

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Personal Products

Precio de Cierre: EUR 1,87 (16 mar 2023)

Fecha del informe: 17 mar 2023 (10:30)

Revisión de estimaciones: A la baja

Análisis Independiente de Compañías

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 (36%), Italia (29%) y Polonia (11%) sus principales mercados). Está gestionada y controlada por la familia fundadora (77,8% del capital).

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

++34 915 904 226

La reestructuración de puntos de venta seguirá presionando los números

RDOS 2022: POR DEBAJO DE LO ESPERADO (INGRESOS EUR 52,6Mn; -9,3% VS 2021 Y -7,2% VS NUESTRAS ESTIMACIONES). Destacamos: (i) contracción de ingresos 2022, que se sitúan en EUR 52,6Mn (-9,3% vs 2021; -7,2% vs nuestras estimaciones), ii) que junto al aumento de costes operativos, han reducido el EBITDA Rec. 2022 un -23,4% (EUR 15,7Mn vs EUR 20,5 en 2021). NTH cierra 2022 con una posición de Caja Neta de EUR 10Mn (vs EUR 25,1Mn en 2021) como resultado del reparto de dividendos (EUR 18Mn en dividendos en 2022).

EL CONTINUO CIERRE DE PUNTOS DE VENTA (-130 VS 2021) LIMITA LA CAPACIDAD DE CRECER DE NTH. Durante los últimos 5 años, los ingresos se han reducido un -44%. Los principales drivers que explican este comportamiento son: i) el cierre de puntos de venta (se han llevado a cabo 804 cierres; 161 de media anual; 101 excluyendo 2020), y ii) la venta media por centro; pese a la reestructuración en la red comercial, las ventas medias/tienda 2022 se sitúan en EUR 32,4 Miles (-12% respecto a los niveles de 2019).

LO QUE NOS LLEVA A AJUSTAR NUESTRAS ESTIMACIONES A LA BAJA. El escenario que planteamos muestra una continuidad en la evolución vista en los últimos 5 años. Estimamos que NTH genere unos ingresos 2025e de EUR 47,8Mn en 2025e (-3,1% TACC 2022-2025e) con c. 1.400 centros ("suelo" según nuestras estimaciones). Apuntando a un EBTIDA 2025e de EUR 14,7M gracias a una estructura operativa "ligera en costes" y por tanto muy eficiente (el gran activo de la compañía); que junto al aumento del canal online hasta el 10% en 2025e (vs 5% en 2022) le permitirá mejorar su Mg. EBITDA Rec. 2025e hasta 30,8%. La alta capacidad de generación de caja (FCF 2025e de EUR 9,4Mn; conversión de c. 60% del EBITDA) preservará la sólida posición financiera (Caja Neta 25e > EUR 10Mn); sin alterar su atractiva política de dividendos (Pay-Out 85%; Dividend Yield 25e 7,2%).

EL RETO ES VOLVER A CRECER. El gran reto de NTH es romper la tendencia (a la baja en ingresos) vista hasta ahora y volver a crecer. A nuestro juicio, el suelo se alcanzará en 2025e, aun así, los resultados del 1S 2023 serán claves para identificar un indicador/catalizador que permita anticipar un cambio de tendencia que suponga volver a la senda del crecimiento. Hoy NTH cotiza a unos múltiplos EV/EBITDA 2023e 7,2x (vs EV/EBITDA 7,7x de su sector). FCF 2023e Yield 8,4%.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	112,2	119,2
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	104,5	111,0
Número de Acciones (Mn)	60,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,06 / 1,70 / 1,51	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽²⁾	6,8	
Factset / Bloomberg	NTH-ES / NTH SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

D. F. Revuelta y Familia	77,8
Free Float	22,3

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	60,0	60,0	60,0	60,0
Total Ingresos	52,6	48,8	47,6	47,8
EBITDA Rec.	15,7	14,5	14,4	14,7
% Var.	-23,4	-7,7	-0,8	2,2
% EBITDA Rec./Ing.	29,9	29,7	30,2	30,8
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	17,9	8,1	7,8	6,5
Beneficio neto	9,6	9,0	9,1	9,5
BPA (EUR)	0,16	0,15	0,15	0,16
% Var.	-27,9	-6,5	1,0	4,2
BPA ord. (EUR)	0,17	0,15	0,15	0,16
% Var.	-27,2	-10,4	1,0	4,2
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	5,1	9,4	9,2	9,4
Pay-out (%)	100,0	85,0	85,0	85,0
DPA (EUR)	0,16	0,13	0,13	0,13
Deuda financiera neta	-10,0	-8,2	-9,6	-11,0
DN / EBITDA Rec.(x)	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
ROE (%)	30,2	33,7	34,7	34,3
ROCE (%) ⁽⁴⁾	60,4	44,7	46,5	49,3

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

	2022	2023e	2024e	2025e
PER	11,7	12,5	12,3	11,8
PER Ordinario	11,2	12,5	12,3	11,8
P/BV	4,0	4,4	4,2	4,0
Dividend Yield (%)	8,6	6,8	6,9	7,2
EV/Ventas	1,99	2,14	2,19	2,19
EV/EBITDA Rec.	6,6	7,2	7,3	7,1
EV/EBIT	8,1	8,6	8,5	8,2
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	4,6	8,4	8,2	8,4

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-6,5	16,9	-1,0	18,7	45,9	-35,7
vs Ibex 35	-1,9	6,7	-6,7	9,9	0,2	-29,4
vs Ibex Small Cap Index	-1,9	2,4	0,8	4,3	-19,6	-42,8
vs Eurostoxx 50	-2,4	8,0	-6,4	9,4	-13,2	-46,3
vs Índice del sector ⁽³⁾	-8,2	11,8	-0,2	13,6	8,1	-47,8

(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 Food & Beverage.

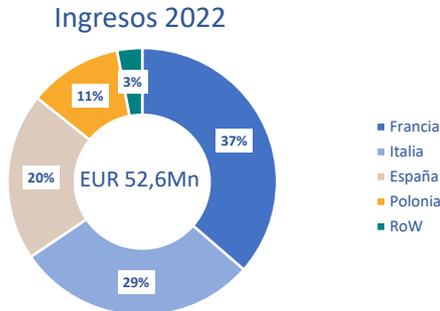
(4) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

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

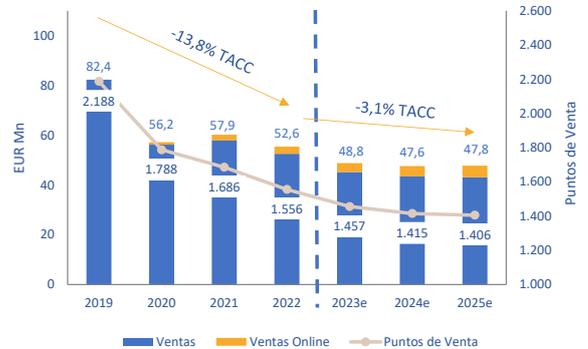
(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

La compañía en 8 gráficos

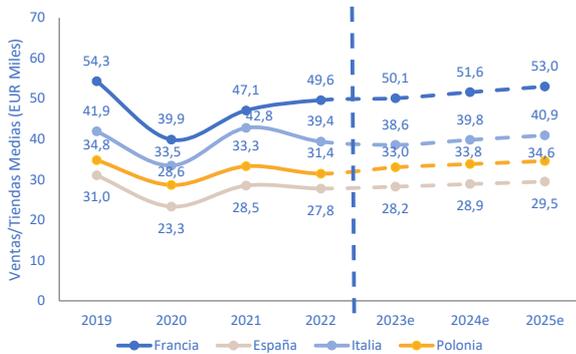
Un negocio diversificado geográficamente (especialmente en Europa)



El freno en el cierre de tiendas es el catalizador "clave", pero habrá que esperar hasta 2025e



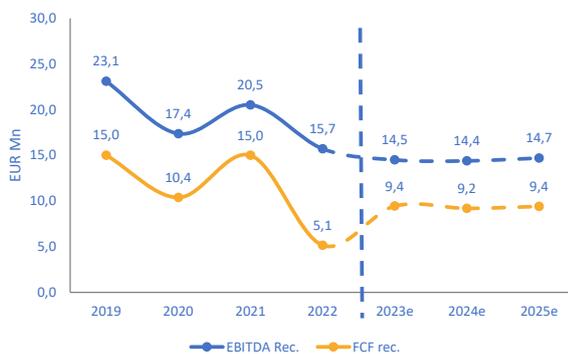
Unas ventas por tienda que esperamos que se mantengan estables (+1,5% TACC 2022-2025e) pese a la reestructuración comercial



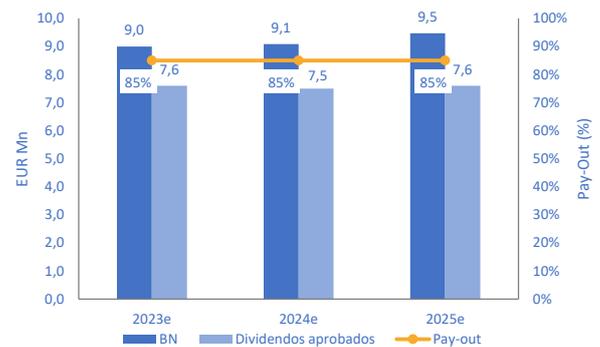
Su ligera estructura de costes, permitirá mantener unos márgenes elevados (Mg. EBITDA 30%). EBITDA 23e-25e EUR 14,5Mn



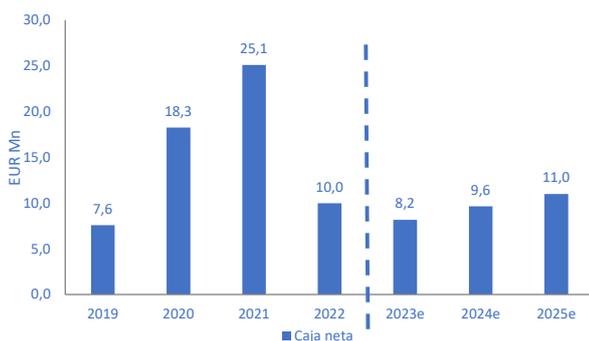
Alta capacidad de convertir el EBITDA en caja (c. 60%). FCF Yield >8% ...



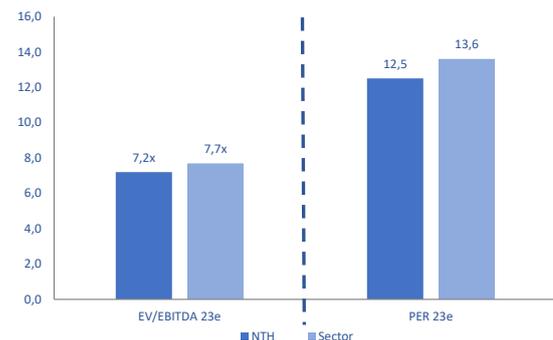
... que permitirá mantener un Pay-Out (85%) elevado y un Dividend Yield 2023e del 7%



Y una posición de balance muy robusta (Caja Neta 2023e EUR 8Mn), especialmente interesante en un entorno de subidas de tipos



Cotizando a EV/EBITDA 2023e 7,2x (vs 7,7x de su sector)



Revisión de estimaciones: A la baja

El cierre de tiendas mantendrá la tendencia (a la baja) en ingresos hasta 2025e. La resiliencia en márgenes sigue siendo el gran activo de NTH

El comportamiento de NTH a lo largo de los últimos cinco años pone de manifiesto una doble lectura: i) caída en ingresos (-11,2% TACC 2017-2022) consecuencia de la reestructuración de su red comercial (-804 centros desde 2017) y ii) capacidad de “proteger” sus márgenes (Mg. EBITDA 2022 29,9%; -1,8p.p. vs 2017) mostrando resiliencia incluso ante entornos macro en contra (Covid-19, inflación, subida de tipos).

Tabla 1. Resultados 2022

EUR Mn	12m22 Real	12m21	12m22 Real vs 12m21	2022e	12m22 Real vs 2022e
Total Ingresos	52,6	57,9	-9,3%	56,7	-7,2%
Francia	19,1	20,2	-5,3%	19,7	-3,2%
España	10,6	11,9	-10,6%	11,9	-10,6%
Italia	15,2	16,8	-9,4%	16,5	-7,4%
Polonia	5,9	6,9	-15,0%	6,6	-10,5%
Otros países	1,6	1,8	-12,9%	1,7	-6,6%
Otros ingresos	0,2	0,3	-50,0%	0,4	-54,5%
Mg. Bruto	37,7	41,6	-9,5%	40,4	-6,7%
<i>Mg. Bruto / Ingresos</i>	<i>71,6%</i>	<i>71,8%</i>	<i>-0,2 p.p.</i>	<i>71,2%</i>	<i>0,4 p.p.</i>
EBITDA (Recurrente)	15,7	20,5	-23,4%	17,5	-10,0%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>29,9%</i>	<i>35,4%</i>	<i>-5,5 p.p.</i>	<i>30,8%</i>	<i>-0,9 p.p.</i>
EBITDA	15,2	19,9	-24,0%	17,5	-13,3%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>28,8%</i>	<i>34,4%</i>	<i>-5,6 p.p.</i>	<i>30,8%</i>	<i>-2,0 p.p.</i>
EBIT	12,9	17,5	-26,5%	15,4	-16,7%
BAI	13,1	18,2	-28,2%	16,4	-20,1%
BN	9,6	13,4	-28,0%	11,5	-16,1%
Nº de centros	1.556	1.686	-130	1.608	-52
<i>Ventas Online (%)</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>1,0 p.p.</i>	<i>5,6%</i>	<i>-0,6 p.p.</i>
FCF Recurrente	5,1	15,0	-66%	11,9	-57%
Caja Neta ¹	-10,0	-25,1	60%	-14,1	29,1%
Caja Neta / EBITDA Rec.	-0,6 x	-1,2 x	0,6 x	-0,8 x	-0,2 x

Nota 1. Caja Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16 (EUR 3,3Mn y EUR 2,2Mn en 2022 y 2021, respectivamente).

La compañía publicó unos resultados 28 de febrero por debajo de lo esperado. Destacamos: (i) contracción de ingresos en todas sus geografías, que se reducen a EUR 52,6Mn (-9,3% vs 2021 y EUR 56,2Mn en 2020), resultado del cierre de 130 puntos de venta y un ingreso medio/tienda que se mantienen estables (EUR 32,4 Miles; -12% respecto a niveles pre-Covid) pese al menor número de centros, (ii) el aumento de costes operativos (especialmente en suministros y transportes) presiona el margen EBITDA Rec. 2022 hasta niveles de 29,9% (-5,5p.p. Mg. EBITDA Rec. 2021, máximo histórico, al no estar reincorporado el 100% del personal en 2021; c. +2 p.p. vs 2019) que han reducido el EBITDA Rec. 2022 hasta EUR 15,7Mn (-23,4% vs 2021) y (iii) un BN positivo de EUR 9,6Mn (vs EUR 13,4Mn en 2021).

Por el lado del balance, disminuye su posición de Caja Neta hasta EUR 10Mn (ex NIIF – 16; vs EUR 25,1Mn en 2021), esencialmente, como consecuencia del reparto de dividendos por valor de EUR 18Mn durante 2022.

Los resultados 2022 y la falta de catalizadores que indiquen una recuperación del crecimiento en ingresos a corto/medio plazo, nos llevan a un ajuste a la baja de nuestras estimaciones

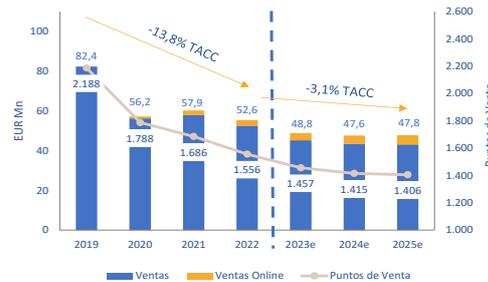
Los resultados 2022 confirman la tendencia a reducir el número de puntos de venta (impactados, inevitablemente, por la desaceleración del consumo y la ausencia de barreras de entrada). Por ello, recortamos nuestras estimaciones. Retrasamos la vuelta al crecimiento en ingresos hasta más allá de 2025e:

- **Estimamos un menor Ingreso en 2023e (EUR 48,2Mn; -18,3% vs estimación anterior) por la continuidad en la reestructuración de la red comercial ...** En concreto, nuestro modelo recoge una evolución en los ingresos condicionada a 3 hipótesis: i) puntos de venta, ii) ingreso medio/tienda y iii) crecimiento del canal online.

Durante el 2022 se cerraron un total de 130 puntos de venta (vs 80 estimados). NTH ha cerrado 161 puntos de venta anualmente de media -5y (101 si excluimos el año del Covid-19). La evolución negativa en todos los mercados maduros de NTH (Francia, Italia, España y Polonia; c.97%/Ingresos 2022) sumada a la falta de catalizadores que nos permitan anticipar un cambio en esta tendencia de cierres (las firmas de master franquicias no son significativas en la actualidad) nos llevan a estimar un cierre de al menos 150 tiendas más hasta 2025e (anticipamos un “suelo” de c.1.400 puntos de venta en 2025e vs 1.556 en 2022 y 2.188 en 2019).

Adicionalmente, la venta media/tienda no ha cumplido con nuestras expectativas, manteniéndose estable en 2022 (EUR 32,4Miles; -2,8% vs 2021), tras el repunte visto en 2021 (+18% vs 2020) por el impacto del Covid (pese a ello, las ventas medias/tienda continúan un -12% vs 2019). Nuestras estimaciones son continuistas para la evolución de venta media/tienda hasta 2025e (EUR 33,9Miles; +1,5% TACC 2022-2025e).

El canal online aumentó su peso en el mix de ingresos hasta niveles del 5% en 2022 (vs 4% en 2021), aunque no consigue compensar el efecto de los cierres. No obstante, estimamos que siga ganando peso en el mix hasta el 10% s/Ingresos en 2025e por la inversión ya realizada por parte de NTH (EUR 1Mn en 2022), y que esperamos se mantenga durante los siguientes años.

Gráfico 1. Ingresos vs Puntos de Venta (19-25e)

Gráfico 2: Evolución Ventas/Tienda Medias (19-25e)


En conclusión, reiteramos que la “vuelta” al crecimiento dependerá del fin en el cierre puntos de venta y del éxito en la expansión del negocio internacional (fuera de los mercados ya maduros), vía nuevos acuerdos comerciales (a través de Master franquicias) que durante los últimos años se han centrado en Asia. Lo anterior, se traduce en una estimación negativa (y lógica) en Ingresos para los próximos 3 años (-3,1% TACC 2022-2025e). Y en la expectativa de crecer a partir de entonces.

- **... lo que, pese a mantener un margen elevado (EBITDA/Vtas c. 30%), impedirá crecer en EBITDA (EBITDA 2023e: EUR 14,3Mn, -22,8% vs estimación anterior).** Históricamente, La integración vertical de NTH le ha permitido mantener un margen bruto >71,5% (NTH posee el 49,75% de Ichem y 49% de Girofibra, proveedores del grupo). No obstante, estimamos que la compañía pueda mejorar su Mg. EBITDA por encima del >30% por la flexibilidad de su estructura de costes operativos y el aumento del canal online (mayor margen). La caída de ingresos estimados en 2023e (-7,2% vs 2022), reducirá (inevitablemente) el EBITDA Rec. hasta EUR 14,5Mn (-7,7% vs 2022).
- **La capacidad de generación de FCF, y su posición de Caja Neta garantizan el compromiso de retribución al accionista (Pay-Out 85%).** Estimamos que NTH mantenga una generación de FCF rec. de c. EUR 9,5Mn/anual para los próximos 3 años. NTH, además, dispone de una posición de Caja Neta a cierre de 2022 de EUR 10Mn que sumada a nuestras estimaciones de BN hasta 2025 (c. EUR 9Mn/anual), nos permite asumir una continuación en su política de retribución al accionista (estimamos un Pay-Out del 85% hasta 2025e).

Tabla 2. Revisión de Estimaciones

EUR Mn	2023e (Nuevo)	2023e	Revisión (%)	2024e (Nuevo)	2024e	Revisión (%)	2025e (Nuevo)
Total Ingresos	48,8	59,7	-18,3%	47,6	63,8	-25,3%	47,8
EBITDA (Recurrente)	14,5	18,8	-22,8%	14,4	20,4	-29,4%	14,7
EBITDA Rec. / Ventas	29,7%	31,5%	-2 p.p.	30,2%	32,0%	-2 p.p.	30,8%
EBIT	12,1	16,7	-27,6%	12,2	18,3	-33,2%	12,7
Beneficio Neto	9,0	12,6	-28,6%	9,1	13,7	-33,8%	9,5
Free Cash Flow (Rec.)	9,4	12,1	-21,9%	9,2	12,9	-28,7%	9,4
Caja Neta / EBITDA	-0,6 x	-1,2 x	0,7 x	-0,7 x	-1,2 x	0,5 x	-0,7 x

En conclusión: el reto/oportunidad está en volver a crecer. La “defensividad” de sus márgenes es el gran activo de NTH. Que (pese a todo) mantendrá un FCF yield muy elevado.

El equito story de NTH hoy se reduce a frenar el cierre de tiendas en sus mercados maduros. Aunque los puntos de venta actuales (1.556) se encuentran “ya” lejos de máximos (2.360 en 2017) esperamos que continúen los cierres hasta situarse en 1.400 puntos de venta en 2025. Lo que, junto a una normalización de venta media/tienda y el crecimiento del online (10% en 2025e vs 5% en 2022) debería permitir a NTH revertir la situación (contracción de ingresos) en que se encuentra.

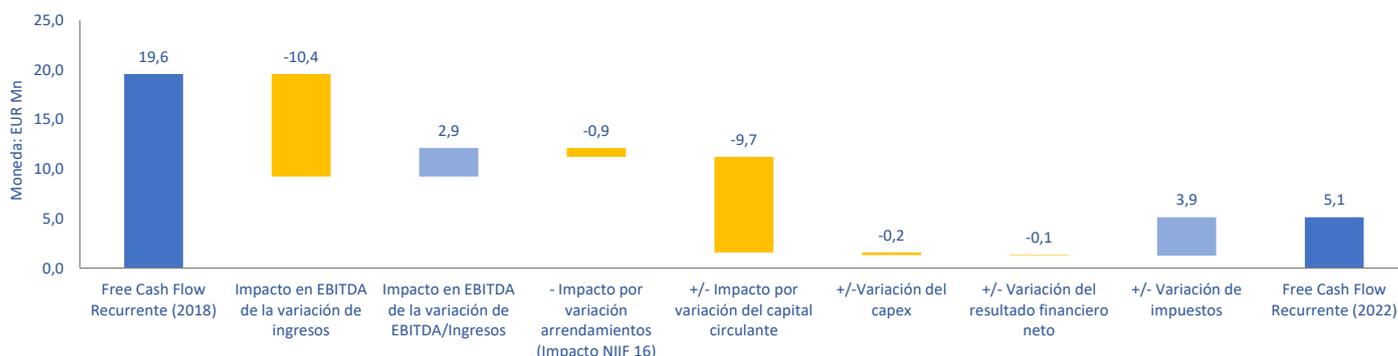
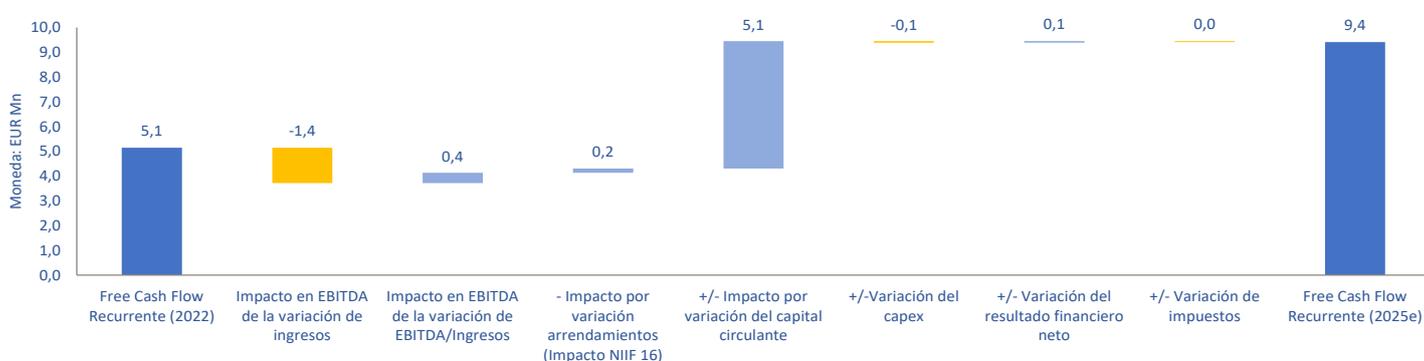
El foco, por tanto, debe ponerse en los resultados 1S 2023, a la espera de “atisbar” un indicador/catalizador (no visible a fecha de este informe) que permita anticipar un cambio en la tendencia bajista de ingresos vista en los últimos años. No obstante, la fortaleza de Balance de NTH (Caja Neta 2022 EUR 10Mn) hace de red, limitando el riesgo financiero y permitiendo mantener su política de dividendos. Hoy NTH cotiza a unos múltiplos EV/EBITDA 2023e 7,2x (vs EV/EBITDA 7,7x de su sector). FCF Yield 2023e muy fuerte “pese a todo” (>8%) y “protegido” por la resiliencia en márgenes.

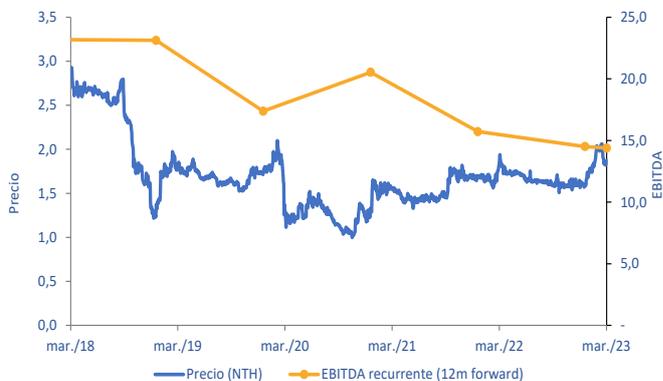
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	1,4	8,9	3,7	2,5	3,4	2,6	2,0	1,3		
Inmovilizado material	3,8	2,0	1,2	0,9	1,2	1,4	1,8	2,2		
Otros activos no corrientes	3,6	3,4	3,5	7,0	10,7	10,7	10,7	10,7		
Inmovilizado financiero	0,8	0,8	0,6	1,3	0,5	0,8	1,1	1,4		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	16,3	12,2	11,8	10,0	15,0	14,3	14,1	14,0		
Total activo	25,9	27,3	21,0	21,8	30,7	29,9	29,6	29,6		
Patrimonio neto	18,8	16,5	26,0	36,0	27,8	25,5	26,9	28,3		
Minoritarios	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,2	1,1	1,4	1,5	2,7	2,7	2,7	2,7		
Otros pasivos no corrientes	-	7,7	3,7	2,2	3,3	3,3	3,3	3,3		
Deuda financiera neta	(5,4)	(7,6)	(18,3)	(25,1)	(10,0)	(8,2)	(9,6)	(11,0)		
Pasivo circulante	11,2	9,5	8,1	7,1	6,9	6,5	6,3	6,2		
Total pasivo	25,9	27,3	21,0	21,8	30,7	29,9	29,6	29,6		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	88,7	82,4	56,2	57,9	52,6	48,8	47,6	47,8	-12,2%	-3,1%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>-7,1%</i>	<i>-7,1%</i>	<i>-31,7%</i>	<i>3,0%</i>	<i>-9,3%</i>	<i>-7,2%</i>	<i>-2,4%</i>	<i>0,4%</i>		
Coste de ventas	(25,2)	(23,8)	(15,9)	(16,3)	(14,9)	(13,6)	(13,2)	(13,1)		
Margen Bruto	63,5	58,5	40,4	41,6	37,7	35,2	34,5	34,7	-12,2%	-2,7%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>71,6%</i>	<i>71,0%</i>	<i>71,8%</i>	<i>71,8%</i>	<i>71,6%</i>	<i>72,1%</i>	<i>72,4%</i>	<i>72,6%</i>		
Gastos de personal	(20,7)	(19,3)	(12,4)	(10,8)	(10,6)	(10,1)	(9,7)	(9,7)		
Otros costes de explotación	(19,6)	(16,1)	(10,6)	(10,3)	(11,3)	(10,6)	(10,3)	(10,3)		
EBITDA recurrente	23,2	23,1	17,4	20,5	15,7	14,5	14,4	14,7	-9,3%	-2,2%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-23,4%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-24,8%</i>	<i>18,1%</i>	<i>-23,4%</i>	<i>-7,7%</i>	<i>-0,8%</i>	<i>2,2%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>26,2%</i>	<i>28,1%</i>	<i>30,9%</i>	<i>35,4%</i>	<i>29,9%</i>	<i>29,7%</i>	<i>30,2%</i>	<i>30,8%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	(0,2)	0,1	(0,6)	(0,6)	-	-	-		
EBITDA	23,3	22,9	17,4	19,9	15,2	14,5	14,4	14,7	-10,2%	-1,0%
Depreciación y provisiones	(1,1)	(1,0)	(1,6)	(1,2)	(1,4)	(1,5)	(1,4)	(1,3)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(3,3)	(1,7)	(1,2)	(0,9)	(0,9)	(0,8)	(0,7)		
EBIT	22,1	18,6	14,2	17,5	12,9	12,1	12,2	12,7	-12,7%	-0,3%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-21,6%</i>	<i>-15,9%</i>	<i>-24,0%</i>	<i>23,4%</i>	<i>-26,5%</i>	<i>-5,9%</i>	<i>1,0%</i>	<i>4,1%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>25,0%</i>	<i>22,6%</i>	<i>25,2%</i>	<i>30,2%</i>	<i>24,4%</i>	<i>24,8%</i>	<i>25,7%</i>	<i>26,6%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	(0,9)	(0,1)	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	(0,2)	(0,0)	0,3	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,6	0,2	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3		
Beneficio ordinario	22,7	18,7	13,5	18,2	13,1	12,3	12,5	13,0	-12,9%	-0,3%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-20,7%</i>	<i>-17,7%</i>	<i>-27,7%</i>	<i>35,0%</i>	<i>-28,2%</i>	<i>-5,8%</i>	<i>1,0%</i>	<i>4,2%</i>		
Extraordinarios	-	0,5	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	22,7	19,2	13,5	18,2	13,1	12,3	12,5	13,0	-12,9%	-0,3%
Impuestos	(7,4)	(6,0)	(4,1)	(4,9)	(3,5)	(3,3)	(3,4)	(3,5)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>32,4%</i>	<i>31,4%</i>	<i>30,5%</i>	<i>26,7%</i>	<i>26,6%</i>	<i>27,1%</i>	<i>27,1%</i>	<i>27,1%</i>		
Minoritarios	0,0	0,1	(0,0)	(0,0)	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	15,4	13,3	9,4	13,4	9,6	9,0	9,1	9,5	-11,0%	-0,5%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-22,6%</i>	<i>-13,8%</i>	<i>-29,3%</i>	<i>42,5%</i>	<i>-27,9%</i>	<i>-6,5%</i>	<i>1,0%</i>	<i>4,2%</i>		
Beneficio ordinario neto	15,9	13,3	9,4	13,8	10,0	9,0	9,1	9,5	-10,8%	-1,9%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-23,4%</i>	<i>-16,4%</i>	<i>-29,0%</i>	<i>46,5%</i>	<i>-27,2%</i>	<i>-10,4%</i>	<i>1,0%</i>	<i>4,2%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						14,5	14,4	14,7	-9,3%	-2,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,9)	(0,8)	(0,7)		
Var.capital circulante						0,2	0,1	0,0		
Cash Flow operativo recurrente						13,8	13,7	14,0	-23,1%	13,0%
CAPEX						(1,0)	(1,0)	(1,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,1)	(0,0)		
Impuestos						(3,3)	(3,4)	(3,5)		
Free Cash Flow Recurrente						9,4	9,2	9,4	-28,4%	22,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						9,4	9,2	9,4	-46,3%	75,8%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(11,3)	(7,7)	(8,1)		
Variación de Deuda financiera neta						1,8	(1,5)	(1,4)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	23,1	17,4	20,5	15,7	14,5	14,4	14,7	-12,1%	-2,2%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-0,3%	-24,8%	18,1%	-23,4%	-7,7%	-0,8%	2,2%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	28,1%	30,9%	35,4%	29,9%	29,7%	30,2%	30,8%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(3,3)	(1,7)	(1,2)	(0,9)	(0,9)	(0,8)	(0,7)		
+/- Var. Capital circulante	2,4	(1,0)	0,7	(5,1)	0,2	0,1	0,0		
= Cash Flow operativo recurrente	22,2	14,7	20,0	9,7	13,8	13,7	14,0	-24,1%	13,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-19,9%	-33,7%	36,1%	-51,6%	42,9%	-1,3%	2,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	27,0%	26,2%	34,6%	18,4%	28,4%	28,7%	29,3%		
- CAPEX	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)		
- Impuestos	(6,0)	(4,1)	(4,9)	(3,5)	(3,3)	(3,4)	(3,5)		
= Free Cash Flow recurrente	15,0	10,4	15,0	5,1	9,4	9,2	9,4	-30,0%	22,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-23,3%	-30,9%	44,5%	-65,7%	83,5%	-2,6%	2,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	18,2%	18,5%	25,9%	9,8%	19,4%	19,3%	19,7%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(0,7)	1,0	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,7	0,2	(3,5)	(4,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,5	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	17,2	10,6	10,8	1,7	9,4	9,2	9,4	-53,5%	75,8%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-16,9%	-38,7%	2,1%	-83,9%	445,4%	-2,6%	2,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	13,4%	9,3%	13,4%	4,6%	8,4%	8,2%	8,4%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	15,4%	9,4%	9,6%	1,5%	8,4%	8,2%	8,4%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	19,6	15,0	10,4	15,0	5,1	9,4	9,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(1,6)	(7,3)	0,5	(1,9)	(1,1)	(0,4)	0,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,6	1,6	2,6	(2,9)	(0,1)	0,2	0,3		
= Variación EBITDA recurrente	(0,1)	(5,7)	3,2	(4,8)	(1,2)	(0,1)	0,3		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(3,3)	1,6	0,4	0,3	-	0,1	0,1		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(2,2)	(3,3)	1,7	(5,9)	5,4	(0,2)	(0,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(5,5)	(7,5)	5,3	(10,3)	4,2	(0,2)	0,3		
+/- Variación del CAPEX	(0,2)	0,7	0,2	(0,9)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,2)	0,3	(0,1)	0,0	0,0	(0,0)	0,0		
+/- Variación de impuestos	1,3	1,9	(0,8)	1,4	0,1	(0,0)	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(4,6)	(4,6)	4,6	(9,9)	4,3	(0,2)	0,2		
Free Cash Flow Recurrente	15,0	10,4	15,0	5,1	9,4	9,2	9,4		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	18,6	14,2	17,5	12,9	12,1	12,2	12,7	-11,6%	-0,3%
* Tasa fiscal teórica	30,0%	30,0%	26,7%	26,6%	27,1%	27,1%	27,1%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(5,6)	(4,3)	(4,7)	(3,4)	(3,3)	(3,3)	(3,5)		
EBITDA recurrente	23,1	17,4	20,5	15,7	14,5	14,4	14,7	-12,1%	-2,2%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(3,3)	(1,7)	(1,2)	(0,9)	(0,9)	(0,8)	(0,7)		
+/- Var. Capital circulante	2,4	(1,0)	0,7	(5,1)	0,2	0,1	0,0		
= Cash Flow operativo recurrente	22,2	14,7	20,0	9,7	13,8	13,7	14,0	-24,1%	13,0%
- CAPEX	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(5,6)	(4,3)	(4,7)	(3,4)	(3,3)	(3,3)	(3,5)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	15,7	10,3	15,3	5,3	9,6	9,3	9,5	-30,4%	21,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-22,7%	-34,7%	49,1%	-65,3%	80,4%	-2,5%	2,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	19,1%	18,3%	26,4%	10,1%	19,6%	19,6%	19,9%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,7	0,2	(3,5)	(4,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,5	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	17,9	10,5	11,8	0,9	9,6	9,3	9,5	-62,8%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-17,2%	-41,8%	12,8%	-92,2%	940,2%	-2,5%	2,0%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	15,0%	9,8%	14,7%	5,1%	9,2%	8,9%	9,1%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	17,2%	10,0%	11,3%	0,9%	9,2%	8,9%	9,1%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)

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	112,2	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,7	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	(10,0)	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	0,5	Rdos. 12m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	104,5	

Anexo 4. Comportamiento histórico ⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)												TACC				
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	16-22	22-25e
Total Ingresos				96,6	98,3	95,4	88,7	82,4	56,2	57,9	52,6	48,8	47,6	47,8	-9,9%	-3,1%
Cto. Total ingresos				0,2%	1,8%	-2,9%	-7,1%	-7,1%	-31,7%	3,0%	-9,3%	-7,2%	-2,4%	0,4%		
EBITDA				33,6	32,4	29,4	23,3	22,9	17,4	19,9	15,2	14,5	14,4	14,7	-11,9%	-1,0%
Cto. EBITDA				-0,2%	-3,7%	-9,3%	-20,8%	-1,4%	-24,0%	14,4%	-24,0%	-4,2%	-0,8%	2,2%		
EBITDA/Ingresos				34,8%	32,9%	30,8%	26,2%	27,8%	31,0%	34,4%	28,8%	29,7%	30,2%	30,8%		
Beneficio neto				22,9	22,5	19,9	15,4	13,3	9,4	13,4	9,6	9,0	9,1	9,5	-13,2%	-0,5%
Cto. Beneficio neto				1,3%	-1,6%	-11,8%	-22,6%	-13,8%	-29,3%	42,5%	-27,9%	-6,5%	1,0%	4,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)				59,9	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	0,33	0,26	0,22	0,16	0,22	0,16	0,15	0,15	0,16	-13,2%	-0,5%
Cto. BPA				1,4%	-1,6%	-11,8%	-22,6%	-13,8%	-29,3%	42,5%	-27,9%	-6,5%	1,0%	4,2%		
BPA ord. (EUR)				0,38	0,38	0,34	0,26	0,22	0,16	0,23	0,17	0,15	0,15	0,16	-12,7%	-1,9%
Cto. BPA ord.				1,9%	-1,4%	-9,6%	-22,6%	-16,4%	-29,0%	46,5%	-27,2%	-10,4%	1,0%	4,2%		
CAPEX				(0,9)	(1,2)	(1,3)	(0,7)	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)		
CAPEX/Vtas % ¹				0,9%	1,2%	1,4%	0,8%	1,1%	0,4%	0,1%	1,8%	2,0%	2,1%	2,1%		
Free Cash Flow				30,9	14,4	14,8	20,8	17,2	10,6	10,8	1,7	9,4	9,2	9,4	-29,7%	75,8%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾				-0,4x	-0,4x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	-1,0x	-1,3x	-0,7x	-0,6x	-0,7x	-0,7x		
PER (x)				6,5x	8,5x	8,8x	4,8x	7,8x	8,5x	7,6x	9,8x	12,5x	12,3x	11,8x		
EV/Vtas (x)					2,78x	2,49x	1,01x	1,37x	1,34x	1,56x	1,65x	2,14x	2,19x	2,19x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾					8,4x	8,1x	3,9x	4,9x	4,3x	4,5x	5,7x	7,2x	7,3x	7,1x		
Comport. Absoluto					29,2%	-9,3%	-57,6%	39,2%	-22,3%	27,7%	-7,3%	18,7%				
Comport. Relativo vs Ibx 35					31,8%	-15,5%	-50,1%	24,5%	-8,2%	18,3%	-1,8%	9,9%				

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 2023e

		Pérdida de Peso				Suplementos Alimenticios			
EUR Mn		Herbalife Nut.	Medifast	WW Intl.	Average	Nu Skin	Glanbia	Average	NTH
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	1.655,9	1.066,7	288,5		1.839,1	3.633,1		112,2
	Enterprise value (EV)	3.926,3	1.008,6	1.540,8		2.066,9	4.202,6		104,5
Información financiera básica	Total Ingresos	4.575,3	1.167,9	870,6		1.967,3	5.548,1		48,8
	Cto.Total Ingresos	-6,6%	-22,4%	-11,2%	-13,4%	-6,1%	-1,7%	-3,9%	-7,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	4,9%	n.a.	9,7%	7,3%	2,1%	3,8%	3,0%	-1,1%
	EBITDA	585,0	167,9	149,7		243,4	435,5		14,5
	Cto. EBITDA	-4,6%	-23,5%	-7,1%	-11,7%	-6,4%	4,9%	-0,8%	-4,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	12,3%	n.a.	12,5%	12,4%	6,0%	6,3%	6,1%	0,7%
	EBITDA/Ingresos	12,8%	14,4%	17,2%	14,8%	12,4%	7,8%	10,1%	29,7%
	EBIT	475,7	149,1	102,4		170,9	315,9		12,1
	Cto. EBIT	-5,8%	-26,7%	-14,6%	-15,7%	13,9%	15,9%	14,9%	-5,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	15,3%	n.a.	19,9%	17,6%	8,4%	5,4%	6,9%	2,5%
	EBIT/Ingresos	10,4%	12,8%	11,8%	11,6%	8,7%	5,7%	7,2%	24,8%
	Beneficio Neto	252,1	109,9	(4,2)		118,2	264,0		9,0
	Cto. Beneficio Neto	-16,7%	-18,7%	98,2%	20,9%	19,8%	31,7%	25,8%	-6,5%
2y TACC (2023e - 2025e)	21,9%	n.a.	n.a.	21,9%	9,8%	4,6%	7,2%	2,6%	
CAPEX/Ventas	3,0%	1,3%	2,0%	2,1%	3,8%	1,3%	2,6%	2,0%	
Free Cash Flow	230,7	103,7	(11,0)		109,0	288,8		9,4	
Deuda financiera Neta	n.a.	(118,2)	1.227,5		170,0	313,5		(8,2)	
DN/EBITDA (x)	n.a.	(0,7)	8,2	3,7	0,7	0,7	0,7	(0,6)	
Pay-out	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	61,3%	36,7%	49,0%	85,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	6,2	9,8	24,8	13,6	15,5	12,1	13,8	12,5
	P/BV (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,8	1,8	4,4
	EV/Ingresos (x)	0,9	0,9	1,8	1,2	1,1	0,8	0,9	2,1
	EV/EBITDA (x)	6,7	6,0	10,3	7,7	8,5	9,6	9,1	7,2
	EV/EBIT (x)	8,3	6,8	15,0	10,0	12,1	13,3	12,7	8,6
	ROE	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15,1	15,1	33,7
	FCF Yield (%)	13,9	9,7	n.a.	11,8	5,9	7,9	6,9	8,4
	DPA	0,00	n.a.	0,00	0,00	1,45	0,35	0,90	0,13
Dvd Yield	0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	3,9%	2,6%	3,3%	6,8%	

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).

Anexo 6. Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	9,6	9,3	9,5	126,5			
Market Cap	112,2	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-10,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,6%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,4%	3,8%	
Risk free rate (rf)	3,3%	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	9,3%	Ke = Rf + (R * B)			8,3%	10,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	9,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,3%	10,5%	
G "Razonable"	1,0%				1,0%	0,5%	

(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 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Herbalife Nut.	HLF-US	1.655,9	6,2	24,4%	6,7	12,3%	0,9	4,9%	12,8%	13,9%	n.a.
Medifast	MED-US	1.066,7	9,8	n.a.	6,0	n.a.	0,9	n.a.	14,4%	9,7%	n.a.
WW Intl.	WW-US	288,5	24,8	64,7%	10,3	12,5%	1,8	9,7%	17,2%	n.a.	n.a.
Pérdida de Peso			13,6	44,5%	7,7	12,4%	1,2	7,3%	14,8%	11,8%	n.a.
Nu Skin	NUS-US	1.839,1	15,5	9,3%	8,5	6,0%	1,1	2,1%	12,4%	5,9%	n.a.
Glanbia	GL9-IE	3.633,1	12,1	7,4%	9,6	6,3%	0,8	3,8%	7,8%	7,9%	5,4%
Suplementos Alimenticios			13,8	8,4%	9,1	6,1%	0,9	3,0%	10,1%	6,9%	5,4%
NTH	NTH-ES	112,2	12,5	2,6%	7,2	0,7%	2,1	-1,1%	29,7%	8,4%	-0,2%

Análisis de sensibilidad (2024e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	33,2%	15,8	6,6x
Central	30,2%	14,4	7,3x
Min	27,2%	13,0	8,1x

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 24e			Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
	1,9%	2,1%	2,3%		Max	Central	Min
EBITDA 24e	15,8	14,4	13,0	Max	9,6%	8,2%	6,8%
	10,7	9,3	7,9	Central	8,3%	8,2%	8,1%
	10,6	9,2	7,8	Min	7,0%	6,9%	6,8%
	10,5	9,1	7,7				

LIGHTHOUSE

Calle Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas
28020 Madrid
T: +34 915 904 226
institodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

David López Sánchez

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.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 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 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
17-Mar-2023	n.a.	1,87	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Luis Esteban Arribas
02-Mar-2023	n.a.	2,04	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas
22-Sep-2022	n.a.	1,60	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas
02-Mar-2022	n.a.	1,66	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Luis Esteban Arribas
21-Sep-2021	n.a.	1,51	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
22-Jun-2021	n.a.	1,45	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021 - Subimos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
23-Abr-2021	n.a.	1,40	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

