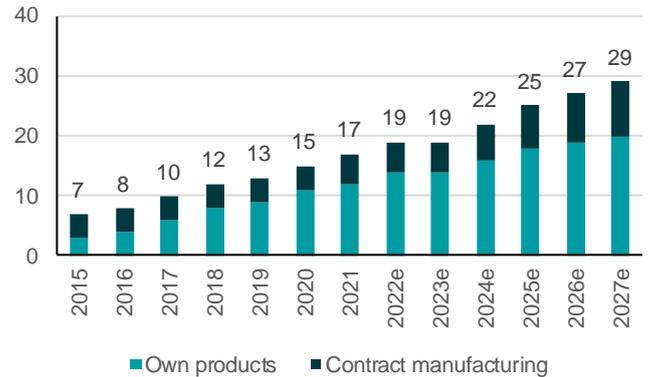
<sup>1</sup> Certificado dirigido a las empresas que fabrican ingredientes para su uso en productos cosméticos, con el fin de asegurar la calidad y las buenas prácticas en la elaboración y procesos de fabricación, antes de su distribución entre los consumidores.

**Figure 3. Evolución de las ventas**



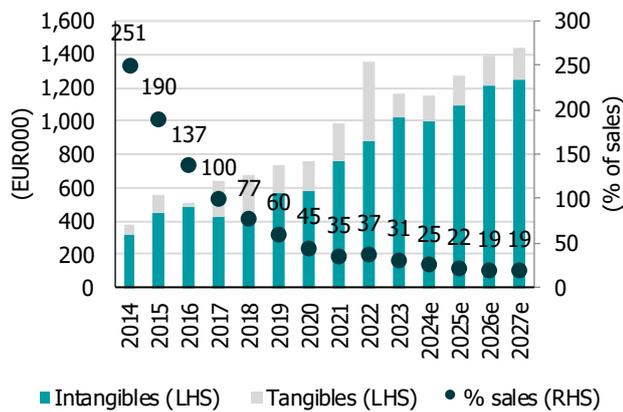
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

**Figure 4. Evolución de la cartera de productos**



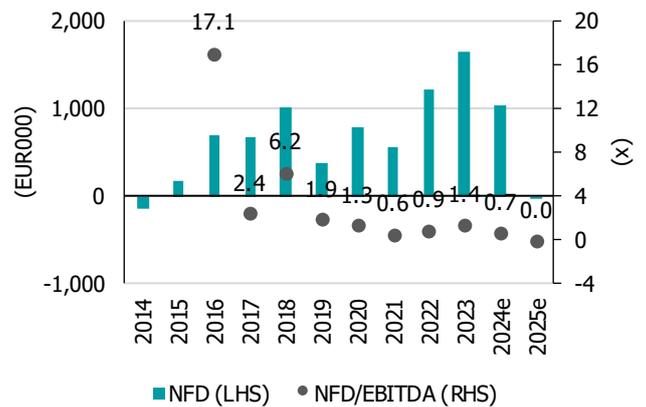
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

**Figure 5. Evolución del capex**



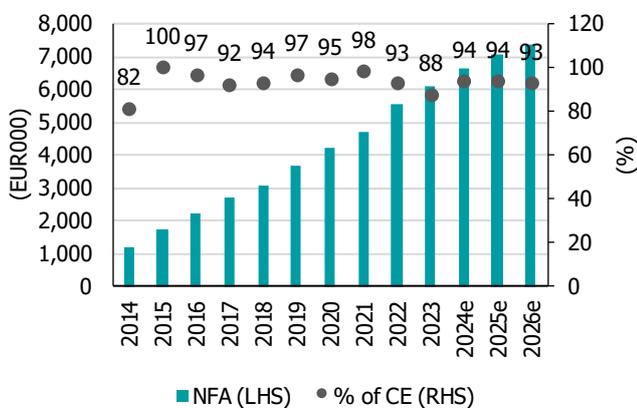
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

**Figure 6. Evolución de la deuda financiera neta**



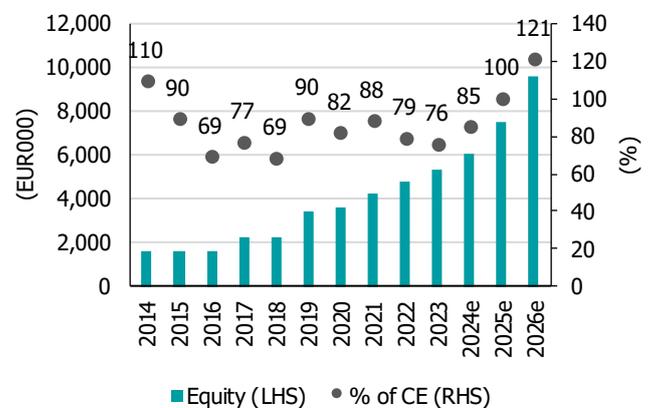
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

**Figure 7. Evolución los activos fijos netos**



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

**Figure 8. Evolución de los recursos propios**



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

## Vytrus Biotech en la actualidad

Para analizar el impacto que la nueva estrategia podría tener en el Vytrus Biotech del futuro repasaremos la situación actual de la compañía y como ha ido implantado la estrategia desde su creación.

El **objetivo prioritario de la compañía** era 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. Nos encontramos, por tanto, **con una compañía mono-tecnológica**, aunque en los últimos años haya utilizado una pequeña parte de su presupuesto de I+D+i en tecnologías alternativas.

Vytrus Biotech desarrolló una estrategia escalonada en el tiempo, enfatizando en tres vectores:

- ✓ 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.

Los **logros de esta estrategia** se pueden resumir en:

- ✓ Una cartera de 19 productos derivada de la inversión en I+D+i.
- ✓ Una capacidad productiva para cubrir las necesidades de producción estimadas hasta final de 2025.
- ✓ Una red de distribuidores que cubre en unos 60 países y que ya vende en 35 más un reciente acuerdo con el distribuidor en Francia para la comercialización directa a los principales clientes franceses.

**Figure 9. Vytrus Biotech: Fases en la implantación de la estrategia**



Fuente: GVC Gaesco

## La Vytrus Biotech del futuro

El plan estratégico 2024–27 transformará a Vytrus Biotech tanto desde el punto de vista cualitativo como desde el punto de vista cuantitativo.

Desde el punto de vista **cualitativo**, **Vytrus se convertirá en una empresa multi-tecnología** que tendrá una cartera de productos en las que se cubra un mayor espectro de las necesidades de los clientes y que, además, tendrá unas relaciones más directas con ellos lo que le podría permitir aumentar la penetración en cada uno de estos clientes.

Desde el punto de vista **cuantitativo**, el crecimiento de ventas y EBITDA se podría acelerar en este periodo, alcanzando **12mnEUR en ventas y 5mnEUR en EBITDA en 2027e**, frente a los 7,4mnEUR de ventas y 3,4mnEUR en EBITDA incluidos en nuestras estimaciones.

### El plan estratégico 2024–27: Un resumen

Vytrus Biotech basa su plan estratégico en **dos pilares** principales:

- ✓ Convertirse en una empresa **multitecnológica**
- ✓ Reforzar **las relaciones con los clientes finales**

Los **tres ejes de actuación** del plan estratégico son:

- ✓ **El crecimiento orgánico**: combina el lanzamiento de 10 nuevos productos en el periodo 2024–27 con una estrategia comercial de acercamiento al cliente final.
- ✓ **Las alianzas** con otras empresas para ampliar el catálogo de productos y cubrir un mayor rango de las necesidades de sus clientes.
- ✓ **El crecimiento inorgánico**: adquisición de empresas que le permitan el acceso a tecnologías complementarias a la de células madre vegetales.

Los logros económicos que se esperan de esta estrategia se resumen en tres;

- ✓ **Ventas**: 12mnEUR (3,2x las de 2023e equivalente a un +33% CAGR)
- ✓ **EBITDA**: 5mnEUR (4,1x el EBITDA ajustado de 2023 que la compañía calcula en 1,3mnEUR).
- ✓ **Ratio deuda financiera/EBITDA**: 1x (frente a 1,4x que espera para el cierre de 2023e).

En el Plan Estratégico 2024–27 quedan por concretar tanto las tecnologías en las que se espera invertir, como los posibles socios o empresas susceptibles de ser adquiridas, así como el presupuesto de inversión y la forma de financiación.

Intentaremos presentar, en primer lugar, las tendencias en las tecnologías de desarrollo de principios activos cosméticos y, en segundo lugar, algunas empresas situadas en España que podrían complementar a Vytrus Biotech.

### El mundo de los principios activos para productos cosméticos

Los principios activos son la base de los productos cosméticos creados por las marcas de belleza. El tamaño del mercado de estos activos era de unos 33.600mnUSD en 2021 y se esperaba un crecimiento anual del +5,8% de 2022e a 2031e, alcanzando 58.800mnUSD en 2031.

La tendencia más relevante en el mundo de los principios activos es la **sostenibilidad**. De hecho, los biocosméticos, productos hechos al 100% con ingredientes naturales derivados

de las plantas, animales, microbios, enzimas, insectos y cultivos orgánicos, libres de pesticidas y fertilizantes químicos, están sustituyendo a los ingredientes tradicionales, muchos derivados del petróleo, por los riesgos asociados de estos últimos a la salud y al medio ambiente. Evidentemente, la sostenibilidad se trata de conseguir a lo largo de todo el ciclo de la vida de cada activo: las materias primas, el proceso de producción o los residuos que genera. En el caso de Vytrus la sostenibilidad está en el ADN de la compañía: como ya hemos comentado en otros informes, la tecnología de las células madre vegetales permite tener una materia prima “infinita” y que consume en su producción un 99% menos de agua que con los métodos tradicionales.

Teniendo en cuenta este objetivo de sostenibilidad, la innovación principios activos para la cosmética se pone manifiesto:

- ✓ En la obtención de principios activos a partir de subproductos o desechos, fundamentalmente de la industria alimentaria.
- ✓ En el desarrollo de procesos limpios para su obtención.
- ✓ En el desarrollo de principios activos mediante biotecnología, entre ellos los obtenidos con células vegetales, los péptidos de distintos tipos, los ingredientes fermentados, o ingredientes obtenidos por bacterias aisladas o recombinantes. Entendemos que es en empresas que desarrollan este tipo de activos donde Vytrus Biotech podría encontrar socios o empresas susceptibles de ser adquiridas.

Las tecnologías más novedosas en el desarrollo de principios bioactivos incluyen:

- ✓ **Biotecnología y Ingeniería Genética:** Estas tecnologías permiten la modificación genética de microorganismos, células vegetales u otros sistemas biológicos para producir compuestos bioactivos específicos. Por ejemplo, se pueden utilizar microorganismos modificados genéticamente para producir péptidos, enzimas o compuestos antioxidantes.
- ✓ **Nanotecnología:** La nanotecnología se utiliza para encapsular principios activos en nanovesículas o nanopartículas, lo que mejora su estabilidad, biodisponibilidad y capacidad de penetración en la piel. Además, la nanotecnología permite la liberación controlada de los principios activos, lo que aumenta su eficacia y reduce la irritación cutánea.
- ✓ **Cultivo de células madre:** Las células madre son células con capacidad de autorrenovación y diferenciación en diversos tipos celulares. El cultivo de células madre vegetales o animales permite obtener extractos ricos en factores de crecimiento, antioxidantes y otros compuestos beneficiosos para la piel.
- ✓ **Tecnologías Omics:** Estas incluyen genómica, transcriptómica, proteómica y metabolómica, que permiten estudiar de manera integral los mecanismos de acción de los principios activos a nivel molecular. Esto facilita la identificación de nuevos compuestos bioactivos y la optimización de formulaciones cosméticas.
- ✓ **Inteligencia Artificial (AI) y Aprendizaje Automático (Machine Learning):** Estas tecnologías se utilizan para analizar grandes cantidades de datos y predecir la actividad biológica de compuestos químicos. Esto agiliza el proceso de descubrimiento de nuevos principios activos y la optimización de formulaciones cosméticas personalizadas.
- ✓ **Biología Sintética:** Esta disciplina combina principios de la biología y la ingeniería para diseñar y construir nuevos sistemas biológicos o reprogramar sistemas biológicos existentes. En cosmética, la biología sintética se utiliza para producir compuestos bioactivos de manera más eficiente y sostenible.
- ✓ **Microbioma cutáneo:** El estudio del microbioma cutáneo ha revelado la importancia de los microorganismos presentes en la piel para su salud y belleza. Se están desarrollando productos cosméticos que modulan el microbioma cutáneo para promover una piel sana y equilibrada.

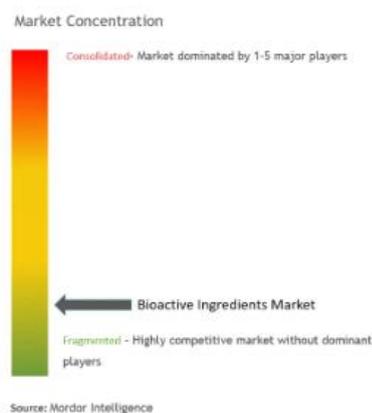
En conclusión, el sector cosmético ofrece grandes oportunidades para start-ups dedicadas a la formulación y personalización de productos en función de las características de cada piel,

sustituyendo los ingredientes de origen fósil por otros naturales. Los avances tecnológicos permiten producir estos activos de forma eficaz, apoyados en industrias que ofrecen materias primas de origen biológico, como la agrícola, la alimentaria, la marina, la de residuos, la de biopolímeros, bioplásticos y caucho natural y contribuyendo a reducir la huella de carbono y a crear productos cosméticos reciclables y biodegradables.

## La estructura de mercado de los bioactivos

El mercado de los ingredientes activos es muy competitivo, en el que conviven las grandes multinacionales con pequeñas start-ups. Entre los mayores jugadores internacionales se encuentran empresas como Akzonobel, Ashland, BASF, Clariant, Dow Chemical, DSM, Evonik, Sederma, Seppic, Solvay, entre otras, según Exactitude Consultancy. Estas empresas están adoptando estrategias de crecimiento tanto orgánico como inorgánico, combinando lanzamientos de productos propios con fusiones y adquisiciones, acuerdos de licencia o colaboraciones.

**Figure 10. Mercado de los principios activos**



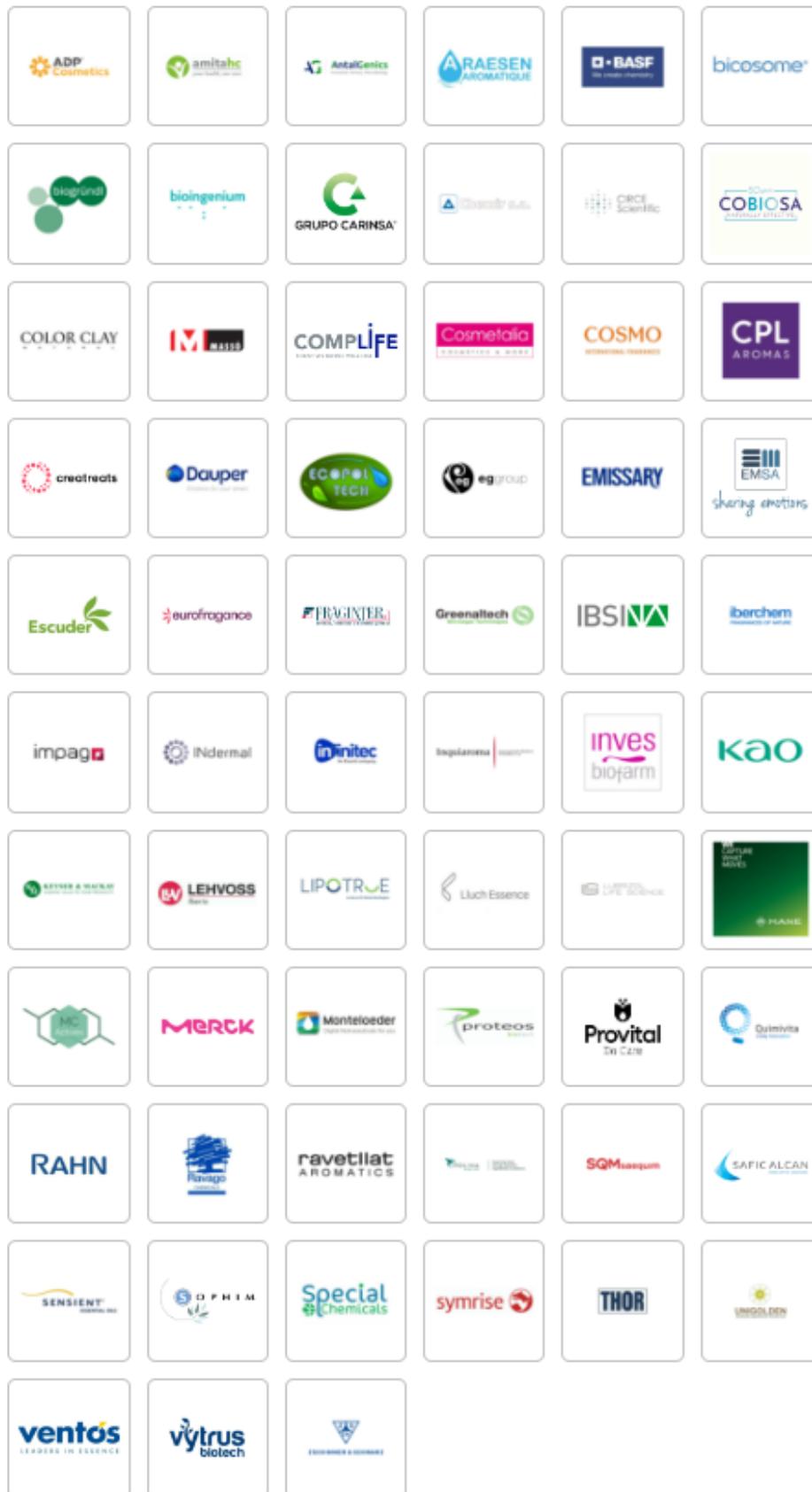
Fuente: Mordor Intelligence

Junto a estas grandes empresas, con carteras de productos multitecnología, que cubren necesidades de clientes prácticamente completas, se encuentran miles de pequeñas empresas, muchas originadas como start ups, con carteras de productos limitadas y generalmente mono-tecnológicas.

En España, existen unas **63 empresas que producen y/o distribuyen materias primas y/o principios activos asociadas a Beauty Cluster** (asociación privada en la que participan unas 230 empresas) y unas 25 en AEIC (Asociación Española de Ingredientes Cosméticos). Entre estas empresas se incluyen desde multinacionales como BASF y a pequeñas start-ups.

A continuación, incluimos una pequeña descripción de 11 empresas que hemos seleccionado, con un triple criterio (a) que hayan sido fundadas en los últimos 20 años; (b) que no pertenecen a algún grupo internacional (por ejemplo, Infinitec porque pertenece al grupo Evonik) y (c) que no sean distribuidores, ni productores de fragancias, ni productores de químicos. Entendemos que podrían ser complementarias en tecnología y productos con Vytrus y podrían llegar a firmar alianzas con ellos o adquirirlas.

Figure 11. Empresas de materias primas y/o principios activos



Fuente: Beauty Cluster

**ADP cosmetics:** Spin-off del CSIC y fundada en 2011. Tecnología patentada con la que se crean filtros UV físicos de alta calidad. Ha desarrollado la gama EnhanceU, unos filtros UV minerales de amplio espectro, altamente eficientes, fotoestables e hipoalergénicos, y la gama EffectiveU, pigmentos minerales con efecto booster, que potencian el SPF, UVA-PF y la protección frente a luz azul.

**AntalGenics:** Fundada en 2015 en la Universidad Miguel Hernández, es una empresa biotecnológica centrada en el diseño, desarrollo y validación de moléculas activas con aplicaciones biomédicas y dermocosméticas. Ha desarrollado dos ingredientes cosméticos, basados en la neurobiología. Además de presta servicios personalizados a terceras empresas, cuenta con tres plataformas de investigación (plataforma de neurobiología sensorial en la que se estudia la actividad de los receptores neuronales, la plataforma de modelado molecular y la plataforma de cribado).

**Bicosome :** Fundada en 2012 por un grupo de científicos de la piel del Instituto de Química Avanzada de Cataluña (IQAC) del Consejo Superior de Investigaciones Científicas (CSIC). Desarrolla y comercializa ingredientes dermofarmacéuticos y cosméticos de alto rendimiento para el tratamiento de la piel con una tecnología propia de transporte de activos llamada plataforma Bicosome®. Los productos se benefician de un mecanismo biomimético que refuerza estructuras lipídicas de la piel y promueve la liberación específica de activos.

**Bioingenium:** Fundada en 2008, desarrolla y fabrica ingredientes activos basados en procesos biotecnológicos. Expertos en desarrollo de bioprocesos y en producción de proteínas terapéuticas recombinantes usando bacterias, células de mamíferos o levaduras.

**Circe Scientific:** Fundada en 2012, ofrecemos ingredientes biotech, basados en moléculas de la naturaleza, para su uso en cosmética y nutracéuticos. Mediante la plataforma tecnológica de cocrystal, desarrollan ingredientes patentados y multifuncionales para la salud de la piel frente: daño solar, factores ambientales y el proceso de envejecimiento celular.

**ColorClay:** Fundada en 2004, suministra arcillas de colores naturales a la industria cosmética. Las arcillas son utilizadas como agentes colorantes, activos desintoxicantes o peelings suaves. Cuenta con 9 tipos de arcillas de color natural y desarrolla nuevas aplicaciones de arcilla a través de su laboratorio de I+D de Barcelona.

**Greenaltech (Algaktiv).** Fundada en 2015 con el objetivo de aplicar los últimos avances en biotecnología para liberar el potencial de las microalgas, explorando su diversidad genética y ofrecer tecnologías beneficiosas a las personas a través de campos de especialización complementarios.

**INdermal:** División para la industria cosmética de Nanovex Biotechnologies, empresa biotecnológica fundada en 2014 especializada en el desarrollo de nanosistemas para la liberación de activos farmacológicos, que ha adaptado esta tecnología a la dermocosmética, creando un conjunto de sistemas de liberación, capaces de proteger y vehicular los activos cosméticos hasta la estructura diana (epidermis profunda, capa córnea, fibra capilar y folículo piloso), conservando al máximo sus propiedades y logrando aumentar su eficacia.

**InvesBiofarm:** Fundada en 2012 en el entorno de la Universidad de Granada, ha centrado su trabajo en la investigación de productos para la regeneración dérmica. Compañía biotecnológica que desarrolla, produce y comercializa productos dermatológicos y cosméticos.

**Proteos Biotech:** Laboratorio biotecnológico referente en la investigación, desarrollo y producción de enzimas recombinantes. Ofrece servicios integrales a terceros como CMO en la fabricación de productos farmacéuticos, sanitarios y cosmeceúticos estériles. Además, bajo la marca pbserum ha revolucionado la medicina estética con el desarrollo de tratamientos no invasivos basados en enzimas recombinantes.

**Unigolden:** Fundada en 2016, desarrolla, produce y comercializa ingredientes innovadores, eficaces y sostenibles, adaptándose a las necesidades de cada cliente. Expertos en protección antimicrobiana y frente a radiaciones, extractos naturales, e ingredientes funcionales para solubilización y emulsificación.

## Las implicaciones cualitativas del Plan Estratégico

Los dos pilares principales del plan estratégico son:

- ✓ Convertirse en una empresa **multitecnológica**
- ✓ Reforzar **las relaciones con los clientes finales**

Estos pilares tienen dos implicaciones muy relevantes: en primer lugar, un aumento de la cartera de productos y, en segundo lugar, una mayor implicación en el proceso de comercialización de los productos con una dedicación de Vytrus en la venta al cliente final.

## La cartera de productos del futuro

Vytrus Biotech cuenta en la actualidad con 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**. En el Anexo 1 incluimos la descripción de los productos.

**Figure 12. 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
<b>Photobiome</b>	<b>2023</b>	<b>Anti-envejecimiento, fotoprotección y cuidado de la piel</b>

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

**Esta cartera de productos es el resultado del esfuerzo inversor en I+D+i que la compañía realiza cada año.** Esta inversión es la clave tanto para el mantenimiento de la empresa a la vanguardia del sector y como para el lanzamiento de nuevos productos cada año que es lo que le permitirá seguir creciendo en el futuro.

Previo al plan estratégico, **Vytrus Biotech tenía el objetivo de llegar a una cartera de productos compuesta por 29 ingredientes en 2027**, desde los 19 actuales. De estos 10 lanzamientos previstos, 4 corresponderían a productos propios desarrollados 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. 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%.

Evidentemente, la cartera de productos se ampliará, por un lado, por la aportación de la cartera de las empresas que pudieran ser adquiridas y, en segundo lugar, por la posibilidad de generar sinergias en la investigación.

Este esfuerzo inversor queda además plasmado en la calidad de los ingredientes desarrollados por la empresa que está avalada por los 17 premios conseguidos hasta el momento:

Figure 13. Vytrus Biotech: Premios obtenidos



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Es difícil de predecir cuántos productos compondrán la cartera de Vytrus Biotech en 2027. Si asumimos que cada producto venderá lo mismo que la venta media estimada por producto de Vytrus en 2027 (255.000EUR), sería necesario añadir unos 18-20 productos para conseguir los 12mnEUR previstos por el plan estratégico.

## El proceso de comercialización del futuro

Contar con una nueva estructura comercial adecuada era 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 ha realizado 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.

Entendemos que la compañía irá paulatinamente interviniendo más en el proceso de comercialización, aumentando su relación con los clientes finales. Este proceso podría conducir a una mayor penetración en el cliente final.

## El impacto cuantitativo del Plan Estratégico

Partiendo de nuestras estimaciones previas a la publicación del Plan Estratégico, vamos a tratar de calcular la aportación del mismo a la cuenta de resultados. Recordemos que **se ha establecido un objetivo de ventas de 12mnEUR y un objetivo de EBITDA de 5mnEUR para 2027** frente a 7,4mnEUR y 3,0mnEUR que contemplábamos en nuestras estimaciones.

### El punto de partida

**Según nuestras últimas estimaciones, Vytrus Biotech alcanzará en 2027e un beneficio neto de 2,1mnEUR. Las ventas se podrían situar en 7,4mnEUR y el EBITDA en 3,4mnEUR. De media para el periodo 2022-2027e, las ventas crecerán un +15%, el EBITDA un +21% y el EBIT un +30%. La empresa empezará a generar caja positiva a partir de 2024, acelerándose esta generación en los años posteriores, hasta presentar una posición neta de tesorería en 2026e.**

Figure 14. Cuenta de resultados (2016-2027e)

(000EUR)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	CAGR 27e/22
Ventas	369	642	888	1,222	1,705	2,804	3,682	3,737	4,577	5,902	7,183	7,398	15
% inc.	145	74	38	38	40	64	31	1	22	29	22	3	
Margen bruto	288	606	789	1,026	1,593	2,544	3,330	3,382	4,165	5,312	6,465	6,659	15
% inc.	99	110	30	30	55	60	31	2	23	28	22	3	
% ventas	78	94	89	84	93	91	90	91	91	90	90	90	
EBITDA cash	-368	-128	-219	-357	76	297	536	214	571	1,406	2,086	2,149	
TREI	408	399	383	553	527	710	800	966	1,000	1,100	1,210	1,246	
<b>EBITDA</b>	<b>41</b>	<b>271</b>	<b>164</b>	<b>196</b>	<b>603</b>	<b>1,006</b>	<b>1,337</b>	<b>1,179</b>	<b>1,571</b>	<b>2,506</b>	<b>3,296</b>	<b>3,395</b>	<b>21</b>
% inc.	-	566	-40	19	208	67	33	-12	33	60	32	3	
% ventas	11	42	18	16	35	36	36	32	34	42	46	46	
<b>EBIT</b>	<b>-80</b>	<b>38</b>	<b>-158</b>	<b>-161</b>	<b>208</b>	<b>430</b>	<b>645</b>	<b>454</b>	<b>790</b>	<b>1,644</b>	<b>2,371</b>	<b>2,442</b>	<b>30</b>
% inc.	n.s.	n.s.	n.s.	2	n.s.	106	50	-30	74	108	44	3	
% ventas	-22	6	-18	-13	12	15	18	12	17	28	33	33	
<b>BAI</b>	<b>-108</b>	<b>2</b>	<b>-211</b>	<b>-324</b>	<b>92</b>	<b>309</b>	<b>453</b>	<b>308</b>	<b>605</b>	<b>1,467</b>	<b>2,195</b>	<b>2,296</b>	<b>38</b>
% inc.	n.s.	n.s.	n.s.	54	n.s.	238	46	-32	96	143	50	5	
% ventas	-29	0	-24	-26	5	11	12	8	13	25	31	31	
<b>Bº neto</b>	<b>0</b>	<b>89</b>	<b>-44</b>	<b>-73</b>	<b>217</b>	<b>450</b>	<b>605</b>	<b>545</b>	<b>783</b>	<b>1,459</b>	<b>2,042</b>	<b>2,100</b>	<b>28</b>
% inc.	n.s.	n.s.	n.s.	65	n.s.	107	34	-10	44	86	40	3	
% ventas	0	14	-5	-6	13	16	16	15	17	25	28	28	

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 15. Balance resumido (2016-2027e)

(000EUR)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Activo fijo neto	2,207	2,702	3,055	3,697	4,194	4,734	5,555	6,117	6,671	7,066	7,381	7,667
NOF	64	221	206	114	207	79	427	836	438	451	540	555
<b>Capital empleado</b>	<b>2,272</b>	<b>2,923</b>	<b>3,261</b>	<b>3,811</b>	<b>4,402</b>	<b>4,813</b>	<b>5,981</b>	<b>6,953</b>	<b>7,109</b>	<b>7,518</b>	<b>7,922</b>	<b>8,222</b>
RR.PP.	1,574	2,259	2,247	3,441	3,610	4,250	4,753	5,292	6,076	7,553	9,610	11,725
DFN	697	664	1,015	370	792	563	1,228	1,660	1,033	-35	-1,688	-3,503

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 16. Flujos de caja (2017-2027e)

(000EUR)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	
EBITDA	271	164	196	603	1,006	1,337	1,179	1,571	2,506	3,296	3,395	
Rdo. Financiero	-36	-53	-162	-117	-120	-192	-146	-186	-153	-156	-127	
- Capex	-640	-523	-737	-762	-981	-1,357	-1,166	-1,155	-1,271	-1,398	-1,440	
- Inc. NOF (OWC)	-156	14	92	-93	129	-355	-403	398	-13	-89	-14	
+/-Subvenciones	-5	43	-7	-15	16	-8	156	0	0	0	0	
+ Ampliaciones de capital/(- Autocartera)	0	600	-12	1,274	-32	51	-94	-308	0	0	0	
+/- Ajustes	-2	14	-11	-5	5	-3	255	0	0	0	0	
<b>Variación tesorería</b>	<b>34</b>	<b>-351</b>	<b>645</b>	<b>-422</b>	<b>106</b>	<b>-672</b>	<b>-432</b>	<b>628</b>	<b>1,068</b>	<b>1,653</b>	<b>1,814</b>	
<b>DFN(Tesorería) final</b>	<b>697</b>	<b>664</b>	<b>1,015</b>	<b>370</b>	<b>792</b>	<b>563</b>	<b>1,228</b>	<b>1,660</b>	<b>1,033</b>	<b>-35</b>	<b>-1,688</b>	<b>-3,503</b>

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

## Las principales hipótesis de nuestras estimaciones

### 1. Ventas: Crecimiento anual en el periodo 2022-2027e +15%

- ✓ El número de productos alcanzará 29 en 2027.
- ✓ Las ventas anuales por producto se situarán en 255.000EUR (desde 205.000EUR en 2022).

Figure 17. Ventas

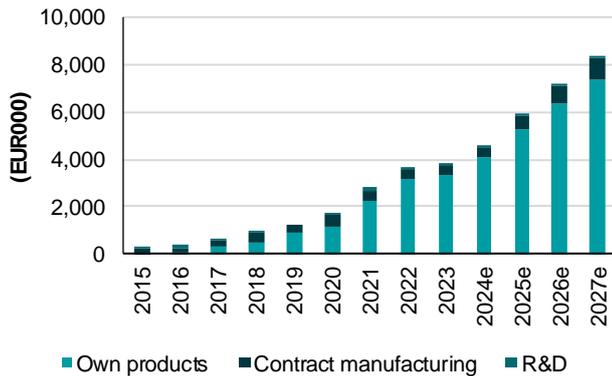
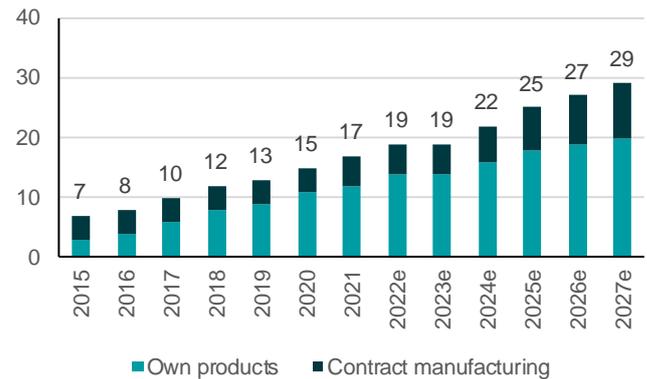


Figure 18. Número de productos



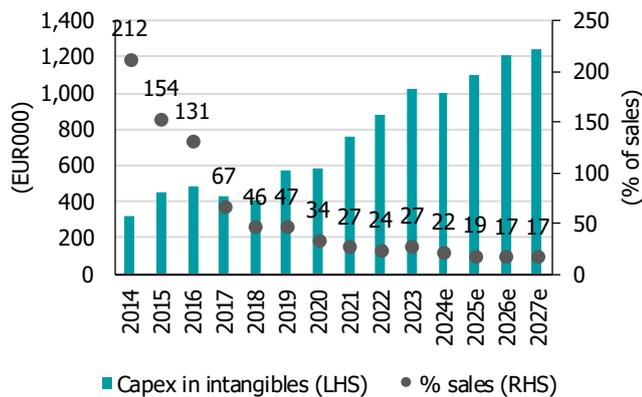
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

### 2. Capex total de 1,5mnEUR (19% de las ventas)

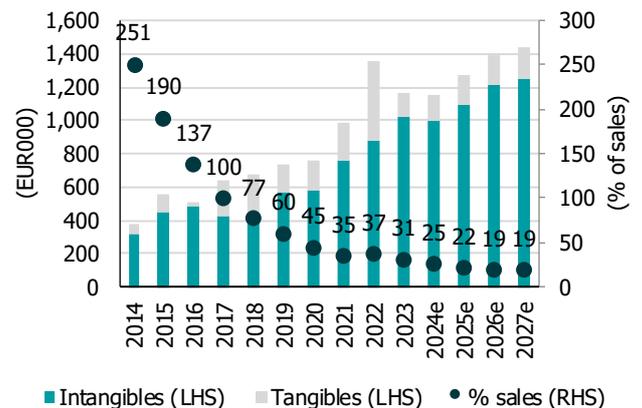
- ✓ Inversión en I+D+i: incremento desde los 0,9mnEUR de 2022 hasta 1,2mnEUR en 2027e equivalentes al coste de desarrollo de 3 o 4 productos.
- ✓ Inversión en activo material: 0,3mnEUR asumiendo que el espacio alquilado actual sea suficiente (1.400m2).

Figure 19. Inversión en activos intangibles



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 20. Capex total

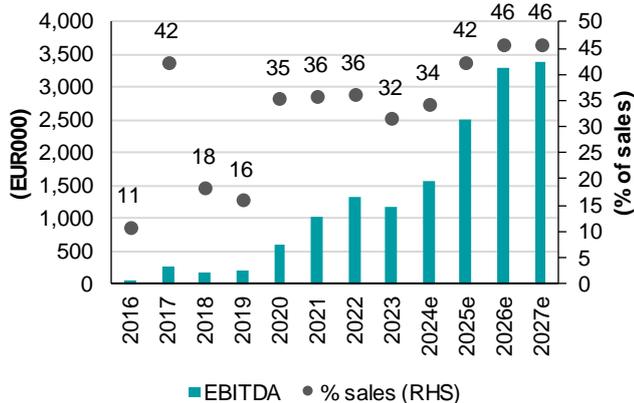


Fuente: Compañía y GVC Gaesco

### 3. EBITDA: Margen sobre ventas del 46% en 2027e

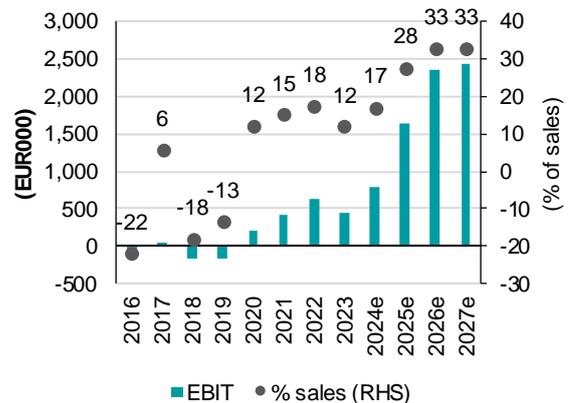
- ✓ **Margen bruto** del 90% (similar al de 2022).
- ✓ **Gastos operativos**: +10% CAGR 2022-27e, hasta 4,6mnEUR.
- ✓ **EBITDA cash**: +32% CAGR 2022-27e, hasta 2,2mnEUR desde 0,5mnEUR en 2022, ampliándose el porcentaje sobre ventas hasta el 29% desde el 15%.
- ✓ **TREI**: equivalente a la inversión en I+D+i
- ✓ **EBITDA**: +21% CAGR 2022-27e, hasta 3,4mnEUR desde 1,4mnEUR en 2022, con un margen sobre ventas de 46% (36% en 2022).

Figure 21. EBITDA



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 22. EBIT

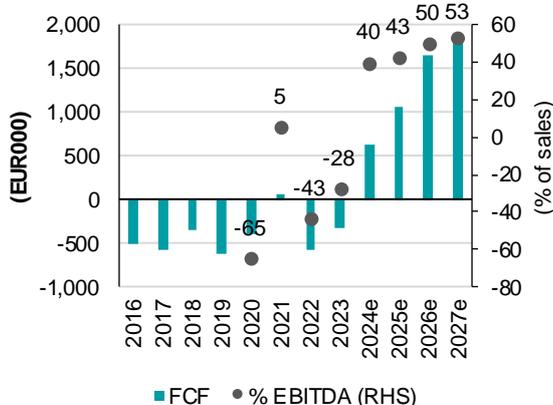


Fuente: Compañía y GVC Gaesco

### 4. Deuda financiera neta

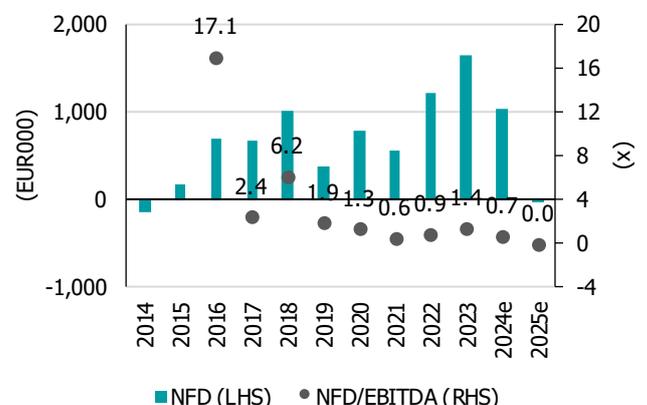
- ✓ Generación de caja positiva a partir de 2024e. Si se cumplen nuestras expectativas de crecimiento de ventas, la conversión en caja del EBITDA pasará del -28% en 2023 al 49% en 2027e.
- ✓ El flujo de caja libre acumulado en el periodo 2023-27e será de 4mnEUR.
- ✓ De una posición de deuda financiera neta de 1,2mnEUR en 2022 se pasará a una posición de tesorería neta de 3,5mnEUR en 2027 (sin incluir pago de dividendos ni recompra de acciones adicionales a las realizadas en 2023).

Figure 23. Flujo de caja libre



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 24. DFN



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

## ¿Cuánto añade el Plan Estratégico?

Comparando nuestras estimaciones con los objetivos del Plan Estratégico 2024-27e, el nuevo plan añade 4,6mnEUR a nuestras ventas de 2027e (+62%) y 1,6mnEUR a nuestro EBITDA.

**Figure 25. Diferencias con nuestro modelo financiero**

(000EUR)	2026e	2027e
<b>Ventas</b>		
GVC Gaesco	7,183	7,398
Plan estratégico		12,000
<i>Diferencia</i>		4,602
<i>Diferencia (%)</i>		62
<b>EBITDA</b>		
GVC Gaesco	3,299	3,398
Plan estratégico		5,000
<i>Diferencia</i>		1,602
<i>Diferencia (%)</i>		47

Fuente: Vytrus y GVC Gaesco

## ¿Son factibles estas cifras?

- ✓ **Ventas:** Si asumimos que las ventas por producto son iguales a las que estimamos para los productos de Vytrus Biotech en 2027e (255.000EUR), se necesitaría aumentar la cartera de productos en 18-20 nuevas referencias, llegando a un total de 47-49. Además, las ventas por producto podrían aumentar si se llegan a acuerdos de comercialización con otras empresas para la utilización de sus canales de distribución.

Si asumimos que las empresas susceptibles de ser adquiridas deberían, en principio, tener un tamaño inferior a Vytrus para que ni el coste financiero ni la gestión de la integración impacte negativamente en el conjunto, y, asumiendo que el EV/Ventas es similar al que cotiza Vytrus (3,3x 2024e), se necesitaría invertir 3,3mnEUR por cada 1mnEUR adicional en ventas, equivalentes a unos 0,3mnEUR por producto (con ventas similares a la media de productos de Vytrus).

- ✓ **EBITDA:** la hipótesis implícita de margen de EBITDA sobre ventas es del 42%, inferior al de nuestras estimaciones de la Vytrus Biotech actual. El importe "añadido" implica un margen del 35%, cifra inferior a la de 2022. Teniendo en cuenta que estos principios activos son de alto valor añadido, creemos que podrían ser factibles si la integración se realiza adecuadamente y se generan sinergias de ingresos y costes.

## Objetivo de deuda financiera neta:1x EBITDA

El objetivo marcado por el equipo gestor es de 1x EBITDA, lo que implica un importe de deuda financiera neta de 5mnEUR a finales de 2027e (asumiendo el cumplimiento del EBITDA).

Atendiendo a nuestras estimaciones de evolución de la DFN y de generación de flujo de caja, esto implicaría inversiones por importe de 7,8mnEUR (sin incluir potenciales ampliaciones de capital).

## ¿Cuánto añadiría el PE a nuestra valoración?

### Nuestra valoración a diciembre de 2024

Hemos actualizado nuestro precio objetivo a diciembre de 2024 obteniendo un valor de 3,28EUR por acción frente a 2,81EUR por acción que era nuestro precio objetivo a diciembre de 2023. La diferencia (+16%) es atribuible en su práctica totalidad al cambio de fecha de precio objetivo dado que nuestro coste de los recursos propios es del 15%.

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-2027e, 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 2,6mnEUR y el valor residual 26,2mnEUR 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 26. Vytrus Biotech: Valoración**

(EUR000)	2024e	2025e	2026e	2027e	Residual
EBIT	790	1,644	2,371	2,997	2,997
Impuestos s/EBIT		0	0	0	-360
<b>NOPAT</b>	<b>790</b>	<b>1,644</b>	<b>2,371</b>	<b>2,637</b>	<b>2,637</b>
+ Amortización	691.8	780	862	926	954
- Capex	-1,155	-1,271	-1,398	-1,440	-500
- Inc. NOF	398	-13	-89	-14	-16
<b>OFCF</b>	<b>813</b>	<b>1,222</b>	<b>1,809</b>	<b>2,137</b>	<b>2,621</b>
<b>Valor residual</b>				26,275	
Multiplicador implícito del valor terminal (x)				10.0	
Ajuste fiscal				1,367	
<b>Flujos totales</b>	<b>813</b>	<b>1,222</b>	<b>1,809</b>	<b>29,778</b>	
<b>Valor actual (Dic. 24e)</b>	<b>24.377</b>				
- DFN (Dic. 24e)	-1,033				
<b>Valor RR.PP.</b>	<b>23,344</b>				
<b>Valor por acción (€)</b>	<b>3,28</b>				

Fuente: GVC Gaesco

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

**Figure 27. Vytrus Biotech: Multiplicadores implícitos a 3,26EUR**

(x)	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
PER	42.8	29.8	15.8	11.3	11.0
EV/EBITDA	20.7	20.7	15.5	9.7	7.4

Fuente: GVC Gaesco

## Calculando el EV adicional

Al desconocer el precio pagado por las adquisiciones y el importe de posibles ampliaciones de capital, no es factible calcular el impacto en el valor por acción. Sin embargo, podríamos calcular el Valor empresa adicional utilizando las siguientes hipótesis:

- ✓ EBITDA 2027e: 1,6mnEUR (la diferencia entre nuestra estimación y el PE)
- ✓ Crecimiento a perpetuidad: 3% (el utilizado con Vytrus Biotech)
- ✓ Tasa de descuento (WACC): 13% (la misma que en Vytrus)
- ✓ Inversión recurrente: 6,7% sobre ventas (igual que en Vytrus)
- ✓ NOF sobre ventas: 8%
- ✓ Tasa impositiva: 12% (estimamos que se beneficiaran de las mismas deducciones fiscales que Vytrus).

Con estas hipótesis, obtenemos que a la valoración del EV de Vytrus de 2027e, se añadirían unos 10.850mnEUR, lo que, en términos de valor actual, a una tasa de descuento del 13% serían 7,5mnEUR, equivalente a un 30% de nuestro EV estimado a dic. 2024.

**Figure 28. Vytrus Biotech: Valoración**

	<b>Criterio</b>	<b>2027e</b>
Ventas	La diferencia con PE	4,602
EBITDA	La diferencia con PE	1,602
Impuestos	Tasa 12%	-229
- Capex	6.7% sobre ventas	-308
- Inc. NOF	8% sobre ventas (inc.)	-11
<b>Cash flow libre operativo</b>		<b>1,053</b>
<b>Valor residual</b>		<b>10,850</b>
Tasa de crecimiento		3%
WACC		13%
<b>Valor actual</b>		<b>7,519</b>

Fuente: GVC Gaesco

Por el momento, y a falta de concreción de este plan, mantenemos nuestro precio objetivo de 3,28EUR por acción.

## Anexo 1: La cartera de productos

### Arabian Cotton™ (2014)

Primer activo cosmético propio lanzado por la compañía en 2014 y uno de los cinco primeros en contribución a las ventas.

Se trata de un activo enriquecido en moléculas vegetales defensivas que protegen y reparan las estructuras celulares frente al daño solar. Aporta fotoprotección frente a las radiaciones UV, IR y VIS, y combate el fotoenvejecimiento con un efecto antioxidante de amplio espectro.

Este activo se deriva de las células madre de la planta *Gosypium herbaceum* (algodón árabe) que es una planta nativa extremófila de las regiones semiáridas del África subsahariana y Arabia.

Las aplicaciones más relevantes de este activo son:

- ✓ Formulaciones de protección solar y de amplio espectro
- ✓ Formulaciones de tratamiento y prevención del fotoenvejecimiento
- ✓ Formulaciones de protección contra la luz azul
- ✓ Tratamientos para después del sol y reparación de daños
- ✓ Todo tipo de formulaciones cosméticas (emulsiones, geles, sérums, cremas)

Este producto está protegido por patente concedida en España (Cultivos celulares de algodón y su uso en fotoprotección).

### Sensia Carota (2015)

Activo que protege y previene los daños en pieles sensibles y sensibilizadas. Este ingrediente aporta a la piel un alto efecto de hidratación y es respetuoso con la microbiota cutánea. Está desarrollado para pieles hipersensibles, reactivas, irritables e intolerantes.

Actúa reponiendo los lípidos, inhibiendo la inflamación neurogénica, inhibiendo la inflamación causada por una microbiota desequilibrada y restaurando el bienestar de las células epidérmicas.

Se deriva de la *Daucus carota sativa* (zanahoria naranja), planta que ha ganado popularidad en las últimas décadas por una mayor concienciación sobre su valor nutricional, gracias a su contenido en carotenos y fuente de vitamina A, así como de compuestos antioxidantes fenólicos y flavonoides.

Entre sus aplicaciones se encuentran:

- ✓ Formulaciones para el cuidado de la piel sensible y reactiva
- ✓ Formulaciones protectoras y reparadoras
- ✓ Formulaciones calmantes para pieles depiladas y para después del afeitado
- ✓ Tratamientos respetuosos con la microbiota cutánea
- ✓ Lociones y geles refrescantes delicados

### Luminia Granatum™ (2015)

Este activo es efectivo contra las imperfecciones pigmentarias, mejorando el brillo de la piel, aclarando las manchas oscuras, unificando el tono de la piel y protegiendo contra el estrés oxidativo después de la radiación solar.

Actúa inhibiendo la síntesis de la melanina, así como la maduración, transferencia y transporte de los melanosomas.

Procede de las células madre de *Punica Granatum* (la granada) que es considerada uno de los alimentos medicinales más antiguos, habiéndose demostrado sus propiedades antioxidantes y antiinflamatorias.

Sus principales aplicaciones son:

- ✓ Formulaciones blanqueantes y perfeccionadoras
- ✓ Tratamiento y prevención de la pigmentación fotoinducida
- ✓ Tratamientos antimanchas y protección solar
- ✓ Formulaciones de noche suavizantes, texturizantes y tonificantes
- ✓ Envejecimiento saludable y productos antioxidantes

### **Capilia Longa™ (2016)**

Ingrediente activo que retrasa la caída del cabello y regenera el folículo capilar.

Actúa impulsando el crecimiento, la densidad y la calidad del cabello, retrasando la caída del cabello y reiniciando el ciclo capital, activando la regeneración del folículo piloso y estimulando la microcirculación y nutrición del bulbo. Hay que mencionar que la caída del cabello es un problema que afecta a hombres y mujeres y que, pese a tener orígenes diversos, tiene comonexo en común el detenimiento de los procesos de crecimiento del cabello.

Procede de las células madre de la *Curcuma longa* (cúrcuma) que es una planta tropical y subtropical caracterizada por la existencia de rizomas anaranjados, cilíndricos y muy ramificados, raíces modificadas que actúan como órganos de almacenamiento y resistencia. Crecen sin parar y tienen excelentes propiedades regenerativas. Es una de las plantas más estudiadas en biomedicina con más de 230 compuestos diferentes descritos y más de 3.000 publicaciones que demuestran sus propiedades (antiinflamatorias, antioxidante, cicatrizante, antimicrobiano etc.).

Es utilizado en:

- ✓ Formulaciones para la prevención y reducción de la caída del cabello
- ✓ Productos para estimular el crecimiento y redensificación del cabello
- ✓ Formulaciones para el crecimiento de pestañas y cejas y cabello frágil
- ✓ Formulaciones nutritivas y fortalecedoras del cabello
- ✓ Tratamientos para el crecimiento de la barba

Capilia Longa™ fue galardonado con el primer premio de los Beauty Industry Awards 2017 de Cosmetics Design.

### **Centella Reversa™ (2017)**

Es un activo que proporciona una mejora global del cutis facial. Sus propiedades de regeneración están basadas en factores de crecimiento vegetal, que mejoran las arrugas y asperezas de la piel y reducen las manchas rojas y los poros.

Este principio activo actúa revertiendo la senescencia celular (proceso de envejecimiento celular que impide que las células se dividan), ofreciendo una protección celular global y propiedades cicatrizantes.

Procede de las células madre de la Centella Asiática que es una pequeña hierba de zonas húmedas caracterizada por sus propiedades regenerativas y ha sido utilizada tradicionalmente en la medicina ayurvédica y en la medicina china.

Entre sus aplicaciones destacamos:

- ✓ Tratamiento y prevención del envejecimiento de la piel.
- ✓ Formulaciones reafirmantes, antiinflamación y antiarrugas
- ✓ Tratamientos para imperfecciones de la piel
- ✓ Ricas cremas y lociones nutritivas (día y noche)
- ✓ Tratamientos faciales, cuello-escotes, manos

### **Turmeria Zen™ (2017)**

Activo natural con propiedades regeneradoras para combatir los efectos nocivos del estrés sobre la piel que mejora su hidratación y las arrugas. Actúa neutralizando la inflamación relacionada con el estrés y tiene propiedades cicatrizantes, hidratantes a la vez que protege la estructura dérmica.

Este ingrediente se extrae de la cúrcuma (*Curcuma longa*), planta tropical de la cual también Vytrus extrae el Capilia Longa aunque con otra tecnología.

Destacamos sus aplicaciones en:

- ✓ Formulaciones hidratantes y regeneradoras
- ✓ Tratamientos para el buen envejecimiento y el envejecimiento saludable
- ✓ Sueros, geles y emulsiones para la prevención de arrugas
- ✓ Tratamientos de revitalización de la piel (contorno de ojos, sueros para la regeneración del cuero cabelludo)
- ✓ Lociones de masaje mascarillas faciales, geles, cremas ligeras y sueros

### **Sarcoslim Re-Shape™ (2018)**

Este activo reduce la grasa mientras usa la energía intercelular liberada en la quema de grasa para tensar y reafirmar el tejido. Tiene un efecto lipolítico global y activa el metabolismo celular. La piel adquiere un aspecto más joven y firme.

Se produce de las células madre de la planta *Sarcocapnos crassifolia*, planta endémica del sur de la Península Ibérica que habita en fisuras de rocas por lo que se conoce como “la romperocas”. Tiene una alta resistencia al calor, al frío y a la sequía. Como es una planta en vías de extinción, solamente se puede trabajar con ella a través de cultivos celulares. La empresa dedica un porcentaje de su facturación anual a financiar la reintroducción y mantenimiento de esta especie en el área de la provincia de Jaén, de la que es originaria, en convenio con la Universidad de Jaén.

Entre sus aplicaciones destacan:

- ✓ Reducción de volúmenes rebeldes y tratamientos anticelulíticos
- ✓ Tratamientos antibolsas y papada
- ✓ Formulaciones reafirmantes y remodeladoras
- ✓ Tratamientos para necesidades específicas de cuello, escote y senos.
- ✓ Antiinflamación, falta de tono y alisado de la piel de naranja

Sarcoslim Re-shape obtuvo el Primer Premio al Ingrediente más Sostenible del Mundo en la feria In-Cosmetics Global en 2019

### **Quora Noni™ (2018 y 2022)**

Activo que ayuda a evitar las bacterias nocivas para la piel, tratando pieles con tendencia al acné en las que consigue reequilibrar la microbiota y alisar su superficie. Este activo actúa evitando el denominado *Quorum Sensing* que es el sistema de comunicación entre los organismos unicelulares y que permite que estos organismos actúen de forma conjunta y, que, por ejemplo, las bacterias se vuelvan virulentas y causen el acné.

Se elabora con células madre la planta Noni (*Morinda citrifolia*) que es una especie nativa del sudeste asiático (Indonesia) y Australia. Esta planta se utiliza en más de 40 tipos de dolencias (antitumoral, antihelmíntica, analgésica y antiinflamatoria, inmunoestimulante, diversas enfermedades de la piel, trastornos del tracto urinario, fiebre, etc.).

Las aplicaciones del Quora Noni son:

- ✓ Cremas y geles protección y equilibrio de la microbiota
- ✓ Tratamiento y prevención de pieles grasas con tendencia acnéica
- ✓ Tratamientos anticasma y cuero cabelludo graso
- ✓ Cremas para pies (tratamientos fúngicos)
- ✓ Formulaciones perfeccionadoras de la piel

Quora Noni recibió el Primer Premio en los Beauty Industry Awards 2019 en la feria Cosmetics Design y el Premio a la Fórmula más innovadora 2018 en el Cosmatorium 2018.

En 2022, Quora Noni *biomics* ha sido actualizado para otras especificaciones, concretamente, para ayudar a la piel a estar más joven mediante el rejuvenecimiento de la microbiota. La fórmula Purple Rain, que contiene Quora Noni biomics, obtuvo el premio a la Fórmula más innovadora en el Cosmatorium 2022.

### **Olea Vitae™ (2019)**

Este ingrediente activo revitaliza las pieles maduras y lucha contra el envejecimiento. Actúa en los ciclos de rejuvenecimiento ayudando a las células a combatir la obsolescencia programada de las mitocondrias.

Se extrae de las células madre de los brotes del olivo silvestre, concretamente, del acebuche (*Olea europaea var. silvestris*). Los olivos se caracterizan por su resistencia frente a la sequía y las altas temperaturas, su vitalidad y su longevidad.

Entre sus aplicaciones, señalamos:

- ✓ Tratamientos revitalizantes y energéticos para la piel
- ✓ Formulaciones antiarrugas y suavizantes de la piel
- ✓ Formulaciones reafirmantes y reparadoras
- ✓ Tratamientos faciales, de ojos y labios, corporales y capilares
- ✓ Tratamientos de bienestar y rejuvenecimiento
- ✓ Hombres (tratamientos sérum + aftershave)

Olea Vitae recibió el Primer Premio al Ingrediente más Innovador del Mundo 2019 de la feria In-Cosmetics Global, así como el Premio al Ingrediente más Innovador 2019 en el Cosmatorium 2019.

### **Kannabia Sense™ (2020)**

Activo que activa las zonas del placer del cerebro que estimula la microbiota cutánea y la síntesis de la oxitocina.

Entre las pruebas para demostrar la eficacia del activo, se llevó a cabo un ensayo clínico con voluntarios donde se midió su actividad cerebral a través de una Resonancia Magnética

Funcional. Este ensayo se realizó en el Hospital de la Fe de Valencia con la aprobación de un comité ético y demostró cómo, tras la aplicación de una loción tópica que contenía Kannabia Sense, se producía la activación cerebral positiva de los voluntarios tras solamente 10 minutos, incrementando aún más a los 28 días de tratamiento.

Este producto está elaborado a partir de las células vegetales del cannabis (*Cannabis sativa*), planta autóctona de Asia y muy popular por su uso farmacológico y por sus propiedades psicotrópicas.

Este ingrediente no contiene cannabinoides psicotrópicos (ni tetrahidrocannabinol (THC), ni cannabidiol (CBD)). Se aplica tópicamente a través de un producto cosmético y activa un mecanismo indirecto entre la microbiota de la piel y el cerebro.

Entre sus aplicaciones destacan:

- ✓ Tratamientos para piel sensible
- ✓ Lociones de masaje edificantes
- ✓ Cosméticos para el buen envejecimiento
- ✓ Cremas de noche antiarrugas y reparadoras
- ✓ Tratamientos faciales y loción corporal bienestar

Kannabia Sense obtuvo el Primer Premio al Ingrediente Más Innovador del Mundo 2020 de la feria In-Cosmetics Global.

### **Deobiome Noni™ (2020)**

Activo utilizado como tratamiento desodorante que reduce la intensidad de los olores a la vez que permite que la piel respire y reequilibra la microbiota. Como el Quona Noni, actúa contra el Quorum Sensing, evitando la formación de la comunicación bacteriana y biofilms implicados en la generación del mal olor.

Como el Quona Noni, se elabora a partir de las células madre de la planta Noni.

Se puede aplicar en:

- ✓ Desodorantes para axilas
- ✓ Tratamientos desodorantes para pies
- ✓ Sérums para tratamientos del cuero cabelludo
- ✓ Formulaciones reequilibrantes de la microbiota
- ✓ Roll-ons, sticks, cremas, geles desodorantes

Deobiome Noni obtuvo el Segundo Premio al Ingrediente Más Innovador del Mundo 2020 de la feria In-Cosmetics Global, tras Kannabia Sense.

### **Nectaria Lithops™ (2021)**

Este ingrediente optimiza el microentorno cutáneo y los niveles de vitamina D en la piel, por lo que la piel está más hidratada y revitalizada.

Se elabora a partir de la planta *Lithops pseudotruncatella*, planta originaria de los desiertos del sur de África, conocida como “piedras vivas”, y que está especializada en gestionar el agua, el espacio y la luz para sobrevivir en condiciones muy extremas que puede vivir hasta 95 años. Esta planta tiene una estructura de sus azúcares y un metabolismo peculiares que le permiten captar la luz necesaria para su fotosíntesis sin comprometer su equilibrio hídrico y, por tanto, mantener sus células sanas en periodos de sequía extrema.

Entre sus posibles aplicaciones señalamos:

- ✓ Formulaciones hidratantes, densificantes y estructurantes
- ✓ Aplicaciones de volumen, luminosidad y rellenos dérmicos
- ✓ Tratamientos nocturnos para mejorar el tono y la textura de la piel
- ✓ Protección solar: enriquecimiento de vitamina D, formulaciones reparadoras para después del sol
- ✓ Formulaciones de buen envejecimiento para la oxigenación y la microcirculación

Nectaria Lithops obtuvo el Accesit a la Fórmula Más Innovadora 2021 en el Cosmatorium 2021 y quedó clasificado en segundo lugar en los BSB Innovation Awards 2022, en reconocimiento de su enfoque creativo gracias a su mecanismo de acción biofísico.

## Elaya Renova™ (2022)

Este producto mejora la tensesgridad del cabello y cuero cabelludo, lo que significa que los cambios aplicados a un área también ejercerán efectos a distancia, revitalizándose, por tanto, todo el sistema capilar

Elaya Renova está desarrollado a partir de las células madre vegetales de los brotes de olivo silvestre (*Olea europaea var. silvestris*) mediante la tecnología de Biofábricas celulares vegetales. Los olivos se caracterizan por su resistencia frente a la sequía y las altas temperaturas, su vitalidad y su longevidad.

Entre sus posibles aplicaciones destacamos:

- ✓ Formulaciones para el volumen, vitalidad e hidratación del cabello y cuero cabelludo;
- ✓ Productos para calmar, reequilibrar y evitar la descamación del cuero cabelludo;
- ✓ Formulaciones protectoras contra el calor y tratamientos hidratantes y contra la oxidación del cuero cabelludo;
- ✓ Tratamientos para el anclaje y la protección del color del cabello;
- ✓ Formulas de protección solar para el cuidado del cabello.

Este producto ha obtenido el Premio de Oro al ingrediente más innovador en la feria In-Cosmetics de Latinoamérica y el Premio de Plata al ingrediente más innovador en la feria In-Cosmetics de Asia. Tiene el certificado ISIN 16128 acreditando su 100% origen natural. y está incluido en el IECIC (*Inventory of Existing Cosmetic Ingredients in China*)

## Photobiome™ (2023)

Photobiome™ es un activo prebiótico procedente de células madre vegetales que estimula las bacterias de la piel para que liberen sus propias moléculas naturales de fotodefensa para fotoprotgerse y luchar contra el proceso de fotoenvejecimiento cutáneo. Este activo contrarresta y protege la microbiota y las células cutáneas del estrés fotooxidativo de las radiaciones solares nocivas y hace que el Factor Fotobioma (factor que involucra a una determinada comunidad bacteriana caracterizada por su capacidad de sintetizar y liberar ciertos componentes moleculares metabolizados por la interacción de la microbiota con la radiación solar) aporte moléculas beneficiosas a las células cutáneas.

Photobiome está desarrollado a partir de cultivos de células madre de granada y algodón. El cultivo de granada es rico en lípidos selectivos de la membrana celular (los principales: fosfolípidos, glicolípidos, glicéridos y ácidos grasos libres). El cultivo celular también es rico en su fracción de polifenoles (cromóforos vegetales), especialmente ácido elágico como precursor de las urolitinas. El cultivo de algodón es un lisado celular rico en factores celulares protectores que incluyen un cóctel de cromóforos vegetales y polifenoles antioxidantes, antiinflamatorios y fotoprotectores como los ácidos genticónico, salicílico, p-cumárico, transferúlico, cafeico y kaempferol, la quercetina y la rutina. Los dos cultivos de células vegetales también se han enriquecido con dos componentes de origen vegetal (azúcares)

---

que desempeñan un papel clave como potentes protectores y reforzadores de las membranas celulares microbianas.

Entre sus posibles aplicaciones destacamos:

- ✓ Productos para cuidar tus arrugas (patas de gallo, zona nasolabial, contorno de ojos).
- ✓ Formulaciones antioxidantes preventivas y de tratamiento
- ✓ Formulaciones para mejorar la firmeza y elasticidad de la piel
- ✓ Productos solares preventivos y reparadores

## 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

Source: GVC Gaesco Valores

## ESG Positioning

Vytrus Biotech	Below	In line	Above	Comments/Descriptions
<b>Environment</b>				
GHG emission cut (CO <sub>2</sub> reduction)				99% less than traditional production
Water consumption				
Electricity & Power consumption				
Plastic reduction				
<b>Social</b>				
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 <sup>1</sup>				
Training / Employees satisfaction				
<b>Governance</b>				
BoD composition <sup>2</sup>				The board is composed by 3 executive members, 1 proprietary and 2 independent
Top management ESG Involvement <sup>3</sup>				

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	12/2023	12/2024e
<b>Sales</b>	<b>1.2</b>	<b>1.7</b>	<b>2.8</b>	<b>3.7</b>	<b>3.7</b>	<b>4.6</b>
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
<b>EBITDA</b>	<b>0.2</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.6</b>
<b>EBITDA (adj.)*</b>	<b>0.2</b>	<b>0.6</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.6</b>
Depreciation	-0.4	-0.4	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8
Depreciation of Right-of-Use			0	0	0	0
<b>EBITA</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>
<b>EBITA (adj.)*</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>
Amortisations and Write Downs	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>
<b>EBIT (adj.)*</b>	<b>-0.2</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>
Net Financial Interest	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1	-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
<b>Earnings Before Tax (EBT)</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.1</b>	<b>0.3</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>
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
<b>Net Profit (reported)</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>
<b>Net Profit (adj.)</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>
<b>CASH FLOW (EURm)</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023</b>	<b>12/2024e</b>
Cash Flow from Operations before change in NWC	0.0	0.5	1.0	1.1	1.4	1.4
Change in Net Working Capital	0.1	-0.1	0.1	-0.4	-0.4	0.4
<b>Cash Flow from Operations</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.8</b>
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
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.1</b>	<b>0.6</b>
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	-0.3	0.0
<b>Change in Net Financial Debt</b>	<b>0.6</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.7</b>	<b>-0.4</b>	<b>0.6</b>
NOPLAT	-0.1	0.2	0.4	0.6	0.4	0.7
<b>BALANCE SHEET &amp; OTHER ITEMS (EURm)</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023</b>	<b>12/2024e</b>
Net Tangible Assets	0.5	0.6	0.7	1.0	0.9	0.9
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	1.7
<b>Total Fixed Assets</b>	<b>3.7</b>	<b>4.2</b>	<b>4.7</b>	<b>5.6</b>	<b>6.1</b>	<b>6.7</b>
Inventories	0.2	0.2	0.3	0.4	0.6	0.6
Trade receivables	0.2	0.2	0.2	0.5	0.7	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	-1.2	-0.8
<b>Total Current Assets</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.0</b>
<b>Total Assets</b>	<b>4.9</b>	<b>5.7</b>	<b>6.6</b>	<b>7.3</b>	<b>8.7</b>	<b>8.6</b>
Shareholders Equity	3.4	3.6	4.3	4.8	5.3	6.1
Minority	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Total Equity</b>	<b>3.4</b>	<b>3.6</b>	<b>4.3</b>	<b>4.8</b>	<b>5.3</b>	<b>6.1</b>
Long term interest bearing debt	0.2	0.4	0.3	0.7	0.5	-0.5
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
<b>Total Long Term Liabilities</b>	<b>0.2</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>	<b>0.7</b>	<b>0.5</b>	<b>-0.5</b>
Short term interest bearing debt	1.0	1.5	1.5	1.3	2.4	2.4
Trade payables	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5	0.8
Other current liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>1.2</b>	<b>1.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>2.9</b>	<b>3.1</b>
<b>Total Liabilities and Shareholders' Equity</b>	<b>4.9</b>	<b>5.7</b>	<b>6.6</b>	<b>7.3</b>	<b>8.7</b>	<b>8.6</b>
<b>Net Capital Employed</b>	<b>3.8</b>	<b>4.4</b>	<b>4.8</b>	<b>6.0</b>	<b>7.0</b>	<b>7.1</b>
<b>Net Working Capital</b>	<b>0.1</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>	<b>0.4</b>
<b>GROWTH &amp; MARGINS</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023</b>	<b>12/2024e</b>
<i>Sales growth</i>	<i>37.6%</i>	<i>39.5%</i>	<i>64.5%</i>	<i>31.3%</i>	<i>1.5%</i>	<i>22.5%</i>
<b>EBITDA (adj.)* growth</b>	<b>19.3%</b>	<b>208.3%</b>	<b>66.9%</b>	<b>32.8%</b>	<b>-11.8%</b>	<b>33.2%</b>
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>106.3%</i>	<i>50.1%</i>	<i>-29.5%</i>	<i>74.0%</i>
<i>EBIT (adj.)* growth</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>106.3%</i>	<i>50.1%</i>	<i>-29.5%</i>	<i>74.0%</i>

## Vytrus Biotech: Summary tables

<b>GROWTH &amp; MARGINS</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023</b>	<b>12/2024e</b>
Net Profit growth	n.m.	n.m.	107.5%	34.5%	-10.0%	43.8%
EPS adj. growth	n.m.	n.m.	107.3%	31.9%	-10.0%	43.8%
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin	16.0%	35.4%	35.9%	36.3%	31.6%	34.3%
EBITA (adj)* margin	-13.2%	12.2%	15.3%	17.5%	12.2%	17.3%
EBIT (adj)* margin	n.m.	12.2%	15.3%	17.5%	12.2%	17.3%
<b>RATIOS</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023</b>	<b>12/2024e</b>
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	1.4	0.7
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	1.2	5.2	8.4	7.0	8.1	8.5
Capex/D&A	206.5%	193.0%	170.2%	196.2%	160.9%	148.1%
Capex/Sales	60.3%	44.7%	35.0%	36.9%	31.2%	25.2%
NWC/Sales	9.3%	12.2%	2.8%	11.6%	22.4%	9.6%
ROE (average)	-2.6%	6.2%	11.5%	13.4%	10.8%	13.8%
ROCE (adj.)	-5.0%	5.5%	10.5%	12.3%	7.4%	13.0%
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
<b>PER SHARE DATA (EUR)***</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023</b>	<b>12/2024e</b>
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	0.08	0.11
EPS (adj.)	-0.01	0.03	0.06	0.09	0.08	0.11
BVPS	0.55	0.52	0.61	0.67	0.74	0.85
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>VALUATION</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023</b>	<b>12/2024e</b>
EV/Sales				6.9	4.0	3.7
EV/EBITDA				19.0	12.6	10.8
<b>EV/EBITDA (adj.)*</b>				<b>19.0</b>	<b>12.6</b>	<b>10.8</b>
EV/EBITA				39.4	32.8	21.5
<b>EV/EBITA (adj.)*</b>				<b>39.4</b>	<b>32.8</b>	<b>21.5</b>
EV/EBIT				39.4	32.8	21.5
<b>EV/EBIT (adj.)*</b>				<b>39.4</b>	<b>32.8</b>	<b>21.5</b>
<b>P/E (adj.)</b>				<b>40.0</b>	<b>24.3</b>	<b>20.3</b>
P/BV				5.1	2.5	2.6
Total Yield Ratio				0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE				5.5	2.8	3.2
OpFCF yield				-2.4%	-0.9%	3.9%
OpFCF/EV				-2.2%	-0.8%	3.7%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)				0.0%	0.0%	0.0%
<b>EV AND MKT CAP (EURm)</b>	<b>12/2019</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023</b>	<b>12/2024e</b>
Price** (EUR)				3.40	1.86	2.24
Outstanding number of shares for main stock	7.0	7.0	7.1	7.1	7.1	7.1
<b>Total Market Cap</b>				<b>24.2</b>	<b>13.2</b>	<b>15.9</b>
Gross Financial Debt (+)	1.2	1.9	1.9	2.0	2.9	1.8
Cash & Marketable Securities (-)	-0.8	-1.1	-1.3	-0.8	-1.2	-0.8
<b>Net Financial Debt</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>	<b>0.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.7</b>	<b>1.0</b>
Lease Liabilities (+)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Net Debt</b>	<b>0.4</b>	<b>0.8</b>	<b>0.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.7</b>	<b>1.0</b>
<b>Other EV components</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Enterprise Value (EV adj.)</b>				<b>25.4</b>	<b>14.9</b>	<b>17.0</b>

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

<b>Automobiles &amp; Parts</b>	<b>Mem(*)</b>	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	<b>Food &amp; Beverage</b>	<b>Mem(*)</b>	Corticeira Amorim	CBI
Stellantis	BAK	Salvatore Ferragamo	BAK	Advini	CIC	Ctt	CBI
Valeo	CIC	Smcp	CIC	Bonduelle	CIC	Danieli	BAK
<b>Banks</b>	<b>Mem(*)</b>	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	<b>Energy</b>	<b>Mem(*)</b>	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
<b>Basic Resources</b>	<b>Mem(*)</b>	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	<b>Healthcare</b>	<b>Mem(*)</b>	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	<b>Fin. Serv. Holdings</b>	<b>Mem(*)</b>	Biomerieux	CIC	Saes	BAK
Tubacex	GVC	Cir	BAK	Crossject	CIC	Salcef	BAK
<b>Chemicals</b>	<b>Mem(*)</b>	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
<b>Consumer Products &amp; Services</b>	<b>Mem(*)</b>	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	<b>Insurance</b>	<b>Mem(*)</b>
Brunello Cucinelli	BAK	Wendel	CIC	Korian	CIC	Axa	CIC
Capelli	CIC	<b>Fin. Serv. Industrials</b>	<b>Mem(*)</b>	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	<b>Financial Services Banks</b>	<b>Mem(*)</b>	Theraclion	CIC	Net Insurance	BAK
Groupe Seb	CIC	Amundi	CIC	Vetoquinol	CIC	Unipolsai	BAK
Hermes Intl.	CIC	Anima	BAK	Virbac	CIC	<b>Materials, Construction</b>	<b>Mem(*)</b>
Hexaom	CIC	Azimut	BAK	<b>Industrial Goods &amp; Services</b>	<b>Mem(*)</b>	Acs	GVC
Interparfums	CIC	Banca Generali	BAK	Applus	GVC	Aena	GVC

Atlantia	BAK	<b>Real Estate</b>	<b>Mem(*)</b>	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	<b>Retail</b>	<b>Mem(*)</b>	Sodexo	CIC
Fcc	GVC	Burberry	CIC	<b>Utilities</b>	<b>Mem(*)</b>
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	<b>Technology</b>	<b>Mem(*)</b>	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
<b>Media</b>	<b>Mem(*)</b>	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	<b>Telecommunications</b>	<b>Mem(*)</b>		
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		
<b>Personal Care, Drug &amp; Grocery S</b>	<b>Mem(*)</b>	<b>Travel &amp; Leisure</b>	<b>Mem(*)</b>		
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](http://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 Companyia 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
09-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](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](http://www.bancaakros.it) regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

[www.caixabi.pt](http://www.caixabi.pt) regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

[www.cic-marketsolutions.eu](http://www.cic-marketsolutions.eu) regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

[www.gvcgaesco.es](http://www.gvcgaesco.es) regulated by 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

