

Resultados 12m 2021

Opinión ⁽¹⁾: En línea

Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

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

+34 915 904 226

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, Italia y Polonia sus principales mercados). Está gestionada y controlada por la familia fundadora (77,1% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	112,8	125,7
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	90,6	101,0
Número de Acciones (Mn)	60,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,06 / 1,79 / 1,55	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,06	
Rotación ⁽³⁾	12,4	
Factset / Bloomberg	NTH-ES / NTH SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionaria (%)

D. F. Revuelta y Familia	76,7
Free Float	23,3

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluta	0,5	-1,3	1,9	-58,6
vs Ibex 35	7,1	1,9	4,3	-50,7
vs Ibex Small Cap Index	1,0	-4,0	7,0	-72,2
vs Eurostoxx 50	12,8	9,5	0,3	-62,8
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	2,6	-0,9	-13,3	-67,6

(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.

2021: Lenta recuperación de ingresos. EBITDA, en línea. Una idea pendiente de ser descubierta

INGRESOS TODAVÍA POR DEBAJO DE 2019 (EUR 57,9Mn, +3,0% VS 2020) ... A pesar del fin de las restricciones por el Covid-19, NTH cierra 2021 con unas cifras similares a las vistas en 2020. Ritmo de recuperación muy heterogéneo por países: Francia, principal mercado internacional de NTH alcanza EUR 20,2Mn (-2,4% vs 2020; 35% s/ingresos); Italia ha sido el país que mejor año ha registrado con EUR 16,8Mn (+18,1% vs 2020; 29% s/ingresos); España (EUR 11,9Mn, +6,1% vs 2020; 21% s/ingresos) y el resto de países se mantienen casi “planos” respecto 2020.

... AUNQUE EL CANAL ONLINE SIGUE FORTALECIÉNDOSE. NTH ha apostado por la vía online (desde 2020). Una línea de negocio todavía menor y que ha supuesto el 3,7% del total de ingresos en 2021 (+113% a/a). El crecimiento en venta on-line sigue siendo objetivo estratégico (y de largo plazo) para NTH.

FUERTE RECUPERACIÓN DEL MARGEN EBITDA Rec. /VTAS (35,4% 2021 VS 30,9% EN 2020)... La estrategia seguida por NTH de reestructuración de centros propios y el cierre de aquellos menos rentables (1.686 centros en 2021 vs 2.188 en 2019; teniendo en cuenta centros propios y franquiciados) ha supuesto un punto de inflexión en 2021. El EBITDA Rec. se sitúa en EUR 20,5Mn en 2021 (vs EUR 17,4Mn en 2020; +18,1%). Resultado en parte justificado por la caída del gasto en personal (-13,0% vs 2020), que ha permitido mantener el EBITDA totalmente en línea con nuestras estimaciones pese al menor ingreso.

...QUE CONSOLIDA SU CAPACIDAD DE GENERACIÓN DE CAJA. El modelo de negocio de NTH se apoya en una estructura de costes ligera que, durante el 2021, se ajusta (más aún) hasta obtener un FCF rec. de EUR 14,1Mn. La limitación en el reparto de dividendos en 2020, consecuencia de la regulación vigente por el Covid-19 (ERTEs), ha hecho que la caja neta (ex NIIF 16) en 2021 ascienda a EUR 25,1Mn. NTH propone la distribución de un dividendo de EUR 12Mn (EUR 0,2/acción) con cargo a resultados del 2021, que supone un pay-out de c. 90% (yield del 10,6%).

EN DEFINITIVA, ¿Y AHORA QUÉ?... Pese a los ingresos inferiores a los estimados, los niveles de rentabilidad 2021 han permitido crecer significativamente. Mantenemos estimaciones ante unos resultados (EBITDA) en línea que debieran permitir a NTH alcanzar en 2022e Ventas de EUR 68 Mn y EBITDA Rec. de EUR 22Mn. Hoy, NTH cotiza a c. 4,4x EV/EBITDA 2021, FCF yield >12,5% y PER de 8,4x.

2018-2021: MARGEN VS INGRESOS. La “foto” -3y es reveladora. Excelente gestión de la estructura para neutralizar la dificultad para crecer en ingresos (competencia, Covid-19). El c.+20% en EBITDA en 2021 sugiere un punto de inflexión. Y la oportunidad de apalancar la eficiente estructura actual a un volumen de ingresos mayor. La “rueda a seguir” sería el mercado italiano. Si extrapolamos la recuperación vista en ese mercado (2021, c.+20%) al resto, hablaríamos de niveles de ventas de c. EUR 70 Mn. A los que teóricamente habría que aplicar márgenes (2021) de c.35%, y que “matemáticamente” implican un muy alto potencial. Ese sería el equity story de NTH (más allá del ya excelente FCF yield 2021).

EUR Mn	2018	2021	TACC -3y
Ventas	88,7	57,9	-13,3%
EBITDA Rec.	23,2	20,5	-4,0%
Margen EBITDA/Vtas.	26,2%	35,4%	10,6%

Anexo 1. Tabla de resultados

EUR Mn	12m21		12m21 Real		12m21 Real	
	Real	12m20	vs 12m20	2021e	vs 2021e	
Total Ingresos	57,9	56,2	3,0%	64,2	-9,8%	
Francia	20,2	20,7	-2,4%			
España	11,9	11,2	6,3%			
Italia	16,8	14,2	18,1%			
Polonia	6,9	7,2	-3,3%			
Resto países	1,8	1,8	-1,8%			
Otros ingresos	0,3	1,2	-70,3%			
EBITDA (Recurrente)	20,5	17,4	18,1%	21,2	-3,1%	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>35,4%</i>	<i>30,9%</i>	<i>4,5 p.p.</i>	<i>33,0%</i>	<i>2,4 p.p.</i>	
EBITDA	20,3	17,4	16,2%	21,2	-4,4%	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>35,0%</i>	<i>31,0%</i>	<i>4,0 p.p.</i>	<i>33,0%</i>	<i>2,0 p.p.</i>	
EBIT	17,8	14,2	25,6%	18,6	-4,1%	
BAI	18,2	13,5	35,0%	18,9	-3,5%	
BN	13,4	9,4	42,5%	12,9	3,3%	
BN ordinario	13,6	9,4	44,1%	13,2	2,6%	
Nº de centros	1.686	1.788	-102	1.788	-5,7%	
<i>Ventas Online (%)</i>	<i>3,7%</i>	<i>1,8%</i>	<i>1,9 p.p.</i>	<i>2,3%</i>	<i>1,4 p.p.</i>	
FCF Recurrente	14,1	8,8	59,5%	12,4	14,1%	
<i>FCF Recurrente Yield</i>	<i>12,5%</i>	<i>7,8%</i>	<i>4,7 p.p.</i>	<i>11,0%</i>	<i>1,5 p.p.</i>	
Caja Neta ¹	-25,1	-17,0	-47,3%	-25,8	2,7%	
Caja Neta ¹ / EBITDA Rec.	-1,2 x	-1,0 x	-0,2 x	-1,2 x	0,0 x	

(1) Caja Neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16 (EUR 2,2Mn y EUR 3,6Mn en 2021 y 2020, respectivamente)

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	112,8	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 12m 2021
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,5	Rdos. 12m 2021
+ Deuda financiera neta	(25,1)	Rdos. 12m 2021
- Inmovilizado financiero	(1,4)	Rdos. 12m 2021
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	90,6	

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

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

Estados Unidos. IEF 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-2022	n.a.	1,88	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Luis Esteban Arribas
21-Sep-2021	n.a.	1,71	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
22-Jun-2021	n.a.	1,69	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021 - Subimos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
23-Abr-2021	n.a.	1,63	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

