

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Pharmaceuticals

Precio de Cierre: EUR 2,14 (15 nov 2024)

Fecha del informe: 18 nov 2024 (14:40h)

Inicio de cobertura

Análisis Independiente de Compañías

Labiana Health (LAB) es una farmacéutica de pequeño tamaño con sede en Madrid (España), especializado en la fabricación de medicamentos propios y a terceros (CDMO) y comercialización en el área de salud animal (veterinaria) y humana. Amplia presencia internacional (>70% de los ingresos son fuera de España. Fundada en 1958, desde 2013 está gestionada (y controlada) por Manuel Ramos (CEO) que controla el 56% del capital.

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

+34 915 631 972

El “cambio de ritmo” ya ha ocurrido. El EBITDA puede crecer a tasas del +23%

UN NEGOCIO DEFENSIVO Y DIVERSIFICADO QUE ESPERAMOS CREZCA A DOBLE DÍGITO HASTA 2026E... con presencia en dos grandes áreas: salud animal y salud humana. En una industria defensiva, con viento sectorial favorable (crece a dígito medio alto). La diversificación implica un riesgo aún menor. Tras la dura “travesía del desierto” experimentada en los últimos años (Ingresos +0,1% TACC 2020-2023), la reordenación de la Deuda (2023) alivia las tensiones de liquidez y marcará en 2024e el inicio de una nueva etapa de fuerte crecimiento en ingresos (+12,5% TACC 23-26e).

...Y LLEVE A CABO UN AUTÉNTICO “SALTO” EN TÉRMINOS DE RENTABILIDAD. Algo anticipado por los resultados 1S24 (Mg. EBITDA rec. 1S24: 16,6% vs 1,3% en 1S23). El mayor uso de la capacidad productiva de las dos plantas de LAB (cap. max: EUR 100Mn) y la recuperación del Mg. Bruto hasta el 60,8% (vs 55% media -3y) debería permitir un fuerte crecimiento progresivo del EBITDA hasta 2026e (EBITDA rec. +23% TACC 2024-2026e). Y registrar Beneficio Neto positivo “ya” en 2024e.

UN MODELO DE NEGOCIO RESILIENTE. Por varias razones: (i) amplio portafolio de productos que comercializan más allá de Europa (c. 73% de los ingresos 2023; presencia en >110 países;); (ii) especialización en productos farmacéuticos complejos (de nicho) y tamaño de lote mediano (lo que agranda el universo de clientes objetivo) y (iii) amplia base de clientes recurrentes con altos costes de cambio de proveedor).

LA GENERACIÓN DE CAJA (FCF POSITIVO 2025E) DISMINUIRÁ EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO EN EL M/P. La inercia del crecimiento en EBITDA, y pese a las necesidades de CAPEX, debería permitir generar caja positiva en 2025e (FCF rec 25e: EUR 1Mn) y seguir reduciendo el endeudamiento (DN/EBITDA 26e: 2,1x vs 3,6x en 2024e), que hoy es el principal riesgo y restricción al crecimiento que enfrenta LAB.

EL EQUITY STORY DE LAB SE BASA EN SOSTENER EL BUEN MOMENTUM DE RESULTADOS MÁS ALLÁ DE 2024E. PER 2025E 5X. resultados 1S24 son claves porque han puesto sobre la mesa las oportunidades y el verdadero potencial del modelo de negocio de LAB (ocultas -4y) e invitan a pensar en un cambio de ciclo: crecimiento y mejora de márgenes. Pese a que la cotización parece haber tomado nota (+71,2% YTD), nuestro escenario central (sin asumir una posible renegociación de la deuda) dejaría a LAB cotizando a un EV/EBITDA 24e de 5x (vs 10x de sus comparables) y PER 2025 5x. En términos estrictos de negocio el momentum de LAB es muy favorable y ha sido ratificado por los resultados 1S24. Y los múltiplos siguen muy bajos. Una idea de inversión que, como mínimo, hay que tomar en cuenta y analizar. Ahora.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	15,5	16,3
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	44,3	46,7
Número de Acciones (Mn)	7,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,18 / 2,04 / 1,09	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽²⁾	9,6	
Factset / Bloomberg	LAB-ES / LAB SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

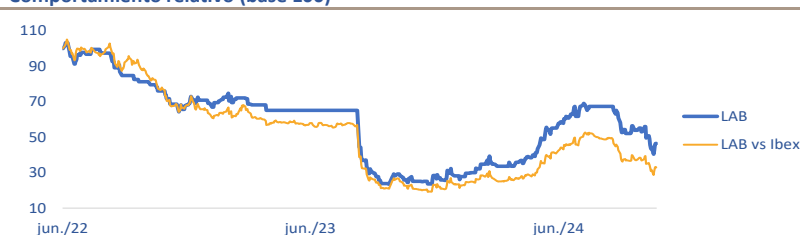
Manuel Ramos	56,5
John Williams	13,0
Otros directivos	10,4
Autocartera	3,1
Free Float	17,0

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	7,2	7,2	7,2	7,2
Total Ingresos	58,5	66,4	74,4	83,3
EBITDA Rec.	2,8	8,7	10,5	13,2
% Var.	106,9	217,0	19,7	26,4
% EBITDA Rec./Ing.	4,7	13,2	14,1	15,9
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	0,5	13,9	14,2	16,0
Beneficio neto	-4,4	1,1	3,0	5,2
BPA (EUR)	-0,61	0,15	0,42	0,72
% Var.	n.a.	123,8	188,7	71,6
BPA ord. (EUR)	-0,60	0,15	0,42	0,72
% Var.	n.a.	124,1	188,7	71,6
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	-4,2	-1,0	1,0	2,7
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	38,8	31,8	30,8	28,1
DN / EBITDA Rec.(x)	14,1	3,6	2,9	2,1
ROE (%)	n.a.	28,6	55,4	54,3
ROCE (%) ⁽⁴⁾	n.a.	12,0	16,8	21,5

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	n.a.	14,7	5,1	3,0
PER Ordinario	n.a.	14,7	5,1	3,0
P/BV	4,5	3,9	2,2	1,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,76	0,67	0,60	0,53
EV/EBITDA Rec.	16,1	5,1	4,2	3,3
EV/EBIT	n.a.	7,7	5,8	4,3
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	6,3	17,5

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-13,7	-31,0	89,4	71,2	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	-11,5	-35,4	56,9	48,6	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-10,7	-27,3	81,2	69,7	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-11,0	-30,8	70,4	61,4	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽³⁾	-5,6	-22,0	74,3	64,5	n.a.	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Health Care.

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

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

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

Report issued by IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse is a project of IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

This report has been prepared on the basis of information available to the public. The report includes a financial analysis of the company covered. The report does not propose any personalised investment recommendation. Investors should consider the contents of this report as just another element in their investment decision-making process. The final two pages of this report contain very important legal information regarding its contents.

Labiana Health (LAB) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c. 130 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

La reordenación de deuda (2023) acaba con el estancamiento (-4y) y da argumentos para crecer con fuerza en EBITDA (+23% TACC 2024-2026e)

Labiana Health (LAB) es una empresa farmacéutica de pequeño tamaño (Mkt. Cap EUR 15,5Mn) dedicada a la producción y comercialización nacional e internacional de medicamentos para salud humana y animal (veterinaria), con sede en Madrid (España). Fundada en 1958, en 2013 se produce un Management Buy-Out (MBO) liderado por Manuel Ramos (CEO) que hoy controla el 56,5% del capital. Cotiza en BME Growth desde junio de 2022.

Especializada en la comercialización de producto propio y fabricación para terceros (CDMO)

En concreto, la actividad de LAB se divide esencialmente en fabricación y comercialización de productos propios como la Fosfomicina (humana) o Precyst, Labiprofen, Labimycin (animal) y el desarrollo y fabricación de medicamentos para terceros (CDMO) con especialización en formas farmacéuticas sólidas, estériles, en solución y liofilizadas. Aunque la gama de servicios que presta a sus clientes abarca todas las fases de la cadena de valor: i) investigación y desarrollo, ii) fabricación de los medicamentos, iii) servicios regulatorios y iv) servicios logísticos. La comercialización de productos propios se realiza mediante contratos "Licensing-out" (acuerdos con terceros para la distribución de productos en otros países) y "Licensing-in" (LAB adquiere los derechos de comercialización en España de un producto de un tercero).

Dos plantas de fabricación en España con capacidad de producción de c. EUR 100Mn

A fecha de este informe, las dos plantas de fabricación están ubicadas en Terrasa y Corbera de Llobregat, ambas poseen la certificación GMP (Good Manufacturing Practices) europea. Cuentan con una capacidad total combinada de producción que asciende a EUR 100Mn (c.59% de la capacidad usada en 2023). Aunque tiene presencia directa en 5 países, los productos de LAB se encuentran en más de 110 mercados. Por geografías, su principal mercado es Europa (Ex España; 61% s/ingresos 2023), seguido de España (27,5%) y el resto del mundo (11,5%). La diversificación es uno de los argumentos de su equity story: y que implica un modelo de negocio de bajo riesgo.

A) 2019-2023: marcados por el Covid-19 y el M&A (Ingresos 2023: EUR 58,5Mn; +4,9% TACC 19-23). La reordenación de la deuda abre una nueva etapa "ya" visible en 2024e

MBO en 2013 con Manuel Ramos (CEO) a la cabeza con el 56,5% del capital

Desde la toma de control por parte del equipo directivo en 2013, LAB disfrutó de un crecimiento sostenido hasta 2020 (Ingresos +12,5% TACC 2013-2020). En 2019, lleva a cabo la adquisición de Zavod, compañía serbia, y Zoleant, compañía turca, con la intención de expandir su presencia internacional y ampliar su oferta de medicamentos. No obstante, las sinergias resultantes fueron inferiores a lo inicialmente planeado. Lo que condujo a una etapa (2020-2023) de estancamiento: freno en el crecimiento (+0,1% TACC 2020-2023) explicado por los efectos del Covid-19 en la cadena de suministro, inflación, guerra de Ucrania y posteriormente por el galopante aumento de la Deuda (DN 2021: EUR 42,2Mn vs EUR 18,4Mn en 2018) que generó fuertes tensiones de liquidez, y terminó por reducir notablemente la capacidad operativa (y, por tanto, de crecimiento) de LAB.

Dos fases en la historia de LAB: 2013-2020 Crecimiento en ingreso (+12,5% TACC) y estancamiento 2020-2023

Por consiguiente, se utilizó la salida a BME Growth (2022) como oportunidad de reducir el nivel de endeudamiento. El estrechamiento de márgenes que mantuvo los niveles de rentabilidad inferiores a los de la industria (Mg. EBITDA Rec c.5% de media 2019-2023 vs 19,4% comparables) junto a los deterioros de las participadas, procesos de M&A fallidos e hiperinflación en Turquía, condicionaron la captación de fondos (EUR 5Mn) en la salida a Bolsa, muy inferior a la esperada (EUR 20Mn), dejando a LAB en una posición de balance muy comprometida a cierre de 2022. Todo ello, sumado a las pérdidas operativas durante los últimos tres años (EUR -15Mn entre 2020-2023) condujeron a LAB a una reordenación de su deuda con Blantyre y Miralta en 2023.

Tras el M&A en 2019, Covid-19, hiperinflación en Turquía, LAB cierra 2022 con una situación de Balance complicada...

...aliviada en 2023 por la reordenación de la Deuda pactada con Blantyre y Miralta

A cierre de 2023, LAB cerró con unos ingresos de EUR 58,5Mn (+0,5% vs 2022) y un EBITDA rec. de EUR 2,8Mn (vs EUR 1,3Mn en 2022; Mg. EBITDA 2023: 4,7% vs 2,3% en 2022). Una Deuda Neta de EUR 38,8Mn y un Patrimonio Neto de EUR 3,4Mn.

Un modelo de negocio bien diversificado que implica negocio de bajo riesgo...

Pese al mal comportamiento operativo visto -4y, identificamos una serie de características cualitativas en el modelo de negocio de LAB que han permanecido "ocultas" (en términos de P/L) por la situación del negocio pero que, a nuestro juicio, son diferenciales. El foco estratégico y los puntos clave del negocio configuran una farma con un modelo de bajo riesgo (objetivo) por diversificación que se pueden resumir en:

... con altas barreras de entrada y salida con una amplia base de clientes recurrentes

- **Amplio portafolio y presencia internacional:** LAB cuenta con una gama diversificada de productos (farma humana y animal) y una presencia consolidada en más de 100 mercados internacionales.
- **Nicho de mercado y know-how:** La especialización en productos farmacéuticos complejos, junto con un tamaño de lote mediano, permite a LAB acceder a nichos de mercado con mayor valor añadido.
- **Barreras de entrada/salida y clientes recurrentes:** Las altas necesidades de inversión necesarias para la fabricación de medicamentos actúan como fuertes barreras de entrada (inherentes a la industria farmacéutica). Lo que, sumado a los elevados costes de cambio de proveedor (switching costs) y la relación a largo plazo con sus clientes, crean fuertes barreras de salida y garantizan una base de clientes recurrente.
- **Flexibilidad y capacidad de adaptación:** La amplia experiencia en transferencias de producción y desarrollo de productos, así como la versatilidad tecnológica para los contratos de CDMO, permiten a LAB adaptarse a un amplio rango de productos y servicios.
- **Proveedor integral de servicios:** La compañía actúa como un proveedor integral (one-stop shop), ofreciendo servicios a lo largo de toda la cadena de valor.

La reordenación de la Deuda con Blantyre y Miralta (2023) reduce hasta el 27% la Deuda Bruta a c/p (vs 52% en 2022) aliviando las tensiones de liquidez

El efecto de la reordenación de la Deuda con Blantyre y Miralta, firmada en agosto de 2023, supuso reducir hasta el 27% la Deuda Bruta a corto plazo sobre la Deuda Bruta total vs 52% en 2022. Adicionalmente, durante el 1S24 se llevó a cabo la desinversión de la filial de Serbia (mediante una ampliación de capital LAB reduce su participación al 10% vs 100% anterior, excluyéndola del perímetro de consolidación) lo que le permite reducir costes y desconsolidar c.EUR 8,5Mn de Deuda. Ambas medidas alivian notablemente el cuello de botella del endeudamiento que generaba tensiones de circulante (que afectaban directamente a la operativa del negocio, limitando los niveles de rentabilidad y el crecimiento) y abre un nuevo capítulo en la historia de LAB. El efecto de dicha reorganización ha sido visible “ya” en los resultados 1S24 (Mg. EBITDA rec: 16,6%; +15,3p.p. vs 1S23) y nos sugiere dos preguntas esenciales ¿Es sostenible el comportamiento visto en los resultados 1S24? ¿Qué debe esperarse de LAB para su futuro más próximo (2024e-2026e)?

B) 2023-2026e: Recuperar el crecimiento a doble dígito (Ingresos 2023-2026e: +12,5% TACC) acompañado de un “despeque” de los niveles de rentabilidad (Mg. EBITDA Rec.>10%)

Los resultados 1S24 muestran la recuperación del crecimiento (Ingresos 1S24: +23,3% vs 1S23)...

El avance de resultados del 1S24 supone un punto y aparte en la situación de LAB -3y e invita a pensar en el comienzo de una nueva etapa de crecimiento rentable. Los ingresos 1S24 alcanzaron los EUR 35,1Mn de facturación (+23,3% vs 1S23), principalmente empujados por la puesta en marcha de contratos con clientes existentes en la línea de CDMO (fabricación para terceros) que crece un +32,6%. Aunque lo más interesante de los resultados 1S24 es la cristalización del apalancamiento operativo del negocio (no visible -3y): el crecimiento en 1S24 ha llevado a LAB a registrar un EBITDA Recurrente (excluyendo gastos capitalizados) de EUR 5,8Mn (vs EUR 0,4Mn en 1S23 y EUR 2,8Mn en 2023; Mg. EBITDA Recurrente 1S24 de 16,6%). Y Beneficio Neto positivo (EUR 1,4Mn) por primera vez en 3 años. Unos resultados que, en nuestra opinión, comienzan a reflejar el potencial de LAB.

... y muestra un “salto sideral” en términos de rentabilidad (EBITDA 1S24: EUR 5,8Mn vs EUR 0,4Mn en 1S23 y EUR 2,8Mn en 2023)

Nuestras proyecciones 2024e-2026e pueden resumirse en:

- **Crecimiento a doble dígito en ingresos (+12,5% TACC 2023-2026e)...** Esperamos que los ingresos crezcan a doble dígito en ambas líneas de negocio. Salud humana (+14,6% TACC) por la obtención de contratos de CDMO para aprovechar la capacidad productiva y Salud Animal (+10,2% TACC) por el impulso sectorial de medicamentos tanto para animales como mascotas. Nuestras estimaciones recogen un crecimiento de ingresos consolidado (+12,5% TACC 2023-2026e) hasta EUR 83,3Mn. La inversión en producto propio debería ser uno de los drivers a largo plazo del negocio.
- **... que hará posible apalancarse sobre sus costes de estructura para dar auténtico “salto” en términos de rentabilidad.** Nuestras estimaciones recogen una mejora de la rentabilidad en el medio plazo principalmente por: i) la mejora el margen bruto (que debería aspirar a niveles de 60,8% vs media de 55% -5y) y ii) una mayor utilización de las plantas que diluirá el peso del gasto de personal. Por lo que, con el nuevo paradigma que representa 2024e (donde se materializa el efecto en la capacidad de crecer de una estructura de capital menos apalancada), LAB debería consolidar el Mg. EBITDA rec. 2026e en niveles de 15,9% (vs 13,2% en 2024e y 4,7% en 2023) y hacer posible un auténtico despeque del EBITDA rec. 2026e hasta EUR 13,2Mn (vs EUR 2,8Mn en 2023).

Ingresos y EBITDA 2023-2026e: +12,5% y +68,6% TACC, con unos márgenes razonables a partir de 2024e (Mg. EBITDA 2026e 16%)

La inercia del crecimiento en EBITDA debería hacer posible la generación de caja positiva a partir de 2025e...

...y reducirá el nivel de endeudamiento (DN/EBITDA 26e 2,1x; abriendo la puerta a una nueva renegociación de la Deuda)

- **Y traducirlo en Beneficio Neto.** Pese a que nuestras estimaciones recogen un impacto muy significativo de los gastos financieros sobre el EBIT (c.80%) a corto plazo, este debería irse diluyendo hasta c.40% en 2026e, con un gasto de amortización (EUR 4Mn) e ingresos por activaciones estables (EUR 1,3Mn). Adicionalmente, el crecimiento en EBIT (EUR 10,4Mn en 2026e vs EUR 5,8Mn en 2024e) reducirá el peso de los gastos financieros (sin tener en cuenta en nuestros números una posible renegociación de la deuda una vez alcanzados ciertos KPIs...). Y llevaría el Beneficio Neto en 2026e a EUR 5,2Mn (por debajo de break-even en 2023).
- **Generación de FCF rec. positivo ya desde 2025e.** Pese a ser un negocio intensivo en capital dada la dependencia del I+D y las continuas mejoras de capacidad productiva, así como las necesarias para mantener las certificaciones de producción, LAB debería ser capaz de generar FCF Rec. positivo a partir de 2025e (EBITDA Rec. 2025e EUR 10,5Mn).
- **Reduciendo significativamente el nivel de endeudamiento (clave del equity story),** que debería irse mitigando tanto gracias a la generación de caja y la reducción del nivel de apalancamiento por la mejora de sus resultados operativos (DN/EBITDA rec. 2026e 2,1x vs 1,5x de comparables).

En términos cuantitativos, tras los resultados 1S24 (en los que esperamos cierta estacionalidad durante el 2S24 por la menor actividad relativa al 1S) esperamos un 2024 con unos ingresos de EUR 66,4Mn motivados en el corto plazo por el CDMO aunque el driver de largo plazo será el desarrollo de producto propio. Esperamos un salto “sideral” en el EBITDA 2024e de EUR 8,7Mn (vs EUR 2,8Mn en 2023; Mg. EBITDA 2024e 13,2%) parcialmente asegurado por los resultados 1S24. Superando break-even en Beneficio Neto en 2024e (EUR 1,1Mn) pese a los gastos financieros derivados de la reordenación de la deuda con Blantyre y Miralta. La desinversión de Serbia y el crecimiento en EBITDA reducirán el nivel de endeudamiento hasta DN/EBITDA 2024e 3,6x.

Tabla 1. Principales indicadores (2021-2026e)

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 23-26e
Salud Humana	25,0	27,2	30,3	35,3	40,1	45,6	14,6%
Salud Animal	32,0	30,5	28,2	31,1	34,2	37,7	10,2%
Total ingresos	57,0	57,7	58,5	66,4	74,3	83,3	12,5%
Var. a/a	-2,3%	1,2%	1,4%	13,5%	12,0%	12,0%	
EBITDA recurrente	3,1	1,3	2,8	8,7	10,5	13,2	68,6%
Var. a/a	-2,4%	-57,4%	106,9%	217,0%	19,7%	26,4%	
EBITDA rec. / Ingresos (%)	5,5%	2,3%	4,7%	13,2%	14,1%	15,9%	
EBIT	0,6	-2,5	-1,6	5,8	7,6	10,4	
EBIT/Ingresos (%)	1,1%	-4,3%	-2,7%	8,7%	10,3%	12,4%	
Free Cash Flow rec.	-4,6	-1,9	-4,2	-1,0	1,0	2,7	
Deuda Neta	42,2	36,0	38,8	31,8	30,8	28,1	

C) En conclusión: Un momentum de resultados (2024) que invita a pensar en un “cambio de ritmo”. El equity story es la oportunidad de combinar crecimiento y rentabilidad (oculto -4y) y “disparar” el EBITDA los dos próximos años (+23% TACC 2024-2026e)

Es claro que el modelo de negocio de LAB ha mostrado una notable resiliencia durante el período 2020-2023. La gran restricción al crecimiento provocada por el aumento del endeudamiento (desde 2019) ha impedido apreciar su auténtico potencial. En una industria característicamente defensiva, con altas barreras de entrada como es la farmacéutica, la diversificación favorece un riesgo aún menor. En un sector que además cuenta con capacidad de alcanzar crecimiento a dígito medio tanto en farma animal y humana. Y que cuenta con oportunidades significativas a medio plazo como son la cada vez mayor tenencia de mascotas, el consumo de carne animal (por el crecimiento de la población) y la prolongación de la esperanza de vida de las personas.

Un modelo de negocio defensivo que ha mostrado resiliencia 2020-2023

A nuestro juicio, LAB tiene argumentos creíbles para seguir creciendo (más allá de lo visto en los resultados 1S24) por tres razones: i) capacidad productiva instalada superior a la utilizada en la actualidad, ii) foco en el desarrollo de medicamentos de nicho que ofrecen un alto potencial de crecimiento al ampliar la oferta y iii) desarrollo y comercialización de producto propio cuyos ingresos aún tienen recorrido fuera de Europa y España. Mantener un ritmo de crecimiento a doble dígito es el reto actual de LAB y que vemos posible hasta 2026e.

Todo ello, con una mejora sustancial de la rentabilidad que debería continuar por el apalancamiento operativo del negocio ante un escenario de alto crecimiento. La hoja de ruta será continuar mejorando (aunque progresivamente a partir de 2024e) los niveles de rentabilidad del negocio.

Con argumentos creíbles para mantener el crecimiento visto durante el 1S24

El salto en rentabilidad que se materializa en 2024e sitúa a LAB con un margen EBITDA Rec. (13,2%) todavía por debajo de sus comparables de farma humana (20,3% de media) y de farma animal (Mg. EBITDA 17%) lo que indica que hay espacio para seguir mejorando. Todo ello, sumado al despegue del ROCE hasta el 12% (negativo durante 2020-2023). Situándose por primera vez por encima del coste de capital de LAB. Indicado la creación sistemática de valor del negocio.

Una rara combinación de crecimiento, rentabilidad y posibilidad de reducir el apalancamiento.

En este caso, como cualquier compañía, el giro tan drástico de negocio que implica la “rara” combinación de crecimiento, mejora de márgenes y reducción de apalancamiento, no viene exenta de riesgos. El mayor riesgo que ha enfrentado y seguirá enfrentado LAB es el nivel de endeudamiento actual y por consiguiente el alto coste de oportunidad que representa la reordenación de la deuda con Blantyre y Miralta que implica un gasto financiero de >10%.

Aunque existe un riesgo de que los buenos resultados se conviertan en “la excepción”

Sin un crecimiento significativo de los resultados operativos, y generación de caja positiva, el buen momentum que reflejan los resultados 1S24 puede convertirse en “la excepción” y no llegar a materializarse el auténtico potencial del negocio en el medio y largo plazo.

De cumplirse nuestras estimaciones para 2025e. PER 25e 5x

Los resultados 1S24 apuntalan nuestras estimaciones. Si la compañía mantiene ese nivel, hoy LAB estaría cotizando a unos múltiplos que en sí mismos son una fuerte llamada de atención. Poniendo la vista en 2024e PER c.15x, EV/EBITDA c.5x (vs c.10x de sus comparables). Pero de cumplirse nuestras estimaciones en 2025e y pese al comportamiento -12m (+89,4%) hoy estaría cotizando a PER 2025e 5x. Lo que, en sí mismo, es un indicador muy potente y obvio de potencial infravaloración.

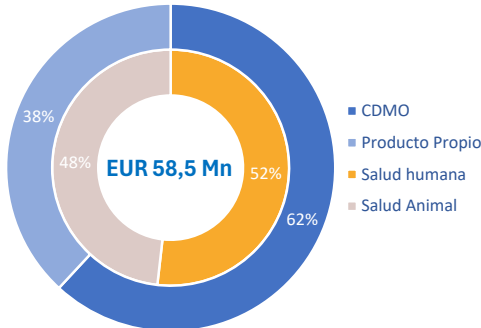
Los resultados del 1S24 implican que LAB estaría pasando “de las musas, al teatro”

En conclusión, LAB hoy “sobre el papel” es una compañía con un modelo de negocio de bajo riesgo, que desde 2024e abre un nuevo ciclo de crecimiento rentable que, de sostenerse (y pese a lo riesgos mencionados), invita a pensar que el período más complejo ha quedado atrás y lo mejor está por venir.

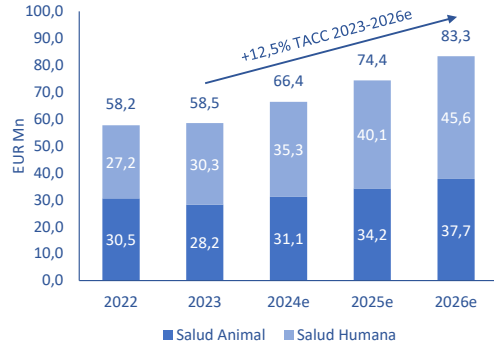
Los resultados del 1S24 son, por tanto, de una importancia muy grande para LAB desde el punto de vista de su evolución en Bolsa ya que materializan dos cosas: 1) el excelente momentum de resultados tras la relajación de la presión de la deuda en el crecimiento, y 2) la credibilidad de un salto en EBITDA por puro efecto matemático en márgenes de un crecimiento de ingresos (factible) por encima del +10%. Los resultados del 1S24 implican que LAB estaría pasando “de las musas, al teatro”.

La compañía en 8 gráficos

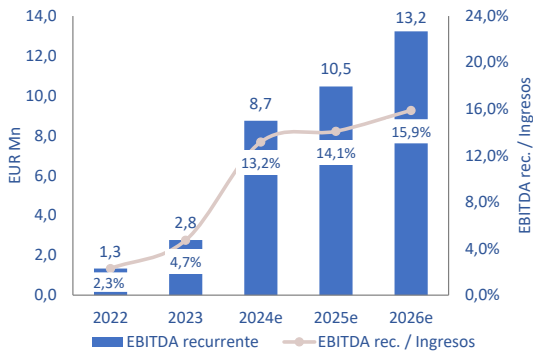
Un negocio diversificado (salud animal y humana) en una industria inherentemente defensiva...



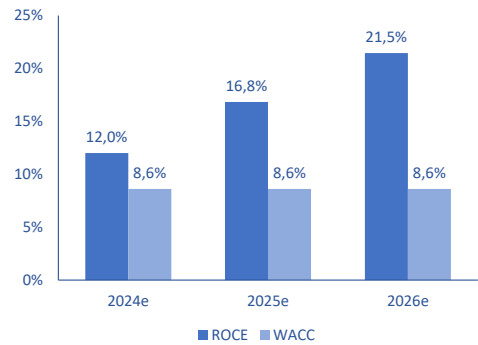
... que esperamos inicie una etapa de fuerte crecimiento, a doble dígito, hasta 2026e (+12,5% TACC 2023-2026e)



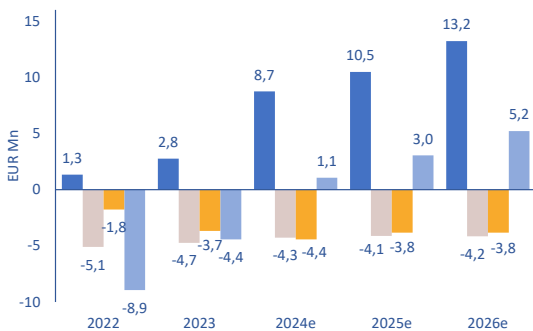
Y cristalice en un salto en los niveles de rentabilidad ya en 2024e



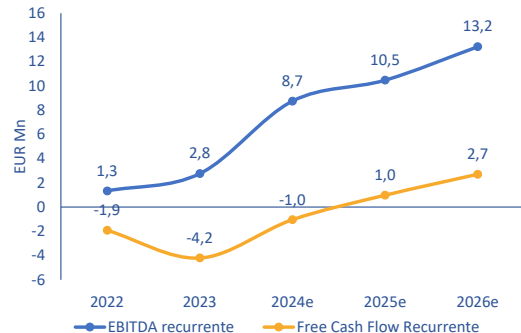
Lo que hará posible una clara generación de valor del modelo de negocio (ROCE 2024e: 12,0% vs WACC 2024e: 8,6%)



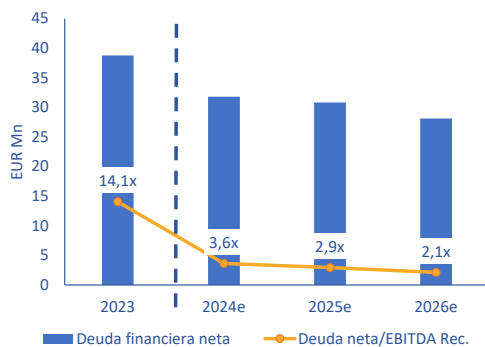
La inercia del crecimiento en EBITDA mitigará el efecto de los gastos financieros, "destaponando" el Beneficio Neto...



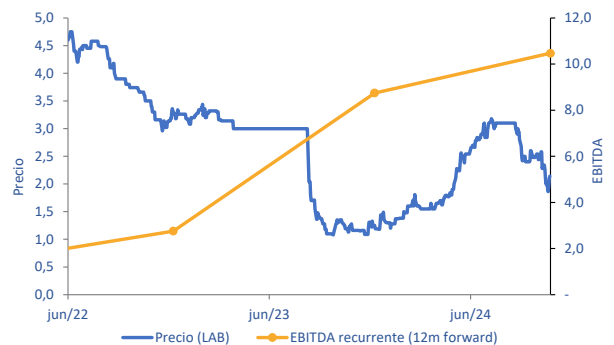
... Y con capacidad de generar FCF rec positivo ya desde 2025e (FCF rec. 2025e: EUR 1,0Mn)...



... Reduciendo el nivel de endeudamiento hasta niveles de (DN/EBITDA 2026e: 2,1x)



Cotizando a unos múltiplos objetivamente muy bajos PER 2025e 5x vs sector 16x



Descripción del negocio

Una farma ampliamente diversificada, con gran recorrido en márgenes y tan solo pendiente de racionalizar su Deuda Neta

Labiana Health (LAB) es una empresa farmacéutica española (Mkt. Cap. 15,5Mn) con sede en Madrid, España. Cuya actividad principal es el desarrollo, fabricación y comercialización de medicamentos en el área de salud animal (veterinaria) y humana. La actividad de LAB se divide en: (i) fabricación y comercialización de productos propios (Fosfomicina, Precyst, Labiprofen, Labimycin) y, (ii) desarrollo y fabricación de medicamentos para terceros (CDMO) en una amplia variedad de presentaciones, con especialización en formas farmacéuticas sólidas, estériles, en solución y liofilizadas.

En 2023 alcanza una facturación de EUR 58,5Mn (+4,9% TACC 2019-2023; Gráfico 1) y un EBITDA Rec. de EUR 2,8Mn (Mg. EBITDA Rec. 4,3%). Con clara vocación internacional (72,5% s/ingresos 2023), el grueso de sus ingresos proviene de la prestación de servicios para la fabricación de terceros (CDMO; 62% de los ingresos).

A cierre de 2023, la producción está dividida en: (i) animal, con 5 plantas; una ubicada en Terrasa, especializada en inyectables, sólidos y líquidos no estériles; y cuatro plantas ubicadas en Serbia (resultado de la adquisición de Zavod y Zoleant en 2019), especializadas en la producción de medicamentos líquidos, vacunas bacterianas y víricas y (ii) humana, con la planta de Corbera de Llobregat (Barcelona; actual centro de producción de productos de salud humana, con sólidos orales, líquidos no estériles y productos estériles en solución y liofilizados).

Durante el 1S 2024, la compañía desinvierte (a través de una dilución por ampliación de capital de EUR 3Mn, dejando la participación en la filial serbia Zavod en un 10% vs 100% anterior; excluyéndola del perímetro de consolidación) en las plantas ubicadas en Serbia, manteniendo las plantas de Terrasa y la de Corbera de Llobregat en España, ambas con la certificación GMP (Good Manufacturing Practices) europeas. La planta de Terrasa es una de las más grandes de Europa en inyectables (para salud animal), dispone de 10.430m²; y la Planta de Corbera de Llobregat dispone c. 9.000m² de superficie con foco en salud humana (y autorización para veterinaria). A nuestro juicio, la capacidad productiva actual supera ampliamente la utilizada en 2023 (estimación cap. Máxima: EUR 100Mn de ingresos; c.50% de capacidad utilizada 2023).

1958-2023: Resiliencia y varios “cambios de manos”

LAB cuenta con casi 70 años de historia. Fundada en 1958 en Terrasa (Barcelona) como fabricante especializado en productos nutricionales para animales. La familia fundadora vendió Labiana a BASF (1980), donde se transformó en empresa veterinaria (foco en animales de producción). En 1993, comenzó a ofrecer servicios de CDMO. Posteriormente, el capital de LAB estuvo marcado por la presencia de varios private equity (3iGroup, ABN Amro) con un aumento significativo del apalancamiento, y la entrada en 2003 al negocio de fabricación de medicamentos para humanos.

En 2006, entra en concurso de acreedores y, un año después, vende el 100% del capital al banco neerlandés Rabobank que llevó a cabo desinversiones de activos para reducir los niveles de deuda. En 2013 se produce el Management Buy-Out por parte del equipo directivo, liderado por Manuel Ramos (actual CEO), finalizando el proceso concursal en 2016. Sale a cotizar a BME Growth en 2022, captando EUR 5Mn de dinero “nuevo” (frente a los EUR 20Mn esperados), lo que lleva a buscar nuevas fórmulas para reestructurar su alto nivel de endeudamiento (DN 2021: EUR 42,2Mn pre-salida a Bolsa y DN 2022: EUR 36Mn). Al año siguiente firma un acuerdo de reordenación de deuda con Blantyre y Miralta.

Tabla 1. LAB storyline

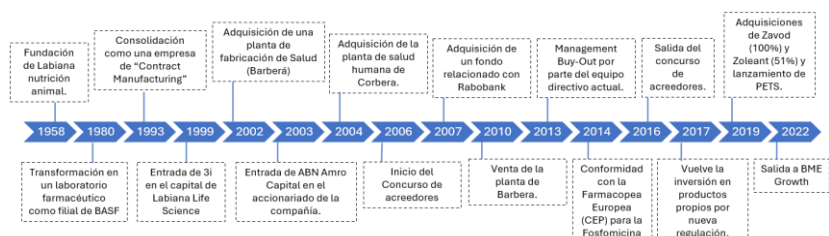


Gráfico 1. Ingresos (2013-2023)

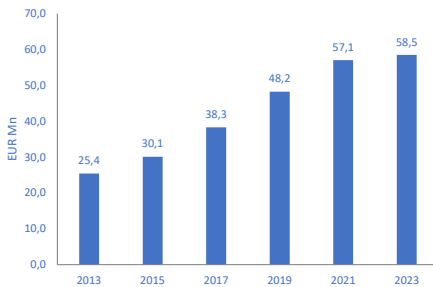


Gráfico 2. Estructura Societaria (2023)

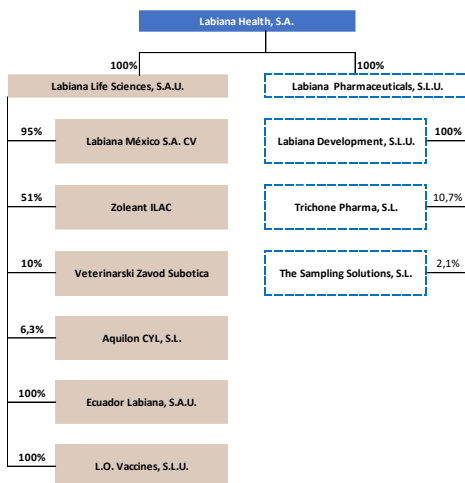


Gráfico 3. Metodología "Stage Gate" en I+D



Gráfico 4. Ingresos por tipología (2023)

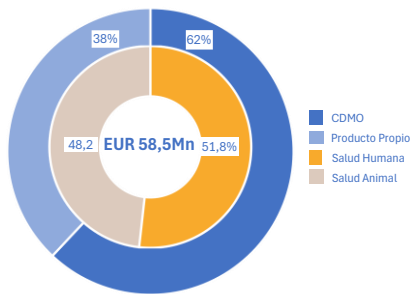


Gráfico 5. Ingresos por CDMO (2019-2023)

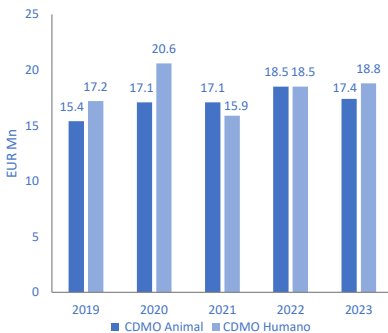
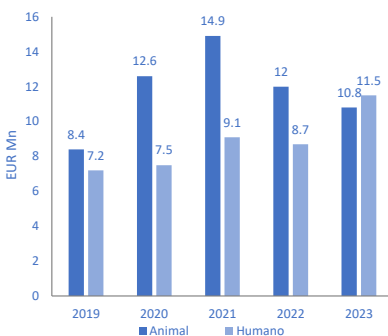


Gráfico 6. Ingresos producto propio (2019-2023)



Un modelo de negocio que combina el servicio de externalización (62% s/ventas) y producto propio (38% s/ventas), en un sector con altas barreras de entrada

LAB desarrolla una actividad multidisciplinar enfocada tanto al área de salud humana como animal ofreciendo una amplia gama de servicios a sus clientes en todas las fases de la cadena de valor:

- **Investigación y desarrollo (I+D)** de nuevos medicamentos propios y para terceros. LAB cuenta con sus propios laboratorios (Corbera y Terrasa) para realizar desarrollo galénico (transformación de principios activos a formas farmacéuticas, asegurando su estabilidad) como analítico (diseño y prueba de fórmulas farmacéuticas para evaluar la calidad). El Grupo ha adoptado la metodología "Stage Gate", una metodología que divide la investigación en las siguientes fases: (i) pasa a la siguiente etapa, (ii) se abandona, (iii) se deja en "stand by" o (iv) se recicla el proyecto y sus resultados se emplean para el desarrollo de otro producto diferente.
- **Fabricación de medicamentos (propios y a terceros)** tanto químicos como biológicos (a partir de 2019). LAB está especializada en formas farmacéuticas estériles (viales y ampollas), aunque tiene capacidad de fabricación para la mayoría de las presentaciones (de formas sólidas orales y líquidos no estériles). Ambas fábricas cuentan con la certificación GMP (Good Manufacturing Practices) necesarias para cumplir con los más altos estándares de producción. Por otra parte, es capaz de producir un amplio abanico de productos terminados.
- **Servicios regulatorios:** LAB cuenta con un departamento regulatorio para la obtención de las Marketing Authorization de los medicamentos necesarias para poder lanzar un producto en cada territorio (para producto propio y para terceros).
- **Servicio logístico:** Con acceso a la red comercial de más de 150 países. Organizando desde la recogida ("picking") hasta su destino.

Cada línea negocio (humana y animal) cuenta con servicios de externalización para otras empresas (CDMO) y de producción propia. En términos consolidados, el CDMO (Contract Development and Manufacturing Organization) supone el 62% s/ingresos 2023 y productos propios un 38% s/ingresos 2023 (con un portfolio de >50 productos).

CDMO: Servicio de externalización a otras farmacéuticas y empresas del sector para el desarrollo y fabricación de medicamentos (especialmente formas farmacéuticas estériles, sólidos orales).

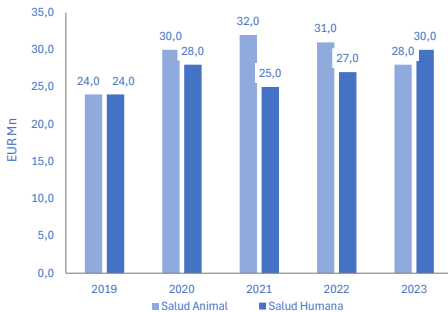
Dos categorías del desarrollo del negocio (i) "Contract Development" (desarrollo de nuevas fórmulas y productos) y (ii) "Contract Manufacturing" (servicio de fabricación para farmacéutica que necesitan subcontratar la producción de medicamentos propios). Los contratos de CDMO suelen tener una duración de 3-5 años de media. La antigüedad es uno de los puntos fuertes de LAB (con clientes de >25 años). En 2023, los ingresos por servicios de CDMO fueron de EUR 36,2Mn (62% s/ingresos).

Producto Propio: LAB realiza inversiones en I+D para la fabricación de nuevos medicamentos genéricos, genéricos con alguna innovación galénica o tecnológica, así como productos de nicho. La distribución de los medicamentos propios se realiza mediante contratos "Licensing-out" (acuerdos con terceros para la distribución de productos en otros países) y "Licensing-in" (LAB adquiere los derechos de comercialización en España de un producto de un tercero). Los ingresos de productos propios durante 2023 fueron de EUR 22,3Mn (38% s/ ingresos totales). Destaca la Fosfomicina Trometamol. A cierre de 2023, LAB cuenta con 16 productos en desarrollo dentro de su pipeline hasta 2025.

Es su totalidad, el negocio de salud animal cuenta con 10 áreas terapéuticas (entre las que destacan medicamentos antiinfecciosos, antiinflamatorios, nutricionales, antiparasitarios, vitamínicos y vacunas) y un portfolio conformado por: >50 productos propios). En 2023, la división facturó EUR 28,2Mn (48,2% s/ingresos; -7,5% vs 2022) de los cuales EUR 17,4Mn correspondió a CDMO y EUR 10,8Mn a producto propio.

En la línea de negocio humana, la principal fuente de ingresos es la Fosfomicina Trometamol (producto propio) y el desarrollo/fabricación de nuevos productos para terceros aprovechando su capacidad instalada. La división facturó EUR 30,3Mn en 2023 (51,8% s/ingresos; +11,4% vs 2022) de los cuales EUR 18,8Mn correspondió a CDMO y EUR 11,5Mn a producto propio.

Gráfico 7. Mix de ingresos (2019-2023)



Pero ¿Qué es lo que marca la diferencia en LAB?

Por un lado, el gran conocimiento en fabricar productos con diferentes principios activos gracias a su intensiva actividad en transferes de producción y desarrollo de productos como son los estériles en solución y liofilizados y la versatilidad en diferentes tecnologías le permiten adaptarse a un mayor rango de productos. Por otro, a diferencia de otras farmacéuticas que también prestan servicios de CDMO (como Reig Jofre o Laboratorios Hipra), LAB acepta órdenes de producción (ya sea por tamaño o especialización) que otras compañías no pueden por tamaño (mid & small size), o de alta complejidad productiva.

Los elevados costes de autorización (switching costs) del cliente actúan como fuerte barrera de salida y justifica la longevidad de algunos de sus clientes (>10 años).

Todo ello, sumado a la extensa red comercial, la oferta de servicios a lo largo de toda la cadena de valor (one-stop shop), y la capacidad de apalancarse a sus costes de estructura tras la inversión llevada a cabo en las plantas actuales, que servirán como catalizador para incrementar el apalancamiento operativo actúan como fuertes ventajas competitivas.

Las adquisiciones de empresas extranjeras en 2019 junto con los acuerdos “licensing out” han permitido a LAB llegar a más de 110 mercados. Más de 100 países cuentan con productos propios registrados. A nivel de ingresos 2023, el 61,6% provienen de la Unión Europea (ex España), 27,5% de España, 5,1% de Norteamérica y el 5,8% del resto del mundo.

Gráfico 8. Presencia internacional de productos de LAB

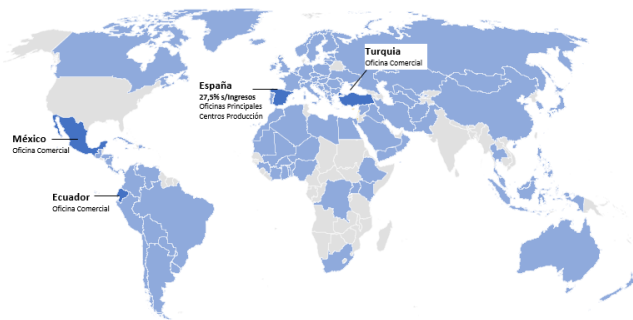
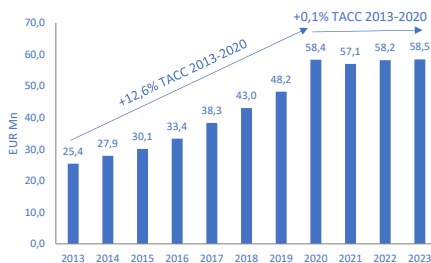


Gráfico 9. Evolución Ingresos (2013-2023)

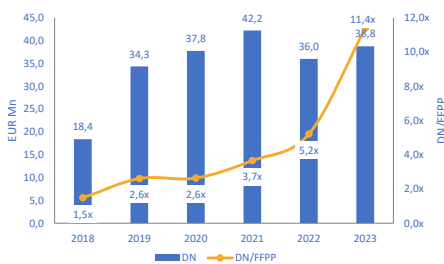


Tras varios años de crecimiento sostenido (TACC 2013-2020: +12,5%), el nivel de endeudamiento frena la capacidad de crecer de LAB

La historia de LAB se puede dividir en dos periodos distintos. Desde el MBO llevado a cabo en 2013, LAB ha disfrutado de una tasa de crecimiento orgánico a doble dígito hasta 2020 (+12,5% TACC 2013-2020), alcanzando una facturación de EUR 58,4Mn en 2020 (vs EUR 25,4Mn en 2013; Gráfico 9). El foco ha estado en la potenciación del CDMO, dejando un mix de ingresos (60-65% CDMO y 35-40% por producto propio).

En nuestra opinión, los principales catalizadores que motivaron el crecimiento fueron: (i) un nivel de endeudamiento bajo control (DN/FFPP <1,5x en 2018) pese a no generar caja positiva, (ii) el foco en el CDMO que estaba empujado por la fabricación de genéricos y productos de marca, (iii) la diversificación de productos hacia medicamentos para animales de compañía (previamente para animales de producción como el bovino o vacuno) con la creación de la división de PETS en 2019, (iv) la expansión internacional, mejorando la red comercial y (v) el aumento de ventas en productos de terceros bajo licencia (licensing-in).

Gráfico 10. Nivel de endeudamiento (2019-2023)



El segundo periodo comienza a partir de 2020. El carácter defensivo del negocio de LAB se vio reforzado por la consolidación total de las dos compañías adquiridas en 2019: Zoleant (adquirida en abril de 2019, consolidó por primera vez en 2021, compañía turca que aportó productos para mascotas y acceso al mercado asiático; ingresos: EUR 1,6Mn) y Zavod (adquirida en noviembre de 2019, empresa serbia que aportó medicamentos con principios biológicos y acceso a nuevos mercados; ingresos: EUR 4,7Mn). Ambas fueron adquiridas por un total de c. EUR 9,5Mn y explican cerca del 40% del crecimiento consolidado en ingresos de 2020 (EUR 58,4Mn; +21,1% vs 2019).

Gráfico 11. Margen Bruto (2019-2023)

No obstante, las operaciones corporativas de 2019, sumadas a un CAPEX/Vtas 10% entre 2019 y 2020, elevaron la Deuda Neta hasta EUR 42,2Mn en 2021 (DN/FFPP 3,7x). La situación del Covid-19, con la escasez de recursos necesarios para llevar a cabo su actividad, sumado al elevado nivel de deuda (especialmente a corto plazo: c.50% de la deuda bruta en 2022) limitó parcialmente la capacidad operativa y de crecimiento de la compañía a partir de 2020.

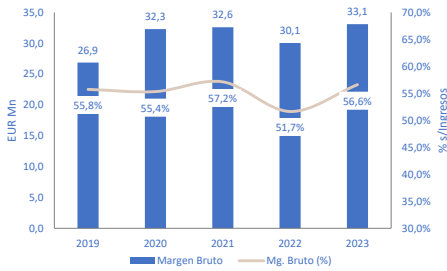


Gráfico 12. EBITDA rec. vs Mg. EBITDA rec. (2019-2023)

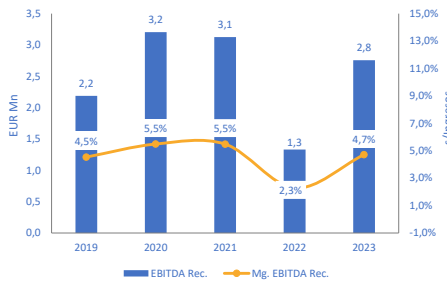


Gráfico 13. Activaciones I+D vs Amortización vs EBIT (2019-2023)

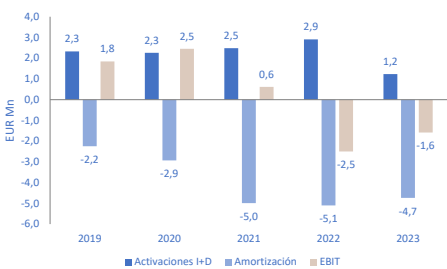


Gráfico 14. Deuda Bruta (2019-2023)

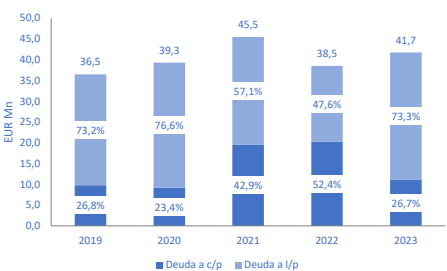


Gráfico 15. Vencimiento Deuda Bruta (2023)

LAB registra unos ingresos planos entre 2020-2023 (Ingresos 2023: EUR 58,5Mn vs EUR 58,4Mn en 2020) manteniendo el equilibrio entre sus dos negocios (c. 50% s/Ingresos, humana y animal).

Los elevados costes de estructura implican bajos niveles de rentabilidad (Mg. EBITDA rec. c.5%)

Los aprovisionamientos corresponden esencialmente a los APIs (principios activos de los medicamentos), excipientes y otros materiales de acondicionado primario y secundario necesarios para la producción de medicamentos. El Margen Bruto medio se sitúa entre el 55-57% (ligeramente inferior al de sus comparables c.60%), con excepción del 2022, por la fuerte devaluación sufrida por la lira turca que redujo el margen bruto hasta niveles del 51,7%.

Por debajo de la línea de margen bruto, los convenios colectivos (convenio general de industria química) han marcado el aumento de los salarios lo que ha llevado a mantener un peso estable de gastos de personal s/ingresos desde 2019 (c. 32,5% s/Ingresos; +/-1% vs 2019). A lo que se suman los otros costes de explotación marcados por gastos no recurrentes como la salida a BME Growth, la firma del contrato con Miralta & Blantyre, el proceso de no adquisición de Laboratorios Ovejero en 2022 y la contratación de asesores para llevar a cabo la reordenación de la deuda en 2023.

En su conjunto los gastos operativos (OPEX) han supuesto c.52% s/Ingresos en 2023, en línea con el periodo 2019-2020. El estancamiento de las ventas ha impedido desarrollar economías de escala y mejorar los niveles de rentabilidad (por debajo de la media del sector). Dejando a LAB con un Mg. EBITDA de c.5% (sin activaciones) durante los últimos 5 años. Lo que se traduce en una evolución en EBITDA similar al visto en ingresos (EBITDA rec.: +5,9% TACC 2019-2023) hasta alcanzar un nivel de c. EUR 2,8Mn en 2023 (vs Ingresos: +4,9% TACC 2019-2023).

El I+D es necesario para mantener el posicionamiento dentro de una industria exigente en términos de inversión (activaciones de gastos en I+D, c.EUR 11Mn desde 2019) y las operaciones corporativas (especialmente las de 2019), han aumentado el peso de la tasa de amortización s/activos netos +7p.p. entre 2020 y 2023 hasta el 16,6%. Lo que, sumado a un comportamiento plano en ingresos -3y, ha impedido registrar EBIT por encima de break-even.

Un nivel de endeudamiento al alza, aliviado por el acuerdo de reordenación en 2023

Tras las adquisiciones llevadas a cabo en 2019, el nivel de endeudamiento (DN/FFPP) se elevó hasta 2,6x en 2020 (vs 1,5x en 2018). La incapacidad de LAB de generar FCF recurrente positivo provoca tensiones debido a los vencimientos de la deuda a corto plazo que en 2021 se llegaron a situar en el 42% del total de la deuda bruta.

Tras la salida a BME Growth, en la que se captaron c. EUR 5Mn (de los EUR 20Mn buscados), los ajustes extraordinarios por el deterioro de participadas y gastos no recurrentes de 2022 redujeron significativamente el Patrimonio Neto hasta EUR 3,4Mn en 2023. Lo que "obliga" a LAB a buscar formas de financiación adicionales. En 2023, se lleva a cabo una reordenación de la Deuda con Blantyre Capital y Miralta Finance por un importe de EUR 25Mn. Como resultado, a cierre de 2023 la Deuda Bruta asciende a EUR 41,7Mn (de los que el 26,7% es deuda a corto plazo; vs 52% en 2022), aliviando la situación financiera y dando aire a LAB para continuar con su actividad y financiar su circulante.

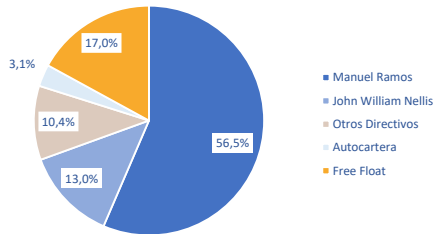
El acuerdo de reordenación es por un importe total de EUR 25Mn (vencimiento en 2027; Gráfico 15) que se materializará a través de 2 tramos: tramo A) EUR 20Mn (75% para cancelar la deuda y 25% inversión en circulante e I+D) y tramo B) EUR 5Mn (destinados a CAPEX). El contrato también incluye la emisión de 2.256.643 warrants (cada warrant por una acción) a favor de Blantyre y Miralta para poder suscribir hasta 2.256.643 acciones de la Sociedad a un precio de conversión de 3,9 EUR/acción.

Tabla. 2. Impacto en la estructura accionarial de la conversión de los warrants de LAB

Accionistas	Nº de Acciones hoy	Conversión de Warrants	Nº de acciones post-conversión	Accionistas	Nº de Acciones hoy (%)	Conversión de Warrants	Dilución (%)
Manuel Ramos	4.076.398		4.076.398	Manuel Ramos	56,5%	43,0%	-23,8%
John William Nellis	939.485		939.485	John William Nellis	13,0%	9,9%	-23,8%
Otros Directivos	753.177		753.177	Otros Directivos	10,4%	7,9%	-23,8%
Entidades Financieras	0	2.256.643	2.256.643	Entidades Financieras	0,0%	23,8%	100,0%
Autocartera	223.137		223.137	Autocartera	3,1%	2,4%	-23,8%
Free Float	1.229.058		1.229.058	Free Float	17,0%	13,0%	-23,8%
Acciones Totales	7.221.255	2.256.643	9.477.898	Acciones Totales	100,0%	100,0%	<i>n.a</i>

De emitirse la totalidad de warrants restantes establecidos en el acuerdo por un importe de EUR 8,8Mn al precio de conversión de EUR 3,9/acc, las entidades financieras pasarían a poseer c. 24% del capital de la compañía. Lo que implicaría una dilución máxima de c.24% para los accionistas actuales de LAB.

Gráfico 16. Composición accionarial



LAB está controlada por el equipo directivo, plenamente alineado con los intereses de los minoritarios. Free Float 17%

En 2013, siete directivos de LAB realizaron un OManagement Buy-Out (MBO) a Rabobank por el 100% del grupo a través de la sociedad Seven Pharma (Bluecolt tenía un 61% de participación; Manuel Ramos, actual CEO, controla el 100% de Bluecolt). En 2019, el vehículo de inversión de Manuel Ramos se hizo con el 80% del capital. Y en 2020 se realizó un desdoblamiento de acciones 1 a 58 y una ampliación de capital no dineraria que dio entrada a John Williams Nellis (veterinario con un gran prestigio internacional) con el 13,0% del capital. Reduciendo la participación indirecta de Manuel Ramos.

En la actualidad, Manuel Ramos, CEO, mantiene el control con el 56,5% de participación (vía Bluecolt) y está completamente involucrado en la gestión de la compañía. John Williams posee el 13,0% de las participaciones, mientras que la participación combinada de directivos asciende al 10,4%. Manuel Ramos ha mantenido una posición mayoritaria >10 años demostrando vocación de permanencia (que, junto a su Comité de Dirección, implica y garantiza una plena alineación de intereses con los minoritarios). Free float actual del 17%, que la plena conversión de los warrants de Blantyre y Miralta reducirían al 13,3%.

En conclusión: ¿Qué es y dónde se encuentra LAB hoy?

LAB es una small cap del sector farma altamente diversificada: con soluciones para la salud humana y animal, tanto en producto propio como servicios de externalización para terceros (CDMO). Desde 2020, ha mantenido una facturación superior a los EUR 50Mn gracias a un modelo de negocio probadamente resiliente.

Sin embargo, los últimos años han estado marcados por una serie de eventos (adquisiciones, inflación, pandemia, salida a BME Growth) que, junto al elevado endeudamiento, han limitado su capacidad para demostrar todo su potencial de crecimiento orgánico. A pesar de ello, LAB cuenta con una serie de fortalezas que la posicionan favorablemente para el futuro, y configuran un farma con un modelo de bajo riesgo (objetivo) por diversificación:

- **Amplio portafolio.** Ofrece una amplia gama de productos y servicios (farma humana + animal), lo que le permite llegar a un mayor número de clientes.
- **Gran presencia internacional.** Presencia internacional consolidada con adquisiciones estratégicas en Turquía que brindan acceso a mercados emergentes.
- **Con barreras de entrada/salida y clientes recurrentes.** Los elevados costes de cambio de proveedor en la fabricación de medicamentos (switching costs) y la relación a largo plazo con sus clientes son las principales ventajas competitivas de LAB. Todo ello, sumado a las tecnologías de alta complejidad y conocimiento específico da lugar a que existan menos laboratorios dedicados a estas tecnologías, y, por tanto, menos competencia.
- **Nicho de mercado.** El alto know-how en formas farmacéuticas complejas productivamente derivada de su intensa actividad de transferes y desarrollos de productos junto al tamaño de lote mediano le abre la posibilidad de hacer productos nicho con mayor valor añadido.

Potencial de mejora de márgenes significativo y que representa una oportunidad para incrementar el valor a largo plazo. Más allá de la restructuración de 2023 la gestión de la Deuda Neta y la reducción del coste del pasivo siguen siendo el caballo de batalla y el único cuello de botella del modelo de negocio. Cuya resolución (parcial o total) sería en sí misma un catalizador para la acción.

Farma humana/veterinaria: un “defensivo”, hiperdependiente del I+D y capaz de crecer a “un dígito medio-alto”

La industria farmacéutica (humana y veterinaria) se caracteriza por su naturaleza defensiva y baja ciclicidad. El consumo de medicamentos y tratamientos de salud está caracterizado por su estabilidad e independencia del ciclo económico. El envejecimiento de la población es el principal driver de la industria de salud humana, mientras en el caso de la veterinaria, es el aumento de la demanda por el crecimiento tanto de la población (que requiere mayor número de alimentos de origen animal) como del número de mascotas. LAB alcanzó un mix de ingresos 2023 de 51,8% en farma humana y 48,2% en farma animal.

Entre las características más distintivas de la industria (que a su vez actúan como barreras de entrada para nuevos competidores) destacan los elevados niveles de CAPEX, la complejidad del proceso de desarrollo de nuevos fármacos y los períodos de la larga duración necesarios para su obtención.

El mercado está altamente regulado. En Estados Unidos, la FDA (Food and Drug Administration) y en Europa, la EMA (European Medicines Agency) son las principales autoridades de supervisión. Los medicamentos necesitan su aprobación, normalmente tras un largo periodo de estudios, previo a su comercialización y después están sujetos a una constante farmacovigilancia. El catálogo de fármacos y tratamientos producidos (o en espera de aprobación) por cada compañía, actúa como catalizador y determina las expectativas de crecimiento de cada farmacéutica.

El sector se encuentra muy fragmentado, con numerosos actores abarcando diferentes áreas del sector salud. En salud humana, las grandes farmacéuticas como Novo Nordisk (Novo; Dinamarca), AstraZeneca (AZN; UK) y Roche (ROG; Suiza) gozan de estabilidad y controlan una gran parte del mercado. Por otro lado, los principales players de la industria de salud animal son: Boehringer Ingelhem (Alemania), Zoetis (ZTS; EE. UU), Covetrus (CVET; EE. UU), Elanco (ELAN; EE. UU), IDEXX Laboratories (IDEXX; EE. UU), Animalcare (ANCR; UK) Vetoquinol (VETO; Francia) y Virbac (VIRB; Francia). Y grandes farmacéuticas como Merck (MRK; EE. UU) y Bayer (BAYN; Alemania) abarcan ambos campos.

En España, la industria farmacéutica es un sector estratégico y en crecimiento dentro de la economía (octavo sector industrial más grande del país; 6,8%/PIB). Según Farmaindustria, el sector emplea a c.260.000 personas (directas, indirectas e inducidas; 53% mujeres), es la tercera industria más exportadora e invierte el 20% del total I+D del país. En 2023, el gasto sanitario público en España represento un 7,8% s/PIB, lo que implica un gasto per cápita de EUR 2.001/habitante. Existen 173 plantas farmacéuticas (103 destinadas a la fabricación de medicamentos humanos, 46 a principios activos y 24 a productos veterinarios).

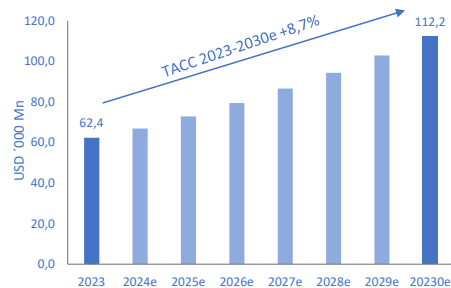
El mercado de salud animal goza de buenas perspectivas (+8,7% TACC 2023-2030)

La industria de salud animal abarca un amplio rango de medicamentos, entre los que destacan antibióticos, vacunas y antiparasitarios destinados a prevenir y tratar enfermedades en animales. El mercado se puede dividir en dos segmentos:

- **Animales domésticos:** la tendencia cada vez más extendida de adoptar mascotas (según la Asociación Madrileña de Veterinarios de Animales de Compañía, el 49% de los hogares españoles tenían mascotas en 2024) y el crecimiento del gasto destinado a cuidarlas son los dos indicadores clave.
- **Animales de producción:** Incluye bovinos y porcinos, destinados principalmente a la industria alimentaria. España es el mayor productor de carne de cerdo de Europa. Según el último informe del ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, España cuenta con c. 33,8Mn de porcinos, 6,9Mn bovinos y 13,6Mn ovinos.

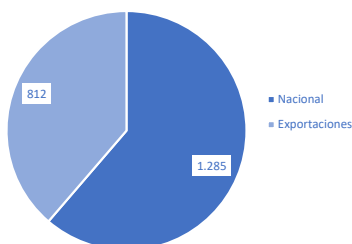
El mercado global de salud animal tiene un tamaño de USD 62.400Mn y se espera que crezca a una TACC de +8,7% hasta USD 112.200Mn en 2030e (Grandview Research). Grandes empresas multinacionales como Merck (MRK; EE.UU.), Bayer (BAYN; Alemania), Boehringer Ingelheim y Zoetis (ZTS; Alemania) lideran el mercado con varias líneas de negocio.

Gráfico 17. Mercado global de salud animal



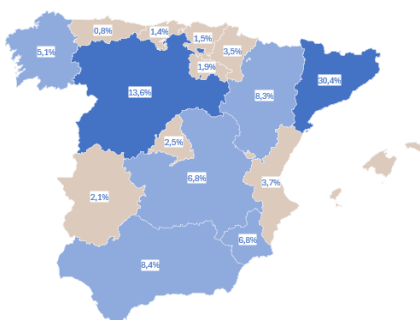
Fuente: Grand View Research

Gráfico 18. Tamaño mercado veterinario en España



Fuente: Veterindustria

Gráfico 19. Mercado Veterinario en España 2023

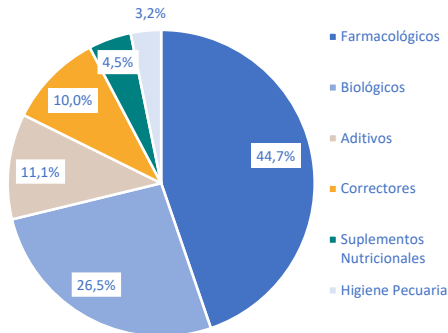


Fuente: Veterindustria

Por otro lado, compañías de menor tamaño suelen especializarse en nichos específicos dentro de la industria. Debido al tamaño y sector de mercado en el que se enfocan, los principales competidores de LAB en el negocio de salud animal son Livisto (Polonia), Syva (España), Calier (España), SP Veterinaria (España), Laboratorios Karizoo (España) y DFV (España).

El incremento de regulaciones y controles en los productos alimenticios de origen animal durante los últimos años ha vuelto cada vez más exigentes los estándares, reduciendo el número de empresas en la industria. A diferencia del mercado de salud humana, no existen normativas para la fijación de precios en la industria de salud animal.

Gráfico 20. Venta de productos veterinarios en España 2023



Fuente: Veterindustria

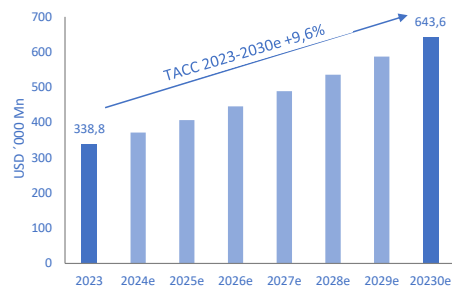
El crecimiento de la población mundial supondrá una mayor demanda de alimentos de origen animal. Tendencias globales hacia el bienestar general, la medicina preventiva y la demanda de productos sostenibles generan una mayor concienciación sobre la importancia de la salud animal con el objetivo de promover una dieta saludable y sostenible. Durante los últimos años, se ha podido observar una transición en los tratamientos masivos de ganado (principalmente con antibióticos) hacia tratamientos más individualizados (inyectables). Los avances tecnológicos en el desarrollo de nuevas vacunas (innovación incremental) están jugando un papel fundamental en la evolución de los tratamientos.

En España, la industria de salud y nutrición animal registró unos ingresos de EUR 2.097Mn en 2023 (+7,5% vs 2022; EUR 1.285Mn corresponden al mercado nacional y EUR 812Mn a exportaciones). El 36,1% está destinado a animales domésticos (perros y gatos) mientras que el resto se centra en los animales de producción. Los productos farmacológicos lideran las ventas con el 44% de la cuota de mercado, seguido por los biológicos (26%) y los aditivos (11%). Cataluña destaca como la comunidad autónoma más activa en la industria con EUR 391,2Mn (30,4% s/ total) facturados durante el último año.

El vencimiento de patentes es el catalizador a corto y medio plazo en el mercado de genéricos de salud humana

Los medicamentos genéricos son versiones de fármacos con precio reducido que contienen los mismos principios activos y se consideran equivalentes en términos de eficacia, calidad, seguridad y modo de uso a los fármacos originales cuya patente ha caducado.

Gráfico 21. Mercado de medicamentos genéricos



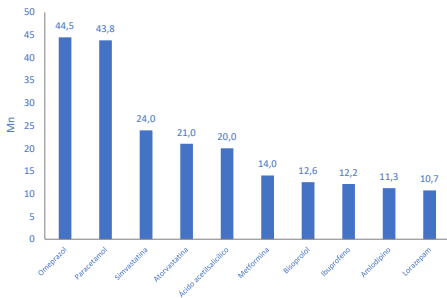
Fuente: Research & Markets

Tras la pandemia, el sector de genéricos se ha beneficiado por un aumento en la demanda de tratamientos infecciosos y las iniciativas de los entes reguladores para promover la fabricación y agilizar los procesos de aprobación. El aumento del gasto en salud a nivel mundial, el envejecimiento de la población y el incremento de enfermedades crónicas ha generado una mayor demanda de opciones farmacéuticas más asequibles. Además, los avances tecnológicos impulsados por la inversión en I+D de las compañías farmacéuticas han hecho especial énfasis en la mejora de la eficiencia y calidad de los genéricos.

La expiración de un elevado número de patentes se convertirá en un catalizador durante los próximos años. Favoreciendo la competencia y la entrada de nuevos medicamentos genéricos al mercado a corto y medio plazo. Según FiercePharma, para 2024 las farmacéuticas perderán patentes por valor de c. EUR 4.000Mn. Algunos ejemplos de patentes que expiran son: Sprycel de Bristol Myers, Tysabri de Biogen, Myrbetriq de Astellas y Victoza de Novo Nordisk.

El mercado global de genéricos alcanzó un tamaño de USD 309.147Mn en 2022 y se espera que mantenga una tasa de crecimiento de +9,6% TACC hasta 2029e (Research and Market; Gráfico 21). Grandes farmacéuticas como Novanovarrtis (Suiza), Pfizer (EE.UU.), Teva (Israel) y Viatris (EE.UU.) son los principales productores de medicamentos genéricos. Entre los principales competidores de LAB en salud humana en Europa destacan Reig Jofre (España), SAG Manufacturing (España), Recipharm (Suecia) y SynerLab (Francia).

Según un informe de la consultora de salud IQVIA, la penetración de genéricos varía entre geografías; en el área cardiovascular, los genéricos en el Reino Unido tiene una penetración del 93%; en España se sitúa en el 63%. España es uno de los países más restrictivos en términos de política farmacéutica. Tras la pérdida de patente, los precios de las marcas se ajustan automáticamente al precio del genérico. Además, existen estrictas políticas de referencia de precios y reembolsos., que influyen en la penetración de los genéricos.

Gráfico 22. Medicamentos genéricos más consumidos en España (Número de envases)


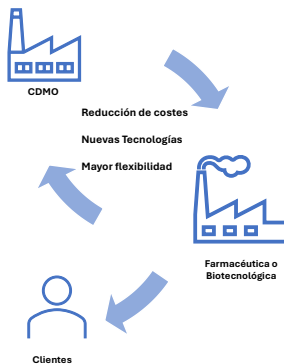
Fuente: Informe prestación farmacéutica sistema nacional de salud 2022, Ministerio de Sanidad.

A nivel nacional, existen 21 plantas de producción dedicadas a la fabricación de medicamentos genéricos (el 30% de esta producción se exporta). Según la Asociación Española de Medicamentos Genéricos (AEMG), la mitad de los medicamentos genéricos comercializados en España tiene un precio inferior a EUR 1,6. Además, el 40% de los medicamentos vendidos con financiación pública en España son genéricos (vs el 70% de la media europea).

En relación con la generación de trabajo, se estima que el sector emplea a más de 40.000 personas directa e indirectamente. Los medicamentos genéricos más vendidos en España según el Ministerio de Sanidad son el Omeprazol y el Paracetamol (Gráfico 22)

El CDMO como aliado de las farmacéuticas para liderar la innovación

El Contract Development and Manufacturing Organization (CDMO) se refiere a la prestación de servicios especializados a terceros para el desarrollo y fabricación de medicamentos, con un enfoque particular en formas farmacéuticas estériles, liofilizados y productos biológicos. Estos servicios son fundamentales en la cadena de suministro y producción de fármacos, haciendo posible a las farmacéuticas externalizar diversas etapas del desarrollo de nuevos fármacos. Mejorando los costes, permitiendo el acceso a tecnologías avanzadas, y ofreciendo una mayor flexibilidad y capacidad de escalado en la fabricación.

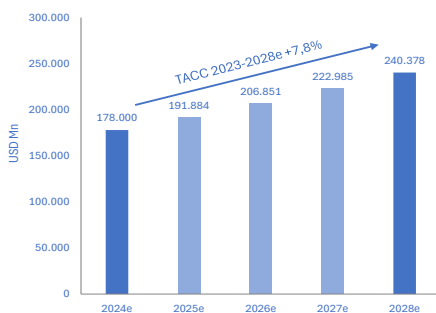
Gráfico 23. Cadena CDMO


Fuente: Elaboración propia

En respuesta a la creciente demanda y las nuevas exigencias del mercado, las CDMOs han evolucionado de ser proveedores de servicios para productos farmacéuticos a convertirse en líderes en innovación tecnológica en los últimos años. Esta transformación se ha logrado mediante el crecimiento orgánico y las fusiones y adquisiciones (M&A), que han permitido a las CDMOs expandir sus capacidades tecnológicas y de producción.

Además, los contratos de CDMOs están ampliando su cadena de valor, impulsadas principalmente por la demanda de pequeñas empresas biotecnológicas, para ofrecer un servicio integral (“one-stop-shop”; modelos que permiten múltiples servicios en un solo lugar) que abarca todo el proceso, desde el desarrollo del medicamento hasta su comercialización.

Según el portal PMFarma la industria CDMO crecerá a una TACC del +7,8%, alcanzando un valor de EUR 240.000Mn en 2028e, gracias al aumento de ensayos clínicos y la tendencia de las farmacéuticas a reestructurar sus operaciones para liberar capacidad interna y concentrarse en la fabricación de productos propios de mayor complejidad.

Gráfico 24. Evolución del CDMO crecimiento 2024-2028e


Fuente: PMFarma

La alta fragmentación del mercado favorece el M&A dentro del sector farma (tanto humana como animal)

Actualmente, las industrias de salud animal y humana están caracterizadas por la alta fragmentación. Existe un gran número PYMES que se especializan en subsectores dentro del mercado. Farmacéuticas de mayor tamaño suelen identificar oportunidades en estas empresas para: (i) diversificar el catálogo de productos, (ii) expandirse geográficamente, (iii) acceder a nuevas tecnologías y (iv) integrar operaciones para generar sinergias.

Particularmente, se ha observado una tendencia en el mercado de CDMO de consolidación continua, impulsada por las necesidades de dominar nuevas tecnologías. Según el informe de EY Parthenon “How CDMOs are leading innovation for pharmaceutical partners”, de 244 transacciones de M&A analizadas entre 2017 y 2021, un tercio estuvo relacionado con modalidades innovadoras como terapias génicas y celulares.

Para los próximos años, podemos esperar que continúe la concentración del sector. La transformación tecnológica que está atravesando el sector junto con la mejora de la macro son los principales motores del M&A en la industria para los próximos años.

Tabla 3. Principales operaciones de M&A en el sector salud

País	Año	Target	Buyer	Sector	Deal Value (Mn)
USA	2023	Seagen	Pfizer	Humana	USD 43.000
Alemania	2023	BioNtech	Pfizer	Humana	EUR 14.000
USA	2023	Elanco	Zoetis	Animal	EUR 5.000
Alemania	2023	Abaxis	Bayer	Animal	EUR 3.000
Alemania	2023	Agrana	Boehringer	Animal	EUR 2.000
Suiza	2023	GenMark Diagnostic	Roche	Humana	EUR 4.500
Francia	2022	Translate Bio	Sanofi	Humana	EUR 11.000
USA	2021	PPD	Thermo Fisher	Humana	USD 17.400

En conclusión, la industria farmacéutica es una industria en constante innovación con capacidad de crecer a un dígito medio en el largo plazo

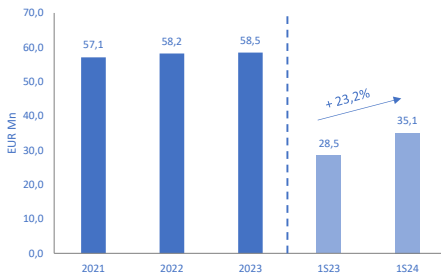
La industria farmacéutica se encuentra a la vanguardia de la innovación y el desarrollo tecnológico. Aunque los principales actores dominan una gran parte del mercado, las pequeñas y medianas farmacéuticas desempeñan un papel crucial en los nichos de la industria de la salud. Teniendo una oportunidad en la producción de medicamentos más específicos que las grandes farmacéuticas decidan delegar.

El aumento y envejecimiento de la población junto con la tendencia del aumento de mascotas y la demanda creciente de productos de origen animal son los principales motores del crecimiento a un dígito medio en el sector. En los próximos años, la evolución de la industria estará marcada por los siguientes factores:

- **Los avances tecnológicos.** Principales catalizadores de la industria. Las farmacéuticas seguirán invirtiendo en I+D para adaptarse a las nuevas tendencias, desarrollar productos innovadores y mejorar la eficiencia y calidad de sus servicios. Asimismo, tecnologías emergentes como la inteligencia artificial revolucionarán las formas de diagnóstico y tratamiento de enfermedades y continuarán transformando el sector.
- **Vencimiento de patentes.** Un elevado número de patentes caducará en los próximos años, principalmente en moléculas de síntesis química, principal impulsor del mercado de medicamentos genéricos. Además, el Ministerio de Sanidad continúa promoviendo el uso de genéricos y biosimilares. Según un estudio de Biopharma Dive, los 30 medicamentos más demandados en 2023 (Xarelto, Sterala, Eylea, Eliquis, etc) perderán sus patentes en los próximos 13 años.
- **Aumento en la demanda de CDMO.** El crecimiento poblacional implica un aumento en la demanda de medicamentos. En respuesta, las grandes farmacéuticas se centrarán en la investigación y desarrollo de procesos que añadan valor, mientras buscan reducir costes y aumentar la eficiencia mediante la externalización de servicios a través de CDMOs. Al mismo tiempo, las pequeñas biotecnológicas, que carecen de la infraestructura necesaria, optarán por servicios que les permitan cubrir todas las etapas, desde el diseño hasta la comercialización.
- **Mayor número de mascotas.** El aumento de la tenencia de mascotas continuará impulsando el sector. Según un informe de Morgan Stanley de 2019, se espera que el sector duplique las cifras del 2020 y alcance una facturación en 2030e de EUR 3.800Mn. Según la Asociación Nacional de Fabricantes de Alimentos para Animales de Compañía en España existen > 30Mn de mascotas de las cuales 9,3Mn son perros y 5,8Mn gatos.

En conclusión, nos encontramos ante una industria madura y defensiva pero que ofrece buenas perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo. Las principales farmacéuticas poseen una cuota del mercado significativa, sin embargo, es en los nichos del mercado donde existen oportunidades para que pequeñas compañías como LAB pueden marcar la diferencia y crecer. Todo ello, sumado a las políticas gubernamentales que están fomentando el uso de medicamentos genéricos en la sociedad para reducir el coste de acceso a medicamentos para la población. Es decir, las pequeñas farmas expuestas a subsectores en crecimiento (genéricos, CDMOs, alimentación animal doméstica/mascotas) están en condiciones para aprovecharlo y crecer sostenidamente a un dígito medio (c.8% de media sectorial) en el medio y largo plazo.

2024 supone un cambio de rumbo, que devuelve a LAB a la senda del crecimiento (Ingresos: +12,5% TACC 23-26e)

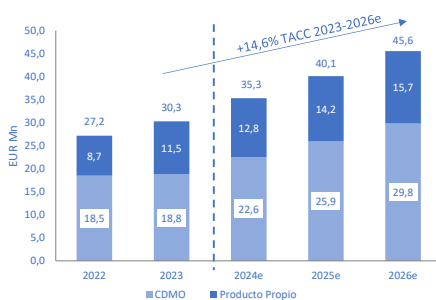
Gráfico 25. Ingresos 2021-1S24


LAB es una pequeña farmacéutica con presencia tanto en salud humana (c.52% s/Ingresos 2023) como animal (c.48% s/Ingresos) que ha atravesado una dura “travesía del desierto” durante los últimos 4 años, tras sus adquisiciones en Serbia y Turquía en 2019 (Zavod y Zoleant, respectivamente).

Estas operaciones incrementaron significativamente su nivel de apalancamiento financiero, pero las sinergias esperadas no se materializaron en su totalidad, limitando su capacidad de generación de FCF e inversión. Adicionalmente, las disrupciones en la cadena de suministro (ampollas, viales) y tensiones de circulante, limitaron la capacidad de capitalizar la oportunidad presentada por la pandemia de Covid-19 (a diferencia de otras farmas españolas, como Laboratorio Reig Jofre). El comportamiento en ingresos -4y (+4,9% TACC) y los bajos niveles de rentabilidad (Mg. EBITDA rec. c.5% media -4y) han impedido materializar el verdadero potencial de LAB hasta ahora.

A nuestro juicio, los resultados 1S24 marcan un punto de inflexión en la historia de LAB y confirman el efecto de la reordenación de la deuda con Blantyre y Miralta (2023). Los resultados 1S24 muestran un salto en el crecimiento en ingresos hasta EUR 35,1Mn (+23,2% vs 1S23; Gráfico 25). Aunque lo más destacable de los resultados 1S24 es la evolución (muy positiva) de sus márgenes. Por un lado, el margen bruto se sitúa en 62,7% (+4,9p.p. vs 1S23) que multiplica el crecimiento visto en ingresos en EBITDA, que alcanza EUR 5,8Mn (vs EUR 0,4Mn en 1S23; margen EBITDA rec. 1S24 16,6% vs 1,3% del 1S23). Una llamativa recuperación que prueba la capacidad de crecer rentablemente de LAB, al volver a la normalidad “operativa” tras años bajo fuertes tensiones de liquidez que han limitado la capacidad de crecer de LAB.

La situación actual de LAB, por tanto, nos deja tres cuestiones clave a resolver: ¿Es sostenible el crecimiento visto en el 1S24? ¿Qué cabe esperar del resultado operativo y generación de caja? y, ¿Cuál es el objetivo de LAB a medio plazo?

Gráfico 26. Ingresos Salud Humana (2022-2026e)


Salud humana: la comercialización de la Fosfomicina Trometamol y el desarrollo de producto propio es el driver de crecimiento a largo plazo

LAB cuenta con más de 20 años de experiencia en la fabricación de medicamentos para salud humana y posee un amplio portafolio > 35t0 productos, basados en diversos principios activos. El producto principal es la Fosfomicina Trometamol (tratamiento de la cistitis aguda no complicada en mujeres adultas y adolescentes) que supone la mayor parte de las ventas de producto propio. Se comercializa a través de acuerdos de “licensing-out” (en los que la empresa licenciataria la comercializa bajo su propia marca). También a través de marca propia. Dada su amplia utilización como genérico para este tipo de infecciones, esperamos que siga impulsando el crecimiento de esta línea de negocio.

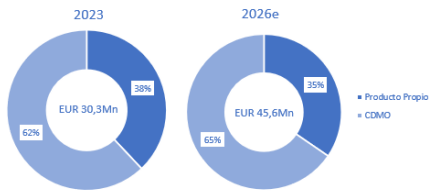
Además de la Fosfomicina Trometamol, LAB continúa invirtiendo en el desarrollo de nuevos medicamentos, enfocados principalmente en complementar su portafolio actual y aprovechar las sinergias comerciales (“cross-selling”) con clientes ya existentes. Proyectamos que las ventas de productos propios alcanzarán los EUR 15,7Mn en 2026e (+11,0% TACC 23-26e).

Tabla 4. Desglose de Salud Humana (2022-2026e)

Salud Humana (EUR Mn)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 23-26e
Producto Propio (Sh)	8,7	11,5	12,8	14,2	15,7	11,0%
var. (%) a/a	-4,4%	32,2%	11,0%	11,0%	11,0%	
CDMO (Sh)	18,5	18,8	22,6	25,9	29,8	16,6%
var. (%) a/a	16,4%	1,6%	20,0%	15,0%	15,0%	
Total Ingresos Salud Humana	27,2	30,3	35,3	40,1	45,6	14,6%
var. (%) a/a	8,8%	11,4%	16,6%	13,6%	13,6%	
% sobre Ingresos Totales	46,7%	51,8%	53,2%	53,9%	54,7%	
% Producto Propio	32,0%	38,0%	36,1%	35,3%	34,5%	
% CDMO	68,0%	62,0%	63,9%	64,7%	65,5%	

Nuestra expectativa es que la división de desarrollo y fabricación de productos para terceros (CDMO) continúe siendo el buque insignia en el corto y medio plazo por la entrada de nuevos contratos de clientes ya existentes.

Gráfico 27. Mix Ingresos Salud Humana (2023 vs 2026e)



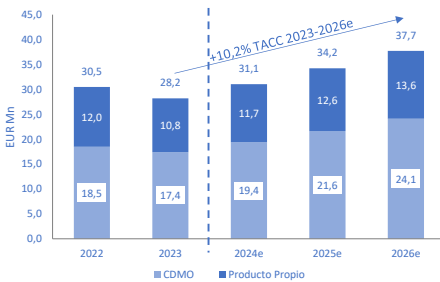
Junto con su amplia gama de servicios (más de 20 áreas terapéuticas), especialización en productos complejos (estériles, liofilizados, etc.) y autorizaciones para fabricar sustancias controladas. Proyectamos que las ventas de CDMO se sitúen en EUR 29,8Mn en 2026e (+16,6% TACC 23-26e).

A nivel consolidado, esperamos que la división de salud humana mantenga el nivel de crecimiento visto en 1S24 y los ingresos consolidados por esta línea de negocio se sitúen en EUR 45,6Mn en 2026e (vs EUR 30,3Mn en 2023; +14,6% TACC 23-26e). Y EUR 35,3Mn en 2024e (+16,6% vs 2023).

Salud Animal: la desinversión de Serbia abre un nuevo capítulo

Durante la época en que formó parte de BASF, LAB adquirió un importante “know-how” en vitaminas inyectables, soluciones y suspensiones tanto inyectables como orales. La línea de negocio de salud animal está dividida a cierre de 2023 en 38% de Producto propio y 62% de CDMO (producción externalizada por terceros). Tras la venta de sus operaciones en Serbia (1S2024) que contaba con 4 plantas productivas adicionales, LAB centra la producción ahora en su planta de Terrassa, que dispone de autorizaciones especiales para psicótrópos, hormonales y productos de alta actividad. La salida de serbia ha sido un balón de oxígeno para LAB que le ha permitido reducir su nivel de endeudamiento (por la salida del perímetro de consolidación, aunque mantiene una participación de c.10%) y mejorar significativamente la rentabilidad de la división de salud animal.

Gráfico 28. Ingresos Salud Animal (2022-2026e)



Creemos que CDMO ofrece un mayor potencial a medio y largo plazo, por dos razones: i) el tamaño del mercado de salud animal es más reducido que el de salud humana, lo que refuerza el posicionamiento de LAB (y sirve para atraer nuevos clientes para utilizar sus instalaciones al ser un fabricante de nicho) y ii) mayor penetración de mercado por la introducción en el segmento de mascotas (con fuerte viento de cola sectorial) además del ganadero.

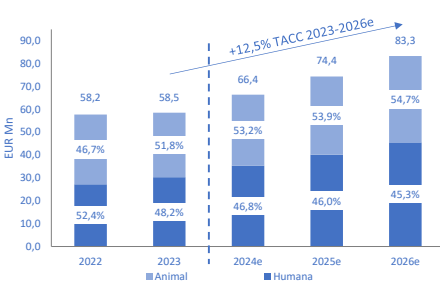
La división de salud animal cubre más de 15 especies y produce una gran variedad de medicamentos diferentes para terceros (“one-stop-shop”). LAB dispone de una amplia experiencia en el desarrollo de productos propios >50 (entre los que destacan, Labiprofen, Labimycin, Tolfelab, Bruprelab) y con experiencia en el manejo de más de 200 principios activos (cuenta con más de 681 Mas, moléculas en desarrollo).

Esperamos que en 2024e la línea de animal se sitúe en EUR 31,1Mn (+10,2% vs 2023). Si miramos a 2026e, esperamos que el CDMO crezca a una TACC +11,5% y el producto propio a una TACC +8%. Lo que se traducirá en unos ingresos de Salud Animal en 2026e de EUR 37,7Mn. El CDMO debería ir ganando peso en el mix hasta el 63,9% en 2026e (vs 61,7% en 2023).

Tabla 5. Desglose Salud Animal (2022-2026e)

Salud Animal (EUR Mn)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 23-26e
Producto Propio (Sh)	12,0	10,8	11,7	12,6	13,6	8,0%
var. (%) a/a	-19,5%	-10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	
CDMO (Sh)	18,5	17,4	19,4	21,6	24,1	11,5%
var. (%) a/a	8,2%	-5,9%	11,5%	11,5%	11,5%	
Total Ingresos Salud Animal	30,5	28,2	31,1	34,2	37,7	10,2%
var. (%) a/a	-4,7%	-7,5%	10,2%	10,2%	10,2%	
% sobre Ingresos totales	52,9%	48,2%	46,8%	46,0%	45,3%	
% Producto Propio	39,3%	38,3%	37,5%	36,8%	36,1%	
% CDMO	60,7%	61,7%	62,5%	63,2%	63,9%	

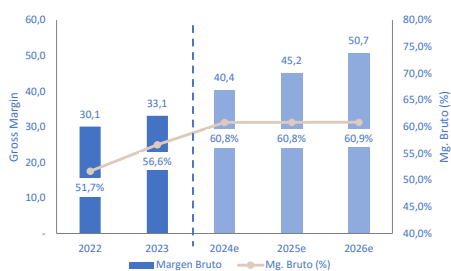
Gráfico 29. Ingresos Consolidados (2022-2026e)



El elevado componente fijo de su estructura de costes debería convertir la vuelta al crecimiento en ingresos en un “despegue” del EBITDA rec. (+68,6% TACC 23-26e)

A nivel consolidado, planteamos un escenario para el período 2023-2026e que implica una recuperación del crecimiento de ingresos para alcanzar niveles de c. EUR 66,4Mn en 2024e (+13,6% vs 2023; Gráfico 29). Un crecimiento a doble dígito que esperamos se extienda durante los siguientes ejercicios hasta alcanzar unos ingresos de EUR 83,3Mn en 2026e (+12,5% TACC 2023-2026e).

Gráfico 30. Margen Bruto (2022-2026e)



Proyectamos que mejore significativamente el margen bruto en 2024e, hasta el 60,8% (vs 56,6% en 2023; en línea con lo visto en los resultados 1S24), consecuencia de unos menores costes asociados a la compra de materiales y la mejora de las condiciones con los proveedores (especialmente en términos de financiación con proveedores gracias al fin de las tensiones de liquidez). En los últimos años, la escasez de los materiales necesarios para la producción ha mantenido el Mg. Bruto consolidado bajo presión (c.55% media -4y). Esperamos que LAB sea capaz de repercutir los incrementos futuros de costes a sus clientes. Nuestras estimaciones para el período 2024e-2026e apuntan a un margen bruto medio en niveles del 60,8%.

El estancamiento del crecimiento en ingresos visto -4y ha impedido ver la capacidad de apalancamiento operativo del LAB. Los resultados 1S24 son la prueba de ello (Ingresos 1S24: +23,3% vs 1S23; EBITDA 1S24: EUR 5,8Mn vs EUR 0,4Mn en 1S23).

Gráfico 31. EBITDA vs OPEX (2022-2026e)

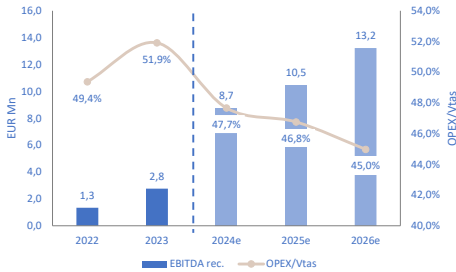
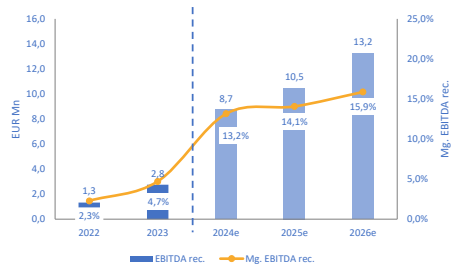


Gráfico 32. EBITDA y Mg. EBITDA (2022-2026e)



Consideramos que LAB cuenta con los resortes necesarios para volver a niveles de margen EBITDA >10%. A nuestro juicio, los costes de estructura (OPEX) deberían poder diluirse c.-4,2p.p. en 2024e. Por dos razones: i) entrada de nuevos productos de mayor valor añadido que permitan diluir el coste fijo de personal sobre el coste de producción (estimamos que c.35% de gasto de personal es de carácter variable) y ii) la mejora de la utilización de las plantas (capacidad instalada: EUR 100Mn) incrementará apalancamiento operativo por dilución de costes de estructura.

En resumen, la mejora de los niveles de rentabilidad (clave del equity story) está basada en 3 pilares:

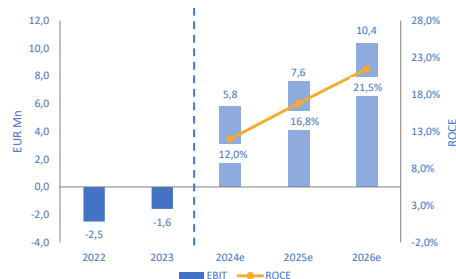
- **Crecimiento en ingresos** derivado del fin de las tensiones de circulante y la desinversión de Serbia, ha hecho posible recuperar la actividad “normal” de LAB con foco en la producción nacional y la reducción de costes de estructura asociados (Ingresos: +12,5% TACC 2023-2026e).
- **Recuperación de niveles de margen bruto (60,8% para 2024e - 2026e)** hasta niveles más cercanos al periodo 2018 (pre-adquisiciones; margen bruto del c.59%).
- **Dilución de los costes de estructura.** Fruto del apalancamiento operativo, esperamos que el OPEX alcance un peso sobre ingresos del 45% en 2026e (-6,9p.p. vs 2023).

El crecimiento en ingresos esperado en 2024e (+13,6%) debería elevar el EBITDA rec. hasta EUR 8,7Mn (vs EUR 2,8Mn en 2023; Mg. EBITDA Rec. 13,2% vs 4,7% en 2023). Los resultados 2024e deberían suponer un pistoletazo de salida para dar un auténtico “salto de escala” en EBITDA los próximos años. Lo que implicaría llevar el Mg. EBITDA hasta 15,9% en 2026. Para los años 2024e y 2025e, nuestras estimaciones asumen una mejora progresiva del margen EBITDA Rec. hasta el 13,2% y 14,1%, respectivamente.

Tabla 6. Resumen de Ingresos hasta EBITDA (2024e-2026e)

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 23-26e
Salud Humana	27,2	30,3	35,3	40,1	45,6	14,6%
Salud Animal	30,5	28,2	31,1	34,2	37,7	10,2%
Total ingresos	58,2	58,5	66,4	74,4	83,3	12,5%
Var. a/a	2,0%	0,5%	13,6%	12,0%	12,0%	
Coste de Ventas	-28,1	-25,4	-26,0	-29,1	-32,6	
Margen Bruto	30,1	33,1	40,4	45,2	50,7	15,3%
Margen Bruto / Ingresos (%)	51,7%	56,6%	60,8%	60,8%	60,9%	
EBITDA recurrente	1,3	2,8	8,7	10,5	13,2	68,6%
Var. a/a	-57,4%	106,9%	217,0%	19,7%	26,4%	
EBITDA rec. / Ingresos (%)	2,3%	4,7%	13,2%	14,1%	15,9%	

Gráfico 33. EBIT vs ROCE (2022-2026e)



... Y mejorar su ROCE en 2025e hasta el 17% (vs 8,6% WACC)

El negocio de fabricación de medicamentos es intensivo en capital, es decir, requiere de una fuerte inversión para la mejora en los procesos de fabricación, así como para obtener las exigentes certificaciones necesarias para garantizar la seguridad y los altos estándares establecidos por la Unión Europea para la comercialización de los medicamentos. Lo que se traduce en un elevado gasto por amortización que presiona el EBIT.

Los últimos años, marcados por las adquisiciones de 2019 (Serbia y Turquía), han mantenido el EBIT por debajo del break-even. No obstante, esperamos que a partir del 2024e, el “salto” en EBITDA, sumado a la desinversión de Serbia, sirva para hacer despegar el Mg. EBIT hasta el 8,7% en 2024. Lo que supondría un punto de inflexión del ROCE (12%). Y, de cumplirse nuestras estimaciones, en 2025e se alcanzaría un ROCE de c.17%. Condicionado a la capacidad de LAB de mantener el crecimiento rentable visto en 1S24.

Si asumimos una WACC del 8,6% (Ver página 22), LAB estaría generando un diferencial positivo de +8,6p.p por encima del coste de capital ya en 2025e. Lo que devolvería la creación de valor a LAB y reforzaría nuestra idea del comienzo de una nueva etapa (más similar a la experimentada entre 2013-2018 que a la vista entre 2019-2023).

Aunque a medio plazo, los gastos financieros supondrán un obstáculo para el resultado neto

Por debajo de la línea de EBITDA, las principales partidas que consideran nuestras estimaciones para el período 2024e-2026e son:

- **Amortizaciones de EUR 4,2Mn/año (c. 19% s/activos netos).** Esperamos que la desinversión en Serbia reduzca temporalmente la amortización hasta c. EUR 4,2Mn al año de media, asociada, esencialmente, a patentes (propiedad intelectual), desarrollo de productos propios y la maquinaria necesaria para realizar la actividad.
- **Activaciones de I+D (EUR 1,3Mn/año).** Esencialmente horas de personal dedicadas al desarrollo de productos propios y capitalización de gastos de proyectos de I+D.
- **Menos presión de deuda, pero los gastos financieros se mantienen elevados.** El acuerdo de reordenación de la Deuda firmado con Blantyre y Miralta por EUR 25Mn (60% de la Deuda Bruta 2023) devuelve la capacidad de inversión operativa y de gestión del circulante al eliminar las tensiones de liquidez a c/p al reclasificar c.60% del importe de la deuda bruta a largo plazo.

No obstante, adicionalmente a la emisión de warrants (y su potencial efecto dilutivo, descrito en la página 11, de este informe), el contrato devengará los siguientes intereses: EURIBOR +5% e interés PIK (Payment in Kind; intereses que no suponen una salida de caja aunque sí un gasto contable y se capitalizan como mayor principal a devolver) que devengará un tipo de interés del 7% sobre el principal dispuesto pendiente y el importe de principal que haya sido puesto a disposición pero que no haya sido todavía dispuesto.

- **Y una tasa fiscal de c. 20%.** LAB aún disfruta de BINS y deducciones pendientes de aplicar por >EUR 1Mn que deberían reducir la tasa impositiva hasta cerca del 20% durante, al menos, los próximos tres años.

En este contexto, el “despegue” en EBITDA estimado se traducirá Beneficio Neto positivo a partir de 2024e y que debería alcanzar niveles de EUR 5,2Mn en 2026e (por debajo de break-even en el período 2021-2023). A fecha de este informe, los gastos financieros serán la principal restricción para el crecimiento del Beneficio Neto (por lo que una refinanciación de la deuda aparece como la llave para resolver la situación actual).

Gráfico 34. EBIT vs BN (2022-2026e)

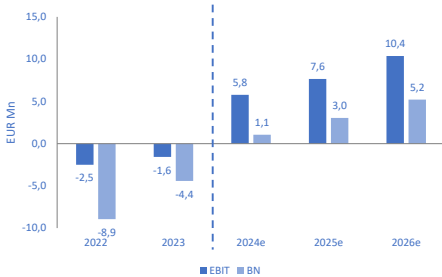


Tabla 7. Desde EBITDA hasta BN (2024)

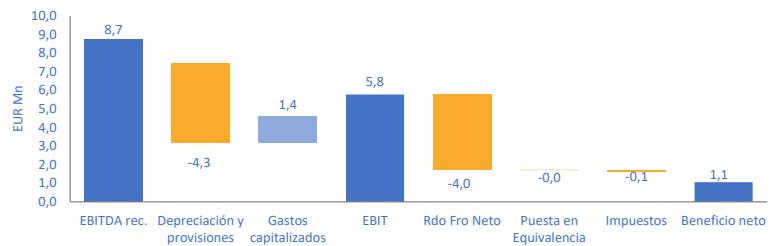
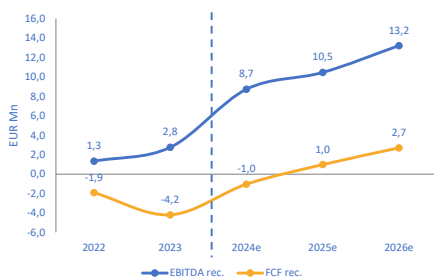


Gráfico 35. EBITDA vs Free Cash Flow recurrente (2022-2026e)



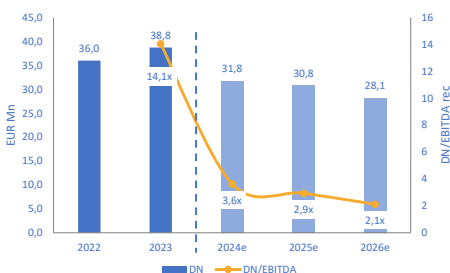
Todo ello, con generación de Free Cash Flow positivo a partir de 2025e...

Estimamos que LAB alcanzará break-even en FCF recurrente (FCF) en 2025e, gracias a un EBITDA proyectado de EUR 10,5Mn. Aunque en 2024e el FCF continuará marcado, esencialmente, por el CAPEX y los intereses.

En concreto nuestras estimaciones para la generación de FCF recogen el impacto de: (i) un CAPEX exigente, que podemos dividir entre mantenimiento de instalaciones (EUR 1,6Mn anual; EUR 0,8Mn por cada fábrica) y CAPEX de expansión (c. EUR 2,4Mn/año) necesario para mantener el crecimiento a l/p, (ii) unas necesidades de circulante que deberían situarse en un ratio de Working Capital/Vtas de c.20% y (iii) unos gastos financieros que incluyen los intereses PIK (al capitalizarse en el principal suponen un efecto similar al de una salida de caja en nuestro modelo, ya que suponen, *de facto*, un incremento de la Deuda Neta).

Para 2026e, proyectamos un FCF recurrente de EUR 2,7Mn. Todo ello, sin tener en cuenta en nuestras estimaciones una posible renegociación de la Deuda (una vez se alcancen indicadores clave como un EBITDA >EUR 9,5Mn), lo que incrementaría automáticamente, y muy significativamente, la capacidad de LAB para generar FCF recurrente.

Gráfico 36. DN vs DN/EBITDA rec. (2022-2026e)



... que debiera aliviar la situación actual de muy elevado endeudamiento (DN/EBITDA rec. 2024e 3,6x)

La deuda neta de LAB se reducirá considerablemente en 2024e, principalmente debido a la desinversión en Serbia (donde se pasa del 100% de la participación a c. 10%, vía ampliación de capital). Como resultado, LAB excluye del perímetro de consolidación la deuda bruta de la filial, lo que, *de facto*, supone una entrada de caja, por reducción de Deuda Neta, de c. EUR 8,5Mn) y permite aspirar a un nivel de Deuda Neta en 2024e de 31,8Mn (vs EUR 38,8Mn en 2023). De los cuales, EUR 25Mn corresponden a Blantyre y Miralta.

La generación de caja continuará reduciendo la Deuda Neta hasta EUR 28,1Mn en 2026e (DN/EBITDA 26e 2,1x). No obstante, la situación patrimonial de LAB es una llamada de atención (PN 2023: EUR 3,4Mn; de los cuales EUR 1,3Mn es una partida contable por la futura emisión de warrants). Reducir el nivel de Deuda Neta y renegociar las condiciones de Blantyre y Miralta (Coste de la deuda >10%) deben ser los principales objetivos de LAB en el corto plazo para garantizar (y acompañar) la continuidad del buen momentum de resultados visto en el 1S24.

En conclusión, los resultados 1S24 son un soplo de aire fresco para LAB y señalan la vuelta al crecimiento rentable (Mg. EBITDA rec. 2026e: 15,9%). Reducir deuda (y su coste) sigue siendo clave

El período anterior a 2020-2024 ha supuesto un gran reto para LAB, especialmente en términos de financiación y capacidad operativa. Las tensiones de liquidez han impedido aprovechar todas las oportunidades derivadas de su modelo de negocio. Y la situación patrimonial aún requiere atención.

Pese a lo anterior, la “foto” que nos deja LAB a fecha de este informe, es la de una compañía “renovada”. LAB parece haber recuperado las condiciones necesarias para crecer a doble dígito (en un sector genuinamente defensivo), en línea con lo visto durante el 1S24. Aunque el negocio de LAB nunca había perdido verdaderamente su atractivo. En concreto, destacamos:

- **Negocio diversificado (salud animal y salud humana).** Un negocio que se beneficia, por un lado, de la farma humana por la fabricación de medicamentos que poseen una demanda inelástica y la capacidad de producir medicamentos especializados. Y por otro, la salud animal que está destinada a satisfacer necesidades tanto de animales de ganado como mascotas (con fuerte viento de cola sectorial). Además de contar con producción de medicamentos propios y fabricación para terceros (CDMO) que se comercializan a través de licensing-in y licensing-out.
- **Y de nicho.** El tamaño es una ventaja al permitir a LAB captar clientes en el mid-market. Aprovechando las prestaciones y certificaciones (Good Manufacturing Practices) necesarias del funcionamiento de sus fábricas y la alta capacidad de retención por el elevado coste del cambio de proveedor (switching cost). Esperamos tasas de crecimiento a doble dígito en ingresos hasta 2026e (+12,5% TACC).
- **La capacidad instalada será fundamental para apalancar los costes operativos y aprovechar el crecimiento para mejorar márgenes.** Alcanzar la plena capacidad de las dos plantas instaladas es uno de los pilares del equity story, ya que darán credibilidad a la idea de LAB como compañía que puede crecer aumentando sus niveles de rentabilidad (Mg. EBITDA 2024e 13,2% vs 4,7% en 2023).
- **Generando FCF rec. positivo ya en 2025e.** Pese a las necesidades de CAPEX y el peso de los gastos financieros, el crecimiento en EBITDA Recurrente (hasta >EUR 9,5Mn en 2025e) deberían permitir a LAB generar FCF rec positivo en 2025e.
- **Aunque sin perder de vista el nivel de endeudamiento (DN/EBITDA 24e 3,6x).** Pese a la inversión necesaria para mantenerse a la vanguardia de los cambios legislativos y las innovaciones del sector, LAB debería registrar unas métricas de apalancamiento más razonables, gracias a la desinversión de Serbia y al crecimiento en EBITDA rec. (DN/EBITDA 2024e 3,6x que se reduce hasta c. 2,1x en 2026e vs 1,6x de sus comparables en 2024e).

Todo lo anterior nos conduce a un equity story que presenta una doble oportunidad: i) la capacidad de sostener un crecimiento con mejora de márgenes hasta 2026e y ii) a m/p aparece la oportunidad de una posible refinanciación de la deuda (hoy no visible en nuestros números) que “destaponaría” el Beneficio Neto para 2025e-2026e, y tendría un efecto obvio e inmediato en el valor fundamental de la compañía.

Aunque al final todo dependerá de la capacidad de desarrollo y ejecución del pipeline, así como de la captación de pedidos que permitan mantener una continua mejora de la rentabilidad. Algo que ya ha sido visible en los resultados 1S24 (muy significativos). Y que esperamos tenga continuidad en 2025e. En términos estrictos de negocio (y por tanto de estimaciones) el momentum de LAB es muy favorable.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	11,0	4,0	5,8	88,7			
Market Cap	15,5	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	30,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2024)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	10,5%	Coste de la deuda neta			10,3%	10,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	8,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			8,2%	8,6%	
Risk free rate (rf)	3,1%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)			0,9	1,1	
Coste del Equity	9,1%	Ke = Rf + (R * B)			8,0%	10,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	33,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	66,5%	D			=	=	
WACC	8,6%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,1%	9,1%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 24e	BPA 24e-26e	EV/EBITDA 24e	EBITDA 24e-26e	EV/Vtas. 24e	Ingresos 24e-26e	EBITDA/Vtas. 24e	FCF Yield 24e	FCF 24e-26e
Laboratorio Reig Jofre	RJF-ES	234,6	17,4	16,8%	7,6	11,7%	0,8	7,5%	10,9%	1,1%	n.a.
Enanta	ENTA-US	191,7	n.a.	-3,7%	n.a.	-23,3%	2,8	4,7%	n.a.	n.a.	-31,9%
Laboratorios Rovi	ROVI-ES	3.184,3	19,7	22,2%	13,8	20,3%	4,1	10,7%	29,7%	4,1%	20,2%
Salud Humana			18,5	11,8%	10,7	2,9%	2,6	7,6%	20,3%	2,6%	-5,8%
Elanco	ELAN-US	6.560,1	15,2	8,1%	11,9	4,9%	2,4	3,8%	20,5%	13,3%	-27,4%
Veoquinol	VETO-FR	975,5	17,5	8,5%	8,0	7,1%	1,5	4,3%	19,2%	6,3%	4,7%
Virbac	VIRP-FR	2.752,1	17,8	10,4%	10,7	9,5%	2,1	6,0%	19,9%	4,4%	18,0%
ECO Animal Health Group	EAH-GB	55,2	43,8	42,4%	5,2	12,2%	0,4	5,4%	8,4%	3,5%	22,4%
Salud Animal			23,6	17,3%	8,9	8,4%	1,6	4,8%	17,0%	6,9%	4,4%
LAB	LAB-ES	15,5	14,7	n.a.	5,1	23,0%	0,7	12,0%	13,2%	n.a.	-39,8%

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	15,5%	11,5	3,8x
Central	14,1%	10,5	4,2x
Min	12,7%	9,4	4,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e			Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
EBITDA 25e	4,9%	5,5%	6,1%	Max	15,9%	13,1%	10,2%
11,5	2,5	2,0	1,6	Central	9,2%	6,3%	3,4%
10,5	1,4	1,0	0,5	Min	2,5%	n.a.	n.a.
9,4	0,4	(0,1)	(0,5)				

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el Free Cash Flow:

- Riesgo de la cadena de suministro.** El modelo de negocio de LAB se basa en la fabricación y comercialización de productos farmacéuticos para la salud animal y la salud humana. Lo que implica una alta dependencia de las cadenas de suministro de los materiales necesarios para la fabricación. El acceso y disponibilidad de los mismos es un elemento fundamental para cumplir los compromisos adquiridos con sus clientes. Algo observado ya durante el Covid-19. Una reducción del crecimiento en ingresos de -3p.p. para 2024e (+10,6% vs 13,6% estimado), reduciría un -11,4% el EBITDA estimado (EUR 7,8Mn vs EUR 8,7Mn de nuestro escenario central).
- Aprovechamiento de la capacidad instalada.** El desarrollo de economías de escala es clave para la mejora en eficiencia y márgenes. Nuestras estimaciones consideran una reducción de los costes fijos de estructura (OPEX) hasta llevar el total (gastos de personal + otros costes de explotación) al 47,7% s/ingresos en 2024e (vs c.52% en 2023) en parte gracias a la capacidad instalada que debería permitir generar apalancamiento operativo. Si se mantuvieran los gastos de estructura en el c.50%, esto implicaría un EBITDA rec. 2024e de EUR 7,2Mn (vs EUR 8,7Mn estimación inicial).
- Aprobación de productos por organismos públicos.** Los productos deben ser aprobados por entes reguladores públicos antes de su puesta en venta. Un retraso en la aprobación de nuevos productos podría suponer una contracción en el ritmo de crecimiento estimado para el período y un deterioro de los activos asociados registrados en Balance.
- Elevado endeudamiento y tipos de interés.** LAB cerró 2023 con una deuda financiera bruta de EUR 41,7Mn (c.55% corresponde a Blantyre y Miralta), siendo la Deuda Neta 2023 de EUR 38,8Mn. La desinversión en Serbia ha supuesto una fuerte reducción en el nivel de deuda neta que ha cerrado el 1S24 con EUR 30,6Mn. No obstante, la refinanciación de la Deuda con Blantyre y Miralta implica un elevado tipo de interés (dividido entre tipo de interés real y PIK; Payment in Kind, intereses capitalizables). El gasto financiero, por tanto, tendrá un impacto significativo en el Beneficio Neto. Esperamos gastos financieros 2024e de EUR 4,4Mn (c. 75% del EBIT). Una reducción del EBIT 2024e estimado (EUR 5,8Mn) por debajo de EUR 5Mn pondría en riesgo la superación de break-even en Beneficio Neto que esperamos para 2024e.

El importe derivado de los gastos financieros supone un riesgo a corto, medio y largo plazo, dado que la práctica totalidad de la deuda actual se encuentra fijada a un coste >9%.

- Riesgos regulatorios y necesidades de CAPEX.** La industria farmacéutica está caracterizada por las altas necesidades de capital para estar a la vanguardia de avances tecnológicos y de investigación científica. La necesidad de mejora en instalaciones y de poner en marcha las medidas necesarias para cumplir con los más altos estándares de calidad y con los requisitos regulatorios necesarios para la comercialización de medicamentos podría suponer inversión adicional en CAPEX, hoy no visible en nuestros números. Estimamos un CAPEX de c.EUR 4Mn anuales. Si por necesidades adicionales de inversión por factores externos o internos el importe ascendiera a EUR 5Mn, el breakeven en FCF rec. se retrasaría a 2026e (vs 2025e de nuestro escenario central).
- Riesgos asociados a la elevada competencia.** La industria farmacéutica es una industria que enfrenta un entorno muy competitivo y agravado por el incremento (y envejecimiento) de la población animal y humana. Productos farmacéuticos que consigan la aprobación para otras indicaciones, podrían llegar a ser aprobados también para las mismas indicaciones que las de los productos de LAB, lo que puede suponer un riesgo comercial de pérdida de clientes y de aparición de competidores con medicamentos más económicos y que tengan efectos similares (presionando los ingresos y márgenes).
- Elevada presencia de activos intangibles vinculados a I+D en su balance:** A 31 de diciembre de 2023, LAB tiene registrados EUR 7,1Mn en patentes y desarrollos (c. 93% de sus activos intangibles netos). El riesgo inherente a la activación del I+D expone a LAB a potenciales deterioros (ante la aparición de productos sustitutos, nuevas regulaciones) y al aumento progresivo del gasto por amortización impactando en su P/L (presionando el Mg. EBIT).

8. **Mala disciplina en M&A.** La actividad corporativa en el sector farmacéutico implica un alto nivel de complejidad por el encaje estratégico del modelo de negocio de la compañía adquirida en la compradora. Lo que, sumado a los factores regulatorios y los exigentes requisitos para la producción pueden suponer un reto en la integración y riesgo de destrucción de valor a medio y largo plazo.
9. **Riesgo de dilución adicional.** El modelo de negocio de LAB es muy intensivo en capital y durante los últimos años ha registrado un Mg. EBITDA rec. medio del 5% (excluyendo activaciones). Los estrechos márgenes han impedido la generación de caja. El nivel de endeudamiento actual (Deuda Neta 1S24: EUR 30,6Mn; DN/EBITDA 2024e 3,6x) hace que las necesidades de un mayor nivel de inversión por la aparición de nuevos proyectos o la no reducción del endeudamiento actual requerir nuevo capital. Lo que con toda probabilidad implicaría incrementos adicionales del equity que supondrían dilución adicional (y potencialmente relevante) para los actuales accionistas

Propiedad y gestión en la misma mano

Fundada en 1958 en Barcelona como fabricante especializado en productos nutricionales para animales y su progresiva reorganización hacia la producción de medicamentos para humanos y animales. El control cambia de manos al equipo directivo mediante un MBO (Management Buy-Out) en 2013. LAB cotiza en BME Growth desde junio de 2022. Manuel Ramos (CEO, y presidente del Consejo de Administración) es el principal accionista (y propietario) con una participación >50%. Desde el punto de vista de gobernanza, destacamos:

- Un Consejo de Administración “atado” al precio de la acción...** En su conjunto, el Consejo de Administración controla el 76,5% del capital de LAB. Lo que asegura una plena alineación de intereses con los accionistas minoritarios (Free Float c.17%). De acuerdo con los estatutos, el mandato de los consejeros será de 6 años, sin perjuicio de su reelección ni límite de mandatos o de la facultad de la Junta General de proceder a su cese. No ha habido cambios en la composición del Consejo de Administración desde la salida a BMEGrowth (junio 2022).
- ... totalmente involucrado en la gestión de la compañía.** Dos miembros del consejo ostentan funciones ejecutivas: Manuel Ramos, principal accionista, con el cargo de CEO, junto a Sandra Villagrasa (Directora General y responsable de salud humana). Lo que, también, contribuye a alinear los intereses del *management* con los accionistas minoritarios.
- Presencia de independientes que garantiza contrapeso en las decisiones de la propiedad:** Un consejo renovado previo a la salida a Bolsa. El número de consejeros se incrementó hasta 6 en 2022 (vs 5 en 2021). Aumentado el peso de los independientes hasta el 33% (en línea con las recomendaciones de Código de buen gobierno de la CNMV para sociedades en las que la capitalización no sea elevada). El 66,7% de los miembros de la Comisión de Auditoría, Cumplimiento y Conflictos de interés y la de Nombramientos y Retribuciones son independientes.

Tabla 8. Consejo de Administración

Miembro del Consejo	Categoría	Cargo	Fecha primer nombramiento	% Capital
Manuel Ramos Ortega	Dominical	Presidente	2022	56,5%
Sandra Villagrasa Clemente	Dominical	Consejero	2022	3,2%
Ignacio Yañez Minondo	Dominical	Consejero	2022	3,9%
John Williams Nellis	Dominical	Consejero	2022	13,0%
Juan Manuel Gil de Escobar	Independiente	Consejero	2022	0,0%
Wolfgang Johannes Storf	Independiente	Consejero	2022	0,0%
% total				76,5%

Tabla 9. Comisión de Auditoría

Miembro de la Comisión	Categoría	Cargo
Juan Manuel Gil de Escobar	Independiente	Presidente
John Williams Nellis	Dominical	Vocal
Wolfgang Johannes Storf	Independiente	Vocal

Tabla 10. Comisión de Nombramientos y Retribuciones

Miembro de la Comisión	Categoría	Cargo
Wolfgang Johannes Storf	Independiente	Presidente
John Williams Nellis	Dominical	Vocal
Juan Manuel Gil de Escobar	Independiente	Vocal

Tabla 11. Principales Indicadores de Gobierno Corporativo

KPI	2021	2022	2023
% de consejeros independientes	20,0%	33,3%	33,3%
% de consejeros dominicales	40,0%	66,6%	66,6%
% de consejeros ejecutivos*	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	20,0%	16,7%	16,7%
% de mujeres en la plantilla	54,4%	53,5%	55,3%
Remuneración del Consejo + Alta Dirección/gastos de personal	2,6%	3,0%	3,9%
Numero de casos de corrupción confirmados	0	0	0

*Nota: Adicionalmente a su condición de consejero dominical, Manuel Ramos y Sandra Villagrasa desempeñan funciones ejecutivas al ostentar la posición de CEO y Directora General, respectivamente. Por lo que los consejeros con funciones ejecutivas son 2 (33% del total en 2023; 50% en 2022).

- La retribución del Consejo de Administración y la Alta Dirección creciente, se ha mantenido por debajo del 4% s/gastos de personal.** La remuneración del Consejo de Administración registrada en los estatutos sociales determina una cantidad fija por consejero (EUR 10Miles) y otra fija (por pertenencia a comisiones y presidencias) más dietas por asistir a las reuniones del Consejo. En 2023, la remuneración del Consejo de Administración (compuesto por 6 miembros) más la alta dirección ascendió a EUR 0,7Mn (+31,5% vs 2022; c. 3,9% s/gastos de personal).

Estimamos que el peso de la remuneración del Consejo de Administración y Alta Dirección se mantenga en niveles de c.4% sobre el gasto de personal. Manuel Ramos (CEO) mantiene una cláusula de blindaje que establece una indemnización por cese a favor de este, equivalente a 2 años de su retribución anual total, para los supuestos de extinción por parte de la Sociedad sin justa causa y en caso de cambio de control. El Consejo de Administración ha fijado en EUR 674Miles la cantidad fija anual máxima de la remuneración del conjunto de los consejeros. Existe una remuneración variable de la Alta Dirección en la que un porcentaje de la misma (individual por directivo) está asociado al EBITDA y luego el resto a determinados KPIs y objetivos fijados y ponderados de forma individualizada.

5. **Sin una política explícita de diversidad para la selección de consejeros** LAB no cuenta con política de Selección y Diversidad para los miembros del Consejo. En la actualidad, el porcentaje de mujeres en el Consejo se sitúa en el 16,7% frente al 32% de la media nacional y el mínimo del 40% de las recomendaciones de Buen Gobierno de la CNMV.

No obstante, LAB cuenta con un plan de igualdad (2020-2024), y protocolos antidiscriminación y contra el acoso sexual aprobados por el Consejo.

El porcentaje de mujeres en el Consejo se ha mantenido estable durante los últimos 2 años (16,7% s/total), al igual que el porcentaje de mujeres en la plantilla con c. 54% (en línea con el sector farma en España 56,1%).

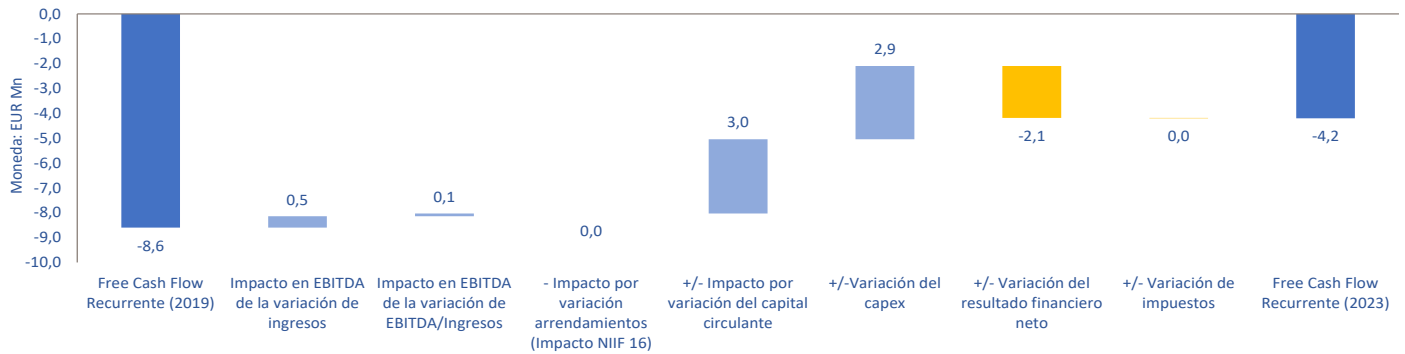
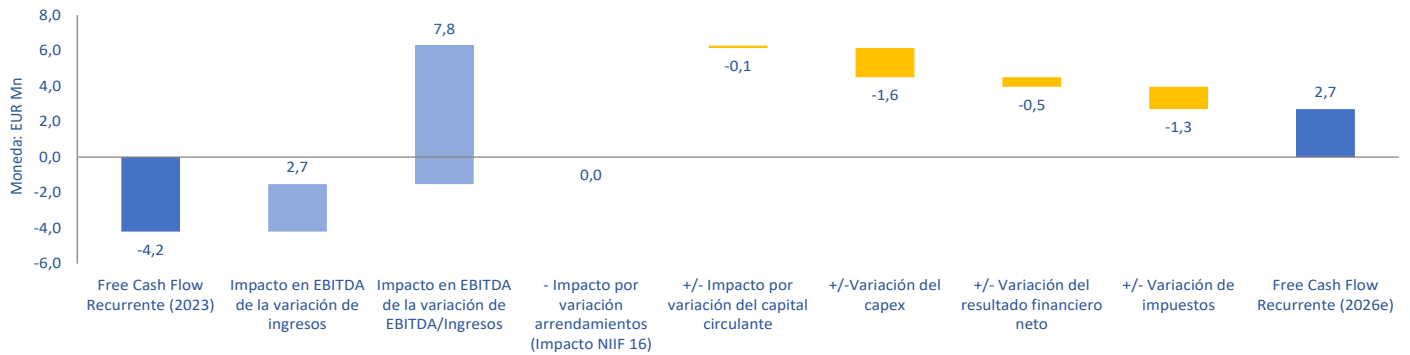
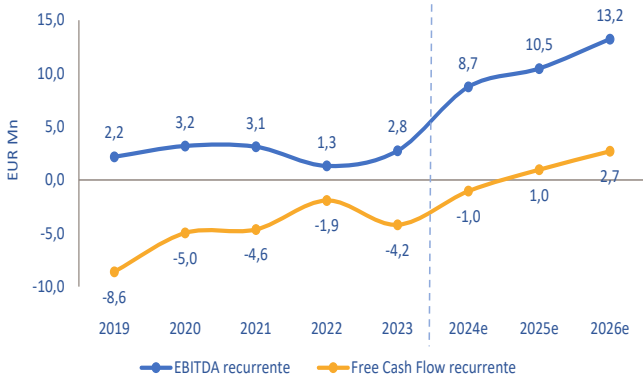
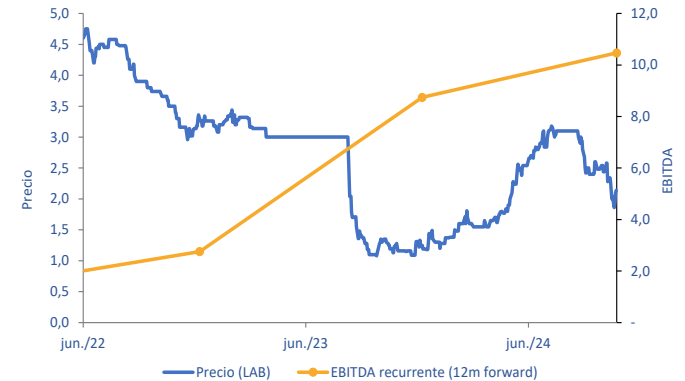
6. **Descartamos el pago de dividendo para 2024e-2026e.** A nuestro juicio, el foco de LAB está en la consolidación del crecimiento orgánico del negocio. La atención (a corto y medio plazo) está, por tanto, en acelerar y rentabilizar el crecimiento del negocio. En ese contexto esperamos un pay-out del 0% para, al menos, los próximos 3 años.
7. **Compromiso con el medio ambiente.** Además de publicar el Estado de Información No Financiera (EINF), LAB cuenta con: (i) gestión medio ambiental y de seguridad y trabajo (Salud Animal dispone de la certificación ISO14001:2015), (ii) plan de igualdad (incluyendo criterios ambientales en la selección de proveedores), (iii) plan de formación y (iv) aplicación de medidas de conciliación. Pese a no disponer de una comisión específica de sostenibilidad en el Consejo de Administración, el compromiso con la agenda 2030 y los aspectos de ESG son responsabilidad de la alta dirección.
8. **Saldos y transacciones con partes vinculadas.** No son materiales. la principal partida de balance corresponde a saldos deudores por créditos con entidades vinculadas (Ortega Farming; 100% propiedad de Manuel Ramos, CEO) que ascienden a EUR 0,2Mn en 2023. No existen transacciones significativas entre partes vinculadas en 2023 y 2022.

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	9,9	11,4	11,5	9,0	7,7	9,0	10,3	11,6		
Inmovilizado material	18,0	20,3	20,4	20,6	19,8	11,0	11,0	11,0		
Otros activos no corrientes	1,5	2,2	1,4	0,9	1,8	1,8	1,8	1,8		
Inmovilizado financiero	2,5	3,1	4,4	1,4	0,9	0,9	0,9	0,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	0,7	0,6	1,3	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Activo circulante	25,8	26,9	26,1	26,2	26,0	28,7	31,2	34,3		
Total activo	58,3	64,5	65,1	58,3	56,2	51,4	55,1	59,5		
Patrimonio neto	13,1	14,3	11,5	6,9	3,4	4,0	7,0	12,2		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,7	0,7	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	34,3	37,8	42,2	36,0	38,8	31,8	30,8	28,1		
Pasivo circulante	10,1	11,7	11,0	14,9	13,6	15,2	16,9	18,7		
Total pasivo	58,3	64,5	65,1	58,3	56,2	51,4	55,1	59,5		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	48,2	58,4	57,1	58,2	58,5	66,4	74,4	83,3	4,9%	12,5%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>12,1%</i>	<i>21,1%</i>	<i>-2,3%</i>	<i>2,0%</i>	<i>0,5%</i>	<i>13,6%</i>	<i>12,0%</i>	<i>12,0%</i>		
Coste de ventas	(21,3)	(26,1)	(24,4)	(28,1)	(25,4)	(26,0)	(29,1)	(32,6)		
Margen Bruto	26,9	32,3	32,6	30,1	33,1	40,4	45,2	50,7	5,3%	15,3%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>55,8%</i>	<i>55,4%</i>	<i>57,2%</i>	<i>51,7%</i>	<i>56,6%</i>	<i>60,8%</i>	<i>60,8%</i>	<i>60,9%</i>		
Gastos de personal	(15,3)	(17,5)	(17,7)	(18,0)	(19,1)	(19,8)	(21,7)	(23,1)		
Otros costes de explotación	(9,4)	(11,6)	(11,7)	(10,7)	(11,3)	(11,9)	(13,1)	(14,3)		
EBITDA recurrente	2,2	3,2	3,1	1,3	2,8	8,7	10,5	13,2	5,9%	68,6%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>59,3%</i>	<i>46,4%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>-57,4%</i>	<i>106,9%</i>	<i>217,0%</i>	<i>19,7%</i>	<i>26,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>4,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>5,5%</i>	<i>2,3%</i>	<i>4,7%</i>	<i>13,2%</i>	<i>14,1%</i>	<i>15,9%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,5)	(0,1)	(0,0)	(1,6)	(0,8)	-	-	-		
EBITDA	1,7	3,1	3,1	(0,3)	1,9	8,7	10,5	13,2	2,7%	90,2%
Depreciación y provisiones	(2,2)	(2,9)	(5,0)	(5,1)	(4,7)	(4,3)	(4,1)	(4,2)		
Gastos capitalizados	2,3	2,3	2,5	2,9	1,2	1,3	1,3	1,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	1,8	2,5	0,6	(2,5)	(1,6)	5,8	7,6	10,4	-30,2%	n.a.
<i>Cto.EBIT</i>	<i>10,8%</i>	<i>35,4%</i>	<i>-74,9%</i>	<i>-504,5%</i>	<i>36,6%</i>	<i>465,0%</i>	<i>32,4%</i>	<i>35,6%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>3,8%</i>	<i>4,2%</i>	<i>1,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>8,7%</i>	<i>10,3%</i>	<i>12,4%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,1)	(1,9)	(2,7)	(1,8)	(3,7)	(4,4)	(3,8)	(3,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Beneficio ordinario	0,8	0,5	(2,1)	(4,3)	(5,3)	1,3	3,8	6,5	-72,7%	48,0%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-28,4%</i>	<i>-29,1%</i>	<i>-491,6%</i>	<i>-101,1%</i>	<i>-23,3%</i>	<i>125,0%</i>	<i>188,7%</i>	<i>71,6%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	(3,6)	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	0,8	0,5	(2,1)	(7,8)	(5,3)	1,3	3,8	6,5	-72,7%	48,0%
Impuestos	0,1	0,5	0,0	(1,3)	0,8	(0,3)	(0,8)	(1,3)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios	(0,2)	-	0,3	0,2	0,1	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	0,7	1,1	(1,8)	(8,9)	(4,4)	1,1	3,0	5,2	-71,8%	47,1%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-4,3%</i>	<i>63,0%</i>	<i>-265,2%</i>	<i>-403,7%</i>	<i>50,5%</i>	<i>123,8%</i>	<i>188,7%</i>	<i>71,6%</i>		
Beneficio ordinario neto	1,0	0,6	(1,8)	(2,5)	(4,4)	1,1	3,0	5,2	-58,8%	47,3%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-27,8%</i>	<i>-37,9%</i>	<i>-387,3%</i>	<i>-38,1%</i>	<i>-76,8%</i>	<i>124,1%</i>	<i>188,7%</i>	<i>71,6%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						8,7	10,5	13,2	5,9%	68,6%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(1,1)	(0,8)	(1,2)		
Cash Flow operativo recurrente						7,6	9,6	12,0	30,2%	93,4%
CAPEX						(4,0)	(4,1)	(4,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(4,4)	(3,8)	(3,8)		
Impuestos						(0,3)	(0,8)	(1,3)		
Free Cash Flow Recurrente						(1,0)	1,0	2,7	16,4%	38,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						8,5	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						7,5	1,0	2,7	27,4%	36,4%
Ampliaciones de capital						(0,5)	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(7,0)	(1,0)	(2,7)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	3,2	3,1	1,3	2,8	8,7	10,5	13,2	-4,9%	68,6%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	46,4%	-2,4%	-57,4%	106,9%	217,0%	19,7%	26,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	5,5%	5,5%	2,3%	4,7%	13,2%	14,1%	15,9%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,5	0,1	3,8	(1,1)	(1,1)	(0,8)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	3,7	3,2	5,2	1,7	7,6	9,6	12,0	-23,5%	93,4%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	294,5%	-13,3%	60,9%	-67,8%	361,1%	26,2%	24,3%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	6,3%	5,6%	8,9%	2,8%	11,5%	13,0%	14,4%		
- CAPEX	(6,5)	(4,8)	(5,5)	(2,5)	(4,0)	(4,1)	(4,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,9)	(2,0)	(1,5)	(3,3)	(4,4)	(3,8)	(3,8)		
- Impuestos	(0,2)	(1,1)	(0,1)	(0,0)	(0,3)	(0,8)	(1,3)		
= Free Cash Flow recurrente	(5,0)	(4,6)	(1,9)	(4,2)	(1,0)	1,0	2,7	5,4%	38,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	42,3%	6,6%	58,7%	-119,1%	75,3%	194,3%	176,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,3%	3,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(1,6)	(0,8)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,6)	1,3	-	-	8,5	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	3,4	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(5,6)	(3,4)	(0,1)	(5,0)	7,5	1,0	2,7	3,2%	36,4%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	69,3%	39,2%	96,8%	n.a.	248,3%	-86,9%	176,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,3%	17,5%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	48,3%	6,3%	17,5%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(8,6)	(5,0)	(4,6)	(1,9)	(4,2)	(1,0)	1,0		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,5	(0,1)	0,1	0,0	0,4	1,0	1,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,6	(0,0)	(1,9)	1,4	5,6	0,7	1,5		
= Variación EBITDA recurrente	1,0	(0,1)	(1,8)	1,4	6,0	1,7	2,8		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	4,6	(0,4)	3,7	(4,9)	0,0	0,3	(0,4)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	5,6	(0,5)	2,0	(3,5)	6,0	2,0	2,3		
+/- Variación del CAPEX	(1,0)	1,7	(0,7)	2,9	(1,5)	(0,1)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,7)	(0,1)	0,5	(1,8)	(1,2)	0,6	-		
+/- Variación de impuestos	(0,2)	(0,9)	0,9	0,1	(0,2)	(0,5)	(0,5)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	3,6	0,3	2,7	(2,3)	3,2	2,0	1,7		
Free Cash Flow Recurrente	(5,0)	(4,6)	(1,9)	(4,2)	(1,0)	1,0	2,7		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT	2,5	0,6	(2,5)	(1,6)	5,8	7,6	10,4	-38,3%	n.a.
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(1,2)	(1,5)	(2,1)		
EBITDA recurrente	3,2	3,1	1,3	2,8	8,7	10,5	13,2	-4,9%	68,6%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,5	0,1	3,8	(1,1)	(1,1)	(0,8)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	3,7	3,2	5,2	1,7	7,6	9,6	12,0	-23,5%	93,4%
- CAPEX	(6,5)	(4,8)	(5,5)	(2,5)	(4,0)	(4,1)	(4,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(1,2)	(1,5)	(2,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(2,8)	(1,6)	(0,3)	(0,9)	2,5	4,0	5,8	32,4%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	62,0%	44,3%	80,9%	-190,3%	389,3%	60,8%	42,9%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,8%	6,9%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,6)	1,3	-	-	8,5	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	3,4	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(3,4)	(0,3)	3,1	(0,9)	11,0	4,0	5,8	36,6%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	79,9%	91,1%	n.a.	-127,6%	n.a.	-63,4%	42,9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,7%	9,1%	13,0%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	7,1%	n.a.	24,9%	9,1%	13,0%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)

Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	15,5	
+ Minoritarios		Rdos. 6m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 6m 2024
+ Deuda financiera neta	30,6	Rdos. 6m 2024
- Inmovilizado financiero	1,8	Rdos. 6m 2024
+/- Otros		Rdos. 6m 2024
Enterprise Value (EV)	44,3	

Anexo 4. Comportamiento histórico⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC 13-23	TACC 23-26e
Total Ingresos	-	-	-	-	-	-	48,2	58,4	57,1	58,2	58,5	66,4	74,4	83,3	n.a.	12,5%
Cto. Total ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21,1%	-2,3%	2,0%	0,5%	13,6%	12,0%	12,0%	n.a.	
EBITDA	-	-	-	-	-	-	1,7	3,1	3,1	(0,3)	1,9	8,7	10,5	13,2	n.a.	90,2%
Cto. EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	80,6%	0,0%	-109,6%	739,5%	354,7%	19,7%	26,4%	n.a.	
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,6%	5,4%	5,5%	n.a.	3,3%	13,2%	14,1%	15,9%	
Beneficio neto	-	-	-	-	-	-	0,7	1,1	(1,8)	(8,9)	(4,4)	1,1	3,0	5,2	n.a.	47,1%
Cto. Beneficio neto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	63,0%	-265,2%	-403,7%	50,5%	123,8%	188,7%	71,6%	n.a.	
Nº Acciones Ajustado (Mn)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,2	7,2	7,2	n.a.	
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0,61	0,15	0,42	0,72	n.a.	47,1%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	71,6%	n.a.	
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0,60	0,15	0,42	0,72	n.a.	47,3%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	71,6%	n.a.	
CAPEX	-	-	-	-	-	-	(5,5)	(6,5)	(4,8)	(5,5)	(2,5)	(4,0)	(4,1)	(4,2)	n.a.	
CAPEX/Vtas % ¹	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11,3%	11,1%	8,4%	9,4%	4,3%	6,0%	5,5%	5,0%	n.a.	
Free Cash Flow	-	-	-	-	-	-	(18,1)	(5,6)	(3,4)	(0,1)	(5,0)	7,5	1,0	2,7	n.a.	36,4%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	19,9x	12,1x	13,5x	n.a.	20,2x	3,6x	2,9x	2,1x	n.a.	
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14,7x	5,1x	3,0x	n.a.	
EV/Vtas (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,42x	0,15x	0,67x	0,60x	0,53x	n.a.	
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,7x	5,1x	4,2x	3,3x	n.a.	
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-62,8%	71,2%			n.a.	
Comport. Relativo vs Ibx 35	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-69,7%	48,6%			n.a.	

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Factset.

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

Anexo 5. Principales comparables 2024e

		Salud Humana				Salud Animal				LAB
		Laboratorio Reig				ECO Animal Health Group				LAB
		Jofre	Enanta	Laboratorios Rovi	Average	Elanco	Veoquinol	Virbac	Average	LAB
Datos Mercado	EUR Mn	RIF-ES	ENTA-US	ROVI-ES		ELAN-US	VETO-FR	VIRP-FR	EAH-GB	LAB-ES
Ticker (Factset)		RIF-ES	ENTA-US	ROVI-ES		ELAN-US	VETO-FR	VIRP-FR	EAH-GB	LAB-ES
País		Spain	United State:	Spain		United State:	France	France	nited Kingdom	Spain
Market cap		234,6	191,7	3.184,3		6.560,1	975,5	2.752,1	55,2	15,5
Enterprise value (EV)		288,2	187,4	3.270,5		10.230,7	829,5	2.972,4	44,9	44,3
Total Ingresos		346,8	67,6	794,9		4.200,0	538,3	1.400,7	102,2	66,4
Cto.Total Ingresos		9,7%	-10,0%	-4,2%	-1,5%	0,2%	1,7%	12,3%	-4,7%	2,4%
2y TACC (2024e - 2026e)		7,5%	4,7%	10,7%	7,6%	3,8%	4,3%	6,0%	5,4%	4,8%
EBITDA		37,8	(106,4)	236,2		863,0	103,1	278,3	8,6	8,7
Cto. EBITDA		7,6%	16,9%	-3,1%	7,1%	-10,9%	5,9%	26,8%	-2,4%	4,9%
2y TACC (2024e - 2026e)		11,7%	-23,3%	20,3%	2,9%	4,9%	7,1%	9,5%	12,2%	8,4%
EBITDA/Ingresos		10,9%	n.a.	29,7%	20,3%	20,5%	19,2%	19,9%	8,4%	17,0%
EBIT		17,3	(112,7)	209,8		743,1	76,4	221,0	5,1	5,8
Cto. EBIT		44,3%	13,4%	-4,4%	17,8%	140,1%	16,3%	28,5%	-7,5%	44,4%
2y TACC (2024e - 2026e)		17,0%	-8,1%	22,0%	10,3%	5,2%	8,0%	9,6%	13,7%	9,1%
EBIT/Ingresos		5,0%	n.a.	26,4%	15,7%	17,7%	14,2%	15,8%	4,9%	13,2%
Beneficio Neto		10,6	(106,3)	165,3		431,9	62,1	152,2	2,0	1,1
Cto. Beneficio Neto		12,7%	16,3%	-3,0%	8,7%	137,0%	11,7%	25,4%	56,8%	57,8%
2y TACC (2024e - 2026e)		25,1%	-17,2%	22,4%	10,1%	8,7%	9,4%	10,5%	15,0%	10,9%
CAPEX/Ventas		5,3%	12,7%	6,2%	8,1%	3,6%	3,5%	6,1%	4,0%	4,3%
Free Cash Flow		2,6	(78,3)	131,6		869,5	61,7	120,6	1,9	7,5
Deuda financiera Neta		51,3	n.a.	28,4		3.787,0	(174,0)	171,4	(21,9)	31,8
DN/EBITDA (x)		1,4	n.a.	0,1	0,7	4,4	n.a.	0,6	n.a.	2,5
Pay-out		18,6%	n.a.	36,4%	27,5%	0,0%	16,5%	8,6%	0,0%	6,3%
P/E (x)		17,4	n.a.	19,7	18,5	15,2	17,5	17,8	43,8	23,6
P/BV (x)		1,1	1,1	5,3	2,5	1,1	1,7	2,6	0,5	1,5
EV/Ingresos (x)		0,8	2,8	4,1	2,6	2,4	1,5	2,1	0,4	1,6
EV/EBITDA (x)		7,6	n.a.	13,8	10,7	11,9	8,0	10,7	5,2	8,9
EV/EBIT (x)		16,7	n.a.	15,6	16,1	13,8	10,9	13,4	8,9	11,7
ROE		6,2	n.a.	26,8	16,5	7,0	9,8	14,7	1,1	8,2
FCF Yield (%)		1,1	n.a.	4,1	2,6	13,3	6,3	4,4	3,5	6,9
DPA		0,03	n.a.	1,16	0,59	0,00	0,87	1,55	0,00	0,60
Dvd Yield		0,9%	n.a.	1,9%	1,4%	0,0%	1,1%	0,5%	0,0%	0,4%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

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

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 915 904 226
institodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui
Head of research
alfredo.echevarria@institodeanalistas.com

Luis Esteban Arribas, CESGA
Equity research
luis.esteban@institodeanalistas.com

José Miguel Cabrera van Grieken
Equity research
Jose.cabrera@institodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA
ESG Analyst & Data analytics
jesus.lopez@institodeanalistas.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institodeanalistas.com/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros, asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@institutodeanalistas.com o consulte el contenido de este Código en <https://institutodeanalistas.com>.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
18-Nov-2024	n.a.	2,14	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas, CESGA

