

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Personal Products

 Precio de Cierre: EUR 2,04 (1 mar 2023)  
 Fecha del informe: 2 mar 2023 (08:30)

**Resultados 12m 2022**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 12m 2022**
**Opinión** <sup>(1)</sup>: Por debajo de lo esperado

**Impacto** <sup>(1)</sup>: Tendremos que bajar estimaciones

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

+34 915 904 226

## 2022: Ingresos por debajo de lo esperado (-9,3%). El reto sigue siendo volver a crecer

**Descripción del negocio**

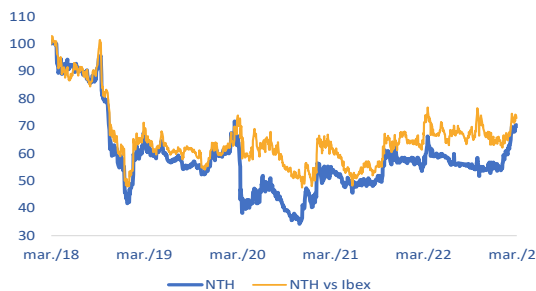
Naturhouse Health (NTH) es un Grupo familiar de pequeño tamaño con sede en Madrid (España), especializado (c. 30 años) en la nutrición y reeducación de los hábitos alimenticios (dietética). Con presencia internacional (c. 80% s/Ingresos; siendo Francia (34%), Italia (31%) y Polonia (11%) sus principales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

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	122,4	130,6
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	114,7	122,4
Número de Acciones (Mn)	60,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,06 / 1,69 / 1,51	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación <sup>(3)</sup>	7,1	
Factset / Bloomberg	NTH-ES / NTH SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%)**

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

**Comportamiento relativo (base 100)**

**Comportamiento en bolsa (%)**

	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	10,9	28,3	23,0	-30,2
vs Ibex 35	8,2	15,7	8,0	-27,0
vs Ibex Small Cap Index	8,6	12,2	16,2	-42,8
vs Eurostoxx 50	9,7	21,3	9,8	-43,7
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	11,2	32,5	31,4	-42,4

(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 2.

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

(4) vs Stoxx Europe 600 Food & Beverage.

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

**CAÍDA EN INGRESOS 2022 (EUR 52,6MN; -9,3% VS 2021) POR EL CIERRE DE CENTROS (-130 VS 2021).**

La reducción de puntos de venta continúa hasta situarse en 1.556 (vs 1.686 centros en 2021, c.-8%) lo que merma la capacidad de generar ingresos de NTH. Todas las geografías han evolucionado negativamente durante 2022, destacando: i) España (EUR 10,6Mn; -10,5% vs 2021 y -43 centros), Italia (EUR 15,2Mn; -9,4% vs 2021) y Polonia (-15%) por el conflicto entre Rusia y Ucrania. Evolución positiva del online (5%/Ingresos 2022; +1,1p.p. vs 2021) que no compensa el cierre de centros. Las ventas por centro permanecen estables.

**PESE AL ENTORNO, CONSIGUE MANTENER EL MG. EBITDA 2022 29,9%...**

La integración vertical de NTH le ha permitido mantener un margen bruto 2022 >71,5%. Aunque el efecto del aumento de costes operativos (especialmente en suministros y transportes) ha presionado el margen EBITDA 2022 hasta niveles de 29,9% (-5,5p.p. Mg. EBITDA 2021, máximo histórico, al no estar reincorporado el 100% del personal en 2021 tras el Covid-19). Como resultado del menor ingreso y el aumento de costes, el EBITDA Rec. 2022 alcanza los EUR 15,7Mn (-23,4% vs 2021).

**... Y UN BN POSITVO (EUR 9,6MN; EN NIVELES DE 2020), MANTENIENDO UN PAY-OUT MÁXIMO.**

Por debajo del EBITDA, la ligera estructura de costes: amortización (EUR 1,4Mn), arrendamientos (0,9Mn) permiten a NTH obtener un BN 2022 de EUR 9,6M, pese a la caída de la actividad. NTH mantiene su atractiva política de dividendos (EUR 18Mn repartidos en dividendos en 2022; EUR 12Mn con cargo a reservas voluntarias y resultados 2021 y, desembolsados durante el 2022, y dos repartos adicionales de EUR 3Mn cada uno con cargo a reservas voluntarias y resultados 2022 pagados durante el año; Dividend Yield total: 14,7%). Con la presentación de resultados ha anunciado el reparto de EUR 3Mn adicionales con cargo a resultados que serán efectivos en 2023e.

**EL CIRCULANTE PRESIONA LA GENERACIÓN DE CAJA (FCF 2022: EUR 5,1MN; -66%).**

La variación de circulante se ha visto impactada en 2022 por una devolución pendiente de Hacienda de EUR 5,2Mn, limitando la generación de caja a EUR 5,1Mn en el ejercicio. NTH sigue mostrando una posición de Caja Neta envidiable (EUR -10Mn; ex NIIF - 16) y especialmente interesante en un entorno de subidas de tipos.

**A LA ESPERA DE UN INDICADOR QUE PERMITA A NTH VOLVER A LA SENDA DEL CRECIMIENTO.**

Los ingresos registrados en 2022 por NTH son una continuación de la tendencia vista en los últimos 6 años (-9,9% TACC 2016-2022), lo que nos llevará a revisar a la baja nuestras estimaciones 2023e y siguientes. Si ponemos la vista en 2023e, unos ingresos de EUR 55Mn (por debajo de los obtenidos en 2020: EUR 56,2Mn) y un margen EBITDA/Vtas en niveles de c.30% (en línea con 2022) implicarían un EBITDA 2023e de c. EUR 17Mn (vs EUR 15,6Mn en 2022). Unos números que tras el buen comportamiento de la acción (+25% -3m), hoy cotizarían a 6,8x EV/EBITDA 2023e y PER 2023e 12x. Múltiplos que deben leerse en el contexto de NTH: nulo riesgo financiero (en posición de caja neta) y bajo riesgo de negocio (generación de EUR 5,1Mn de FCF en 2022 pese a la caída de ingresos).

La reestructuración de centros y puntos de venta (-805 -5y) hace que los niveles de ingresos de 2016-2017 no sean viables actualmente. No obstante, el único reto al que se enfrenta NTH hoy, es el de volver a crecer en ingresos. Lo que multiplicaría automáticamente el atractivo de sus métricas (objetivas) de valoración: bajos múltiplos y un FCF Yield >10%. El catalizador solo puede ser una reversión de la tendencia en ingresos. O un indicador que permita anticiparla y que hoy todavía no se ha producido. Por esta razón, los resultados del 1S 2023 serán claves.

## Anexo 1. Tabla de resultados

EUR Mn	12m22		12m22 Real		12m22 Real vs	
	Real	12m21	vs 12m21	2022e	2022	
<b>Total Ingresos</b>	<b>52,6</b>	<b>57,9</b>	<b>-9,3%</b>	<b>56,7</b>	<b>-7,2%</b>	
Francia	19,1	20,2	-5,3%	19,7	-3,2%	
España	10,6	11,9	-10,6%	16,5	-35,4%	
Italia	15,2	16,8	-9,4%	11,9	28,2%	
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%	
<b>Mg. Bruto</b>	<b>37,7</b>	<b>41,6</b>	<b>-9,5%</b>	<b>40,4</b>	<b>-6,7%</b>	
<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>	
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>15,7</b>	<b>17,5</b>	<b>-10,0%</b>	<b>17,5</b>	<b>-10,0%</b>	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>29,9%</i>	<i>30,1%</i>	<i>-0,2 p.p.</i>	<i>30,8%</i>	<i>-0,9 p.p.</i>	
<b>EBITDA</b>	<b>15,2</b>	<b>17,5</b>	<b>-13,3%</b>	<b>17,5</b>	<b>-13,3%</b>	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>28,8%</i>	<i>30,1%</i>	<i>-1,3 p.p.</i>	<i>30,8%</i>	<i>-2,0 p.p.</i>	
<b>EBIT</b>	<b>12,9</b>	<b>15,4</b>	<b>-16,7%</b>	<b>15,4</b>	<b>-16,7%</b>	
<b>BAI</b>	<b>13,1</b>	<b>16,3</b>	<b>-19,7%</b>	<b>16,3</b>	<b>-19,7%</b>	
<b>BN</b>	<b>9,6</b>	<b>11,4</b>	<b>-15,8%</b>	<b>11,4</b>	<b>-15,8%</b>	
Nº de centros	1.556	1.686	-130	1.608	-52	
<i>Ventas Online (%)</i>	<i>5,0%</i>	<i>2,3%</i>	<i>2,7 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 <sup>1</sup>	-10,0	-25,1	60%	-14,6	31,7%	
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)

## Anexo 2. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	122,4	
+ 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		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>114,7</b>	

## LIGHTHOUSE

Calle Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas  
28020 Madrid  
T: +34 915 904 226  
[institutodeanalistas.com/lighthouse](https://institutodeanalistas.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 ([institutodeanalistas.com/lighthouse](https://institutodeanalistas.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 [www.ieaf.es](http://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
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

