

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Personal Products

Precio de Cierre: EUR 1,58 (15 mar 2024)

Fecha del informe: 18 mar 2024 (10:55h)

**Resultados 12m 2023 - Subimos estimaciones**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 12m 2023**

 Opinión <sup>(1)</sup>: Por encima de lo esperado

 Impacto <sup>(1)</sup>: Subimos estimaciones

Luis Esteban Arribas, CESGA – luis.esteban@institutodeanalistas.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 (36%), Italia (29%) y Polonia (11%) sus principales mercados). Está gestionada y controlada por la familia fundadora (78,1% del capital).

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	94,5	102,9
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	76,7	83,5
Número de Acciones (Mn)	60,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,78 / 1,62 / 1,53	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación <sup>(3)</sup>	8,3	
Factset / Bloomberg	NTH-ES / NTH SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

D. F. Revuelta y Familia	78,1
Free Float	22,0

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	60,0	60,0	60,0	60,0
Total Ingresos	50,9	50,0	51,0	52,4
EBITDA Rec.	18,6	16,3	16,5	16,6
% Var.	18,0	-12,0	1,0	0,9
% EBITDA Rec./Ing.	36,5	32,6	32,3	31,7
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	8,5	8,6	7,9	6,5
Beneficio neto	11,3	10,3	10,5	10,5
BPA (EUR)	0,19	0,17	0,17	0,17
% Var.	17,3	-9,2	1,9	0,2
BPA ord. (EUR)	0,19	0,17	0,17	0,17
% Var.	12,6	-9,3	1,9	0,2
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	18,4	9,6	9,4	9,6
Pay-out (%)	53,1	80,0	80,0	80,0
DPA (EUR)	0,10	0,14	0,14	0,14
Deuda financiera neta	-22,5	-23,0	-25,0	-26,1
DN / EBITDA Rec.(x)	-1,2	-1,4	-1,5	-1,6
ROE (%)	38,7	32,9	31,3	29,2
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	72,3	78,8	75,2	70,3

**Ratios y Múltiplos (x) <sup>(6)</sup>**

	2023	2024e	2025e	2026e
PER	8,4	9,2	9,0	9,0
PER Ordinario	8,4	9,2	9,0	9,0
P/BV	3,1	3,0	2,7	2,6
Dividend Yield (%)	6,3	8,7	8,9	8,9
EV/Ventas	1,51	1,53	1,50	1,46
EV/EBITDA Rec.	4,1	4,7	4,7	4,6
EV/EBIT	4,7	5,4	5,3	5,4
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	19,5	10,1	10,0	10,2

(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.

## 2023: Freno en la caída en ingresos y márgenes en máximos. Subimos estimaciones

**DESACELERACIÓN EN LA CAÍDA DE INGRESOS (-3,2% VS 2022)...** Pese al continuo goteo en el cierre de centros (1.433; -123 vs 2022), el online (5% s/Ingresos) y el aumento de las ventas por tienda media (+5%; LFL: +3,8%) han mitigado el impacto en ingresos 2023 que se sitúan en EUR 50,9Mn (vs EUR 52,4Mn en 2022). Batiendo nuestras estimaciones (EUR 45,5Mn). Por geografías, ingresos estables en Italia y Francia (c.-1,5%) pero siguen presionados en España (-9,5%) y Polonia (-7%).

**...MIENTRAS LOS MÁRGENES MARCAN MÁXIMOS (MG. EBITDA REC. 2023; 36,5%).**

Por una reducción significativa tanto en gastos de personal (-12%) como en publicidad (-24%). La excelente gestión en el control de costes operativos y un Mg. Bruto elevado (73,1%; +1,5p.p. vs 2022) llevan a NTH a registrar un EBITDA rec. de EUR 18,6Mn (+18%) mejorando el Mg. EBITDA rec. 2023 hasta 36,5% (+5,6p.p.).

**EL BN CRECE A DOBLE DÍGITO (+17,3% VS 2022).** La mejora de la rentabilidad se traduce en un crecimiento similar del BN hasta EUR 11,3Mn (vs EUR 9,6Mn en 2022).

**EL CIRCULANTE AUMENTA LA "YA" ELEVADA CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE CAJA. CAJA NETA 2023: EUR 22,5MN (24% S/MKT CAP).** El modelo de negocio ligero de estructura y la entrada de caja por circulante extraordinaria lleva el FCF rec. 2023 hasta EUR 18,4Mn. NTH cierra 2023 con una caja neta de EUR 22,5Mn (24% s/Mkt Cap).

Lo que le permite mantener la retribución al accionista (pilar de la estrategia de NTH). Pay-out: 53% (vs histórico: 85%-100%, que esperamos se recupere a partir de 2024. Con dividend yield c.9% (2024e - 2026e).

**LOS RESULTADOS 2023 NOS LLEVAN A SUBIR ESTIMACIONES.** Los resultados 2023 batieron nuestras estimaciones. Y nos llevan a subir nuestras estimaciones para 2024e y ss. Estimamos unos ingresos 2024e de EUR 50,0Mn (+14,6% vs est. anterior) con 1.386 centros (vs 1.415 est. anterior) compensados por una mayor venta media por tienda. Pese a que esperamos una normalización en márgenes, estimamos un EBITDA de EUR 16,3Mn (+20,4% vs est. anterior).

**EN CONCLUSIÓN: EL P&L COMIENZA A DARSE LA VUELTA CON FCF YIELD >9%.** Pese al difícil entorno (inflación, subida de tipos) y la aparición de productos sustitutivos (Ozempic, Wegovy), parece que NTH ha comenzado a tocar fondo. Lo que nos lleva pensar en 2024e como un año de transición antes de volver a crecer a partir de 2025e. NTH cotiza a un PER 24e 9,2x (con un FCF Yield 24e: 10%). Una auténtica historia "value" con la protección de un Dividend Yield de c.9%. "Cash is King".

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,0	-1,4	-9,3	-0,5	9,2	-6,4
vs Ibex 35	-6,3	-6,1	-25,0	-5,2	-11,0	-17,5
vs Ibex Small Cap Index	-0,2	0,3	-5,1	1,7	25,6	-19,6
vs Eurostoxx 50	-4,9	-10,1	-26,6	-9,8	-16,1	-36,4
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	2,5	-0,8	-2,5	1,0	9,7	-6,5

**Resultados 12m 2023**  
**Subimos estimaciones**
**Tabla 1. Resultados 2023**

EUR Mn	12m23 Real	12m22	12m23 Real vs 12m22	2023e	2023 Real vs 2023e
<b>Total Ingresos</b>	<b>50,9</b>	<b>52,6</b>	<b>-3,2%</b>	<b>45,5</b>	<b>11,9%</b>
Francia	18,8	19,1	-1,3%		
España	9,6	10,6	-9,5%		
Italia	15,0	15,2	-1,6%		
Polonia	5,5	5,9	-7,0%		
Otros países	1,5	1,6	-5,5%		
Otros ingresos	0,5	0,2	175,0%		
<b>Mg. Bruto</b>	<b>37,2</b>	<b>37,7</b>	<b>-1,3%</b>	<b>32,9</b>	<b>13,1%</b>
<i>Mg. Bruto / Ingresos</i>	<i>73,1%</i>	<i>71,6%</i>	<i>1,5 p.p.</i>	<i>72,3%</i>	<i>0,8 p.p.</i>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>17,9</b>	<b>15,7</b>	<b>13,6%</b>	<b>14,6</b>	<b>22,6%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>35,1%</i>	<i>29,9%</i>	<i>5,2 p.p.</i>	<i>32,0%</i>	<i>3,1 p.p.</i>
<b>EBITDA</b>	<b>18,5</b>	<b>15,2</b>	<b>22,3%</b>	<b>14,6</b>	<b>27,3%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>36,4%</i>	<i>28,8%</i>	<i>7,6 p.p.</i>	<i>32,0%</i>	<i>4,4 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>16,3</b>	<b>12,9</b>	<b>26,5%</b>	<b>12,2</b>	<b>33,0%</b>
<b>BAI</b>	<b>15,4</b>	<b>13,1</b>	<b>17,6%</b>	<b>12,0</b>	<b>28,7%</b>
<b>BN</b>	<b>11,3</b>	<b>9,6</b>	<b>17,3%</b>	<b>8,7</b>	<b>29,4%</b>
Nº de centros	1.433	1.556	-123	1.444	-11
<i>Ventas Online (%)</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,9%</i>	<i>0,1 p.p.</i>	<i>7,3%</i>	<i>-2,3 p.p.</i>
Caja Neta <sup>1</sup>	-19,4	-17,3	-12%	-9,1	-112,7%
Caja Neta / EBITDA Rec.	-1,1 x	-1,1 x	0,0 x	-0,6 x	-0,5 x

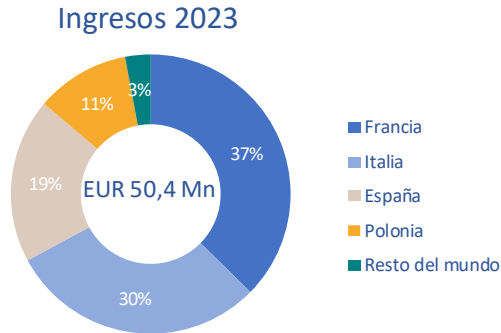
Nota 1: Caja Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16 (EUR 3,2Mn y EUR 3,3Mn el 2023 y 2022, respectivamente).

**Tabla 2. Revisión de estimaciones al alza**

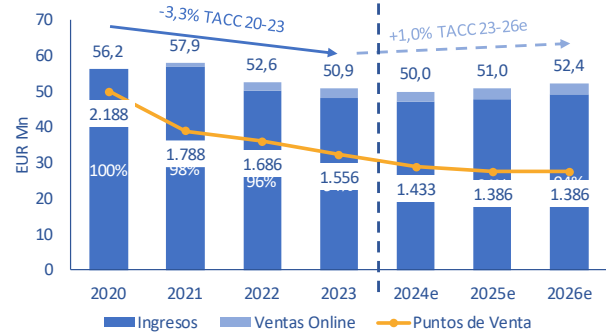
EUR Mn	2024e (Nuevo)	Revisión (%)	2025e (Nuevo)	Revisión (%)	2026e (Nuevo)
<b>Total Ingresos</b>	<b>50,0</b>	<b>14,6%</b>	<b>51,5</b>	<b>18,7%</b>	<b>52,9</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>16,3</b>	<b>20,4%</b>	<b>16,8</b>	<b>23,6%</b>	<b>17,0</b>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>32,6%</i>	<i>2 p.p.</i>	<i>32,7%</i>	<i>1 p.p.</i>	<i>32,1%</i>
<b>EBIT</b>	<b>14,1</b>	<b>21,4%</b>	<b>14,7</b>	<b>22,9%</b>	<b>14,7</b>
<b>Beneficio Neto</b>	<b>10,3</b>	<b>23,8%</b>	<b>10,7</b>	<b>25,1%</b>	<b>10,7</b>
<b>Free Cash Flow (Rec.)</b>	<b>9,6</b>	<b>3,9%</b>	<b>9,6</b>	<b>4,2%</b>	<b>9,9</b>
<i>Caja Neta / EBITDA</i>	<i>-1,4 x</i>	<i>-0,6 x</i>	<i>-1,5 x</i>	<i>-0,5 x</i>	<i>-1,5 x</i>

**La compañía en 8 gráficos**

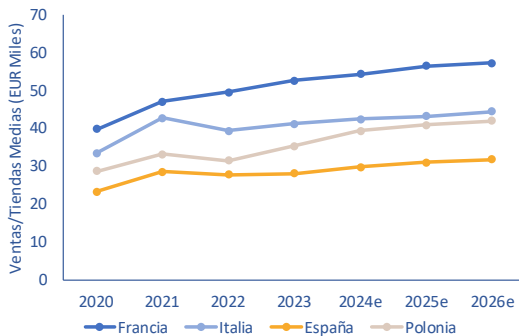
**Un negocio diversificado geográficamente (especialmente en Europa)**



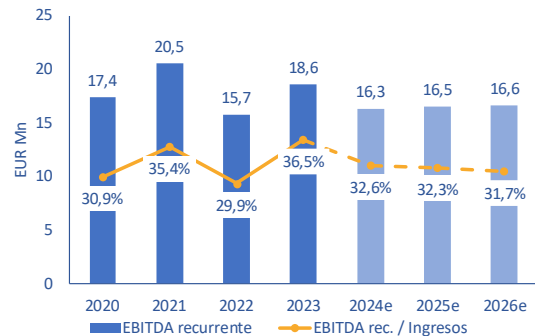
**El freno en el cierre de tiendas es el catalizador "clave", pero habrá que esperar hasta 2025e**



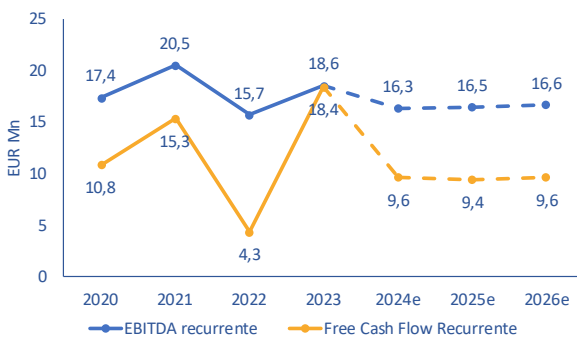
**Unas ventas por tienda que esperamos que se mantengan estables (+3,4% TACC 23-26e) pese a la reestructuración comercial**



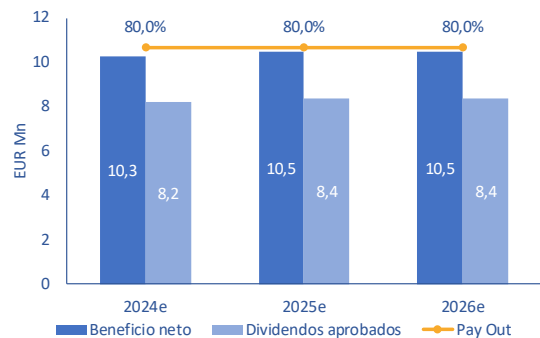
**Su ligera estructura de costes, permitirá mantener unos márgenes elevados (Mg. EBITDA > 30%)**



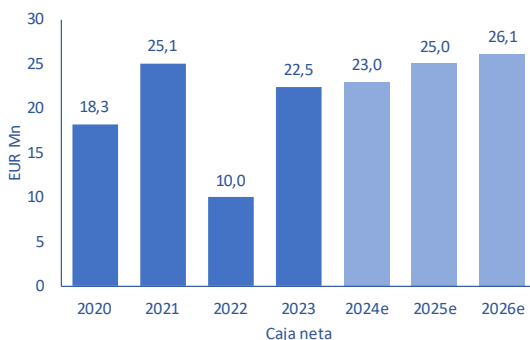
**Alta capacidad de convertir el EBITDA en caja (c. 60%). FCF Yield >9%) ...**



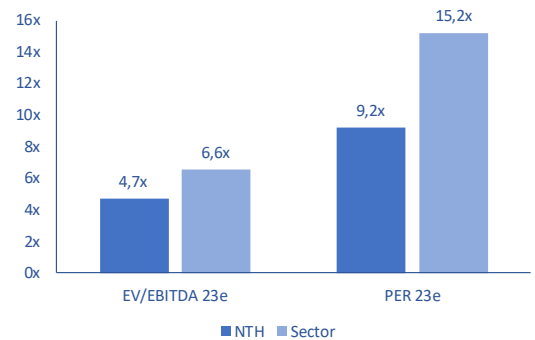
**... que permitirá mantener un Pay-Out (80%) elevado y un Dividend Yield 2024e del 9%**



**Y una posición de balance robusta (Caja Neta 2024e EUR 23Mn), especialmente interesante en un entorno de subidas de tipos**



**Cotizando a EV/EBITDA 2024 4,7x (vs 6,6x de su sector)**



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	9,6	9,4	9,6	129,8			
<b>Market Cap</b>	<b>94,5</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>-19,4</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					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)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>3,6%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>3,4%</b>	<b>3,8%</b>	
Risk free rate (rf)	3,2%	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	
<b>Coste del Equity</b>	<b>9,2%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>8,2%</b>	<b>10,4%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>9,2%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>8,2%</b>	<b>10,4%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>1,0%</b>				<b>1,0%</b>	<b>0,5%</b>	

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

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 24e	BPA 24e-26e	EV/EBITDA 24e	EBITDA 24e-26e	EV/Vtas. 24e	Ingresos 24e-26e	EBITDA/Vtas. 24e	FCF Yield 24e	FCF 24e-26e
Herbalife Nut.	HLF-US	816,8	4,2	n.a.	5,5	n.a.	0,6	n.a.	11,0%	15,9%	n.a.
Medifast	MED-US	366,4	19,2	n.a.	6,1	n.a.	0,4	n.a.	6,3%	9,8%	n.a.
WW Intl.	WW-US	164,4	n.a.	n.a.	10,4	11,6%	1,8	11,3%	17,4%	10,0%	n.a.
<b>Pérdida de Peso</b>			<b>11,7</b>	<b>n.a.</b>	<b>7,3</b>	<b>11,6%</b>	<b>0,9</b>	<b>11,3%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,9%</b>	<b>n.a.</b>
Nu Skin	NUS-US	601,4	13,3	n.a.	5,8	n.a.	0,5	n.a.	9,5%	5,2%	n.a.
Glanbia	GL9-IE	4.718,0	14,1	8,8%	10,5	5,6%	1,2	0,0%	11,7%	7,1%	7,0%
<b>Suplementos Alimenticios</b>			<b>13,7</b>	<b>8,8%</b>	<b>8,1</b>	<b>5,6%</b>	<b>0,9</b>	<b>0,0%</b>	<b>10,6%</b>	<b>6,2%</b>	<b>7,0%</b>
<b>NTH</b>	<b>NTH-ES</b>	<b>94,5</b>	<b>9,2</b>	<b>1,0%</b>	<b>4,7</b>	<b>1,0%</b>	<b>1,5</b>	<b>2,4%</b>	<b>32,6%</b>	<b>10,1%</b>	<b>0,1%</b>

### Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	35,5%	18,1	4,2x
Central	32,3%	16,5	4,7x
Min	29,1%	14,9	5,2x

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

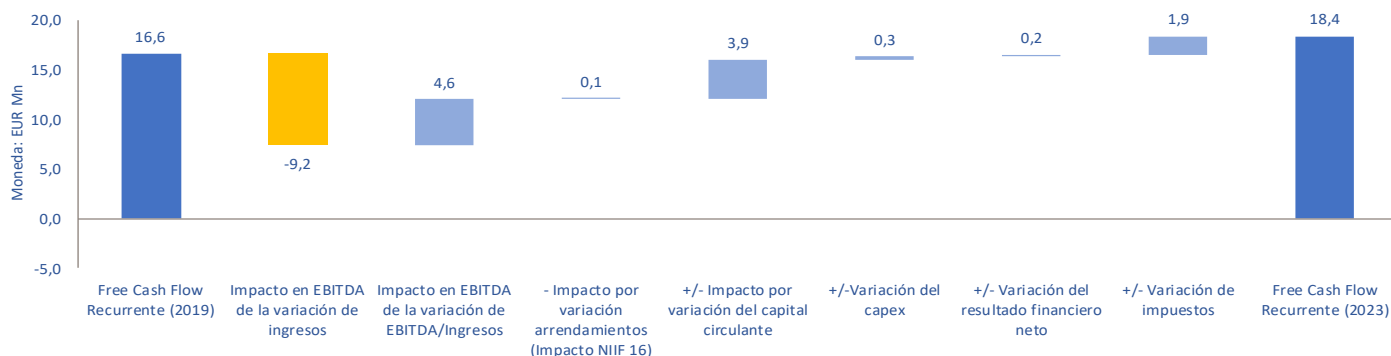
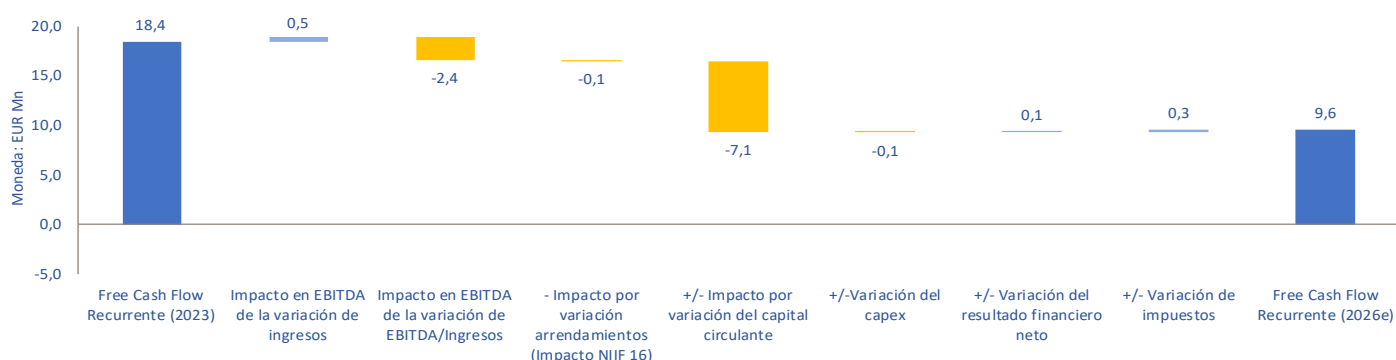
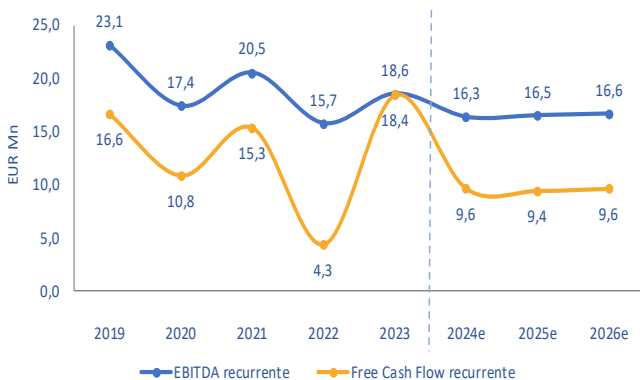
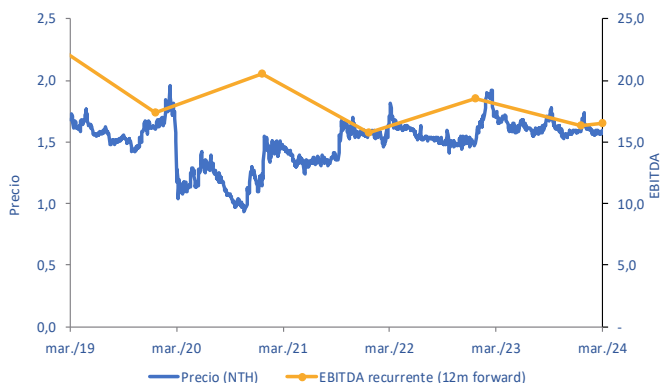
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e				FCF Rec./Yield 25e			
EBITDA 25e	1,1%	1,2%	1,3%	➔	Escenario	FCF Rec./Yield 25e		
18,1	11,1	11,0	11,0		Max	11,7%	11,7%	11,6%
16,5	9,5	9,4	9,4		Central	10,0%	10,0%	9,9%
14,9	7,8	7,8	7,7		Min	8,3%	8,2%	8,2%

## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>		
Inmovilizado inmaterial	8,9	3,7	2,5	3,4	3,1	2,8	2,5	2,2		
Inmovilizado material	2,0	1,2	0,9	1,2	1,0	1,3	1,6	2,0		
Otros activos no corrientes	3,4	3,5	7,0	10,7	10,0	10,0	10,0	10,0		
Inmovilizado financiero	0,8	0,6	1,3	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	12,2	11,8	10,0	15,0	10,0	9,7	10,6	11,3		
<b>Total activo</b>	<b>27,3</b>	<b>21,0</b>	<b>21,8</b>	<b>30,7</b>	<b>24,5</b>	<b>24,2</b>	<b>25,1</b>	<b>25,8</b>		
Patrimonio neto	16,5	26,0	36,0	27,8	30,6	31,8	34,9	36,8		
Minoritarios	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,1	1,4	1,5	2,7	4,9	4,9	4,9	4,9		
Otros pasivos no corrientes	7,7	3,7	2,2	3,3	3,2	3,2	3,2	3,2		
Deuda financiera neta	(7,6)	(18,3)	(25,1)	(10,0)	(22,5)	(23,0)	(25,0)	(26,1)		
Pasivo circulante	9,5	8,1	7,1	6,9	8,2	7,3	7,1	6,9		
<b>Total pasivo</b>	<b>27,3</b>	<b>21,0</b>	<b>21,8</b>	<b>30,7</b>	<b>24,5</b>	<b>24,2</b>	<b>25,1</b>	<b>25,8</b>		
										<b>TACC</b>
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>19-23</b>	<b>23-26e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>82,4</b>	<b>56,2</b>	<b>57,9</b>	<b>52,6</b>	<b>50,9</b>	<b>50,0</b>	<b>51,0</b>	<b>52,4</b>	<b>-11,3%</b>	<b>1,0%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>-7,1%</i>	<i>-31,7%</i>	<i>3,0%</i>	<i>-9,3%</i>	<i>-3,2%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>1,9%</i>	<i>2,9%</i>		
Coste de ventas	(23,8)	(15,9)	(16,3)	(14,9)	(13,7)	(13,9)	(14,2)	(14,6)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>58,5</b>	<b>40,4</b>	<b>41,6</b>	<b>37,7</b>	<b>37,2</b>	<b>36,1</b>	<b>36,8</b>	<b>37,8</b>	<b>-10,7%</b>	<b>0,6%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>71,0%</i>	<i>71,8%</i>	<i>71,8%</i>	<i>71,6%</i>	<i>73,1%</i>	<i>72,1%</i>	<i>72,2%</i>	<i>72,1%</i>		
Gastos de personal	(19,3)	(12,4)	(10,8)	(10,6)	(9,3)	(9,3)	(9,7)	(10,0)		
Otros costes de explotación	(16,1)	(10,6)	(10,3)	(11,3)	(9,3)	(10,5)	(10,7)	(11,2)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>23,1</b>	<b>17,4</b>	<b>20,5</b>	<b>15,7</b>	<b>18,6</b>	<b>16,3</b>	<b>16,5</b>	<b>16,6</b>	<b>-5,4%</b>	<b>-3,6%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-24,8%</i>	<i>18,1%</i>	<i>-23,4%</i>	<i>18,0%</i>	<i>-12,0%</i>	<i>1,0%</i>	<i>0,9%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>28,1%</i>	<i>30,9%</i>	<i>35,4%</i>	<i>29,9%</i>	<i>36,5%</i>	<i>32,6%</i>	<i>32,3%</i>	<i>31,7%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,2)	0,1	(0,6)	(0,6)	(0,0)	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>22,9</b>	<b>17,4</b>	<b>19,9</b>	<b>15,2</b>	<b>18,5</b>	<b>16,3</b>	<b>16,5</b>	<b>16,6</b>	<b>-5,2%</b>	<b>-3,5%</b>
Depreciación y provisiones	(2,6)	(2,0)	(1,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,7)	(1,2)	(0,9)	(1,7)	(1,6)	(1,6)	(1,5)	(1,7)		
<b>EBIT</b>	<b>18,6</b>	<b>14,2</b>	<b>17,5</b>	<b>12,9</b>	<b>16,3</b>	<b>14,1</b>	<b>14,3</b>	<b>14,3</b>	<b>-3,3%</b>	<b>-4,1%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-15,9%</i>	<i>-24,0%</i>	<i>23,4%</i>	<i>-26,5%</i>	<i>26,5%</i>	<i>-13,4%</i>	<i>1,7%</i>	<i>0,0%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>22,6%</i>	<i>25,2%</i>	<i>30,2%</i>	<i>24,4%</i>	<i>32,0%</i>	<i>28,2%</i>	<i>28,1%</i>	<i>27,3%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	(0,9)	(0,1)	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,0)	0,3	(0,1)	(0,7)	(0,0)	(0,0)	0,0		
Resultados por puesta en equivalencia	0,2	0,3	0,6	0,3	(0,2)	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>18,7</b>	<b>13,5</b>	<b>18,2</b>	<b>13,1</b>	<b>15,4</b>	<b>14,1</b>	<b>14,3</b>	<b>14,4</b>	<b>-4,7%</b>	<b>-2,3%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-17,7%</i>	<i>-27,7%</i>	<i>35,0%</i>	<i>-28,2%</i>	<i>17,6%</i>	<i>-8,8%</i>	<i>1,9%</i>	<i>0,2%</i>		
Extraordinarios	0,5	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>19,2</b>	<b>13,5</b>	<b>18,2</b>	<b>13,1</b>	<b>15,4</b>	<b>14,1</b>	<b>14,3</b>	<b>14,4</b>	<b>-5,4%</b>	<b>-2,3%</b>
Impuestos	(6,0)	(4,1)	(4,9)	(3,5)	(4,2)	(3,8)	(3,9)	(3,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>31,4%</i>	<i>30,5%</i>	<i>26,7%</i>	<i>26,6%</i>	<i>27,0%</i>	<i>27,0%</i>	<i>27,0%</i>	<i>27,0%</i>		
Minoritarios	0,1	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>13,3</b>	<b>9,4</b>	<b>13,4</b>	<b>9,6</b>	<b>11,3</b>	<b>10,3</b>	<b>10,5</b>	<b>10,5</b>	<b>-3,9%</b>	<b>-2,5%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-13,8%</i>	<i>-29,3%</i>	<i>42,5%</i>	<i>-27,9%</i>	<i>17,3%</i>	<i>-9,2%</i>	<i>1,9%</i>	<i>0,2%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>13,3</b>	<b>9,4</b>	<b>13,8</b>	<b>10,0</b>	<b>11,3</b>	<b>10,3</b>	<b>10,5</b>	<b>10,5</b>	<b>-3,9%</b>	<b>-2,5%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-16,4%</i>	<i>-29,0%</i>	<i>46,5%</i>	<i>-27,2%</i>	<i>12,6%</i>	<i>-9,3%</i>	<i>1,9%</i>	<i>0,2%</i>		
										<b>TACC</b>
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>19-23</b>	<b>23-26e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>16,3</b>	<b>16,5</b>	<b>16,6</b>	<b>-5,4%</b>	<b>-3,6%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(1,6)	(1,5)	(1,7)		
Var.capital circulante						(0,7)	(1,0)	(0,8)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>14,0</b>	<b>13,9</b>	<b>14,1</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-15,3%</b>
CAPEX						(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,0)	(0,0)	0,0		
Impuestos						(3,8)	(3,9)	(3,9)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>9,6</b>	<b>9,4</b>	<b>9,6</b>	<b>2,6%</b>	<b>-19,6%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>9,6</b>	<b>9,4</b>	<b>9,6</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-19,6%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(9,1)	(7,4)	(8,5)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(0,5)</b>	<b>(2,0)</b>	<b>(1,1)</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>17,4</b>	<b>20,5</b>	<b>15,7</b>	<b>18,6</b>	<b>16,3</b>	<b>16,5</b>	<b>16,6</b>	<b>2,2%</b>	<b>-3,6%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-24,8%	18,1%	-23,4%	18,0%	-12,0%	1,0%	0,9%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	30,9%	35,4%	29,9%	36,5%	32,6%	32,3%	31,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,2)	(0,9)	(1,7)	(1,6)	(1,6)	(1,5)	(1,7)		
+/- Var. Capital circulante	(1,0)	0,7	(5,1)	6,3	(0,7)	(1,0)	(0,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>15,2</b>	<b>20,4</b>	<b>8,9</b>	<b>23,2</b>	<b>14,0</b>	<b>13,9</b>	<b>14,1</b>	<b>15,3%</b>	<b>-15,3%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-36,3%	34,3%	-56,4%	161,4%	-39,6%	-0,9%	1,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	27,0%	35,2%	16,9%	45,7%	28,1%	27,3%	26,9%		
- CAPEX	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
- Impuestos	(4,1)	(4,9)	(3,5)	(4,2)	(3,8)	(3,9)	(3,9)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>10,8</b>	<b>15,3</b>	<b>4,3</b>	<b>18,4</b>	<b>9,6</b>	<b>9,4</b>	<b>9,6</b>	<b>19,4%</b>	<b>-19,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-34,8%	41,6%	-71,7%	324,7%	-48,0%	-1,9%	2,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	19,3%	26,5%	8,3%	36,3%	19,2%	18,4%	18,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(0,7)	1,0	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,2	(3,5)	(4,4)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>11,0</b>	<b>11,1</b>	<b>0,9</b>	<b>18,4</b>	<b>9,6</b>	<b>9,4</b>	<b>9,6</b>	<b>18,7%</b>	<b>-19,6%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-41,6%	1,0%	-91,7%	n.a.	-48,0%	-1,9%	2,1%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	11,5%	16,2%	4,6%	19,5%	10,1%	10,0%	10,2%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	11,7%	11,8%	1,0%	19,5%	10,1%	10,0%	10,2%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>16,6</b>	<b>10,8</b>	<b>15,3</b>	<b>4,3</b>	<b>18,4</b>	<b>9,6</b>	<b>9,4</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(7,3)	0,5	(1,9)	(0,5)	(0,3)	0,3	0,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,6	2,6	(2,9)	3,3	(1,9)	(0,2)	(0,3)		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(5,7)</b>	<b>3,2</b>	<b>(4,8)</b>	<b>2,8</b>	<b>(2,2)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,2</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,4	0,3	(0,8)	0,1	-	0,1	(0,2)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(3,3)	1,7	(5,9)	11,4	(7,0)	(0,4)	0,2		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(8,6)</b>	<b>5,2</b>	<b>(11,5)</b>	<b>14,3</b>	<b>(9,2)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,2</b>		
+/- Variación del CAPEX	0,7	0,2	(0,9)	0,4	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,3	(0,1)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
+/- Variación de impuestos	1,9	(0,8)	1,4	(0,7)	0,4	(0,1)	(0,0)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(5,8)</b>	<b>4,5</b>	<b>(11,0)</b>	<b>14,1</b>	<b>(8,9)</b>	<b>(0,2)</b>	<b>0,2</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>10,8</b>	<b>15,3</b>	<b>4,3</b>	<b>18,4</b>	<b>9,6</b>	<b>9,4</b>	<b>9,6</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>14,2</b>	<b>17,5</b>	<b>12,9</b>	<b>16,3</b>	<b>14,1</b>	<b>14,3</b>	<b>14,3</b>	<b>4,7%</b>	<b>-4,1%</b>
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	30,0%	26,7%	26,6%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(4,3)	(4,7)	(3,4)	(4,4)	(3,8)	(3,9)	(3,9)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>17,4</b>	<b>20,5</b>	<b>15,7</b>	<b>18,6</b>	<b>16,3</b>	<b>16,5</b>	<b>16,6</b>	<b>2,2%</b>	<b>-3,6%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,2)	(0,9)	(1,7)	(1,6)	(1,6)	(1,5)	(1,7)		
+/- Var. Capital circulante	(1,0)	0,7	(5,1)	6,3	(0,7)	(1,0)	(0,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>15,2</b>	<b>20,4</b>	<b>8,9</b>	<b>23,2</b>	<b>14,0</b>	<b>13,9</b>	<b>14,1</b>	<b>15,3%</b>	<b>-15,3%</b>
- CAPEX	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(4,3)	(4,7)	(3,4)	(4,4)	(3,8)	(3,9)	(3,9)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>10,7</b>	<b>15,6</b>	<b>4,5</b>	<b>18,3</b>	<b>9,6</b>	<b>9,4</b>	<b>9,6</b>	<b>19,4%</b>	<b>-19,3%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-38,1%	46,0%	-71,2%	305,4%	-47,4%	-2,1%	1,9%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	19,1%	27,0%	8,6%	35,9%	19,2%	18,5%	18,3%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,2	(3,5)	(4,4)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>10,9</b>	<b>12,1</b>	<b>0,1</b>	<b>18,3</b>	<b>9,6</b>	<b>9,4</b>	<b>9,6</b>	<b>18,8%</b>	<b>-19,3%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-44,2%	11,3%	-99,0%	n.a.	-47,4%	-2,1%	1,9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	14,0%	20,4%	5,9%	23,8%	12,5%	12,3%	12,5%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	14,2%	15,8%	0,2%	23,8%	12,5%	12,3%	12,5%		

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

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

**Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente**

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

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	94,5	
+ Minoritarios	0,0	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,1	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	(19,4)	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,5	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>76,7</b>	

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
															17-23	23-26e
Total Ingresos	-	96,4	96,6	98,3	95,4	88,7	82,4	56,2	57,9	52,6	50,9	50,0	51,0	52,4	-10,0%	1,0%
Cto. Total ingresos	n.a.	n.a.	0,2%	1,8%	-2,9%	-7,1%	-7,1%	-31,7%	3,0%	-9,3%	-3,2%	-1,7%	1,9%	2,9%		
EBITDA	-	33,7	33,6	32,4	29,4	23,3	22,9	17,4	19,9	15,2	18,5	16,3	16,5	16,6	-7,4%	-3,5%
Cto. EBITDA	n.a.	n.a.	-0,2%	-3,7%	-9,3%	-20,8%	-1,4%	-24,0%	14,4%	-24,0%	22,3%	-11,9%	1,0%	0,9%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	34,9%	34,8%	32,9%	30,8%	26,2%	27,8%	31,0%	34,4%	28,8%	36,4%	32,6%	32,3%	31,7%		
Beneficio neto	-	22,6	22,9	22,5	19,9	15,4	13,3	9,4	13,4	9,6	11,3	10,3	10,5	10,5	-9,0%	-2,5%
Cto. Beneficio neto	n.a.	n.a.	1,3%	-1,6%	-11,8%	-22,6%	-13,8%	-29,3%	42,5%	-27,9%	17,3%	-9,2%	1,9%	0,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	0,0	0,0	60,0	59,9	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0		
BPA (EUR)	0,00	22.560,00	0,38	0,38	0,33	0,26	0,22	0,16	0,22	0,16	0,19	0,17	0,17	0,17	-9,0%	-2,5%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	-100,0%	-1,5%	-11,8%	-22,6%	-13,8%	-29,3%	42,5%	-27,9%	17,3%	-9,2%	1,9%	0,2%		
BPA ord. (EUR)	0,00	22.577,07	0,38	0,38	0,34	0,26	0,22	0,16	0,23	0,17	0,19	0,17	0,17	0,17	-9,4%	-2,5%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	-100,0%	-1,2%	-9,7%	-25,2%	-13,4%	-29,0%	46,5%	-27,2%	12,6%	-9,3%	1,9%	0,2%		
CAPEX	-	(3,1)	(0,9)	(1,2)	(1,3)	(0,7)	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>	n.a.	3,2%	0,9%	1,2%	1,4%	0,8%	1,1%	0,4%	0,1%	1,8%	1,1%	1,2%	1,2%	1,2%		
Free Cash Flow	-	38,9	30,9	14,4	14,8	20,8	18,9	11,0	11,1	0,9	18,4	9,6	9,4	9,6	3,8%	-19,6%
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	n.a.	0,0x	-0,4x	-0,4x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	-1,0x	-1,3x	-0,7x	-1,2x	-1,4x	-1,5x	-1,6x		
PER (x)	n.a.	n.a.	6,1x	8,0x	8,2x	4,5x	7,2x	7,9x	7,1x	9,2x	8,4x	9,2x	9,0x	9,0x		
EV/Vtas (x)	n.a.	n.a.	2,23x	2,94x	2,68x	2,68x	1,06x	1,82x	1,18x	2,05x	1,51x	1,53x	1,50x	1,46x		
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	6,8x	9,6x	10,2x	3,8x	5,9x	3,4x	7,1x	4,1x	4,7x	4,7x	4,6x		
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	29,2%	-9,3%	-57,6%	39,2%	-22,3%	27,7%	-7,3%	7,7%	-0,5%	-0,5%	-5,2%		
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	n.a.	n.a.	31,8%	-15,5%	-50,1%	24,5%	-8,2%	18,3%	-1,8%	-12,3%	-5,2%	-5,2%	-5,2%		

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

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

## Anexo 5. Principales comparables 2024e

Datos Mercado	EUR Mn	Pérdida de Peso				Suplementos Alimenticios			
		Herbalife Nut.	Medifast	WW Intl.	Average	Nu Skin	Glanbia	Average	NTH
Ticker (Factset)		HLF-US	MED-US	WW-US		NUS-US	GL9-IE		NTH-ES
País		Cayman Isl.	USA	USA		USA	USA		Spain
Market cap		816,8	366,4	164,4		601,4	4.718,0		94,5
Enterprise value (EV)		2.818,1	248,8	1.432,0		913,2	5.012,9		76,7
Total Ingresos		4.674,5	637,7	792,2		1.665,5	4.087,5		50,0
Cto.Total Ingresos		0,5%	-35,2%	-3,0%	-12,6%	-7,9%	-18,5%	-13,2%	-1,7%
2y TACC (2024e - 2026e)		n.a.	n.a.	11,3%	11,3%	n.a.	0,0%	0,0%	2,4%
EBITDA		512,8	40,5	137,7		158,4	477,1		16,3
Cto. EBITDA		28,8%	-69,4%	13,4%	-9,1%	25,3%	4,8%	15,0%	-11,9%
2y TACC (2024e - 2026e)		n.a.	n.a.	11,6%	11,6%	n.a.	5,6%	5,6%	1,0%
EBITDA/Ingresos		11,0%	6,3%	17,4%	11,6%	9,5%	11,7%	10,6%	32,6%
EBIT		396,4	21,2	97,8		87,4	357,8		14,1
Cto. EBIT		34,8%	-81,8%	33,6%	-4,4%	39,9%	12,7%	26,3%	-13,4%
2y TACC (2024e - 2026e)		n.a.	n.a.	22,2%	22,2%	n.a.	6,9%	6,9%	0,8%
EBIT/Ingresos		8,5%	3,3%	12,3%	8,0%	5,3%	8,8%	7,0%	28,2%
Beneficio Neto		189,8	19,1	(0,9)		47,6	292,4		10,3
Cto. Beneficio Neto		45,3%	-79,0%	99,1%	21,8%	503,2%	-9,1%	247,1%	-9,2%
2y TACC (2024e - 2026e)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,7%	6,7%	1,0%
CAPEX/Ventas		3,1%	1,6%	0,9%	1,8%	3,0%	1,8%	2,4%	1,2%
Free Cash Flow		130,1	36,0	16,4		31,3	334,8		9,6
Deuda financiera Neta		n.a.	(167,5)	1.236,1		195,5	106,9		(23,0)
DN/EBITDA (x)		n.a.	(4,1)	9,0	2,4	1,2	0,2	0,7	(1,4)
Pay-out		0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	23,0%	34,1%	28,5%	80,0%
P/E (x)		4,2	19,2	n.a.	11,7	13,3	14,1	13,7	9,2
P/BV (x)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,2	2,2	3,0
EV/Ingresos (x)		0,6	0,4	1,8	0,9	0,5	1,2	0,9	1,5
EV/EBITDA (x)		5,5	6,1	10,4	7,3	5,8	10,5	8,1	4,7
EV/EBIT (x)		7,1	11,8	14,6	11,2	10,4	14,0	12,2	5,4
ROE		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15,8	15,8	32,9
FCF Yield (%)		15,9	9,8	10,0	11,9	5,2	7,1	6,2	10,1
DPA		0,00	n.a.	0,00	0,00	0,22	0,37	0,30	0,14
Dvd Yield		0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	1,8%	2,1%	2,0%	8,7%

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).



## LIGHTHOUSE

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

---

### Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institodeanalistas.com

### Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institodeanalistas.com

### Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@institodeanalistas.com

### José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

jose.cabrera@institodeanalistas.com

### Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institodeanalistas.com

---

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website ([institodeanalistas.com/lighthouse](https://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](mailto:secretaria@institutodeanalistas.com) o consulte el contenido de este Código en <https://institutodeanalistas.com>.

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden

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

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

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

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
18-Mar-2024	n.a.	1,58	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023 - Subimos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
02-Oct-2023	n.a.	1,67	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
12-Jun-2023	n.a.	1,67	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
17-Mar-2023	n.a.	1,75	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Luis Esteban Arribas, CESGA
02-Mar-2023	n.a.	1,90	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas, CESGA
22-Sep-2022	n.a.	1,50	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
02-Mar-2022	n.a.	1,55	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Luis Esteban Arribas, CESGA
21-Sep-2021	n.a.	1,41	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
22-Jun-2021	n.a.	1,35	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021 - Subimos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
23-Abr-2021	n.a.	1,31	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

