

Resultados 6m 2022

Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperado

Impacto ⁽²⁾: Bajamos estimaciones

Luis Esteban Arribas – luis.esteban@lighthouse-ief.com

+34 915 904 226

Naturhouse Health (NTH) es un Grupo familiar de pequeño tamaño con sede en Madrid (España), especializado (c. 30 años) en la nutrición y reeducación de los hábitos alimenticios (dietética). Con presencia internacional (c. 80% s/Ingresos; siendo Francia (34%), Italia (31%) y Polonia (11%) sus principales mercados). Está gestionada y controlada por la familia fundadora (77,6% del capital).

Un 1S débil que nos lleva a revisar estimaciones. Aunque NTH mantiene un FCF Yield 22e >10%

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	100,8	99,6
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	84,7	83,6
Número de Acciones (Mn)	60,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,03 / 1,77 / 1,59	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,06	
Rotación ⁽³⁾	14,3	
Factset / Bloomberg	NTH-ES / NTH SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

LA DEBILIDAD DEL CONSUMO PESA EN INGRESOS (EUR 30,3Mn; -5,5% VS 1S21) ...

Ante un escenario de incertidumbre NTH cierra el 1S22 con unas cifras por debajo del 1S21 (-5,5%; -15,5% respecto al 1S19). La disminución en el consumo y el entorno de alta inflación han pesado en las ventas de NTH; por mercados, destaca Italia que mantiene sus ventas respecto a 1S21, y caídas en las ventas de Polonia (-10,9%) y España (-8,5%).

Estructura Accionarial (%)

D. F. Revuelta y Familia	77,6
Free Float	22,4

... Y SE TRASLADA AL EBITDA (-21% VS 1S21). El Margen EBITDA 1S22 se sitúa en niveles del 33% (-6,5 p.p. vs 1S21) reduciendo el EBITDA 1S22 de NTH hasta EUR 10Mn (vs EUR 12,7Mn el 1S21). Impactado, esencialmente, por: (i) la caída en ingresos por el cierre de puntos de venta (-57 centros YTD), (ii) un mayor gasto de personal (por la reincorporación del 100% de la plantilla durante el 1S22) y (iii) un incremento en los costes operativos (la inflación ha afectado especialmente al coste de la energía y transporte).

NTH MANTIENE UNA ESTRUCTURA DE BALANCE HIPERSANEADA. Pese al elevado pay-out (históricamente entre el 85%-100%), NTH cierra el 1S22 con una Caja Neta de EUR 17,3Mn (17% s/Mkt Cap). Una posición financiera "holgada" que debiera facilitar la búsqueda de crecimiento, entrada en nuevos mercados y mantener su elevada política de dividendos (Dividend Yield Histórico >10%).

Ante un escenario de incertidumbre NTH cierra el 1S22 con unas cifras por debajo del 1S21 (-5,5%; -15,5% respecto al 1S19). La disminución en el consumo y el entorno de alta inflación han pesado en las ventas de NTH; por mercados, destaca Italia que mantiene sus ventas respecto a 1S21, y caídas en las ventas de Polonia (-10,9%) y España (-8,5%).

REVISAMOS NUESTRAS ESTIMACIONES A LA BAJA. Ante unos resultados por debajo de los esperados, hoy nuestro escenario central apunta a niveles de Ingresos 2022e de EUR 56,7Mn (-16,5% vs estimación inicial) y un EBITDA de EUR 17,5Mn (vs EUR 22,1Mn anterior; -21% vs estimación previa).

Ante un escenario de incertidumbre NTH cierra el 1S22 con unas cifras por debajo del 1S21 (-5,5%; -15,5% respecto al 1S19). La disminución en el consumo y el entorno de alta inflación han pesado en las ventas de NTH; por mercados, destaca Italia que mantiene sus ventas respecto a 1S21, y caídas en las ventas de Polonia (-10,9%) y España (-8,5%).

AUNQUE LOS BAJOS MULTIPLIOS CONTINÚAN AL ALCANCE DE LA MANO. Ante una vuelta de la compañía al crecimiento en ingresos, el modelo de negocio de NTH desencadena las segundas (bajos múltiplos 2022e) y terceras (FCF yield estructuralmente >10%) derivadas. Hoy, NTH cotiza a 4,8x EV/EBITDA 2022 (vs 7,3x de sus principales comparables). Crecer moderadamente en ventas (+5% a/a en 2023e y 2024e) puede considerarse el "equity story" de NTH (aún en caso de que no hubiera mejora de márgenes). Haciendo creíbles y especialmente atractivos los bajos múltiplos a los que cotiza NTH.

Ante un escenario de incertidumbre NTH cierra el 1S22 con unas cifras por debajo del 1S21 (-5,5%; -15,5% respecto al 1S19). La disminución en el consumo y el entorno de alta inflación han pesado en las ventas de NTH; por mercados, destaca Italia que mantiene sus ventas respecto a 1S21, y caídas en las ventas de Polonia (-10,9%) y España (-8,5%).

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	60,0	60,0	60,0	60,0
Total Ingresos	57,9	56,7	59,7	63,8
EBITDA Rec.	20,5	17,5	18,8	20,4
% Var.	18,1	-14,9	7,6	8,4
% EBITDA Rec./Ing.	35,4	30,8	31,5	32,0
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	8,6	22,3	7,9	7,0
Beneficio neto	13,4	11,5	12,6	13,7
BPA (EUR)	0,22	0,19	0,21	0,23
% Var.	42,5	-14,1	9,9	8,9
BPA ord. (EUR)	0,23	0,19	0,21	0,23
% Var.	46,5	-16,8	9,9	8,9
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	14,7	11,3	12,1	12,9
Pay-out (%)	89,8	85,0	85,0	85,0
DPA (EUR)	0,20	0,16	0,18	0,19
Deuda financiera neta	-25,1	-14,1	-11,7	-12,9
DN / EBITDA Rec.(x)	-1,2	-0,8	-0,6	-0,6
ROE (%)	43,1	35,0	44,1	47,9
ROCE (%) ⁽⁵⁾	130,4	82,5	78,9	86,6

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-2,3	-2,6	6,0	-5,6	-1,9	-47,8
vs Ibex 35	3,5	1,9	17,9	4,5	14,4	-31,7
vs Ibex Small Cap Index	5,8	13,7	22,0	9,6	-9,6	-57,6
vs Eurostoxx 50	4,3	-2,5	24,4	16,2	0,4	-47,0
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	6,7	-5,0	10,6	8,2	2,6	-55,6

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	7,5	8,8	8,0	7,3
PER Ordinario	7,3	8,8	8,0	7,3
P/BV	2,8	3,4	3,6	3,4
Dividend Yield (%)	11,9	9,7	10,6	11,6
EV/Ventas	1,46	1,49	1,42	1,33
EV/EBITDA Rec.	4,1	4,8	4,5	4,2
EV/EBIT	4,8	5,5	5,1	4,6
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	14,6	11,3	12,0	12,8

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage.

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

(6) 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.

Resultados 6m 2022
Bajamos estimaciones

Tras los resultados del 1S22, revisamos a la baja nuestras estimaciones (Ingresos 2022e: -16,5% vs estimación anterior)

Gráfico 1. Consumo privado (España) vs Ingresos reportados y LFL (NTH-España)



Fuentes: BDE.

Nota: El consumo privado está referenciado al eje de la derecha.

NTH ha publicado unos resultados 1S22 por debajo de lo esperado. El continuo cierre de puntos de venta (-57 cierres YTD; -333 cierres desde 2018) y la disminución de la demanda de los productos no básicos (consecuencia de alta inflación y subida de tipos de interés que reducen el poder adquisitivo de los consumidores) han llevado a NTH a registrar unos ingresos 1S22 de EUR 30,3Mn (vs EUR 32,1Mn 1S21; -5,5% vs 1S21)

Por países; Francia, principal mercado internacional de NTH (34% s/Ingresos) ha disminuido sus ingresos -6% vs 1S21 cerrando 23 franquicias desde diciembre; Italia (31% s/Ingresos) ha conseguido mantener estable su ingreso respecto al 1S22 sin cierres de centros; España (21% s/Ingresos 1S22) ha registrado unos ingresos de EUR 6,3Mn (vs EUR 6,9Mn 1S21; -8,5% vs 1S21). El resto de los mercados han registrado caídas en su facturación >10% vs 1S21. El cierre de puntos de venta no se ha visto compensado por el aumento de las ventas online que suponen ya el 5% s/Ingresos a cierre del 1S22 (vs 3,7% 1S21).

Tabla 1. Resultados 1S22

EUR Mn	6m22 Real	6m21	6m22 Real vs 6m21	2022e	2022e vs 2021
Total Ingresos	30,3	32,1	-5,5%	56,7	-2,2%
Francia	10,4	11,1	-6,0%		
España	6,3	6,9	-8,5%		
Italia	9,4	9,4	-0,1%		
Polonia	3,4	3,8	-10,9%		
Otros países	0,9	1,0	-11,1%		
EBITDA (Recurrente)	9,9	12,7	-21,7%	17,5	-14,9%
EBITDA Rec. / Ingresos	32,8%	39,5%	-6,8 p.p.	30,8%	-4,6 p.p.
EBITDA	10,0	12,7	-21,2%	17,5	-12,4%
EBITDA / Ingresos	33,0%	39,5%	-6,6 p.p.	30,8%	-3,6 p.p.
EBIT	8,9	11,4	-22,0%	15,4	-12,2%
BAI	9,0	11,6	-22,1%	16,4	-10,2%
BN	6,6	8,4	-21,2%	11,5	-14,1%
Nº de centros	1.629	1.725	-96	1.608	-78
Ventas Online (%)	4,9%	3,7%	1,2 p.p.	5,6%	1,7 p.p.
FCF Recurrente	6,2	8,8	-29%	11,3	-23%
Caja Neta ¹	-17,3	-25,2	31%	-14,1	44,0%
Caja Neta / EBITDA Rec.	-1,7 x	-2,0 x	0,2 x	-0,8 x	-0,2 x

Nota 1: Caja Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16 (EUR 2,1Mn y EUR 3,2Mn el 1S22 y 1S21, respectivamente).

El Mg. EBITDA del 1S22 se sitúa en el 33% (-6,5p.p. vs 1S21), esencialmente, por: (i) la caída en ingresos (-5,5% vs 1S21), (ii) un mayor gasto de personal (por la reincorporación del 100% de la plantilla durante el 1S22) y (iii) el aumento de los costes operativos (por el efecto de la inflación en el coste del transporte, el consumo de energía y una mayor inversión en publicidad). NTH consolida un EBITDA 1S22 de EUR 10Mn (vs EUR 12,7Mn 1S21).

La posición de Caja Neta cierra el 1S22 en EUR 17,3Mn (vs EUR 25,1Mn en 2021). El robusto balance de NTH le permite mantener su compromiso de retribución al accionista. Durante el primer semestre de 2022 ha realizado un pago de EUR 12Mn en dividendos contra resultados 2021 (Pay-Out c. 90%; Yield 11,9%).

Por todo ello, revisamos a la baja nuestras estimaciones (2022e-2023e)

La incertidumbre y riesgos de desaceleración en el crecimiento económico continúan al alza (post Covid-19) derivados de una inflación elevada, una subida de tipos (que minorará el consumo) y el conflicto entre Rusia y Ucrania. Ante la debilidad de los resultados 1S22 y el entorno actual, planteamos una revisión a la baja de nuestras estimaciones 2022e-2023e que puede resumirse en:

- **Fuerte caída en ingresos 2022e (EUR 56,7Mn; -16,5% vs estimación previa)...** Los resultados del 1S22 (Ingresos -5,5% vs 1S21), y el cierre de puntos de venta del semestre (-57 YTD), nos llevan a revisar a la baja nuestras estimaciones de ingresos para 2022e-2023e. El consenso macro prevé una mayor subida de tipos a causa de la inflación y aumenta el riesgo de recesión económica, por lo que estimamos un cierre de c. 80 puntos de venta hasta final de año (frente a una estimación inicial de aperturas de 50 tiendas en 2022e).

Gráfico 2. Ingresos vs Número de puntos de venta totales



La evolución del canal online (c. 5% s/Ingresos 1S22 vs 3,7% el 1S21) compensará parcialmente, aunque aún está lejos de igualar el peso que tiene en sus principales competidores (HBL permite abrir puntos de venta online a sus distribuidores) por lo que esperamos que se produzca un efecto “catch up” durante los próximos años hasta suponer >10% de Ingresos.

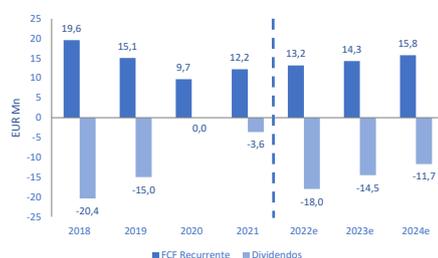
La recuperación dependerá del fin en el cierre puntos de venta y de la velocidad en la expansión del negocio internacional (fuera de los mercados ya maduros como Francia o Italia), vía nuevos acuerdos comerciales (a través de Master franquicias como en Letonia y Kazajistán o la apertura de filiales en países como Irlanda y Singapur) que durante los últimos años se han centrado en Asia. Pese al contexto económico actual, estimamos un crecimiento a dígito medio (c.5% a/a) a partir de 2023e con aperturas (34 centros a/a), lo que permitiría consolidar a NTH un ingreso de c. EUR 64Mn en 2024e.

Gráfico 3. EBITDA rec. vs Mg. EBITDA rec.



- **...que llevará al EBITDA 2022e a niveles de pandemia (EUR 17,5Mn, Mg. EBITDA 30,8%; -13,8% vs estimación previa)**, En 2022e, nuestra estimación para el EBITDA es una caída de c.-15% vs 2021. Resultado, esencialmente, de la reducción de ingresos que no es compensada por el aumento de las ventas online. Históricamente, NTH ha sido capaz de gestionar sus gastos de estructura (con cierre de los puntos de venta menos rentables y la manteniendo un Margen Bruto >70% sin subir precios por la integración vertical de su cadena de valor) neutralizando la dificultad para crecer en ingresos (competencia, Covid-19, inflación), y un Mg. EBITDA 2022e penalizado por el alza de los precios (-4,5 p.p. vs 2021) para el que estimamos una mejora hasta niveles de 32% en 2024e (vs c. 14,9% de sus principales competidores sector).

Gráfico 4. FCF rec. vs Dividendos



- **Pero manteniendo una abundante generación de FCF, con el compromiso de que revierta al accionista.** La capacidad de generación de caja de NTH se mantiene intacta por: i) bajas necesidades de circulante (WC/Ventas <7% -4y) y ii) bajas necesidades de inversión (Capex/Ventas c.1,5%). La caída en EBITDA 2022e, llevará el FCF rec. a EUR 11,3Mn (-13,9% vs estimación inicial). Estimamos un dividendo para 2022e de 9,8Mn (EUR 0,16/acción; Pay-Out 85%). A fecha de este informe NTH ya ha aprobado la distribución de un dividendo de EUR 6Mn a cuenta de los resultados de 2022e (EUR 3Mn) y reservas voluntarias (EUR 3Mn).
- **Todo ello soportado por un balance hipersaneado.** Estimamos una Caja Neta a cierre de 2022e de EUR 14,1Mn, haciendo creíble tanto la política de dividendos estimada para el período 2023e-2024e (Pay-Out 85%) como la capacidad de la estrategia de crecimiento inorgánico. Lo que resulta especialmente interesante en un contexto como el actual.

Nota: Dividendos 2022e corresponden a EUR 12Mn con cargo a 2021 y EUR 6Mn a 2022e; Dividendos 2023e corresponden a EUR 3,8Mn de 2022e y EUR 10Mn a 2023e.

Tabla 2. Revisión de estimaciones (2022e-2024e)

EUR Mn	2022e (Nuevo)	2022e	Revisión (%)	2023e (Nuevo)	2023e	Revisión (%)	2024e (Nuevo)
Total Ingresos	56,7	67,8	-16,5%	59,7	72,9	-18,0%	63,8
EBITDA (Recurrente)	17,5	22,1	-21,0%	18,8	24,0	-21,8%	20,4
EBITDA Rec. / Ventas	30,8%	32,6%	-2 p.p.	31,5%	33,0%	-2 p.p.	32,0%
EBIT	15,4	19,4	-21,0%	16,7	21,3	-21,7%	18,3
Beneficio Neto	11,5	13,6	-15,3%	12,6	14,9	-15,2%	13,7
Free Cash Flow (Rec.)	11,3	13,2	-13,9%	12,1	14,3	-15,5%	12,9
Caja Neta / EBITDA	-0,8x	-1,2x	0,4x	-0,6x	-1,2x	0,6x	-0,6x

En conclusión: El “equity story” de NTH es volver a crecer en ventas

Al igual que el resto de empresas de su sector, NTH se enfrenta a un entorno complicado por la situación macro actual, que reducirá la demanda de productos no básicos.

Pese al historial de caída en Ingresos (-34,6% vs 2018), consideramos NTH puede cambiar la tendencia que viene arrastrando desde hace años, incluso con el entorno en su contra. Por tres razones: (i) freno en el cierre de tiendas en mercados maduros (los cierres previos aseguran una elevada rentabilidad en los puntos de venta abiertos), (ii) el éxito en su expansión internacional en países asiáticos (la posibilidad de penetrar en un mercado con baja competencia) y (iii) el potencial de las ventas online, que aún tiene espacio para crecer (efecto catch-up con sus competidores). Todo ello, permitiría a NTH aspirar a un crecimiento en ingresos de dígito medio (5%) a partir de 2023e y alcanzar unas ventas de c. EUR 64Mn en 2024e y un EBITDA 2024e de c.20Mn.

Pese a una caída muy significativa en ingresos en los últimos años (-13,2% TACC -3y), el EBITDA ha mostrado una gran resiliencia (-4% TACC -3y). Lo que indica que existe una oportunidad de apalancar la eficiente estructura actual a un volumen de ingresos mayor. Por tanto, ante una vuelta al crecimiento en ingresos, el modelo de negocio de NTH permitiría trasladar el efecto a su EBITDA, haciendo especialmente atractivos sus múltiplos 2022e 4,8x EV/EBITDA y rentabilidad (FCF Yield estructuralmente >10%).

Por tanto, hoy el “equity story” de NTH se reduce a volver a crecer en ventas. Con eso bastaría (aún en el caso de que no hubiera mejora en márgenes), para poner el foco en los bajos múltiplos a los que cotiza la compañía. Y a los que se suma la relativa “protección” de una rentabilidad por dividendo de c. 10%.

Tabla 3. Ingresos vs EBITDA (2018-2021)

EUR Mn	2018	2021	TACC -3y
Ingresos Totales	88,7	57,9	-13,2%
EBITDA rec.	23,2	20,5	-4,0%
<i>Mg. EBITDA rec.</i>	<i>26,2%</i>	<i>35,4%</i>	

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	7,0	11,9	12,7	173,2			
Market Cap	100,8	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-17,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,5%	Coste de la deuda neta			2,3%	2,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)				=	=
Coste de la deuda neta	2,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)				1,8%	2,2%
Risk free rate (rf)	3,0%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)				=	=
Equity risk premium	7,0%	R (estimación propia)				6,5%	7,5%
Beta (B)	1,0	B (estimación propia)				0,9	1,1
Coste del Equity	10,0%	Ke = Rf + (R * B)				8,9%	11,3%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)				=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D				=	=
WACC	10,0%	WACC = Kd * D + Ke * E				8,9%	11,3%
G "Razonable"	1,5%					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	Mkt. Cap	PER 22e	BPA 22e-24e	EV/EBITDA 22e	EBITDA 22e-24e	EV/Vtas. 22e	Ingresos 22e-24e	EBITDA/Vtas. 22e	FCF Yield 22e	FCF 22e-24e
Herbalife Nut.	HLF-US	2.431,6	6,3	20,4%	6,9	8,7%	0,9	2,9%	13,2%	12,6%	n.a.
Medifast	MED-US	1.280,9	9,6	n.a.	6,6	n.a.	0,8	n.a.	12,1%	8,6%	n.a.
WW Intl.	WW-US	337,7	5,7	13,9%	8,3	3,8%	1,6	1,9%	19,3%	11,6%	n.a.
Pérdida de Peso			7,2	17,1%	7,3	6,2%	1,1	2,4%	14,9%	10,9%	n.a.
Nu Skin	NUS-US	1.885,5	11,9	9,4%	6,8	10,0%	0,8	4,5%	12,4%	7,1%	n.a.
Glanbia	GL9-IE	3.238,7	12,1	9,5%	10,3	7,1%	0,7	4,7%	7,3%	5,9%	28,1%
Suplementos Alimenticios			12,0	9,4%	8,5	8,6%	0,8	4,6%	9,8%	6,5%	28,1%
NTH	NTH-ES	100,8	8,8	9,4%	4,8	8,0%	1,5	6,1%	30,8%	11,3%	36,4%

Análisis de sensibilidad (2023e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 23e	EBITDA 23e	EV/EBITDA 23e
Max	34,6%	20,6	4,1x
Central	31,5%	18,8	4,5x
Min	28,4%	16,9	5,0x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 23e				FCF Rec./Yield 23e			
EBITDA 23e	1,3%	1,4%	1,5%		Escenario	FCF Rec./Yield 23e		
20,6	14,0	13,9	13,9	➔	Max	13,9%	13,8%	13,7%
18,8	12,1	12,1	12,0		Central	12,0%	12,0%	11,9%
16,9	10,3	10,2	10,2		Min	10,2%	10,1%	10,1%

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e		
Inmovilizado inmaterial	1,7	1,4	8,9	3,7	2,5	2,0	1,6	1,2		
Inmovilizado material	5,0	3,8	2,0	1,2	0,9	1,2	1,6	2,2		
Otros activos no corrientes	3,5	3,6	3,4	3,5	7,0	11,4	11,4	11,4		
Inmovilizado financiero	1,0	0,8	0,8	0,6	1,3	2,1	2,8	3,5		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	19,3	16,3	12,2	11,8	10,0	9,5	9,4	9,6		
Total activo	30,5	25,9	27,3	21,0	21,8	26,2	26,9	27,8		
Patrimonio neto	24,5	18,8	16,5	26,0	36,0	29,5	27,6	29,7		
Minoritarios	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,5	1,2	1,1	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5		
Otros pasivos no corrientes	-	-	7,7	3,7	2,2	2,2	2,2	2,2		
Deuda financiera neta	(5,2)	(5,4)	(7,6)	(18,3)	(25,1)	(14,1)	(11,7)	(12,9)		
Pasivo circulante	9,7	11,2	9,5	8,1	7,1	7,0	7,1	7,3		
Total pasivo	30,5	25,9	27,3	21,0	21,8	26,2	26,9	27,8		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
Total Ingresos	95,4	88,7	82,4	56,2	57,9	56,7	59,7	63,8	-11,7%	3,2%
<i>Cto. Total Ingresos</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-7,1%</i>	<i>-7,1%</i>	<i>-31,7%</i>	<i>3,0%</i>	<i>-2,2%</i>	<i>5,4%</i>	<i>6,8%</i>		
Coste de ventas	(27,1)	(25,2)	(23,8)	(15,9)	(16,3)	(16,3)	(17,1)	(18,0)		
Margen Bruto	68,3	63,5	58,5	40,4	41,6	40,4	42,7	45,7	-11,7%	3,2%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>71,6%</i>	<i>71,6%</i>	<i>71,0%</i>	<i>71,8%</i>	<i>71,8%</i>	<i>71,2%</i>	<i>71,4%</i>	<i>71,7%</i>		
Gastos de personal	(20,4)	(20,7)	(19,3)	(12,4)	(10,8)	(11,3)	(11,6)	(12,3)		
Otros costes de explotación	(17,7)	(19,6)	(16,1)	(10,6)	(10,3)	(11,6)	(12,3)	(13,1)		
EBITDA recurrente	30,3	23,2	23,1	17,4	20,5	17,5	18,8	20,4	-9,3%	-0,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>-7,2%</i>	<i>-23,4%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-24,8%</i>	<i>18,1%</i>	<i>-14,9%</i>	<i>7,6%</i>	<i>8,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>31,7%</i>	<i>26,2%</i>	<i>28,1%</i>	<i>30,9%</i>	<i>35,4%</i>	<i>30,8%</i>	<i>31,5%</i>	<i>32,0%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,9)	0,1	(0,2)	0,1	(0,6)	-	-	-		
EBITDA	29,4	23,3	22,9	17,4	19,9	17,5	18,8	20,4	-9,2%	0,7%
Depreciación y provisiones	(1,1)	(1,1)	(1,0)	(1,6)	(1,2)	(0,9)	(0,9)	(0,9)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(3,3)	(1,7)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)		
EBIT	28,3	22,1	18,6	14,2	17,5	15,4	16,7	18,3	-11,3%	1,5%
<i>Cto. EBIT</i>	<i>-9,9%</i>	<i>-21,6%</i>	<i>-15,9%</i>	<i>-24,0%</i>	<i>23,4%</i>	<i>-12,2%</i>	<i>8,8%</i>	<i>9,4%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>29,6%</i>	<i>25,0%</i>	<i>22,6%</i>	<i>25,2%</i>	<i>30,2%</i>	<i>27,1%</i>	<i>28,0%</i>	<i>28,7%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	(0,9)	(0,1)	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,0)	0,3	0,3	0,6	0,6		
Resultados por puesta en equivalencia	0,4	0,6	0,2	0,3	0,6	0,7	0,7	0,7		
Beneficio ordinario	28,7	22,7	18,7	13,5	18,2	16,4	18,0	19,6	-10,7%	2,4%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>-10,7%</i>	<i>-20,7%</i>	<i>-17,7%</i>	<i>-27,7%</i>	<i>35,0%</i>	<i>-10,2%</i>	<i>9,9%</i>	<i>8,9%</i>		
Extraordinarios	-	-	0,5	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	28,7	22,7	19,2	13,5	18,2	16,4	18,0	19,6	-10,7%	2,4%
Impuestos	(8,8)	(7,4)	(6,0)	(4,1)	(4,9)	(4,9)	(5,4)	(5,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>30,7%</i>	<i>32,4%</i>	<i>31,4%</i>	<i>30,5%</i>	<i>26,7%</i>	<i>30,0%</i>	<i>30,0%</i>	<i>30,0%</i>		
Minoritarios	0,0	0,0	0,1	(0,0)	(0,0)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	19,9	15,4	13,3	9,4	13,4	11,5	12,6	13,7	-9,4%	0,9%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>-11,8%</i>	<i>-22,6%</i>	<i>-13,8%</i>	<i>-29,3%</i>	<i>42,5%</i>	<i>-14,1%</i>	<i>9,9%</i>	<i>8,9%</i>		
Beneficio ordinario neto	20,7	15,9	13,3	9,4	13,8	11,5	12,6	13,7	-9,7%	-0,2%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-8,7%</i>	<i>-23,4%</i>	<i>-16,4%</i>	<i>-29,0%</i>	<i>46,5%</i>	<i>-16,8%</i>	<i>9,9%</i>	<i>8,9%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
EBITDA recurrente						17,5	18,8	20,4	-9,3%	-0,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(1,2)	(1,2)	(1,2)		
Var. capital circulante						0,5	0,2	0,0		
Cash Flow operativo recurrente						16,7	17,7	19,2	-5,6%	-1,5%
CAPEX						(0,7)	(0,8)	(1,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						0,3	0,6	0,6		
Impuestos						(4,9)	(5,4)	(5,9)		
Free Cash Flow Recurrente						11,3	12,1	12,9	-0,5%	-4,2%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(4,4)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						7,0	12,1	12,9	-7,7%	6,9%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(18,0)	(14,5)	(11,7)		
Variación de Deuda financiera neta						11,0	2,4	(1,3)		

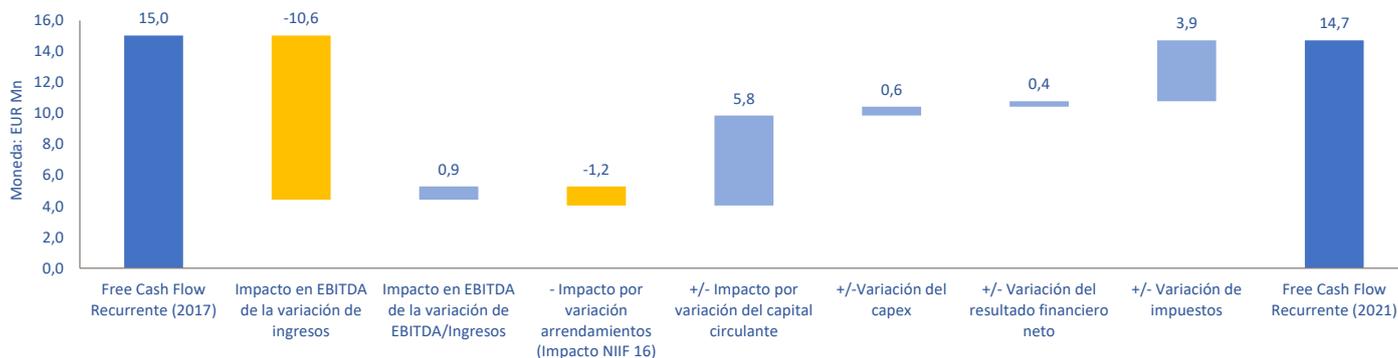
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 3,5Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

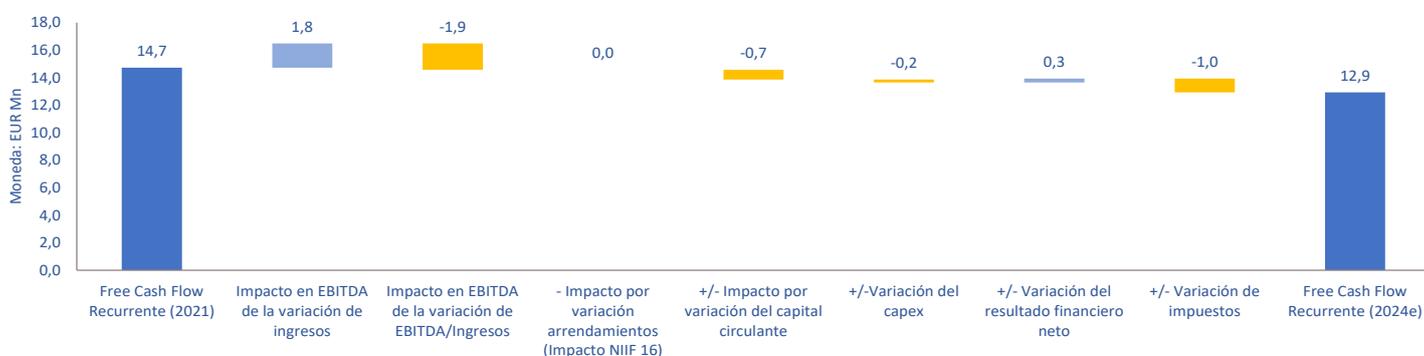
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
								18-21	21-24e
EBITDA recurrente	23,2	23,1	17,4	20,5	17,5	18,8	20,4	-4,0%	-0,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-23,4%	-0,3%	-24,8%	18,1%	-14,9%	7,6%	8,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	26,2%	28,1%	30,9%	35,4%	30,8%	31,5%	32,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(3,3)	(1,7)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)		
+/- Var. Capital circulante	4,5	2,4	(1,0)	0,7	0,5	0,2	0,0		
= Cash Flow operativo recurrente	27,7	22,2	14,7	20,0	16,7	17,7	19,2	-10,2%	-1,5%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	9,9%	-19,9%	-33,7%	36,1%	-16,7%	6,2%	8,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	31,3%	27,0%	26,2%	34,6%	29,5%	29,7%	30,1%		
- CAPEX	(0,7)	(0,9)	(0,9)	(0,8)	(0,7)	(0,8)	(1,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,2)	(0,0)	0,3	0,3	0,6	0,6		
- Impuestos	(7,4)	(6,0)	(4,1)	(4,9)	(4,9)	(5,4)	(5,9)		
= Free Cash Flow recurrente	19,6	15,1	9,7	14,7	11,3	12,1	12,9	-9,1%	-4,2%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	30,4%	-22,9%	-35,7%	51,6%	-23,0%	6,4%	7,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	22,1%	18,3%	17,3%	25,4%	20,0%	20,2%	20,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,2)	0,0	0,2	(0,6)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,3	(0,9)	2,0	(3,5)	(4,4)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	0,5	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	20,8	14,7	11,9	10,6	7,0	12,1	12,9	-20,1%	6,9%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	42,6%	-29,0%	-19,4%	-11,0%	-34,3%	73,5%	7,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	19,4%	15,0%	9,6%	14,6%	11,3%	12,0%	12,8%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	20,6%	14,6%	11,8%	10,5%	6,9%	12,0%	12,8%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	15,0	19,6	15,1	9,7	14,7	11,3	12,1		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(2,2)	(1,6)	(7,3)	0,5	(0,5)	0,9	1,3		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(4,9)	1,6	1,6	2,6	(2,6)	0,4	0,3		
= Variación EBITDA recurrente	(7,1)	(0,1)	(5,7)	3,2	(3,1)	1,3	1,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(3,3)	1,6	0,4	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	9,6	(2,2)	(3,3)	1,7	(0,3)	(0,3)	(0,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	2,5	(5,5)	(7,5)	5,3	(3,3)	1,0	1,4		
+/- Variación del CAPEX	0,6	(0,2)	0,0	0,1	0,0	(0,1)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(0,2)	0,2	0,3	(0,0)	0,3	0,0		
+/- Variación de impuestos	1,4	1,3	1,9	(0,8)	(0,0)	(0,5)	(0,5)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	4,6	(4,5)	(5,4)	5,0	(3,4)	0,7	0,9		
Free Cash Flow Recurrente	19,6	15,1	9,7	14,7	11,3	12,1	12,9		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	22,1	18,6	14,2	17,5	15,4	16,7	18,3	-7,6%	1,5%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	30,0%	30,0%	30,0%	26,7%	30,0%	30,0%	30,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(6,6)	(5,6)	(4,3)	(4,7)	(4,6)	(5,0)	(5,5)		
EBITDA recurrente	23,2	23,1	17,4	20,5	17,5	18,8	20,4	-4,0%	-0,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(3,3)	(1,7)	(1,2)	(1,2)	(1,2)	(1,2)		
+/- Var. Capital circulante	4,5	2,4	(1,0)	0,7	0,5	0,2	0,0		
= Cash Flow operativo recurrente	27,7	22,2	14,7	20,0	16,7	17,7	19,2	-10,2%	-1,5%
- CAPEX	(0,7)	(0,9)	(0,9)	(0,8)	(0,7)	(0,8)	(1,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(6,6)	(5,6)	(4,3)	(4,7)	(4,6)	(5,0)	(5,5)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	20,3	15,7	9,6	14,6	11,3	11,9	12,7	-10,5%	-4,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	32,1%	-22,7%	-39,0%	52,3%	-22,3%	4,7%	7,2%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	22,9%	19,1%	17,1%	25,2%	20,0%	19,9%	20,0%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,3	(0,9)	2,0	(3,5)	(4,4)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	0,5	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	21,7	15,4	11,6	11,1	7,0	11,9	12,7	-20,0%	4,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	37,8%	-29,2%	-24,4%	-4,4%	-37,3%	70,7%	7,2%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	24,0%	18,6%	11,3%	17,3%	13,4%	14,0%	15,0%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	25,6%	18,1%	13,7%	13,1%	8,2%	14,0%	15,0%		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 3,5Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021)



Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2024e)



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	100,8	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 6m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,3	Rdos. 6m 2022
+ Deuda financiera neta	(17,3)	Rdos. 6m 2022
- Inmovilizado financiero	1,2	Rdos. 6m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	84,7	

Anexo 4. Comportamiento histórico ⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)															TACC	
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	15-21	21-24e
Total Ingresos	96,4	96,6	98,3	95,4	88,7	82,4	56,2	57,9	56,7	59,7	63,8	-8,2%	3,2%			
Cto. Total ingresos	n.a.	0,2%	1,8%	-2,9%	-7,1%	-7,1%	-31,7%	3,0%	-2,2%	5,4%	6,8%					
EBITDA	33,7	33,6	32,4	29,4	23,3	22,9	17,4	19,9	17,5	18,8	20,4	-8,3%	0,7%			
Cto. EBITDA	n.a.	-0,2%	-3,7%	-9,3%	-20,8%	-1,4%	-24,0%	14,4%	-12,4%	7,6%	8,4%					
EBITDA/Ingresos	34,9%	34,8%	32,9%	30,8%	26,2%	27,8%	31,0%	34,4%	30,8%	31,5%	32,0%					
Beneficio neto	22,6	22,9	22,5	19,9	15,4	13,3	9,4	13,4	11,5	12,6	13,7	-8,6%	0,9%			
Cto. Beneficio neto	n.a.	1,3%	-1,6%	-11,8%	-22,6%	-13,8%	-29,3%	42,5%	-14,1%	9,9%	8,9%					
Nº Acciones Ajustado (Mn)	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0					
BPA (EUR)	0,38	0,38	0,38	0,33	0,26	0,22	0,16	0,22	0,19	0,21	0,23	-8,6%	0,9%			
Cto. BPA	-100,0%	1,3%	-1,6%	-11,8%	-22,6%	-13,8%	-29,3%	42,5%	-14,1%	9,9%	8,9%					
BPA ord. (EUR)	0,38	0,38	0,38	0,35	0,26	0,22	0,16	0,23	0,19	0,21	0,23	-8,2%	-0,2%			
Cto. BPA ord.	-100,0%	1,8%	-1,3%	-8,7%	-23,4%	-16,4%	-29,0%	46,5%	-16,8%	9,9%	8,9%					
CAPEX	(3,1)	(0,9)	(1,2)	(1,3)	(0,7)	(0,9)	(0,8)	(0,8)	(0,7)	(0,8)	(1,0)					
CAPEX/Vtas % ¹	3,2%	0,9%	1,2%	1,4%	0,8%	1,1%	1,6%	1,3%	1,3%	1,4%	1,5%					
Free Cash Flow	38,9	30,9	14,4	14,6	20,8	14,7	11,9	10,6	7,0	12,1	12,9	-16,3%	6,9%			
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	0,0x	-0,4x	-0,4x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	-1,0x	-1,3x	-0,8x	-0,6x	-0,6x					
PER (x)	n.a.	6,8x	8,9x	9,2x	5,0x	8,1x	8,9x	8,0x	8,8x	8,0x	7,3x					
EV/Vtas (x)	n.a.	2,25x	2,78x	2,49x	1,01x	1,37x	1,34x	1,56x	1,49x	1,42x	1,33x					
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	6,5x	8,4x	8,1x	3,9x	4,9x	4,3x	4,5x	4,8x	4,5x	4,2x					
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	29,2%	-9,3%	-57,6%	39,2%	-22,3%	27,7%	-5,6%							
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	n.a.	31,8%	-15,5%	-50,1%	24,5%	-8,2%	18,3%	4,5%							

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se 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 2022e

	EUR Mn	Pérdida de Peso				Suplementos Alimenticios			NTH
		Herbalife Nut.	Medifast	WW Intl.	Average	Nu Skin	Glanbia	Average	
Datos Mercado	Ticker (Factset)	HLF-US	MED-US	WW-US		NUS-US	GL9-IE		NTH-ES
	País	Cayman Isl.	USA	USA		USA	Ireland		Spain
	Market cap	2.431,6	1.280,9	337,7		1.885,5	3.238,7		100,8
	Enterprise value (EV)	4.924,2	1.276,0	1.717,8		2.022,7	4.025,3		84,7
Información financiera básica	Total Ingresos	5.412,8	1.589,8	1.074,9		2.401,3	5.405,6		56,7
	Cto.Total Ingresos	-7,9%	2,9%	-12,4%	-5,8%	-12,0%	28,8%	8,4%	-2,2%
	2y TACC (2022e - 2024e)	2,9%	n.a.	1,9%	2,4%	4,5%	4,7%	4,6%	6,1%
	EBITDA	712,3	192,3	207,9		296,8	392,1		17,5
	Cto. EBITDA	-16,1%	-16,7%	-23,0%	-18,6%	-28,6%	16,1%	-6,3%	-12,4%
	2y TACC (2022e - 2024e)	8,7%	n.a.	3,8%	6,2%	10,0%	7,1%	8,6%	8,0%
	EBITDA/Ingresos	13,2%	12,1%	19,3%	14,9%	12,4%	7,3%	9,8%	30,8%
	EBIT	587,5	182,9	147,1		230,8	256,8		15,4
	Cto. EBIT	-20,6%	-16,4%	-33,5%	-23,5%	-20,2%	21,8%	0,8%	-12,2%
	2y TACC (2022e - 2024e)	9,0%	n.a.	10,7%	9,8%	9,6%	12,4%	11,0%	9,1%
	EBIT/Ingresos	10,9%	11,5%	13,7%	12,0%	9,6%	4,8%	7,2%	27,1%
	Beneficio Neto	340,1	132,3	40,0		128,6	248,9		11,5
	Cto. Beneficio Neto	-24,9%	-20,3%	-40,9%	-28,7%	-13,8%	77,0%	31,6%	-14,1%
2y TACC (2022e - 2024e)	14,4%	n.a.	37,1%	25,8%	24,4%	3,9%	14,1%	9,4%	
CAPEX/Ventas	3,5%	1,0%	1,3%	2,0%	1,5%	1,4%	1,5%	1,3%	
Free Cash Flow	306,8	109,5	39,1		133,7	191,1		7,0	
Deuda financiera Neta	n.a.	(24,4)	1.287,7		3,1	503,2		(14,1)	
DN/EBITDA (x)	n.a.	(0,1)	6,2	3,0	0,0	1,3	0,6	(0,8)	
Pay-out	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	60,5%	37,4%	48,9%	85,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	6,3	9,6	5,7	7,2	11,9	12,1	12,0	8,8
	P/BV (x)	n.a.	3,5	n.a.	3,5	n.a.	1,8	1,8	3,4
	EV/Ingresos (x)	0,9	0,8	1,6	1,1	0,8	0,7	0,8	1,5
	EV/EBITDA (x)	6,9	6,6	8,3	7,3	6,8	10,3	8,5	4,8
	EV/EBIT (x)	8,4	7,0	11,7	9,0	8,8	15,7	12,2	5,5
	ROE	n.a.	36,8	n.a.	36,8	n.a.	15,1	15,1	35,0
	FCF Yield (%)	12,6	8,6	11,6	10,9	7,1	5,9	6,5	11,3
	DPA	0,00	n.a.	0,00	0,00	1,55	0,32	0,93	0,16
Dvd Yield	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	4,1%	2,7%	3,4%	9,7%	

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).

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 (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) 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@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

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 IFAF 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, IFAF 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 IFAF 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 IFAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IFAF 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. IFAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IFAF 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
22-Sep-2022	n.a.	1,68	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas
02-Mar-2022	n.a.	1,74	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Luis Esteban Arribas
21-Sep-2021	n.a.	1,58	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
22-Jun-2021	n.a.	1,52	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021 - Subimos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
23-Abr-2021	n.a.	1,47	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

