

Resultados 6m 2023

 Opinión ⁽¹⁾: En línea

 Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

Luis Esteban Arribas – luis.esteban@lighthouse-ieaf.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 (77,4% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	102,3	108,3
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	84,5	89,4
Número de Acciones (Mn)	60,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,97 / 1,66 / 1,44	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽³⁾	7,6	
Factset / Bloomberg	NTH-ES / NTH SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

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

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	45,5	43,6	43,3
EBITDA Rec.	15,7	14,6	13,6	13,6
% Var.	-23,4	-7,4	-6,8	0,3
% EBITDA Rec./Ing.	29,9	32,0	31,1	31,4
% Var. EBITDA sector ⁽⁴⁾	19,8	11,4	8,6	7,5
Beneficio neto	9,6	8,7	8,3	8,6
BPA (EUR)	0,16	0,15	0,14	0,14
% Var.	-27,9	-9,3	-5,0	3,2
BPA ord. (EUR)	0,17	0,15	0,14	0,14
% Var.	-27,2	-13,1	-5,0	3,2
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	5,1	10,2	9,2	9,2
Pay-out (%)	100,0	85,0	85,0	85,0
DPA (EUR)	0,16	0,12	0,12	0,12
Deuda financiera neta	-10,0	-9,1	-11,3	-13,3
DN / EBITDA Rec.(x)	-0,6	-0,6	-0,8	-1,0
ROE (%)	30,2	32,7	31,7	31,2
ROCE (%) ⁽⁵⁾	60,4	45,7	45,7	48,6

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	10,6	11,7	12,3	12,0
PER Ordinario	10,2	11,7	12,3	12,0
P/BV	3,7	4,0	3,8	3,7
Dividend Yield (%)	9,4	7,3	6,9	7,1
EV/Ventas	1,61	1,86	1,94	1,95
EV/EBITDA Rec.	5,4	5,8	6,2	6,2
EV/EBIT	6,6	6,9	7,3	7,1
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	5,0	9,9	9,0	9,0

(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.

Rdos 1S23. Récord en márgenes, pero volver a crecer en ingresos es la asignatura pendiente

LOS INGRESOS CONTINÚAN BAJO PRESIÓN (EUR 28,5MN; -6% VS 1S22)...

esencialmente por el continuo cierre de puntos de venta (-138 vs 1S22; -65 vs cierre de 2022) y el estancamiento del canal online (5% s/Ingresos 1S23). Por mercados, Francia mantiene un nivel similar de ventas (-1,9% vs 1S22) mientras que España (-13,5%) y Polonia (-11,9%) son las más penalizadas durante el 1S23.

...AUNQUE NTH SORPENDE (POSITIVAMENTE) EN MÁRGENES (MG. EBITDA 40%; +7,3P.P. VS 1S22; MÁXIMOS HISTÓRICOS).

Por dos razones: i) la integración vertical del modelo de negocio de NTH (posee c. 49% de su principal proveedor) le permite defender sus márgenes en un contexto como el actual (Mg. Bruto >70%) y ii) un exhaustivo control de costes con el que reduce tanto el coste de personal (-11,2% vs 1S22) como otros gastos de explotación (-27,8% vs 1S22). Lo que lleva a NTH a registrar un EBITDA 1S23 de EUR 11,4Mn (+14,2% vs 1S22 con una caída -6% en ingresos durante el 1S23; Mg. EBITDA 40% vs 33% en 1S22).

LA GENERACIÓN DE CAJA ELEVA LA POSICIÓN DE CAJA NETA 1S23 HASTA EUR 19,4MN (19% S/MKT CAP).

Al elevado ratio de conversión de EBITDA en caja histórico (c. 65%) se suma una fuerte entrada de caja por circulante durante el 1S23. Lo que deja una posición de Caja Neta envidiable (EUR 19,4Mn; 19% s/Mkt Cap vs EUR 10Mn en 2022), especialmente interesante en un entorno de subidas de tipos.

MANTENEMOS NUESTRAS ESTIMACIONES EN EBITDA PARA 2023E.

Aunque ajustamos nuestras estimaciones en ingresos (-6,8% vs estimación anterior). En nuestra opinión, los márgenes vistos en el 1S23 son de carácter transitorio y esperamos una normalización de cara a final de 2023e. Nuestro escenario central para 2023e hoy apunta a unos ingresos de EUR 45,5Mn y un EBITDA de EUR 14,6Mn.

LOS RESULTADOS 1S23 EVIDENCIAN LA AMBIVALENCIA DE NTH: MAL MOMENTUM DE NEGOCIO, PERO MÚLTIPLOS HIPERATRATIVOS.

Justificado por: i) un entorno macro que juega claramente en contra (inflación y menor consumo) y ii) a nivel micro, el continuo cierre de puntos de venta seguirá lastrando los ingresos (clave del equity story). Hoy, el riesgo de revisión de estimaciones sigue siendo a la baja, a la espera de un indicador/catalizador que anticipe un cambio de ciclo. El FCF Yield 23e 9,9% y el Dividend Yield 23e 7,3% son los principales atractivos de NTH (Pay-out 85%-100%) a los que acompañan unos bajos múltiplos: PER 23e 11,7x y EV/EBITDA 23e 5,8x (vs PER 23e 7,3x y EV/EBITDA 23e 8,9x de sus comparables; con unos Ingresos estimados para 2023e -16,5%). Esta es la dicotomía de NTH: mal momentum del negocio, pero múltiplos imbatibles.

Comportamiento relativo (base 100)

Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	1,3	3,1	7,2	13,3	71,9	-22,8
vs Ibx 35	3,0	4,0	-17,0	-1,1	22,4	-23,1
vs Ibx Small Cap Index	4,9	7,7	-6,7	5,8	43,5	-26,9
vs Eurostoxx 50	5,0	7,6	-15,8	3,0	32,3	-37,1
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	7,8	9,9	10,8	18,8	61,9	-29,1

Resultados 6m 2023
Tabla 1. Resultados 1S23

EUR Mn	6m23		6m23 Real vs		2023e vs	
	Real	6m22	6m22	2023e	2022	
Total Ingresos	28,5	30,3	-6,0%	45,5	-13,5%	
Francia	10,2	10,4	-1,9%			
España	5,5	6,3	-13,5%			
Italia	9,1	9,4	-3,3%			
Polonia	3,0	3,4	-11,9%			
Otros países	0,8	0,9	-8,8%			
Otros ingresos	0,0	0,0	40,0%			
Mg. Bruto	20,8	21,7	-4,0%	32,9	-12,7%	
<i>Mg. Bruto / Ingresos</i>	<i>72,9%</i>	<i>71,4%</i>	<i>1,5 p.p.</i>	<i>72,3%</i>	<i>0,6 p.p.</i>	
EBITDA (Recurrente)	11,4	9,9	14,9%	14,6	-7,4%	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>40,1%</i>	<i>32,8%</i>	<i>7,3 p.p.</i>	<i>32,0%</i>	<i>2,1 p.p.</i>	
EBITDA	11,4	10,0	14,2%	14,6	-3,9%	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>40,0%</i>	<i>33,0%</i>	<i>7,1 p.p.</i>	<i>32,0%</i>	<i>3,2 p.p.</i>	
EBIT	10,3	8,9	15,9%	12,2	-4,9%	
BAI	10,0	9,0	11,2%	12,0	-8,6%	
BN	7,3	6,6	10,2%	8,7	-9,3%	
Nº de centros	1.491	1.629	-138	1.444	-112	
<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 ¹	-19,4	-17,3	-12%	-9,1	8,8%	
Caja Neta / EBITDA Rec.				-0,6 x	0,0 x	

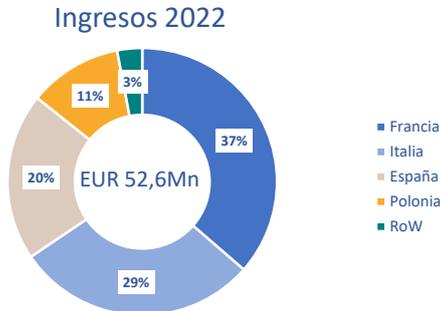
Nota 1: Caja Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16 (EUR 2,4Mn y EUR 2,1Mn el 1S23 y 1S22, respectivamente).

Tabla 2. Revisión de Estimaciones

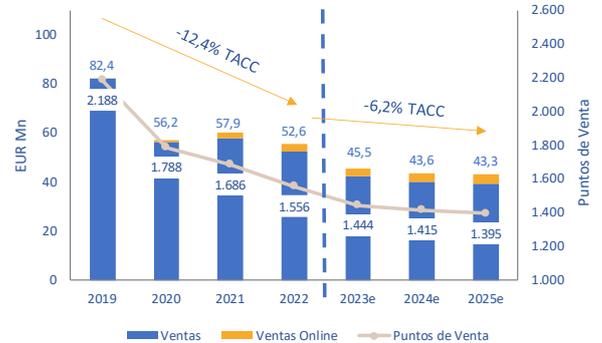
EUR Mn	2023e (Nuevo)	Revisión (%)	2024e (Nuevo)	Revisión (%)	2025e (Nuevo)	Revisión (%)
Total Ingresos	45,5	-6,8%	43,6	-8,4%	43,3	-9,3%
EBITDA (Recurrente)	14,6	0,3%	13,6	-5,8%	13,6	-7,5%
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>32,0%</i>	<i>2 p.p.</i>	<i>31,1%</i>	<i>1 p.p.</i>	<i>31,4%</i>	<i>1 p.p.</i>
EBIT	12,2	1,0%	11,6	-5,0%	11,9	-6,2%
Beneficio Neto	8,7	-3,0%	8,3	-8,8%	8,6	-9,7%
Free Cash Flow (Rec.)	10,2	7,6%	9,2	0,3%	9,2	-1,9%
<i>Caja Neta / EBITDA</i>	<i>-0,6 x</i>	<i>-0,1 x</i>	<i>-0,8 x</i>	<i>-0,2 x</i>	<i>-1,0 x</i>	<i>-0,2 x</i>

La compañía en 8 gráficos

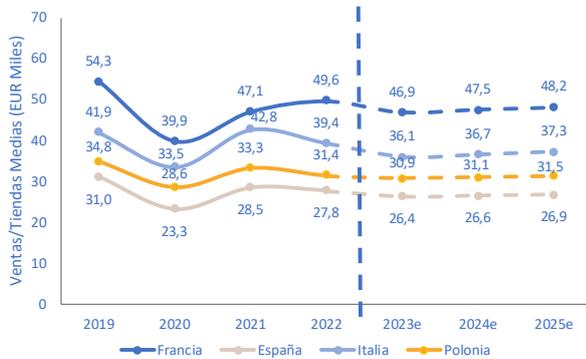
Un negocio diversificado geográficamente (especialmente en Europa)



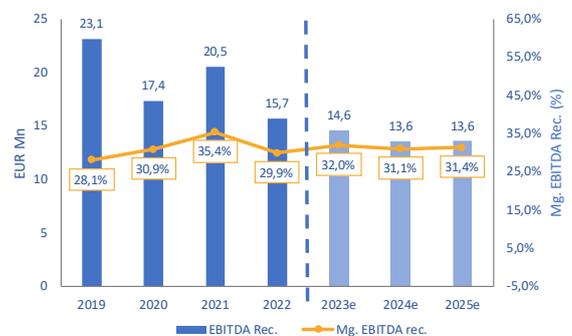
El freno en el cierre de tiendas es el catalizador "clave", pero habrá que esperar hasta 2025e



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



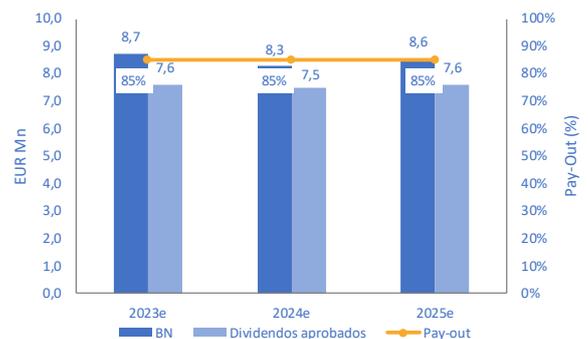
Su ligera estructura de costes, permitirá mantener unos márgenes elevados (Mg. EBITDA > 30%)



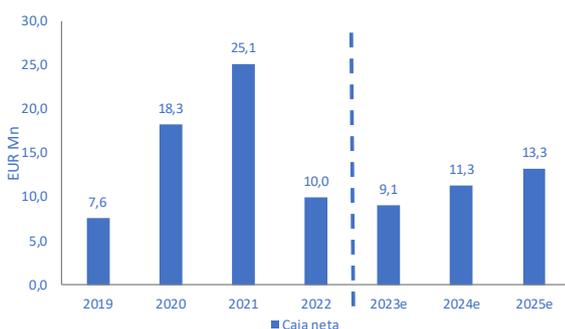
Alta capacidad de convertir el EBITDA en caja (c. 60%). FCF Yield >9% ...



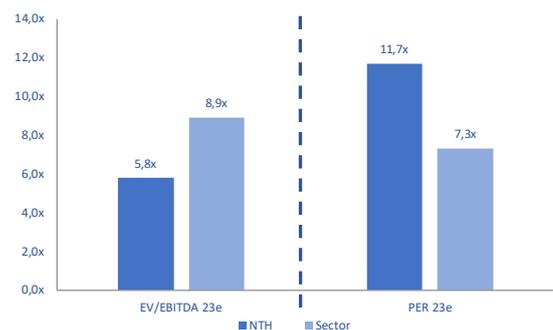
... que permitirá mantener un Pay-Out (85%) elevado y un Dividend Yield 2023e del 7%



Y una posición de balance muy robusta (Caja Neta 2023e EUR 9Mn), especialmente interesante en un entorno de subidas de tipos



Cotizando a EV/EBITDA 2023e 5,8x (vs 8,9x de su sector)



Inputs de valoración
Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	10,2	9,2	9,2	107,0			
Market Cap	102,3	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-19,4	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta			4,3%	4,8%	
Tasa fiscal (T)	25,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	3,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,2%	3,6%	
Risk free rate (rf)	3,9%	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	9,9%	Ke = Rf + (R * B)			8,9%	11,1%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	9,9%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,9%	11,1%	
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	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
				23e-25e	23e	23e-25e	23e	23e-25e	23e	23e	23e-25e
Herbalife Nut.	HLF-US	1.308,1	5,7	21,8%	6,4	12,0%	0,7	4,8%	11,6%	14,3%	n.a.
Medifast	MED-US	769,8	8,9	n.a.	4,9	n.a.	0,6	n.a.	13,1%	15,1%	n.a.
WW Intl.	WW-US	825,6	n.a.	n.a.	15,6	39,6%	2,5	12,0%	16,1%	n.a.	n.a.
Pérdida de Peso			7,3	21,8%	8,9	25,8%	1,3	8,4%	13,6%	14,7%	n.a.
Nu Skin	NUS-US	1.000,8	8,9	9,7%	5,7	4,7%	0,7	3,3%	12,0%	7,1%	n.a.
Glanbia	GL9-IE	4.127,0	13,2	7,6%	10,1	4,5%	0,9	-0,3%	8,6%	7,0%	6,9%
Suplementos Alimenticios			11,1	8,6%	7,9	4,6%	0,8	1,5%	10,3%	7,0%	6,9%
NTH	NTH-ES	102,3	11,7	-1,0%	5,8	-3,3%	1,9	-2,4%	32,0%	9,9%	-4,7%

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	34,2%	14,9	5,7x
Central	31,1%	13,6	6,2x
Min	28,0%	12,2	6,9x

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		
	1,0%	1,1%	1,2%		Max	Central	Min
EBITDA 24e	14,9	13,6	12,2	Max	10,4%	10,3%	10,3%
	10,6	9,3	7,9	Central	9,1%	9,0%	9,0%
	10,6	9,2	7,9	Min	7,7%	7,7%	7,7%
	10,5	9,2	7,8				

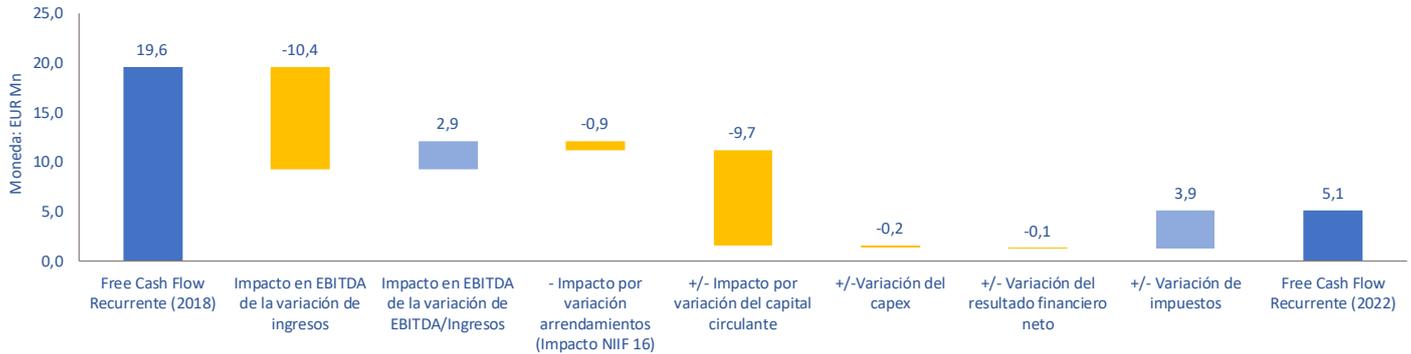
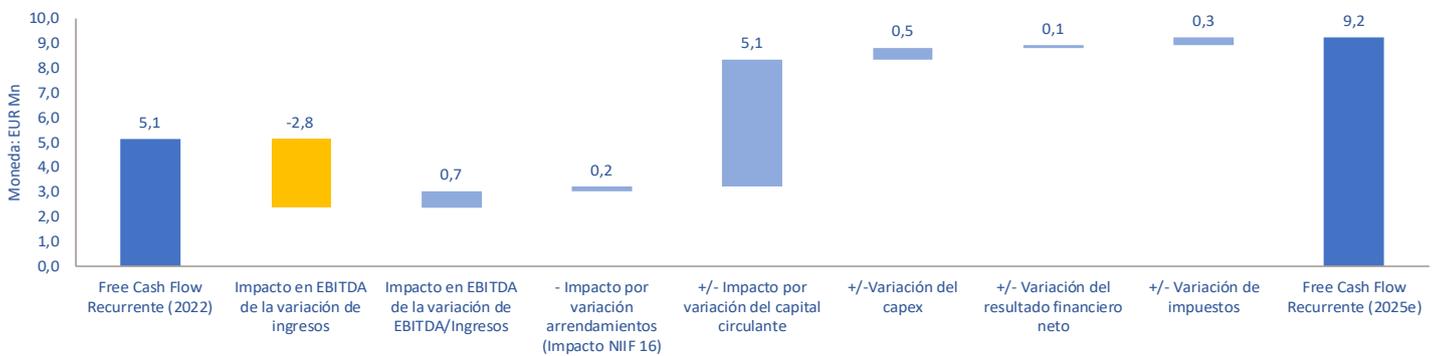
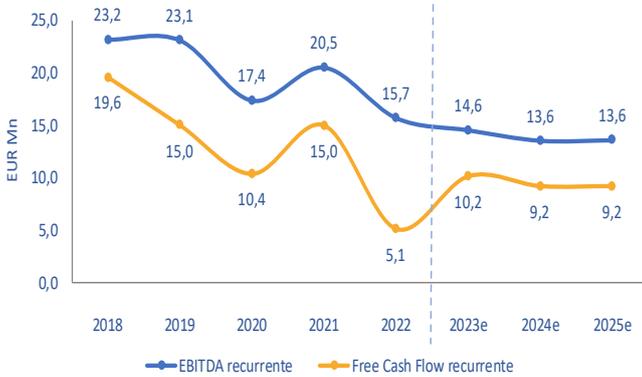
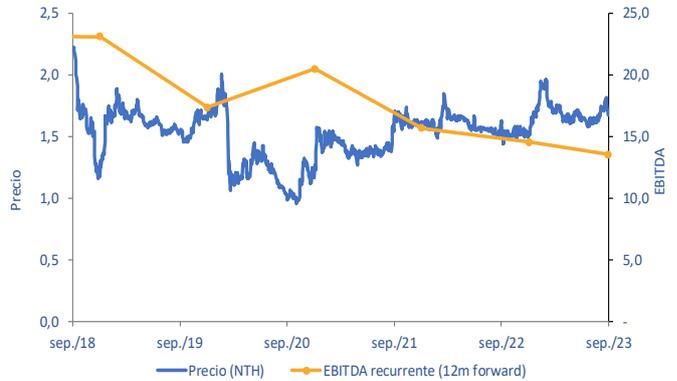


Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	1,4	8,9	3,7	2,5	3,4	2,7	2,1	1,6		
Inmovilizado material	3,8	2,0	1,2	0,9	1,2	0,9	0,8	0,8		
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	0,3	0,1	(0,2)		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	16,3	12,2	11,8	10,0	15,0	14,0	13,7	13,6		
Total activo	25,9	27,3	21,0	21,8	30,7	28,6	27,4	26,6		
Patrimonio neto	18,8	16,5	26,0	36,0	27,8	25,5	26,7	28,0		
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)	(9,1)	(11,3)	(13,3)		
Pasivo circulante	11,2	9,5	8,1	7,1	6,9	6,2	6,0	5,9		
Total pasivo	25,9	27,3	21,0	21,8	30,7	28,6	27,4	26,6		
										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	45,5	43,6	43,3	-12,2%	-6,2%
<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>-13,5%</i>	<i>-4,1%</i>	<i>-0,7%</i>		
Coste de ventas	(25,2)	(23,8)	(15,9)	(16,3)	(14,9)	(12,6)	(12,4)	(12,2)		
Margen Bruto	63,5	58,5	40,4	41,6	37,7	32,9	31,3	31,2	-12,2%	-6,1%
<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>72,3%</i>	<i>71,7%</i>	<i>71,9%</i>		
Gastos de personal	(20,7)	(19,3)	(12,4)	(10,8)	(10,6)	(9,2)	(8,9)	(8,9)		
Otros costes de explotación	(19,6)	(16,1)	(10,6)	(10,3)	(11,3)	(9,1)	(8,8)	(8,7)		
EBITDA recurrente	23,2	23,1	17,4	20,5	15,7	14,6	13,6	13,6	-9,3%	-4,7%
<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>-7,4%</i>	<i>-6,8%</i>	<i>0,3%</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>32,0%</i>	<i>31,1%</i>	<i>31,4%</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	14,6	13,6	13,6	-10,2%	-3,5%
Depreciación y provisiones	(1,1)	(1,0)	(1,6)	(1,2)	(1,4)	(1,4)	(1,1)	(0,9)		
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	12,2	11,6	11,9	-12,7%	-2,4%
<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>-4,9%</i>	<i>-5,0%</i>	<i>2,8%</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>26,9%</i>	<i>26,6%</i>	<i>27,5%</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)	(0,0)	0,0		
Resultados por puesta en equivalencia	0,6	0,2	0,3	0,6	0,3	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Beneficio ordinario	22,7	18,7	13,5	18,2	13,1	12,0	11,4	11,7	-12,9%	-3,6%
<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>-8,6%</i>	<i>-5,0%</i>	<i>3,2%</i>		
Extraordinarios	-	0,5	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	22,7	19,2	13,5	18,2	13,1	12,0	11,4	11,7	-12,9%	-3,6%
Impuestos	(7,4)	(6,0)	(4,1)	(4,9)	(3,5)	(3,2)	(3,1)	(3,2)		
<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	8,7	8,3	8,6	-11,0%	-3,9%
<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>-9,3%</i>	<i>-5,0%</i>	<i>3,2%</i>		
Beneficio ordinario neto	15,9	13,3	9,4	13,8	10,0	8,7	8,3	8,6	-10,8%	-5,2%
<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>-13,1%</i>	<i>-5,0%</i>	<i>3,2%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						14,6	13,6	13,6	-9,3%	-4,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,9)	(0,8)	(0,7)		
Var.capital circulante						0,3	0,1	0,0		
Cash Flow operativo recurrente						13,9	12,8	12,9	-23,1%	10,0%
CAPEX						(0,5)	(0,5)	(0,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,0)	0,0		
Impuestos						(3,2)	(3,1)	(3,2)		
Free Cash Flow Recurrente						10,2	9,2	9,2	-28,4%	21,5%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						10,2	9,2	9,2	-46,3%	74,7%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(11,0)	(7,0)	(7,3)		
Variación de Deuda financiera neta						0,9	(2,2)	(2,0)		

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	14,6	13,6	13,6	-12,1%	-4,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-0,3%	-24,8%	18,1%	-23,4%	-7,4%	-6,8%	0,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	28,1%	30,9%	35,4%	29,9%	32,0%	31,1%	31,4%		
- 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)	0,3	0,1	0,0		
= Cash Flow operativo recurrente	22,2	14,7	20,0	9,7	13,9	12,8	12,9	-24,1%	10,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-19,9%	-33,7%	36,1%	-51,6%	43,7%	-7,8%	0,5%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	27,0%	26,2%	34,6%	18,4%	30,6%	29,4%	29,7%		
- CAPEX	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	0,0		
- Impuestos	(6,0)	(4,1)	(4,9)	(3,5)	(3,2)	(3,1)	(3,2)		
= Free Cash Flow recurrente	15,0	10,4	15,0	5,1	10,2	9,2	9,2	-30,0%	21,5%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-23,3%	-30,9%	44,5%	-65,7%	97,5%	-9,2%	0,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	18,2%	18,5%	25,9%	9,8%	22,4%	21,1%	21,3%		
- 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	10,2	9,2	9,2	-53,5%	74,7%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-16,9%	-38,7%	2,1%	-83,9%	487,0%	-9,2%	0,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	14,7%	10,2%	14,7%	5,0%	9,9%	9,0%	9,0%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	16,9%	10,3%	10,5%	1,7%	9,9%	9,0%	9,0%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	19,6	15,0	10,4	15,0	5,1	10,2	9,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(1,6)	(7,3)	0,5	(1,9)	(2,1)	(0,6)	(0,1)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,6	1,6	2,6	(2,9)	1,0	(0,4)	0,1		
= Variación EBITDA recurrente	(0,1)	(5,7)	3,2	(4,8)	(1,2)	(1,0)	0,0		
- 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	(1,1)	0,1		
+/- Variación del CAPEX	(0,2)	0,7	0,2	(0,9)	0,5	(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	0,2	0,2	(0,1)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(4,6)	(4,6)	4,6	(9,9)	5,0	(0,9)	0,0		
Free Cash Flow Recurrente	15,0	10,4	15,0	5,1	10,2	9,2	9,2		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	18,6	14,2	17,5	12,9	12,2	11,6	11,9	-11,6%	-2,4%
* 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)	(3,1)	(3,2)		
EBITDA recurrente	23,1	17,4	20,5	15,7	14,6	13,6	13,6	-12,1%	-4,7%
- 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)	0,3	0,1	0,0		
= Cash Flow operativo recurrente	22,2	14,7	20,0	9,7	13,9	12,8	12,9	-24,1%	10,0%
- CAPEX	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(5,6)	(4,3)	(4,7)	(3,4)	(3,3)	(3,1)	(3,2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	15,7	10,3	15,3	5,3	10,2	9,2	9,2	-30,4%	20,0%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-22,7%	-34,7%	49,1%	-65,3%	91,2%	-9,3%	-0,3%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	19,1%	18,3%	26,4%	10,1%	22,3%	21,1%	21,2%		
- 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	10,2	9,2	9,2	-62,8%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-17,2%	-41,8%	12,8%	-92,2%	n.a.	-9,3%	-0,3%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	18,6%	12,2%	18,1%	6,3%	12,0%	10,9%	10,9%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	21,2%	12,4%	14,0%	1,1%	12,0%	10,9%	10,9%		

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	102,3	
+ Minoritarios	0,0	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,1	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	(19,4)	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	0,5	Rdos. 6m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	84,5	

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	-	61,5	96,4	96,6	98,3	95,4	88,7	82,4	56,2	57,9	52,6	45,5	43,6	43,3	-9,9%	-6,2%
Cto. Total ingresos	n.a.	n.a.	56,7%	0,2%	1,8%	-2,9%	-7,1%	-7,1%	-31,7%	3,0%	-9,3%	-13,5%	-4,1%	-0,7%		
EBITDA	-	13,8	33,7	33,6	32,4	29,4	23,3	22,9	17,4	19,9	15,2	14,6	13,6	13,6	-11,9%	-3,5%
Cto. EBITDA	n.a.	n.a.	143,8%	-0,2%	-3,7%	-9,3%	-20,8%	-1,4%	-24,0%	14,4%	-24,0%	-3,9%	-6,8%	0,3%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	22,5%	34,9%	34,8%	32,9%	30,8%	26,2%	27,8%	31,0%	34,4%	28,8%	32,0%	31,1%	31,4%		
Beneficio neto	-	8,5	22,6	22,9	22,5	19,9	15,4	13,3	9,4	13,4	9,6	8,7	8,3	8,6	-13,2%	-3,9%
Cto. Beneficio neto	n.a.	n.a.	164,0%	1,3%	-1,6%	-11,8%	-22,6%	-13,8%	-29,3%	42,5%	-27,9%	-9,3%	-5,0%	3,2%		
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	8.544,0	0,38	0,38	0,38	0,33	0,26	0,22	0,16	0,22	0,16	0,15	0,14	0,14	-13,2%	-3,9%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	-100,0%	1,4%	-1,6%	-11,8%	-22,6%	-13,8%	-29,3%	42,5%	-27,9%	-9,3%	-5,0%	3,2%		
BPA ord. (EUR)	0,00	8.544,0	0,38	0,38	0,38	0,34	0,26	0,22	0,16	0,23	0,17	0,15	0,14	0,14	-12,7%	-5,2%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	-100,0%	1,9%	-1,4%	-9,6%	-22,6%	-16,4%	-29,0%	46,5%	-27,2%	-13,1%	-5,0%	3,2%		
CAPEX	-	(0,4)	(3,1)	(0,9)	(1,2)	(1,3)	(0,7)	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
CAPEX/Vtas %	n.a.	0,7%	3,2%	0,9%	1,2%	1,4%	0,8%	1,1%	0,4%	0,1%	1,8%	1,0%	1,1%	1,1%		
Free Cash Flow	-	16,6	38,9	30,9	14,4	14,8	20,8	17,2	10,6	10,8	1,7	10,2	9,2	9,2	-29,7%	74,7%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	1,2x	0,0x	-0,4x	-0,4x	-0,2x	-0,2x	-0,3x	-1,0x	-1,3x	-0,7x	-0,6x	-0,8x	-1,0x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	6,2x	8,2x	8,4x	4,6x	7,4x	8,1x	7,3x	9,4x	11,7x	12,3x	12,0x		
EV/Vtas (x)	n.a.	n.a.	n.a.	2,25x	2,78x	2,49x	1,01x	1,37x	1,34x	1,56x	1,65x	1,86x	1,94x	1,95x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	6,5x	8,4x	8,1x	3,9x	4,9x	4,3x	4,5x	5,7x	5,8x	6,2x	6,2x		
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	29,2%	-9,3%	-57,6%	39,2%	-22,3%	27,7%	-7,3%	13,3%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	31,8%	-15,5%	-50,1%	24,5%	-8,2%	18,3%	-1,8%	-1,1%				

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

Datos Mercado	EUR Mn	Pérdida de Peso				Suplementos Alimenticios			NTH
		Herbalife Nut.	Medifast	WW Intl.	Average	Nu Skin	Glanbia	Average	
Ticker (Factset)		HLF-US	MED-US	WW-US		NUS-US	GL9-IE		NTH-ES
País		Cayman Isl.	USA	USA		USA	USA		Spain
Market cap		1.308,1	769,8	825,6		1.000,8	4.127,0		102,3
Enterprise value (EV)		3.481,7	653,0	2.149,6		1.312,4	4.639,3		84,5
Total Ingresos		4.720,3	1.022,7	853,5		1.935,1	5.347,1		45,5
Cto.Total Ingresos		-4,0%	-32,3%	-13,2%	-16,5%	-7,9%	-5,2%	-6,6%	-13,5%
2y TACC (2023e - 2025e)		4,8%	n.a.	12,0%	8,4%	3,3%	-0,3%	1,5%	-2,4%
EBITDA		548,0	134,2	137,7		231,3	460,3		14,6
Cto. EBITDA		-10,9%	-39,0%	-14,8%	-21,6%	-11,4%	10,9%	-0,3%	-3,9%
2y TACC (2023e - 2025e)		12,0%	n.a.	39,6%	25,8%	4,7%	4,5%	4,6%	-3,3%
EBITDA/Ingresos		11,6%	13,1%	16,1%	13,6%	12,0%	8,6%	10,3%	32,0%
EBIT		429,4	113,9	81,8		162,0	341,6		12,2
Cto. EBIT		-15,2%	-44,2%	-32,0%	-30,4%	7,7%	25,3%	16,5%	-4,9%
2y TACC (2023e - 2025e)		15,6%	n.a.	63,6%	39,6%	7,1%	7,3%	7,2%	-1,2%
EBIT/Ingresos		9,1%	11,1%	9,6%	9,9%	8,4%	6,4%	7,4%	26,9%
Beneficio Neto		211,4	87,1	(63,0)		112,0	303,0		8,7
Cto. Beneficio Neto		-30,3%	-35,8%	73,5%	2,4%	13,2%	51,2%	32,2%	-9,3%
2y TACC (2023e - 2025e)		26,0%	n.a.	91,4%	58,7%	8,1%	1,8%	5,0%	-1,0%
CAPEX/Ventas		3,6%	1,4%	1,9%	2,3%	3,7%	1,4%	2,5%	1,0%
Free Cash Flow		187,1	115,9	(42,8)		70,6	288,4		10,2
Deuda financiera Neta		n.a.	(126,8)	1.307,1		220,4	280,0		(9,1)
DN/EBITDA (x)		n.a.	(0,9)	9,5	4,3	1,0	0,6	0,8	(0,6)
Pay-out		0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	65,8%	31,3%	48,6%	85,0%
P/E (x)		5,7	8,9	n.a.	7,3	8,9	13,2	11,1	11,7
P/BV (x)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,1	2,1	4,0
EV/Ingresos (x)		0,7	0,6	2,5	1,3	0,7	0,9	0,8	1,9
EV/EBITDA (x)		6,4	4,9	15,6	8,9	5,7	10,1	7,9	5,8
EV/EBIT (x)		8,1	5,7	26,3	13,4	8,1	13,6	10,8	6,9
ROE		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15,6	15,6	32,7
FCF Yield (%)		14,3	15,1	n.a.	14,7	7,1	7,0	7,0	9,9
DPA		0,00	n.a.	0,00	0,00	1,47	0,34	0,91	0,12
Dvd Yield		0,0%	n.a.	0,0%	0,0%	7,4%	2,2%	4,8%	7,3%

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
<https://institutodeanalistas.com/lighthouse>

Alfredo Echevarría Otegui
Head of research
alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas, CESGA
Equity research
luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad, CFA
Equity research
enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez, CESGA
ESG Analyst & Data analytics
jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (<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 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
02-Oct-2023	n.a.	1,70	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas
12-Jun-2023	n.a.	1,71	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
17-Mar-2023	n.a.	1,79	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Luis Esteban Arribas
02-Mar-2023	n.a.	1,95	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas
22-Sep-2022	n.a.	1,53	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas
02-Mar-2022	n.a.	1,58	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Luis Esteban Arribas
21-Sep-2021	n.a.	1,44	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
22-Jun-2021	n.a.	1,39	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021 - Subimos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
23-Abr-2021	n.a.	1,34	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

