

EQUITY RESEARCH

PHARMANUTRA ANALYSIS FOCUS

BUY
TP 74.0€
Up/Downside: 54%

Un'opportunità da cogliere

Crescita Resiliente

In un contesto macroeconomico in deterioramento, Pharmanutra continua a registrare solidi risultati finanziari e a sovraperformare i propri mercati di riferimento. Come di consueto, il gruppo dovrebbe riportare una crescita a doppia cifra dei ricavi nel 2025.

Investimenti che iniziano a dare frutti

Durante l'Investor Day del febbraio 2023, il gruppo ha presentato le proprie ambizioni di medio termine e le prime linee guida: una crescita media annua superiore al 17% entro il 2030. Queste ambizioni sono sostenute in particolare dalle nuove Business Unit, soprattutto Pharmanutra USA e Cina. Dopo un inizio difficile (2022), l'attività in Cina sembra decollare, con ricavi attesi superiori a 4 milioni di euro entro la fine dell'anno (2 milioni nel 2024, 0,5 milioni nel 2023). PHN USA sembra seguire una traiettoria simile. Sebbene la filiale abbia generato finora ricavi limitati, il piano strategico implementato nel corso del 2025 dovrebbe consentirle di chiudere l'anno con ricavi compresi tra 1,5 e 2 milioni di euro e una chiara accelerazione della trazione commerciale. PHN USA rimane uno dei principali motori di crescita del gruppo nel breve, medio e lungo termine, con ricavi previsti in aumento di 10 volte entro il 2027.

Ritorno alla generazione di cassa

Dopo tre anni influenzati da ingenti investimenti (CAPEX) per finanziare la costruzione della nuova sede, il gruppo ha recuperato una significativa capacità di generazione di cassa e una posizione finanziaria netta positiva lo scorso anno. Tale generazione di cassa dovrebbe migliorare ulteriormente quest'anno, con tassi di conversione dell'EBITDA in cassa prossimi al 60%.

Valutazione ancora lontana dai suoi standard

Probabilmente penalizzata da due anni di debole generazione di cassa e da un avvio complesso delle nuove attività (Cina, USA), la valutazione del gruppo mostra uno sconto compreso tra il 35% e il 39% rispetto alle medie quinquennali dei multipli EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E. Sebbene il potenziale legato a questi nuovi progetti sia significativo, il titolo appare sottovalutato anche senza tenerne conto. Uno scenario che escluda qualsiasi contributo da tali progetti — che sembra essere quello attualmente scontato dal mercato — indicherebbe comunque un prezzo obiettivo superiore all'attuale quotazione.

Vediamo il potenziale di rialzo come evidente, con tutti gli ingredienti già pronti affinché possa concretizzarsi nei prossimi mesi.

Key data

Price (€)	48.0
Industry	Healthcare
Ticker	PHN-IT
Shares Out (m)	9.680
Market Cap (m €)	464.6
Average trading volumes (k shares / day)	9.494
Source: FactSet	

Ownership (%)

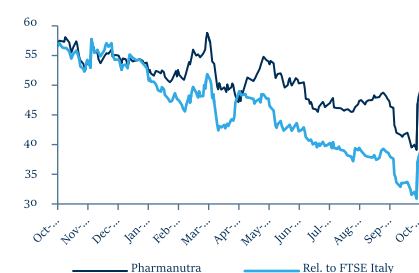
Andrea Lacorte	31.4
Roberto Lacorte	23.1
Beda srl	10.5
Free float	35.0

Source: TPICAP Midcap estimates

EPS (€)	12/25e	12/26e	12/27e
Estimates	2.04	2.56	3.02
Change vs previous estimates (%)	0.00	0.00	0.00

Source: TPICAP Midcap estimates

Performance (%)	1D	1M	YTD
Price Perf	-2.6	12.1	-11.8
Rel FTSE Italy	-1.0	12.5	-28.4



Source: FactSet

TP ICAP Midcap Estimates	12/24	12/25e	12/26e	12/27e	Valuation Ratio	12/25e	12/26e	12/27e
Sales (m €)	116.9	132.7	151.9	171.5	EV/Sales	3.4	2.9	2.4
Current Op Inc (m €)	27.4	29.0	36.0	42.1	EV/EBITDA	13.0	10.5	8.7
Current op. Margin (%)	23.4	21.8	23.7	24.6	EV/EBIT	15.6	12.1	9.9
EPS (€)	1.71	2.04	2.56	3.02	PE	23.6	18.8	15.9
DPS (€)	0.87	0.85	1.02	1.28	Source: TPICAP Midcap			
Yield (%)	1.8	1.8	2.1	2.7				
FCF (m €)	15.3	19.8	25.0	29.4				

Consensus FactSet - Analysts:na	12/25e	12/26e	12/27e
Sales	131.2	147.0	164.0
EBIT	30.2	34.6	39.2
Net income	20.7	13.9	14.8

Analyst
Corentin Marty
corentin.marty@tpicap.com
+33173030981



UN'OPPORTUNITÀ DA COGLIERE	1
DESCRIZIONE	3
ANALISI SWOT	3
CRESCITA RESILIENTE	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
INVESTIMENTI CHE INIZIANO A DARE FRUTTI	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
RITORNO ALLA GENERAZIONE DI CASSA	ERROR! BOOKMARK NOT DEFINED.
UNA SOLIDA PIPELINE DI NUOVI PRODOTTI	6
VALUTAZIONE ANCORA LONTANA DAI SUOI STANDARD	7
DATI FINANZIARI	12

Description

Founded in Pisa in 2003, Pharmanutra is an Italian group specialising in the research, development and marketing of nutraceutical supplements and medical devices. While the group has a fairly extensive product portfolio, its flagship product is SiderAL®, a leading oral iron supplement based on PHN's Sucrosomial technology®. By way of example, SiderAL® has a market share of 54% in Italy and 41% of the Italian iron market as a whole (supplements + drugs). Pharmanutra has been successfully deploying its strategy for several years now, based on direct marketing in Italy, via sales and scientific representatives, and international distribution partnerships, enabling the group to be present in 85 countries. The Group has also drawn up a list of key countries where direct marketing is envisaged, given the size of these markets. As a symbol of this commitment, in December 2022 Pharmanutra announced the creation of its US subsidiary, with the aim of conquering the American market, which could be a real game changer for the group in the medium term.

SWOT Analysis

Strengths

- Leader in the fast-growing niche of oral iron supplements
- Patented technologies and production processes not due to expire before 2032
- Integrated business model, with internalisation of all critical phases of the value chain
- Extensive domestic distribution network (over 150 agents)

Weaknesses

- Heavy dependence on a single product line
- Dependence on third-party international distribution agreements
- Still relatively small in a sector where major global players are also present

Opportunities

- Increasing penetration of the domestic market
- Pharmanutra USA, a recently created subsidiary with game-changing potential for the Group
- Continued international expansion with new distributors
- New applications for sucrosomial technology giving rise to new products

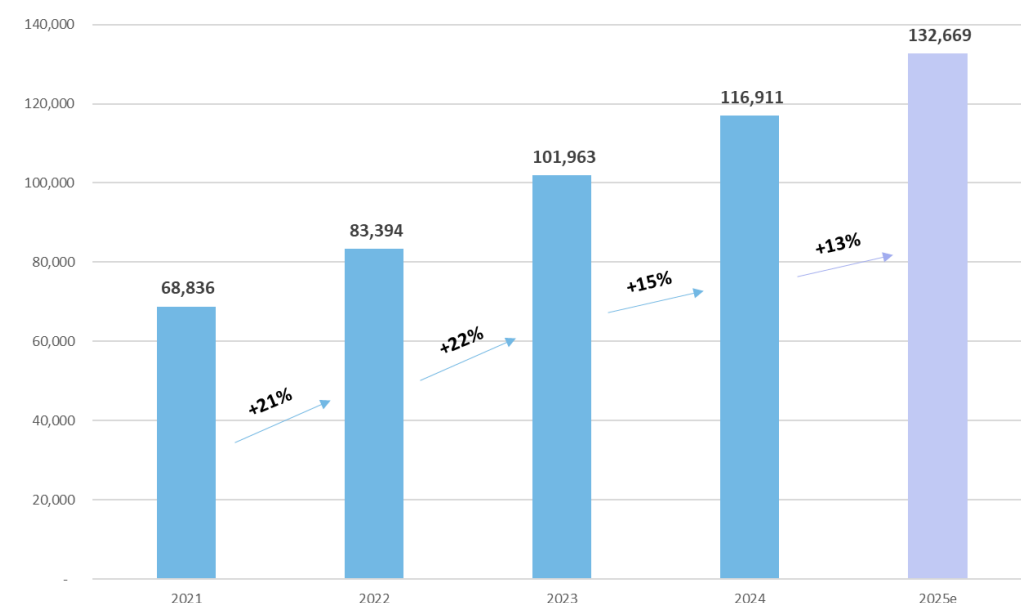
Threats

- Increased competition from existing products or new alternatives
- Slower than expected penetration of key markets
- Obsolescence of patented technologies

Crescita Resiliente

Pharmanutra rimane, prima di tutto, una storia di crescita. Nonostante un contesto macroeconomico persistentemente difficile, il gruppo riesce a mantenere tassi di crescita a doppia cifra. Il management ha recentemente confermato aspettative di crescita simili a quelle dello scorso anno (+15% a/a), il che implica un secondo semestre molto dinamico (+10,7% nel primo semestre).

Crescita dei ricavi di Pharmanutra dal 2021



Fonte: Company, TP ICAP Midcap

Investimenti Che Iniziano A Dare Frutti

Sebbene SiderAL®, il prodotto di punta del gruppo, rappresenti ancora oltre il 65% dei ricavi ed è commercializzato in Italia dal 2005 (quota di mercato superiore al 52% e, dal novembre 2019, integratore alimentare più venduto in Italia) e a livello internazionale dal 2013 (CAGR ex-Italia +27% dal 2016), Pharmanutra ha lanciato negli ultimi tre anni due nuovi progetti destinati a diventare i principali motori di crescita futura: la Cina e, soprattutto, gli Stati Uniti. Dopo un avvio più lento del previsto — che può spiegare la sottoperformance del titolo negli ultimi due anni — l'attività mostra ora segni di accelerazione in entrambe le aree.

- Cina:

Lanciato inizialmente su TMall Global China nell'ottobre 2022, il gruppo ha successivamente ampliato la distribuzione di SiderAL alle piattaforme social come TikTok, RED SHOP (l'equivalente cinese di Instagram) e WECHAT (l'equivalente cinese di X/Twitter). Oltre ad aumentare la visibilità presso i consumatori tramite collaborazioni con influencer locali, il gruppo sta anche rafforzando la propria presenza nella comunità scientifica cinese attraverso pubblicazioni su piattaforme digitali come Nature China. Dopo un avvio modesto (500 mila euro di ricavi nell'ultimo trimestre del 2023), lo slancio commerciale sta accelerando, con 2 milioni di euro di ricavi nel 2024 e oltre 4 milioni di euro attesi nel 2025.

- Stati Uniti:

Nel dicembre 2022, Pharmanutra ha annunciato la creazione della sua nuova controllata: Pharmanutra USA.

La strategia commerciale di PHN USA è stata inizialmente modellata su quella italiana, con rappresentanti di promozione medica rivolti ai professionisti sanitari. Tuttavia, ciò si è rivelato inefficace, data la diversa organizzazione del settore sanitario statunitense, portando a un cambio

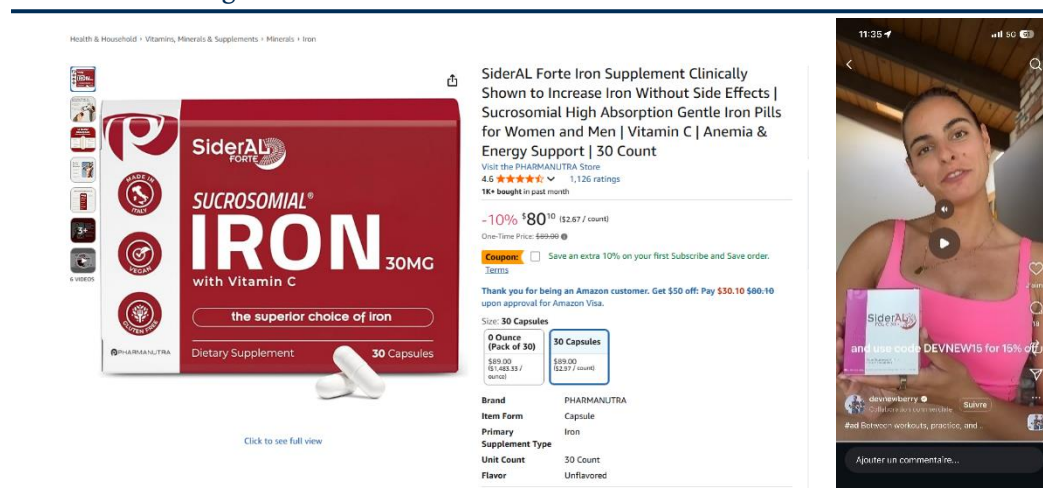
di strategia. Il nuovo approccio si concentra su tre canali di distribuzione: 1) e-commerce 2) retail tradizionale (catene di negozi, farmacie, ecc.) 3) reti ospedaliere.

Il marketing per il canale ospedaliero si basa su numerosi studi clinici su SiderAL® e sulla recente inclusione del ferro Sucrosomial® di PHN nelle linee guida dell'OMS. Il gruppo sta investendo nel marketing per i primi due canali, lanciando campagne pubblicitarie digitali (ad esempio su Amazon) e collaborando con influencer (in particolare su Instagram).

Questo nuovo posizionamento strategico sta dando risultati: SiderAL è infatti apparso nella lista dei Best Seller di Amazon USA nella categoria degli integratori di ferro, tra un'ampia gamma di prodotti. Pur essendo ancora lontano dalle prime posizioni (84° posto), sta guadagnando visibilità — come dimostra una collaborazione commerciale con Devon Newberry (giocatrice statunitense di beach volley), visualizzata quasi 500.000 volte su Instagram — e dovrebbe scalare rapidamente la classifica, essendo il prodotto a crescita più rapida del suo segmento su Amazon, con una base di consumatori quadruplicata da maggio.

Questi investimenti di marketing nel canale e-commerce rappresentano il primo passo della strategia del Gruppo. L'obiettivo, una volta che le vendite di SiderAL® saranno ben consolidate, è di negoziare accordi di distribuzione con partner locali e ampliare progressivamente la presenza del prodotto nelle reti ospedaliere.

Pagina prodotto di SiderAL Forte su Amazon USA (sinistra) ed esempio di collaborazione con influencer su Instagram

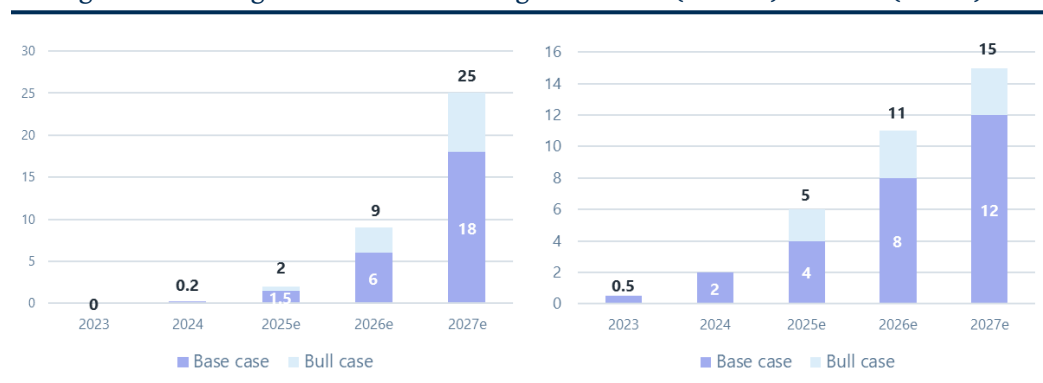


Fonte: Amazon, Instagram

Da quando è stata implementata la nuova strategia commerciale, il gruppo ha visto decollare la propria attività e-commerce, con ricavi mensili moltiplicati per 9 tra gennaio e settembre. La controllata dovrebbe chiudere l'anno con ricavi compresi tra 1,5 e 2 milioni di euro.

Alla luce delle tendenze osservate in queste due regioni nel 2025, il management ha recentemente presentato le previsioni per i prossimi due anni: ricavi moltiplicati per 10 negli Stati Uniti e triplicati in Cina.

Linee guida del management sulle attività negli Stati Uniti (sinistra) e in Cina (destra)



Fonte: Company, TP ICAP Midcap

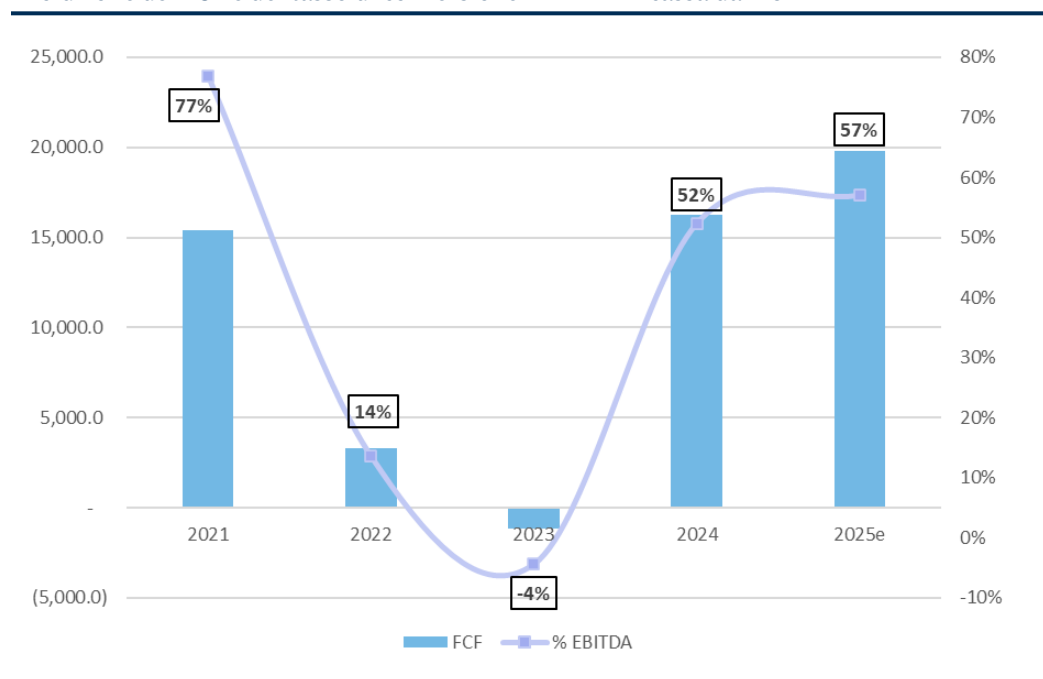
Le nostre stime attuali sono molto più conservative, puntando a 11,2 milioni di euro di ricavi negli Stati Uniti e 6,4 milioni di euro in Cina entro il 2027. Sulla base delle stime di scenario base del management per queste due regioni e delle nostre stime per il resto del gruppo, la crescita dei ricavi nel 2026 e nel 2027 sarebbe rispettivamente del 17,8% e 17,7%, in linea con la guidance complessiva del gruppo fino al 2030 (CAGR superiore al 17%).

Ritorno Alla Generazione Di Cassa

Dopo un paio d'anni di debole o assente generazione di cassa, dovuti agli ingenti CAPEX per la nuova sede, Pharmanutra ha recuperato una significativa capacità di generazione di cassa e una posizione finanziaria netta positiva nel 2024. Riteniamo inoltre che questo periodo di debole generazione di cassa sia una delle ragioni della sottoperformance del titolo nello stesso periodo.

L'anno in corso dovrebbe segnare un ritorno agli standard storici di generazione di cassa del gruppo, con un tasso di conversione EBITDA/cassa vicino al 60%.

Evoluzione del FCF e del tasso di conversione EBITDA in cassa dal 2021



Fonte: Company, TP ICAP Midcap

Una Solida Pipeline Di Nuovi Prodotti

Oltre alle strategie commerciali, il gruppo continua i propri sforzi nell'ambito che ne ha determinato il successo: la Ricerca & Sviluppo (R&D). Le sue capacità sono ormai consolidate, sia in termini qualitativi (la superiorità di SiderAL® rispetto ai concorrenti) sia in termini quantitativi (numerosi lanci di prodotti in diversi settori: Cetilar, Apportal, UltraMag, Cetilar Nutrition, Sidevit).

L'ultimo lancio riguarda la gamma Sidevit, sempre basata sulla tecnologia Sucrosomial®, applicata per la prima volta alle vitamine, con due prodotti (B12 e D3) lanciati nel novembre 2024. Ancora una volta, Pharmanutra promette una migliore tollerabilità del prodotto grazie a tassi di assorbimento superiori rispetto ai concorrenti. Il gruppo ha recentemente annunciato di aver superato 1 milione di euro di ricavi per Sidevit® B12, a soli sei mesi dal lancio, rendendolo il miglior debutto nella storia del gruppo.

Alla fine di giugno, Sidevit® B12 deteneva già una quota di mercato del 2,2% nel mercato italiano degli integratori di vitamina B, con una dinamica in costante accelerazione mese dopo mese. A titolo di confronto, il lancio di Sidevit® B12 ha superato i volumi di lancio di Apportal in tutti i mesi tranne il secondo, e nei primi nove mesi i volumi di vendita di Sidevit® B12 sono stati superiori del 7% rispetto a quelli di Apportal, oggi secondo contributore ai ricavi del gruppo (9,6% dei ricavi del primo semestre 2025).

Attualmente, la pipeline di Pharmanutra comprende 107 prototipi in sviluppo, relativi a 8 potenziali nuovi prodotti:

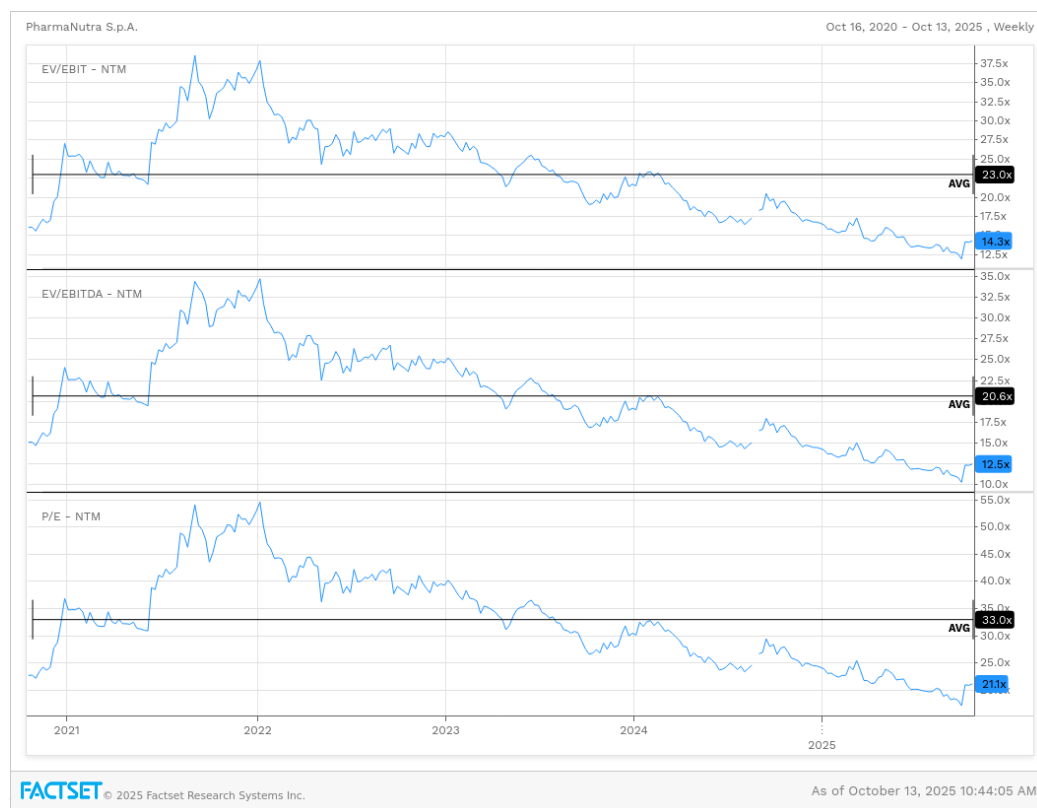
- 1 prodotto per adulti con carenze macro/micronutrizionali.
- 1 prodotto per il recupero da affaticamento fisico e mentale negli adulti.
- 4 prodotti di nutrizione clinica.
- 2 prodotti di nutrizione sportiva.

Durante il roadshow con il management tenutosi lo scorso maggio, è stato confermato che uno di questi prodotti in sviluppo potrebbe avere il potenziale per diventare un nuovo SiderAL®. Al momento, nessuno di questi prodotti è incluso nelle nostre stime.

Valutazione Ancora Lontana Dai Suoi Standard

Probabilmente penalizzata da due anni di debole generazione di cassa e da avvisi difficili nelle nuove attività (Cina, USA), la valutazione del gruppo risulta ancora lontana dai suoi standard storici. Gli attuali multipli EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E mostrano sconti rispettivamente del 39%, 38% e 35% rispetto alle medie quinquennali.

Evoluzione dei multipli EV/EBITDA, EV/EBIT e P/E di Pharmanutra negli ultimi 5 anni



Fonte: FactSet

Sebbene le medie quinquennali possano sembrare elevate, restano inferiori ai multipli di valutazione attuali del peer quotato più vicino a Pharmanutra, BioGaia (ticker: BIOG.B-SE), e ben al di sotto dei multipli di transazione osservati nell'acquisizione di Probi — il secondo peer più comparabile — da parte del gruppo tedesco Symrise, annunciata a fine 2024 e conclusa a inizio 2025.

Multipli di valutazione di BioGaia e di acquisizione di Probi vs Pharmanutra

Company	Market Cap (M€)	EV/EBITDA		EV/EBIT		P/E	
		2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e
BioGaia AB	968.3	23.9x	18.4x	25.6x	19.5x	32.5x	25.1x
Pharmanutra	483.6	14.2x	12.1x	16.5x	13.8x	24.2x	20.0x
Discount		-41%	-34%	-36%	-29%	-26%	-20%

Company	EV (M\$)	EV/Sales NTM	EV/EBITDA NTM	EV/EBIT NTM
Probi AB	337.9	5.7x	27.6x	113.8x
Pharmanutra	569.1	3.3x	12.5x	14.3x
Discount		-42%	-55%	-87%

Fonte: FactSet

È importante notare, infine, che gli attuali multipli di valutazione del gruppo, già scontati rispetto alle medie quinquennali, derivano da una redditività temporaneamente influenzata dagli investimenti in Cina e soprattutto negli USA. Il gruppo continua a comunicare il proprio margine EBITDA al netto degli investimenti, che è stato del 31,4% lo scorso anno (contro il 26,6% pubblicato) e di circa 32% nel primo semestre 2025, valore che corrisponde al margine normativo incluso nel nostro modello.

Sebbene il potenziale legato a queste nuove attività sia significativo, riteniamo che il titolo rimanga sottovalutato anche senza considerarne il contributo. Mentre diverse metodologie di valutazione basate su multipli (peer e transazioni) sembrano confermarlo, abbiamo inoltre cercato di isolare, nella nostra analisi DCF, il perimetro core business di Pharmanutra (Italia + Internazionale) dalle nuove attività in Cina e Stati Uniti. Questo esercizio ci porta a considerare tre scenari:

- Scenario 1: include solo le attività storiche di Pharmanutra, escludendo le nuove — che sembra riflettere quanto attualmente prezzato dal mercato.
- Scenario 2: include le nuove attività sulla base delle nostre stime.
- Scenario 3: include le nuove attività sulla base delle linee guida del management.

Scenario 1 – Attività storiche di Pharmanutra

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Revenue	126.4	140.2	153.8	167.2	180.7	194.1	205.8	216.1
% change	8%	11%	10%	9%	8%	7%	6%	5%
EBITDA	39.2	44.2	49.2	53.5	57.8	62.1	65.8	68.1
% change	26.2%	12.8%	11.4%	8.7%	8.1%	7.4%	6.0%	3.4%
% of revenue	31.0%	31.5%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	31.5%
D&A	(5.7)	(5.4)	(6.0)	(4.0)	(3.8)	(3.6)	(3.1)	(3.2)
% of revenue	-4.5%	-3.8%	-3.9%	-2.4%	-2.1%	-1.8%	-1.5%	-1.5%
EBIT	33.5	38.8	43.2	49.5	54.1	58.5	62.8	64.8
% revenue	26.5%	27.7%	28.1%	29.6%	29.9%	30.2%	30.5%	30.0%
Tax	-9.4	-10.8	-12.0	-13.8	-15.1	-16.3	-17.5	-18.1
Tax rate	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%
D&A	-5.7	-5.4	-6.0	-4.0	-3.8	-3.6	-3.1	-3.2
CAPEX	-3.9	-3.7	-3.2	-3.0	-3.1	-3.1	-3.1	-3.2
% revenue	3.1%	2.6%	2.1%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%
Change in WRC	1.3	1.8	1.9	1.9	2.0	1.6	1.4	1.2
% revenue	1.0%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	0.8%	0.7%	0.6%
FCF	24.6	27.8	32.1	34.8	37.7	41.1	43.9	45.5
Discounted FCF	24.2	25.0	26.3	26.0	25.8	25.6	25.0	23.7

Fonte: TP ICAP Midcap Estimates

Questo scenario, a cui applichiamo i nostri attuali parametri di mercato (WACC: 9,6%; tasso di crescita terminale: 3%), porta a un prezzo obiettivo di 60 €.

Scenario 2 – Pharmanutra incluse le nuove attività, basato sulle nostre stime

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Revenue	132.7	151.9	171.5	196.6	220.2	246.6	273.7	290.1
% change	13%	14%	13%	15%	12%	12%	11%	6%
EBITDA	34.7	41.5	48.4	57.9	67.7	78.9	87.6	91.4
% change	11.7%	19.6%	16.6%	19.8%	16.8%	16.6%	11.0%	4.3%
% of revenue	26.1%	27.3%	28.2%	29.5%	30.7%	32.0%	32.0%	31.5%
D&A	(5.7)	(5.5)	(6.2)	(4.3)	(4.2)	(4.1)	(4.1)	(4.4)
% of revenue	-4.3%	-3.6%	-3.6%	-2.2%	-1.9%	-1.7%	-1.5%	-1.5%
EBIT	28.98	35.98	42.14	53.66	63.50	74.78	83.48	87.04
% revenue	21.8%	23.7%	24.6%	27.3%	28.8%	30.3%	30.5%	30.0%
Tax	-8.1	-10.0	-11.8	-15.0	-17.7	-20.9	-23.3	-24.3
Tax rate	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%
D&A	-5.7	-5.5	-6.2	-4.3	-4.2	-4.1	-4.1	-4.4
CAPEX	-4.1	-4.0	-3.6	-3.5	-3.7	-3.9	-4.1	-4.4
% revenue	3.1%	2.6%	2.1%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%
Change in WRC	2.0	2.5	2.6	3.3	3.2	3.2	3.3	2.0
% revenue	1.5%	1.6%	1.5%	1.7%	1.5%	1.3%	1.2%	0.7%
FCF	20.4	25.0	30.4	36.1	43.0	50.9	56.9	60.8
Discounted FCF	20.1	22.5	25.0	27.0	29.4	31.8	32.4	31.6

Fonte: TP ICAP Midcap Estimates

Questo scenario, che riflette le nostre stime attuali e incorpora i medesimi parametri di mercato (WACC: 9,6%; tasso di crescita terminale: 3%), porta al nostro prezzo obiettivo di 74 €.

Scenario 3 – Pharmanutra incluse le nuove attività, basato principalmente sulla guidance del gruppo

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Revenue	132.7	157.2	188.8	221.0	253.8	290.3	322.3	341.6
% change	13%	19%	20%	17%	15%	14%	11%	6%
EBITDA	34.7	44.3	56.8	69.6	81.2	92.9	103.1	107.6
% change	11.7%	27.8%	28.2%	22.5%	16.6%	14.4%	11.0%	4.3%
% of revenue	26.1%	28.2%	30.1%	31.5%	32.0%	32.0%	32.0%	31.5%
D&A	(5.7)	(5.5)	(6.3)	(4.5)	(4.5)	(4.6)	(4.8)	(5.1)
% of revenue	-4.3%	-3.5%	-3.3%	-2.0%	-1.8%	-1.6%	-1.5%	-1.5%
EBIT	29.0	38.8	50.5	65.2	76.7	88.3	98.3	102.5
% revenue	21.8%	24.7%	26.8%	29.5%	30.2%	30.4%	30.5%	30.0%
Tax	-8.1	-10.8	-14.1	-18.2	-21.4	-24.6	-27.4	-28.6
Tax rate	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%	27.9%
D&A	-5.7	-5.5	-6.3	-4.5	-4.5	-4.6	-4.8	-5.1
CAPEX	-4.1	-4.1	-4.0	-4.0	-4.3	-4.6	-4.8	-5.1
% revenue	3.1%	2.6%	2.1%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.5%
Change in WRC	2.0	3.1	4.0	4.2	4.4	4.4	3.8	2.3
% revenue	1.5%	2.0%	2.1%	1.9%	1.7%	1.5%	1.2%	0.7%
FCF	20.4	26.3	34.8	43.3	51.1	59.2	67.0	71.6
Discounted FCF	20.1	23.7	28.5	32.4	34.9	37.0	38.2	37.2

Fonte: Company, TP ICAP Midcap Estimates

Questo scenario, al quale sono applicati i nostri parametri di mercato (WACC: 9,6%; tasso di crescita terminale: 3%), porta a un prezzo obiettivo di 87 €.



Questa analisi di scenario basata sul nostro approccio DCF evidenzia ancora una volta la sottovalutazione del titolo — sia considerando sia escludendo il potenziale derivante dalle nuove attività, che il mercato sembra non apprezzare appieno.

A nostro avviso, il potenziale di rivalutazione del titolo è evidente, e tutte le condizioni sembrano essere presenti perché si concretizzino nei prossimi mesi.

Ribadiamo la nostra forte raccomandazione di acquisto sul titolo, con prezzo obiettivo confermato a 74 €.

FINANCIAL DATA

Income Statement	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
Sales	83.4	102.0	116.9	132.7	151.9	171.5
Changes (%)	21.1	22.3	14.7	13.5	14.5	12.9
Gross profit	80.6	99.5	110.5	126.3	144.6	163.2
% of Sales	96.6	97.6	94.5	95.2	95.2	95.2
EBITDA	24.4	26.5	31.0	34.7	41.5	48.4
% of Sales	29.2	26.0	26.6	26.1	27.3	28.2
Current operating profit	23.0	23.4	27.4	29.0	36.0	42.1
% of Sales	27.6	22.9	23.4	21.8	23.7	24.6
EBIT	23.0	23.4	27.4	29.0	36.0	42.1
Net financial result	0.4	-1.0	-0.2	-1.6	-1.6	-1.6
Income Tax	-8.4	-10.4	-10.6	-7.6	-9.6	-11.3
Tax rate (%)	-35.8	-46.6	27.9	27.9	-27.9	-27.9
Net profit, group share	15.0	11.9	16.6	19.7	24.8	29.2
EPS	1.55	1.23	1.71	2.04	2.56	3.02
Financial Statement	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
Goodwill	17.6	17.6	17.6	20.6	20.6	20.6
Tangible and intangible assets	20.3	28.5	28.5	26.1	24.4	22.5
Right of Use	0.7	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8
Financial assets	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Working capital	9.7	10.5	13.3	15.6	17.1	18.9
Other Assets	2.6	4.6	3.2	3.2	3.2	3.2
Assets	51.1	64.3	65.8	68.7	68.5	68.4
Shareholders equity group	50.9	54.4	62.2	73.6	88.6	105.4
LT & ST provisions and others	9.3	7.0	8.4	8.4	8.4	8.4
Net debt	-9.1	2.9	-4.8	-13.3	-28.5	-45.4
Other liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Liabilities	51.1	64.3	65.8	68.7	68.5	68.4
Net debt excl. IFRS 16	-9.9	2.1	-5.6	-14.1	-29.2	-46.2
Leverage	-0.4	0.1	-0.2	-0.4	-0.7	-0.9
Cash flow statement	12/22	12/23	12/24	12/25e	12/26e	12/27e
CF after elimination of net borrowing costs and taxes	17.9	12.2	20.5	25.4	30.3	35.4
Δ WCR	-4.2	-1.0	-1.0	-2.3	-1.5	-1.8
Operating cash flow	13.7	11.2	19.5	23.1	28.8	33.6
Net capex	-11.2	-13.2	-4.3	-3.3	-3.8	-4.3
FCF	2.5	-2.1	15.3	19.8	25.0	29.4
Acquisitions/Disposals of subsidiaries	-12.0	0.0	0.0	-3.0	0.0	0.0
Other investments	-0.8	-2.0	1.4	0.0	0.0	0.0
Change in borrowings	11.4	9.4	-5.6	0.0	0.0	0.0
Dividends paid	-6.9	-7.7	-8.2	-8.3	-9.9	-12.4
Repayment of leasing debt	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equity Transaction	0.0	-0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
Others	-2.4	-1.7	-0.6	0.0	0.0	0.0
Change in net cash over the year	-8.1	-3.8	2.8	9.2	15.1	17.0
ROA (%)	15.0%	10.6%	14.1%	14.9%	16.4%	17.0%
ROE (%)	29.5%	21.9%	26.6%	26.8%	28.0%	27.7%
ROCE (%)	29.9%	20.5%	25.7%	31.3%	38.8%	45.5%

DISCLAIMER

Analyst certifications

This research report (the "Report") has been approved by Midcap, a business division of TP ICAP (Europe) SA ("Midcap"), an Investment Services Provider authorised and regulated by the Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution ("ACPR"). By issuing this Report, each Midcap analyst and associate whose name appears within this Report hereby certifies that (i) the recommendations and opinions expressed in the Report accurately reflect the research analyst's and associate's personal views about any and all of the subject securities or issuers discussed herein and (ii) no part of the research analyst's or associate's compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed by the research analyst or associate in the Report.

Methodology

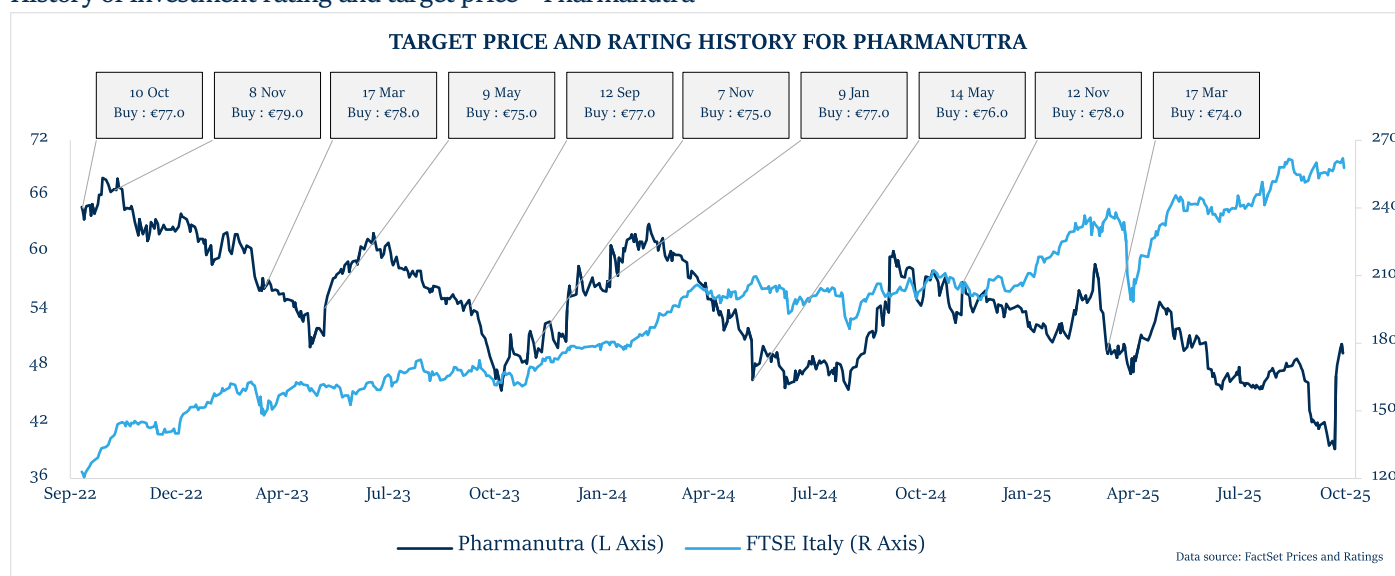
This Report may mention evaluation methods defined as follows:

1. DCF method: discounting of future cash flows generated by the company's operations. Cash flows are determined by the analyst's financial forecasts and models. The discount rate used corresponds to the weighted average cost of capital, which is defined as the weighted average cost of the company's debt and the theoretical cost of its equity as estimated by the analyst.
2. Comparable method: application of market valuation multiples or those observed in recent transactions. These multiples can be used as references and applied to the company's financial aggregates to deduce its valuation. The sample is selected by the analyst based on the characteristics of the company (size, growth, profitability, etc.). The analyst may also apply a premium/discount depending on his perception of the company's characteristics.
3. Assets and liabilities method: estimate of the value of equity capital based on revalued assets adjusted for the value of the debt.
4. Discounted dividend method: discounting of estimated future dividend flows. The discount rate used is generally the cost of capital.
5. Sum of the parts: this method consists of estimating the various activities of a company using the most appropriate valuation method for each of them, then realizing the sum of the parts.

Conflict of Interests between TP ICAP Midcap and Issuer

No conflict of Interests between TP ICAP Midcap and the Issuer

History of investment rating and target price – Pharmanutra



Historical recommendations and target price (-1Y)

Date	Analyst	Old Target Price	New Target Price	Closing Price	Old Recommendation	New Recommendation
09 Sep 25 - 08:05:50	Corentin Marty	€ 74.00	€ 74.00	€ 46.20	Achat	Buy
28 May 25 - 08:16:00	Corentin Marty	€ 74.00	€ 74.00	€ 50.80	Achat	Buy
13 May 25 - 08:23:26	Corentin Marty	€ 74.00	€ 74.00	€ 53.70	Achat	Buy
17 Mar 25 - 08:07:13	Corentin Marty	€ 78.00	€ 74.00	€ 53.60	Achat	Buy
15 Jan 25 - 08:05:33	Corentin Marty	€ 78.00	€ 78.00	€ 52.00	Achat	Buy
12 Nov 24 - 08:22:37	Corentin Marty	€ 76.00	€ 78.00	€ 53.40	Achat	Buy

Distribution of Investment Ratings

Rating	Recommendation Universe*	Portion of these provided with investment banking services**
Buy	78%	68%
Hold	18%	63%
Sell	3%	25%
Under review	2%	100%

Midcap employs a rating system based on the following:

Buy: Expected to outperform the markets by 10% or more over a 6 to 12 months horizon.

Hold: expected performance between -10% and +10% compared to the market over a 6 to 12 months horizon.

Sell: Stock is expected underperform the markets by 10% or more over a 6 to 12 months horizon.

The history of ratings and target prices for the Issuers covered in this report are available on request at <https://researchtpicap.midcapp.com/en/disclaimer>.

General Disclaimer

This Report is confidential and is for the benefit and internal use of the selected recipients only. No part of it may be reproduced, distributed, or transmitted without the prior written consent of Midcap

This Report is published for information purposes only and does not constitute a solicitation or an offer to buy or sell any of the securities mentioned herein. The information contained in this Report has been obtained from sources believed to be reliable and public, Midcap makes no representation as to its accuracy or completeness. The reference prices used in this Report are closing prices of the day before the publication unless otherwise stated. All opinions expressed in this Report reflect our judgement at the date of the documents and are subject to change without notice. The securities discussed in this Report may not be suitable for all investors and are not intended to recommend specific securities, financial instruments, or strategies to particular clients. Investors should make their own investment decisions based on their financial situation and investment objectives. The value of the income from your investment may vary due to changes in interest rates, changes in the financial and operating conditions of companies and other factors. Investors should be aware that the market price of the securities discussed in this Report may be volatile. Due to the risk and volatility of the industry, the company, and the market in general, at the current price of the securities, our investment rating may not correspond to the stated price target. Additional information regarding the securities mentioned in this Report is available on request.

This Report is not intended for distribution or use by any entity who is a citizen or resident of, or an entity located in any locality, territory, state, country, or other jurisdiction where such distribution, publication, availability, or use would be contrary to or limited by law or regulation. Entity or entities in possession of this Report must inform themselves about and comply with any such restrictions, including MIFID II. This Report is only intended for persons who are Eligible Counterparties or Professional Clients within the meaning of MIFID II regulation. It is not intended to be distributed or passed on, directly or indirectly, to any other class of persons. The Report is subject to restricted circulation. The research was conducted in accordance with the provisions of the Charter of good practices for sponsored research. Midcap has adopted effective administrative and organizational arrangements, including "information barriers", to prevent and avoid conflicts of interest regarding investment recommendations. The remuneration of financial analysts who participate in the preparation of the recommendation is not linked to the corporate finance activity.