

## RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Productos para el Cuidado Personal

Fecha del informe: 23 abr 2021  
Hora distribución: 14:00

Inicio de cobertura  
Precio de Cierre: EUR 1,63 (22 abr 2021)

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).

Ana Isabel González García, CIA – ana.gonzalez@lighthouse-ieaf.com  
+34 915 904 226

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	97,8	117,5
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	84,0	101,0
Número de Acciones (Mn)	60,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,93 / 1,55 / 1,17	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,06	
Rotación <sup>(2)</sup>	14,8	
Refinitiv / Bloomberg	NTH.MC / NTH SM	
Cierre año fiscal	31-Dic	

### Estructura Accionarial (%)

Félix Revuelta y Familia	77,1
Free Float	22,9

### Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2020	2021e	2022e	2023e
Nº Acc. ajustado (Mn)	60,0	60,0	60,0	60,0
Total Ingresos	56,2	64,3	67,9	72,9
EBITDA Rec. <sup>(3)</sup>	17,4	20,3	21,4	23,3
% Var.	-24,8	16,6	5,6	9,0
% EBITDA Rec./Ing.	30,9	31,5	31,5	32,0
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	7,1	8,9	11,4	3,4
Beneficio neto	9,4	12,5	13,3	14,6
BPA (EUR)	0,16	0,21	0,22	0,24
% Var.	-29,3	33,0	6,6	10,2
BPA ord. (EUR)	0,16	0,21	0,22	0,25
% Var.	-29,0	33,5	6,6	10,2
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	9,7	12,2	13,2	14,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	85,0	85,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,19	0,21
Deuda financiera neta	-17,0	-29,3	-30,6	-32,7
DN / EBITDA Rec.(x)	-1,0	-1,4	-1,4	-1,4
ROE (%)	44,2	38,7	33,9	35,6
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	91,9	127,1	138,0	154,4

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

	2020	2021e	2022e	2023e
PER	10,4	7,8	7,4	6,7
PER Ordinario	10,4	7,8	7,3	6,6
P/BV	3,8	2,5	2,5	2,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	11,5	12,7
EV/Ventas	1,49	1,31	1,24	1,15
EV/EBITDA Rec.	4,8	4,1	3,9	3,6
EV/EBIT	5,9	4,8	4,5	4,1
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	9,9	12,5	13,5	14,6

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 3,5Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

(4) Sector: TR Europe Food Processing.

(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, Refinitiv y Lighthouse.

## Cristalino. FCF yield (recurrente) > 10%

**UN NEGOCIO “MUY” RENTABLE, Y QUE HA SUFRIDO...,** por la intensificación de la competencia pre-crisis del Covid-19 (TACC -3,9% en Ingresos 2015-2019, -11,0p.p. EBIT/Ingresos), e impactado, como no podía ser de otro modo, por la actual crisis sanitaria (EUR 56,2Mn Ingresos 2020, -31,7% a/a).

**...PERO QUE PUEDE PRESUMIR DE RENTABILIDAD...** Su modelo sobre una estructura de costes “ligera”, que le permite controlar la cadena de valor, minimizando la inmovilización de recursos y maximizando los retornos (ROCE > 90% y ROE > 70%, en promedio -5y; ROE 2020 c. 45% por la suspensión impuesta al pago de dividendos).

**...Y DE RETRIBUIR GENEROSAMENTE A SUS ACCIONISTAS, MANTENIENDO LA FORTALEZA DE SU BALANCE.** El modelo de negocio de NTH genera abundante caja (ratio de conversión en CF promedio c. 80% del EBIT -3y), que revierte casi en su totalidad en los accionistas (pay-out promedio c. 100% -5y; DVD yield c.10% 2019). Un dividendo suspendido temporalmente y que esperamos se recupere a partir de 2022 (pay out, 85%). Manteniendo su posición de “holgura” financiera (Caja Neta/FFPP a 0,7x 2020) y que facilita la búsqueda de crecimiento no orgánico.

**TRAS TESTAR SU RESILIENCIA (2020), NTH VOLVERÁ A CRECER, MEJORANDO SU RENTABILIDAD...** Estimamos TACC +9,0% (+3y) en ingresos (escenario no agresivo). El crecimiento del canal online (ausente pre-Covid y pilar en su actual estrategia) contribuirá a c. 4% de los ingresos en 2023. Recuperando (+1y) los niveles pre-Covid (EBIT), ofreciendo un FCF Yield > 14% +2y (c. +50% vs. -3y). La combinación de una estructura ligera (bajo Capital Empleado) y elevada eficiencia operativa explican estos niveles de rentabilidad. Que son recurrentes.

**EN CONCLUSIÓN:** NTH combina múltiplos de c.5x EV/EBIT 2021e y elevado FCF Yield vs. sector (c. -50% y c. 2x respectivamente). Aunque su “blindaje” accionarial (77,1% en manos de la familia fundadora) ahuyente a potenciales interesados en su negocio, este es un “menos” insignificante respecto al núcleo de su “equity story”, que se apoya en factores (micro, sectoriales y macro) que le permitirán crecer c. +10% en ingresos (TACC +3y), recuperando (+1y) los niveles pre-Covid (EBIT). Y confirmando estos múltiplos.

### Comportamiento relativo (base 100)



### Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-8,2	-7,9	15,6	5,2	-56,4	-61,7
vs Ibex 35	-11,5	-14,5	-10,3	-1,9	-50,2	-59,1
vs Ibex Small Cap Index	-7,2	-13,8	-26,2	-1,0	-62,4	-79,5
vs Eurostoxx 50	-12,3	-17,4	-18,4	-6,9	-62,1	-70,0
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-12,6	-13,7	13,7	1,0	-68,3	-71,5

## Conclusiones

### Un negocio “muy” rentable y con capacidad para volver a crecer

NTH ha logrado posicionarse como referente en el mercado europeo de la pérdida y control del peso (> 30y en el mercado; Europa generó c. 75% de sus ingresos 2020). La elevada rentabilidad de su negocio (c. 33,5% EBIT/Ingresos 2014). Su modelo pivota en torno a una estructura de costes “ligera”, que le permite controlar la cadena de valor minimizando la inmovilización de recursos y maximizando los retornos (ROCE >180% 2015). Todo ello explica la voluntad de crecer de esta compañía.

La debilidad del consumo que caracterizó la primera mitad de la pasada década (crisis financiera), junto a la intensificación de la competencia (lógica, dados los elevados retornos del sector y la madurez del mercado) cimentaron la reorganización corporativa de NTH. La facturación nacional (c. 40% del total del Grupo en 2013), tuvo su punto de inflexión en 2014 (EUR 20,9Mn Ingresos, -15,3% a/a; c. -7% LFL), impulsando la reagrupación de la totalidad del negocio “Naturhouse” bajo la misma cabecera (2014). En 2015, se colocó en el mercado c. 1/3 de su capital (el resto permanece en manos de la familia fundadora). El principal objetivo: reimpulsar la expansión del negocio. Cinco años después de su debut en bolsa, cabe plantearse ¿Qué es NTH hoy? ¿Qué puede esperarse de NTH para su futuro más próximo (2021-2023)?

#### A) 2015-2020: Un negocio a la baja por la intensificación de la competencia (Ingresos c.-40%; EBIT c. -55%), que ha generado elevados retornos -5y (ROE >70%; ROCE >90%)

Tras la OPV, NTH redobló sus esfuerzos comerciales, ampliando c. +20% los puntos de venta 2015-2017 (+406 aperturas netas fuera de España). Un esfuerzo que no se ha visto reflejado en el P/L:

Competencia + Covid =  
C. -40% en Ingresos  
2015-2020...

**Aceleración en la caída de los ingresos pre-crisis del Covid-19...** Al estancamiento inicial de los ingresos (-0,6% TACC 2015-2017), le ha seguido una caída de la facturación, que se redujo a EUR 82,4Mn en 2019 (-7,1% TACC -2y; c.-7,3% en puntos de venta). Francia y España, sus principales bastiones (c. 60% de los ingresos 2019), lideraron la caída (-10,6% y -6,3% respectivamente en ventas; c. 60% de los cierres acumulados en el periodo).

**...e impactados, como no podía ser de otra manera, por la irrupción de la pandemia Covid-19.** EUR 56,2Mn Ingresos 2020 (-31,7% a/a), tras cerrar el 20% de los centros (propios y franquiciados; -54% a/a los propios). España concentraba (2020) c. 30% de los puntos de venta gestionados, que generaron c. 20% de los ingresos.

...presionando los márgenes  
(-8,4p.p. EBIT/Ingresos -5y)...

**Que se ha visto amplificado en el EBIT.** Se redujo a EUR 18,6Mn 2019 (-42,6% vs. 2015; -11,0 p.p. EBIT/Ingresos en el mismo periodo), cayendo por debajo de EUR 15Mn en 2020 (-24,0% a/a; c. -55% vs. el año de su debut en bolsa). El Grupo registró 25,2% EBIT/Ingresos en 2020 (+2,6p.p. a/a, a pesar de la crisis Covid).

Aunque sigue ofreciendo  
elevada rentabilidad  
(> 90% ROCE, c. 45% ROE 2020)

**Aun así, NTH puede “presumir” de rentabilidad...** Su modelo de negocio gira, principalmente, en torno a: 1) la concentración de la producción en sociedades vinculadas (< volatilidad en el margen), 2) la facturación en franquicias (c.80% de su red comercial) y 3) mínima inversión (CAPEX/Ingresos c. 1,5%). Esta estructura le ha permitido registrar un promedio (-5y) > 90% en ROCE y >70% en ROE. El ROE 2020 (c. 45%), se ha visto penalizado por la suspensión regulatoria del dividendo.

Generoso pay -out  
(c.100% -5y)

**...y de retribuir generosamente a sus accionistas:** la abundante caja generada desde su salida a bolsa (ratio de conversión en CF: c. 70% del EBIT 2020; FCF Rec. acumulado -5y c. EUR 100Mn), ha revertido casi en su totalidad en los accionistas. Hasta 2019 NTH ha distribuido EUR 91,0Mn en dividendos (la totalidad del resultado generado -5y), ofreciendo un DVD yield del 11,9% en 2019 (el 9,7% ajustado tras la restricción regulatoria impuesta en 2020 al desembolso de dividendos). Uno de los yields más elevados del mercado.

Y fortaleza del balance  
(0,4x Caja Neta/FFPP -5y)

**Manteniendo la fortaleza de su balance.** La suspensión del dividendo en 2020 ha disparado la posición de caja neta (EUR 17Mn, +3,4x vs. -1y), elevando la ratio Caja Neta/FFPP a 0,7x (vs. promedio de 0,3x -3y). Una posición de “holgura” en la búsqueda de estrategias para crecer y “defender” la retribución al accionista.

**B) 2021-2023e: TACC +9,0% en ingresos (2020-2023e) con mejora de márgenes, que permitirán recuperar (+1y) los niveles pre-Covid (EBIT)**

Aunque la incertidumbre sigue siendo elevada (prolongación de la pandemia, progreso de la inmunización poblacional...), las previsiones siguen siendo de una recuperación económica en 2021 en sus principales mercados (tras el shock 2020). La reciente apuesta de NTH por la digitalización de su negocio (lanzamiento del canal online en 2020) contribuirá a la recuperación del negocio. Nuestras estimaciones contemplan:

+9% TACC en Ingresos +3y, apoyado en el despliegue del canal online

**La recuperación de c. 90% la facturación pre-Covid (+2y).** EUR 64,3Mn Ingresos 2021e, gracias al refuerzo comercial y digital (c. 2% de las ventas generadas por el canal online), que se elevarán a EUR 72,8Mn 2023e (+6,5% TACC +2y). La creciente contribución del canal online (c. 4% de las ventas +2y) y el reinicio (+1y) de una campaña expansiva (apertura de centros propios que se traspasarán progresivamente a régimen de franquicia) soportarán la recuperación en ingresos. Nuestros números incorporan un mix del +2,3% LFL, +1,3% online y +3,0% de la expansión de la superficie comercial.

...soportando la recuperación del margen (+1,0p.p. EBIT/Ingresos +3y)

**Recuperando la senda del crecimiento en EBIT, y mejorando su rentabilidad.** El apalancamiento generado por el canal online (+2p.p. en su contribución a las ventas +3y), resultará en una progresiva mejora de márgenes (+1p.p. en EBIT/Ingresos +3y), que elevarán el EBIT del Grupo a EUR 20,7Mn 2023e (+13,4% TACC+3y).

...impulsando el retorno (ROCE c. 150% 2023e)

**La mejora se acelerará a nivel del BN...** Su saneado balance le permitirá trasladar íntegramente las mejoras del EBIT al BN. Adicionalmente, la parte baja de su P/L se refuerza con la puesta en equivalencia de la polaca Ichem (principal proveedor del Grupo; c. 60% del total). Esperamos que el BN se sitúe en EUR 14,6Mn 2023e (+16,0% TACC +3y), ofreciendo un ROCE de c. 150% (c. 1,7x vs. 2020) y un ROE de c. 35%.

...sin descuidar el pay-out (85% +3y)

**...trasladándose en gran medida al dividendo (a partir de 2022e).** La caja seguirá abundando en NTH: contemplamos un FCF recurrente creciente (EUR 14,3Mn 2023e, +13,8% TACC +3y), acercándose a los niveles pre-Covid (FCF Yield recurrente del 14,6%). Aunque la intención de NTH es la de recuperar la distribución de dividendos lo antes posible, la prolongación de la pandemia nos lleva a retrasar la vuelta del dividendo a 2022e (85% pay-out; c. -15p.p. vs. el promedio histórico), sin descartar su posible adelanto.

**C) Conclusión: el escenario central es la vuelta al crecimiento (orgánico) en ingresos y la mejora de los márgenes. Lo que “matemáticamente” implica un salto de c. 50% en el FCF (+3y)**

Se puede decir que NTH es una “rara avis” que une elevadísimos retornos (ROCEs >90%) y voluntad de seguir creciendo en un mercado en expansión (TACCs del 6%-7% +5y). Su modelo de negocio pivota sobre una estructura “ligera” que le ha permitido generar abundante caja (ratio de conversión en caja >65% del EBIT -5y), que ha revertido, casi íntegramente, en su accionariado (pay-out c. 100% pre-Covid).

Tras testarse la resiliencia del negocio (2020)...

Su negocio ha testado su resiliencia durante la actual crisis sanitaria. A pesar de la contracción en ingresos (c. -30% a/a en 2020), su rentabilidad ha mejorado (+2,6p.p. a/a en EBIT/Ingresos), generando EUR 9,7Mn FCF Rec. que han reforzado su balance (Caja Neta/FFPP 0,7x 2020).

...tratará de reforzarse en sus mercados (canal online)

NTH se encuentra “a priori” bien posicionada para aprovechar el crecimiento del mercado: 1) elevado reconocimiento de marca, 2) refuerzo de la estrategia comercial (renovación del formato de sus centros), 3) firme apuesta por el canal online (en despliegue). Estos factores reforzarán su posicionamiento en los mercados tradicionales (beneficiándose de la potencial debilidad de sus competidores post-Covid). La vuelta al crecimiento orgánico (c. 10% en ingresos) y mejora de márgenes, es factible, aunque no está exenta de riesgo (hiperdependencia del éxito de la nueva estrategia comercial, prolongación de la pandemia...).

Aunque mantiene en la mira mercados más dinámicos...

Por otro lado, NTH cuenta con un balance muy saneado (> 6 años de caja neta, a pesar del elevado pay-out), que le podría permitir apalancarse para acelerar su penetración en mercados estratégicos (vía adquisiciones, alianzas estratégicas, inversiones...), que le permitan despegarse de los mercados más maduros (Europa), caracterizados por la presión en márgenes. Desde 2018 tiene en la mira a EE.UU. (representa c. 40% del mercado global de pérdida y control del peso), siendo su contribución en el P/L del Grupo aun irrelevante.

Por ahora, la estrategia de expansión del Grupo es continuista respecto al modelo desarrollado en el pasado. Por lo que, mientras no haya un “giro” estratégico radical, es previsible que se mantenga la atractiva remuneración al accionista. Al elevado FCF Yield c. 2x vs. el sector, se une un descuento > 50% en los principales múltiplos (4,8x EV/EBIT 2021e, vs. >12x en la industria).

Aunque su “blindaje” accionarial (77,1% en manos de la familia fundadora; cotiza el 27,4% del capital) ahuyenta a potenciales interesados en su negocio, este es un “menos” insignificante respecto al núcleo del “equity story” de NTH. Y que se puede simplificar en 3 puntos:

1. Combinación de aspectos micro (marca) + sectoriales (bonanza del sector salud) + macro (rebote post pandemia) que “racionalmente” deben permitir volver a crecimientos de c.+10% en ingresos.
2. Una (aparente y significativa) reserva de valor explicada por un múltiplo EV/EBIT 2021 (c.5x) que estaría descontando (¿“irracional”?) caídas de ingresos vs múltiplos sectoriales. Solo así podría explicarse el nivel de múltiplos actual.
3. Y FCF yield > 10%, con una estructura muy sólida/solvente de generación de CF (bajo CAPEX, sin consumo de circulante, sin gastos financieros), que permite esperar recurrencia.

NTH combina múltiplos de  
c. 5x EV/EBIT 2021e y  
c. 2x FCF yield vs. sector

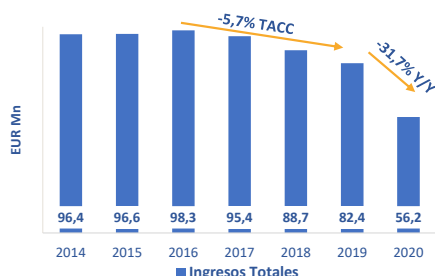
La lógica vuelta de la compañía a crecer razonablemente en ingresos explica y desencadena las segundas (bajos múltiplos) y terceras (FCF yield) derivadas. Y pese a su simplicidad (crecer en ventas) puede considerarse el “equity story” de NTH. Aun en el caso de que no hubiera mejora de márgenes.

El postulado de la célebre Navaja de Ockham (atribuido a Guillermo de Ockham) establece que, en igualdad de condiciones, la explicación más sencilla a un problema suele ser la más probable. Una idea sugestiva cuando se analiza una compañía con FCF yield (recurrente) > 10%...

## Descripción del negocio

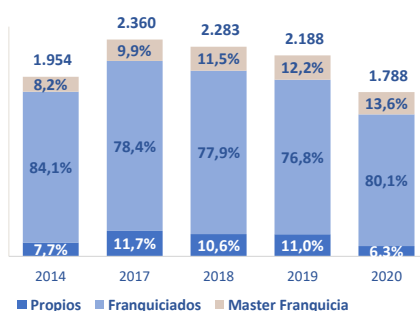
### Un negocio “muy” rentable, que ha testado su resiliencia

**Gráfico 1. Mix de ingresos**

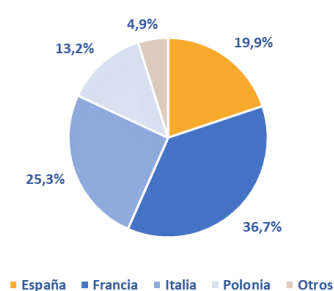


Nota: NTH realizó cambios de perímetro en 2014, por lo que la información histórica anterior a este año no es comparable.

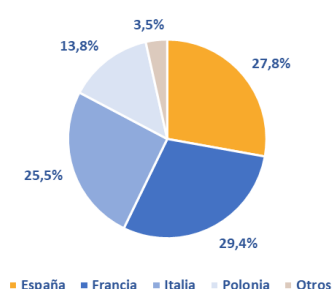
**Gráfico 2. Puntos de venta por formato**



**Gráfico 3. Mix geográfico de las ventas (2020)**



**Gráfico 4. Mix geográfico de los centros NTH (2020)**



Naturhouse Health S.A. (NTH) es una compañía familiar de pequeño tamaño (EUR 97,8Mn Market Cap) con sede (desde noviembre 2017) en Madrid (España), especializada en la nutrición y reeducación de los hábitos alimenticios. Fundada en 1991 por D. Félix Revuelta, su Presidente Ejecutivo, quien cuenta con amplia experiencia en el mundo de la dietética. Félix Revuelta controla la compañía con c. 60% del capital. NTH ha logrado posicionarse como referente en el mercado europeo.

NTH inició su andadura internacional a principios del 2000, estando actualmente presente en 33 países, entre los que destacan Francia, Italia y Polonia (agregadamente suponen c. 75% de los ingresos 2020). El Grupo debutó en bolsa en 2015, con el objetivo de reforzar su negocio, potenciando su expansión internacional. Llegó a acumular c. 2.400 puntos de venta en 2017 (c. +20% desde su salto a la bolsa), que generaron una facturación de c. EUR 95Mn (vs. EUR 56Mn en 2020).

#### Un modelo de negocio “verticalmente” integrado y apalancado en franquicias

NTH opera en el sector de la dietética y nutrición (pérdida y control de peso) comercializando su “método Naturhouse” (con el que ha asesorado en temas de nutrición a >9Mn de personas) y una amplia gama de productos propios. El Grupo está verticalmente integrado, controlando toda la cadena de valor: desde la producción (> 200 referencias que produce en España, Polonia y México, garantizando calidad y suministro), hasta la comercialización.

Desde 2014 (año en que finalizó la comercialización de sus productos a través de terceros), distribuye sus suplementos alimenticios (c.80%), complementos funcionales (c.15%) y, de forma residual, sus productos de cosmética y cuidado corporal (<5%) principalmente a través de centros “Naturhouse” propios (c. 6% del total) y centros franquiciados, que constituyen el grueso de su red comercial (c. 80%). La gestión de su negocio internacional, c. el 80% de los ingresos generados en promedio desde su debut en bolsa, se lleva a cabo a través de sus 9 filiales ubicadas en Francia, Italia Polonia, Portugal, Alemania, Gran Bretaña, Canadá y México (todas participadas al 100% a excepción de la última, en la que ostenta el 51% del capital). Adicionalmente NTH opera en otros países vía formatos Master Franquicia.

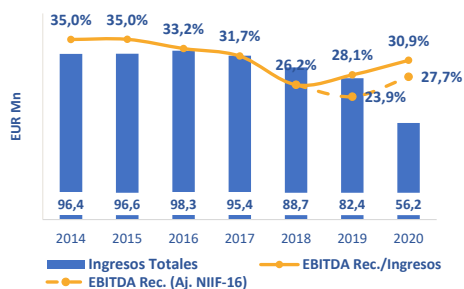
Con anterioridad a su salida a bolsa, NTH completó un proceso de reestructuración societaria para concentrar bajo su cabecera todo el negocio “Naturhouse”. Este proceso culminó en 2014 con la integración de SAS Naturhouse, perteneciente a Kiluva y con presencia en Francia y Bélgica, en una transacción que le llevó a ampliar capital c.8x (aportación no dineraria), añadiendo +320 centros a su red comercial y elevando los ingresos a EUR 96,4Mn (+1,6x vs. -1y). Ese mismo año adquirió de Kiluva una participación minoritaria (24,9%) de la sociedad polaca Ichem Sp. Zo.o, controlada por la anterior, de la que provienen c. 60% de los suministros (c. 20% adicional proviene de sociedades también vinculadas a Kiluva). Adicionalmente, NTH cuenta con 6 almacenes alquilados localizados en España, Francia, Italia, Polonia, Portugal y Méjico.

#### Que se ha visto impactado por la intensificación de la competencia...

El esfuerzo realizado para expandir el negocio tras su debut en bolsa (+406 aperturas en el periodo 2015-2017, elevando el número de centros +20% vs. -3y), no se ha trasladado a la parte alta de la cuenta de resultados (-0,3% TACC en ingresos en el mismo periodo; c.-6,5% LFL). Desde que alcanzase máximos en ingresos en 2016 (EUR 98,3Mn), la intensificación de la competencia durante los últimos años ha tenido su reflejo en la contracción de los ingresos pre-crisis “Covid” (-5,7% TACC en el periodo 2016-2019), que se saldó con el cierre de 205 centros NTH (propios y franquiciados) en 2018-2019, de los que c. 80% eran franquicias.

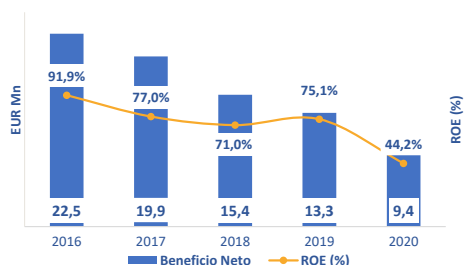
La irrupción del Covid-19, no ha hecho sino acelerar la tendencia. Los cierres iniciales y restricciones impuestos para contener la pandemia del Covid-19 en Europa, junto al proceso de optimización de centros propios (en su apuesta por el canal online) han resultado en la clausura de 377 centros gestionados en 2020 (c.65% franquiciados). La red comercial de NTH se redujo a 1.788 centros (de los que 243 son Master Franquicias; -15,8% vs. -5y), que generaron unos ingresos de EUR 56,2Mn (-31,7% a/a), concentrando España el 27,8% de los puntos de venta (propios y franquiciados).

**Gráfico 5. Margen EBITDA Rec. vs. Ingresos**

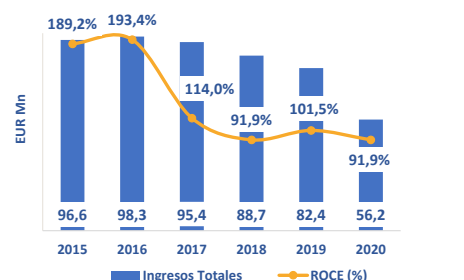


Nota: A efectos comparativos, téngase en cuenta que el EBITDA Rec. se ve afectado a partir de 2019 por la NIIF-16, por lo que también se da el dato ajustando el efecto, para hacerlo comparable.

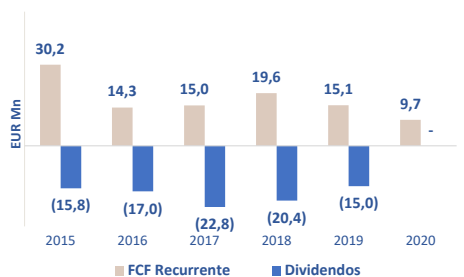
**Gráfico 6. BN vs. ROE**



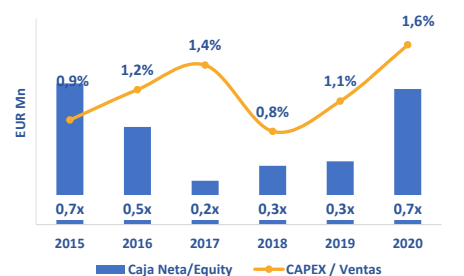
**Gráfico 7. Ingresos vs. ROCE**



**Gráfico 8. Rec. CF vs. Dividendos**



**Gráfico 9. Caja Neta/FF.PP vs. CAPEX/Ventas**



**...y la aun limitada presencia en el canal online**

La escasa contribución del negocio online a las ventas ha resultado ser un hándicap en el caótico escenario vivido en 2020 (c. 2% de los ingresos). NTH lleva trabajando desde finales del 2019 en la digitalización del Grupo. Las primeras pruebas se iniciaron con éxito en los países con menor presencia (U.K., India), ampliándose en 2019 a España y a EE.UU., país que lleva años en la mira del Grupo, por la mayor propensión al consumo de este tipo de productos, y para el que se ha nombrado un Director de Comercio Digital. El proceso de digitalización se ha visto "obligatoriamente" acelerado en 2020 por la crisis Covid-19, incorporando este canal al resto de sus mercados clave (Francia, Italia y Polonia; c. 75% de los ingresos consolidados 2020). La evolución de dicho canal está siendo positiva (> +30% a/a en 2020).

**Aún así, NTH puede presumir de rentabilidad**

Los elevados márgenes que caracterizan el negocio (c. 71% margen bruto promedio desde 2014), se refuerzan con un modelo de negocio que permite controlar toda la cadena de valor, minimizando la inmovilización de recursos: 1) la producción es realizada por terceros controlados por su accionista mayoritario, 2) los inmuebles requeridos para su negocio (tiendas, almacenes) se mantienen en régimen de alquiler (confiriendo flexibilidad al negocio) y 3) la facturación se apalanca vía concesión de franquicias (80% de su red comercial). En resumen, todo el negocio gira en torno a una estructura de costes "ligera". La inversión se ha limitado a la estrictamente necesaria para abrir centros propios que luego se traspasan a los franquiciados.

Este modelo le ha permitido registrar 35% EBITDA Rec./Ingresos 2014-2015, que se ha ido estrechando por la presión de la competencia, tocando mínimos en 2018 (26,2%), por el fuerte contexto experimentado en Polonia (15,2% EBITDA Rec./Ingresos 2018; -18p.p. a/a) y en España (19,6% EBITDA Rec./Ingresos 2018; -9,4p.p. a/a.). Aun así, el ROE superó el 70% y el ROCE el 90% .

En los dos últimos años NTH está concentrando su esfuerzo en mejorar su estrategia comercial (formato de tienda 2.0), poniendo el "foco" en el canal online (EUR 0,7Mn CAPEX acumulado). Esta estrategia le está permitiendo diversificar su base de clientes (rejuveneciéndola) y revertir la tendencia en los márgenes a pesar de la caída en ingresos (30,9% EBITDA Rec./Ingresos 2020, +2,8p.p. a/a; EUR 17,4Mn EBITDA Rec.), reflejando la resiliencia del negocio. Ajustando el impacto de la NIIF-16, la mejora del margen se habría situado en +1,5p.p. vs. -2y. Por otro lado, conviene recordar que la rentabilidad 2020 se ha visto puntualmente beneficiada por la reducción de costes de personal (aplicación de las medidas laborales por el contexto Covid-19; en 2020 c. 85% de su plantilla estaba adherida a ERTes). En 2020 el ROE se situó en el 44,2%.

**Un modelo de negocio generador de abundante CF, que se traslada al accionista**

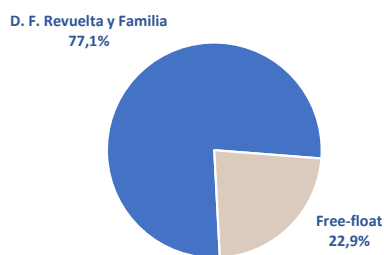
Desde su salida a bolsa, NTH ha generado EUR 104,0Mn en FCF Rec., habiendo distribuido EUR 91,0Mn en dividendos, la totalidad de los resultados generados desde 2015 (dotó la totalidad de la reserva legal en 2014). El pay-out promedio se situó en el 99,5% en el periodo 2015-2019, elevándose la rentabilidad por dividendo al 11,9% en 2019 (el 9,7% ajustado por la suspensión del desembolso del dividendo complementario en 2020). Uno de los yields más elevados del mercado.

En 2020, la adopción de medidas de regulación de empleo por el Covid-19, ha obligado a NTH a suspender el dividendo (pay-out 0%). No obstante, NTH ha reiterado su compromiso para recuperar la retribución al accionista lo antes posible, fijando el objetivo de pay-out en el 85%. El FCF Yield del Grupo se situó en el 9,9% en 2020 (-5,3p. vs. -1y, y vs. un promedio de c. 16% en los 3 años anteriores a la crisis "Covid").

**Mientras se mantiene la fortaleza del balance**

La suspensión del dividendo en 2020 ha disparado la posición de caja neta (EUR 17Mn, +3,4x vs. 2019; vs. un promedio de 8,7Mn desde su salida a bolsa hasta 2019). La ratio Caja Neta/FFPP se ha elevado a 0,7x 2020 (c.+2x vs. -1y), lo que posiciona a NTH en una posición de "holgura" en la búsqueda de estrategias para elevar la facturación, bien vía M&A o invirtiendo en el desarrollo de su canal online (que todavía es "asignatura" pendiente para NTH). Adicionalmente, la fuerte posición de caja neta aporta recursos suficientes con los que mantener la elevada retribución al accionista, que en el caso de NTH es creíble.

**Gráfico 10. Estructura accionarial**



**NTH: Pleno control de su fundador y “único” accionista (Félix Revuelta).**

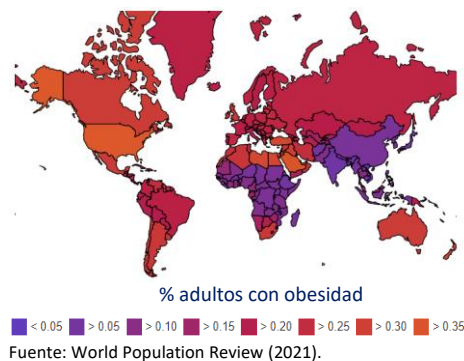
Félix Revuelta es, *de facto*, el único accionista de control de NTH, de la que es fundador y Presidente Ejecutivo. A fecha de este informe, su participación total en NTH es del 61,2% del capital. El grueso de la misma a través de FEREV, el Family Office del que concentra el 79,5% del capital, y que a su vez es propietario (100%) de la sociedad holding Kiluva. Esta última mantiene el 72,6% del capital NTH. A la participación de Félix Revuelta se suman otras participaciones familiares hasta completar el 77,1% del capital. El free float de NTH se sitúa en el 22,9%.

La posición de Félix Revuelta era de c.58% en el momento de la salida a Bolsa de la compañía (2015), habiéndose incrementado progresivamente hasta los niveles actuales. Y ahuyentando cualquier tentación de operaciones corporativas (M&A) sobre NTH.

Respecto a Kiluva, la sociedad mantiene otros intereses societarios (bodegas, hoteles, inmobiliario, comunicación y perfumes, productos de dietética y nutrición, etc). C.20% de los aprovisionamientos de NTH se adquieren proveedores vinculados a Kiluva (Girofibra, Indusen, Zamodiet y Laboratorios Abad).

## Posicionada en dos mercados crecientes: pérdida y control del peso y suplementos alimenticios

**Gráfico 11. Tasa de obesidad por país**



El grueso de la facturación de NTH está generado por la comercialización de productos para la pérdida y control del peso. Conforme a la OMS, > del 30% de la población mundial adulta tiene sobrepeso o es obesa. La creciente preferencia por la comida “basura”, el sedentarismo, y la comida “rápida”, propiciados a su vez por el aumento de rutinas frenéticas y creciente estrés, están detrás de esta “epidemia” global. El sobrepeso está vinculado al alarmante aumento en enfermedades crónicas (diabetes, enfermedades cardiovasculares, cáncer y problemas ortopédicos), habiéndose convertido en un verdadero desafío tanto para los países desarrollados, como los países de renta baja y media (por el aumento de la factura sanitaria).

### La pérdida y el control del peso, un mercado en expansión...

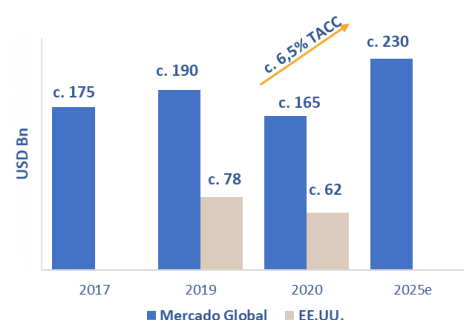
Diversas fuentes valoraban el mercado para la pérdida y control del peso en c. USD 190Bn en 2019 (concentrándose c. 40% en EE.UU.), apuntando a TACCs del 6%-7% +5y (lideradas por Asia y Pacífico). El mercado está segmentado principalmente en: 1) dietas (comidas, bebidas y suplementos de adelgazamiento, concentrando las primeras el grueso del mercado), 2) servicios (centros de fitness, centros especializados de adelgazamiento, consultoría y programas online de pérdida de peso) y 3) equipamientos (de fitness y quirúrgicos).

Los suplementos dietéticos concentran c. 85% de la facturación de NTH, quien los comercializa principalmente en centros especializados propios y franquiciados (en los que presta servicios de asesoramiento personalizado por dietistas), y desde finales del 2019, su canal de venta online.

### ...cuyo principal driver es el aumento de la obesidad en la población

Propiciado por los cambios en los hábitos de consumo y en el estilo de vida (mayor sedentarismo), elevando la incidencia de numerosas patologías (un proceso acelerado por el envejecimiento poblacional). Adicionalmente, el aumento de la renta disponible (en países de renta media/baja) y la creciente tendencia a incorporar hábitos de consumo saludables refuerzan el consumo de productos y métodos para la pérdida y el control del peso.

**Gráfico 12. Mercado de la pérdida y control del peso**



Fuente: Elaboración propia a partir de información pública (Markets & Markets, Grand View Research, Research & Markets y otros).

La globalización y la digitalización han mejorado el acceso de la población a la información sobre las repercusiones negativas en la salud derivadas del sobrepeso, los beneficios del cuidado de la salud y la información nutricional. Estos procesos han permitido a la vez elevar la concienciación sobre la existencia de diferentes soluciones para evitar el sobrepeso (comidas y bebidas dietéticas, complementos, fármacos, ejercicio, etc...). El aumento de iniciativas públicas para sensibilizar a la población sobre esta epidemia (Conferencia ministerial europea de la OMS sobre la lucha contra la obesidad, 2006), también expandirá el mercado.

### Un mercado que ha probado su resiliencia frente a la crisis Covid-19

Aun así, los cierres y confinamientos impuestos durante la gestión de la pandemia del Covid-19 han hecho mella en la industria, impactando en sus canales tradicionales de marketing (clave en la industria). La crisis ha obligado a la industria a girar hacia el canal online, potenciando el asesoramiento “virtual” y la entrega a domicilio de sus productos.

Las compañías más dependientes de la visita presencial del cliente son las que más han sufrido el revés. El mercado estadounidense, se contrajo c. 20% en 2020, con c. -30% en gimnasios y centros médicos especializados en la pérdida de peso, acercando a la quiebra a competidores de menor tamaño (Isagenix).

Por el contrario, las compañías que se han mostrado más dinámicas para reforzar su presencia online y diversificar su cartera de productos y sus canales de distribución (Herbalife, Medifast...) habrían registrado robustos crecimientos en 2020 (> 10% en promedio), o, al menos, habrían logrado mantener su facturación pre-crisis (Weight Watchers).



### Y con una clara tendencia hacia la personalización y el consumo de suplementos, en un contexto con mayor protagonismo del canal online

Los planes personalizados de dietas de adelgazamiento, acompañados del seguimiento y refuerzo psicológico durante el proceso de adelgazamiento (ofrecidos bien de forma presencial, bien de forma digital), estarían ganando popularidad.

Adicionalmente, el aumento del consumo de suplementos para adelgazar (mezclas proteicas, polvos de hierbas, comprimidos y cápsulas) será el principal motor de crecimiento del mercado. Su eficacia para controlar el consumo de calorías frente al creciente sedentarismo y su fácil disponibilidad en el mercado, son factores que contribuirán a su mayor penetración. El movimiento de la industria hacia el canal digital, está permitiendo acceder a un nuevo público (millennials).

### NTH también está presente en el creciente mercado de suplementos alimenticios

C. 10% de su facturación procede de la comercialización de vitaminas. El mercado de los suplementos de la dieta alimentaria (que engloba vitaminas, proteínas y aminoácidos) está valorado en c. USD 140Bn 2020. Éste será uno de los mercados más dinámicos, manteniendo c. +8,5% TACC que le llevará a superar los USD 210Bn +5y.

Los principales motores para la expansión de este mercado (son tanto el aumento de la prevalencia de enfermedades crónicas (diabetes, hipertensión, desórdenes cardiovasculares,...), junto a la necesidad de satisfacer el aporte diario de nutrientes de la población activa y la creciente tendencia hacia la alimentación saludable (tendencia creciente también entre el público millennial). Estas tendencias impulsarán entre otros, la demanda de suplementos de la dieta que favorezcan la salud gastrointestinal y el control del peso.

### Ambos mercados se habrían visto a “priori” reforzados por la crisis-Covid

La irrupción de la pandemia del Covid-19 ha aumentado la concienciación sobre la relevancia del cuidado de la salud. Según la encuesta “Global Consumer Insights 2020” (PwC), c. 63% de los encuestados posicionaron el cuidado de la dieta entre sus principales objetivos. En el estudio europeo “COVID-19 impact on consumer food behaviours in Europe”, el 34% de los encuestados indicaban la importancia de tener una dieta saludable, con el 24% recalando la necesidad de mejorar el conocimiento nutricional.

Por otro lado, los confinamientos y restricciones impuestos para controlar la pandemia, ha derivado en un aumento del peso de gran parte de la población vs. pre-Covid-19 (c. 50% de la población encuestada en España, c.61% en EEUU), obligando a reforzar las estrategias públicas (U.K., Francia,...) para reducir la obesidad (dada la mayor propensión de la población obesa a sufrir complicaciones por el virus del Covid-19), lo que favorecerá el mercado.

### Aunque su carácter “Premium” y las exigencias regulatorias frenarán su crecimiento

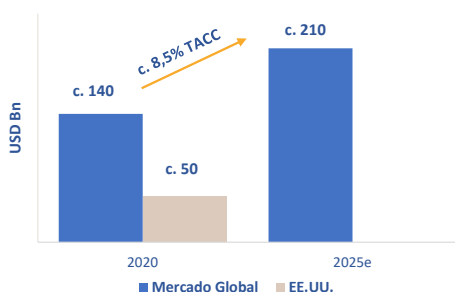
Los productos para la pérdida y control del peso, y los complementos vitamínicos son más caros que la alimentación convencional. Los suplementos y sustitutivos de las comidas también son productos premium (por su elaboración a base de proteínas y vitaminas), pudiendo limitar el público objetivo, dado el contexto de deterioro económico (discrecionalidad del consumo).

Adicionalmente, la comercialización de estos productos está regulada en los principales mercados. Los reguladores (Food and Drug Administration, FDA, en EE.UU.; European Food Safety Authority, EFSA, en Europa) han impuesto restricciones a su comercialización, obligando a aportar evidencias sobre la seguridad de sus ingredientes. Además, las compañías comercializadoras de suplementos alimenticios deben adherirse a la legislación en materia de marketing y promoción, algo que puede constituir un reto para compañías de menor tamaño, limitando la expansión del mercado.

### Unos mercados muy atomizados, con predominio de compañías no cotizadas

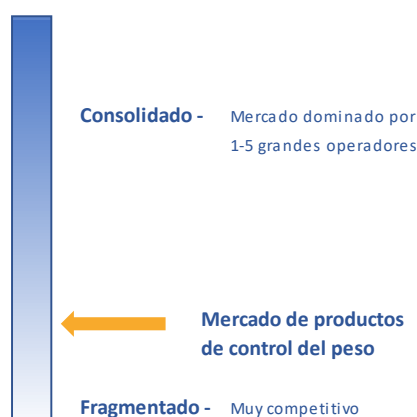
En el segmento de la pérdida de peso predominan las compañías estadounidenses. Destacan compañías cotizadas de referencia como Herbalife Nutrition, Medifast o Weight Watchers, junto a ininidad de compañías privadas, como las compañías españolas La Ventana Natural y Pronokal o, compañías extranjeras como NutriSystem, Jenny Craig, Atkins Nutritionals, Creative Bioscience, Slim-Fast, Optifast, Lindora Clinics, Slimgenics, Ideal Protein, Quick Weight Loss,

**Gráfico 13. Mercado de suplementos de la dieta alimentaria**



Fuente: Elaboración propia a partir de información pública (Markets & Markets, Grand View Research, Research & Markets y otros).

**Gráfico 14. Nivel de concentración del mercado de productos de control del peso**

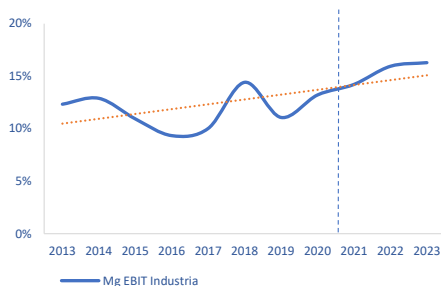


Nota: El mercado de productos de control del peso es muy competitivo, destacando compañías líderes como Herbalife, Medifast, Weight Watchers o NutriSystem.

Smart For Life, Medi-Weightloss, Centers for Medical Weight Loss, Nuviva, JumpStart MD, Dr. G's, etc.

Entre las compañías del segmento de los suplementos alimenticios, destacan actores de referencia como Nature's Bounty, Herbalife Nutrition, Amway, Otsuka Holdings, Nature's Way, Nu Skin, y cotizados de pequeño tamaño (Biosearch Life, Manntech, Bio Lab Naturals, Zurvita, etc...), y compañías globales como Glanbia (proveedor de ingredientes para la industria de la alimentación entre otras). La resiliencia en la rentabilidad de la industria también atrae a gigantes de la industria farmacéutica, como Abbott, Bayer o GlaxoSmithKline.

**Gráfico 15. Margen EBIT de la industria de productos y servicios para el cuidado personal**



Fuente: Refinitiv, en base a los datos agregados de la industria

### Y con la innovación y la tecnología en el foco

El cambiante panorama del mercado está impulsando a las compañías a diversificar su presencia geográfica y a mejorar su cartera de productos para atraer al consumidor, propiciando también la formalización de alianzas estratégicas (Atkins-Conveys Park, 2017).

Por otro lado, la diversificación de los canales de distribución (creciente peso del negocio digital y auge de servicios en streaming), junto a la intensificación de la competencia y la volatilidad en las preferencias del consumidor, son retos que ponen el foco en la capacidad innovadora de la industria (a modo de ejemplo la gama de productos "Earth Genius" de General Nutrition Centers), lo que se traducirá en mayor presión en márgenes.

### Crecimiento de mercado y resiliencia en rentabilidad: un reclamo para el M&A

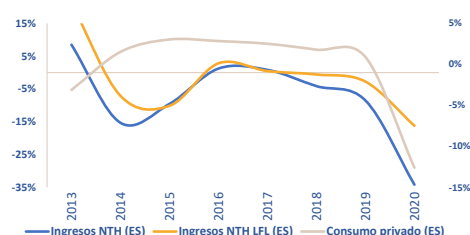
A pesar del carácter discrecional en el consumo de estos productos, la industria cuenta con factores que contribuirán a sostener los crecimientos de un dígito medio alto post-Covid. Mientras que Norteamérica seguirá siendo el principal mercado, seguido de Europa, el mercado asiático liderará el crecimiento (por los cambios en los hábitos alimenticios, el aumento de la población obesa y el crecimiento de la renta disponible en la región).

Las elevadas tasas de crecimiento vs. otras industrias y la rentabilidad del sector, atraen tanto a partícipes en la industria, como al capital privado.

INW (Innovations in Nutrition + Wellness; referente en EE.UU.) acaba de adquirir (marzo 2021) a la británica Bee Health (líder en la producción de suplementos nutricionales). Kerry Group lanzó una oferta por la española Biosearch Life (febrero 2021). En 2020, Kainos Capital completó la adquisición de Nutrysistem, líder en la industria para el control del peso (USD 575Mn; c. 5,5x EV/EBITDA). En 2017 KKR adquirió Nature's Bounty en una transacción que podría haber rondado c. USD 6Bn (EV/EBITDA >20x, la compañía fue adquirida en 2010 por Carlyle por USD 4Bn.). Por otro lado, la intensificación de la competencia debería seguir impulsando la concentración industrial (con el objetivo de reforzar la cartera de productos).

## Un modelo de negocio (siempre) rentable. Y gran generador de FCF. Incluso en 2020...

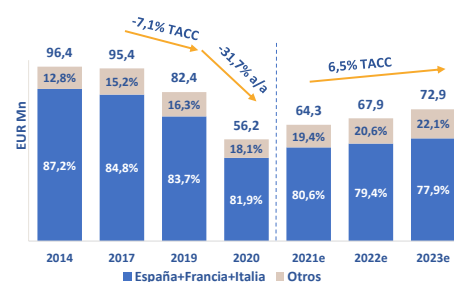
**Gráfico 16. Consumo privado (España) vs. Ingresos reportados y LFL (NTH - España)**



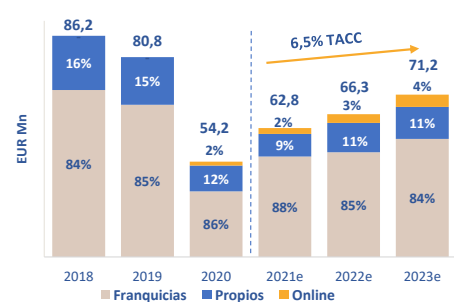
Fuentes: INE, BDE, Bankia, NTH y Lighthouse.

Nota: Consumo privado referenciado al eje de la derecha

**Gráfico 17. Mix geográfico de ingresos (NTH)**

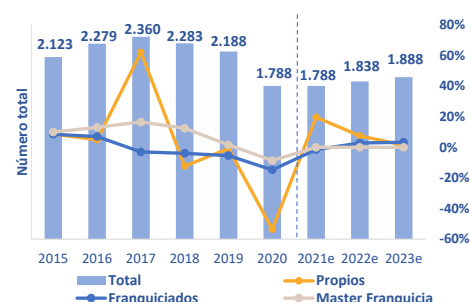


**Gráfico 18. Mix de Ventas: centros propios, franquicias y canal online (NTH)**



Nota: Estimación de contribución a los ingresos de los centros propios, franquiciados y de las ventas online. Los datos excluyen ingresos por servicios y el resto de ingresos operativos.

**Gráfico 19. Puntos de venta totales (NTH) y variación a/a por tipo**



Las secuelas derivadas de la crisis financiera española (2008-2015) marcaron un punto de inflexión para el negocio nacional en 2013 (EUR 24,7Mn Ingresos, +8,5% a/a; EUR 20,9Mn 2014, -15,3% a/a). Este declive propició la reorganización corporativa de NTH con carácter previo a su cotización (2015), con el objetivo de impulsar la expansión internacional del negocio. Desde su debut en bolsa, el Grupo consiguió ampliar c. +20% los puntos de venta +3y (+406 aperturas netas en el periodo 2015-2017 a nivel internacional).

La debilidad del negocio en España era ya evidente pre-crisis del Covid (-4,1% TACC 2014-2019), a pesar del esfuerzo realizado para sostener el negocio (+20% acumulado en aperturas netas de centros propios en España, que no han podido compensar el cierre del c. 15% de las franquicias). La caída de ingresos también se había acelerado durante los años anteriores al estallido de la pandemia (-6,3% TACC 2017-2019).

Por otro lado, el negocio internacional (c.80% de los ingresos 2019) tampoco ha seguido mejor suerte. Francia, mercado bastión de NTH (c. 40% de los ingresos consolidados 2019), ha registrado una TACC del -10,6% 2017-2019 (pudiendo haberse visto afectado por la marcha de su Director General; 2018). Polonia (12,5% de los ingresos del Grupo 2019), ha sufrido la intensificación de la competencia (-4,2% TACC 2017-2019). Italia es el país que mejor se habría comportado (-3,6% TACC en el mismo periodo). A nivel consolidado, NTH registró -7,1% TACC 2017-2019 (TAMI c. -4,5% LFL).

### 2020 impactado por la crisis "Covid", algo inevitable

La actual crisis también ha hecho mella en NTH (EUR 56,2Mn Ingresos 2020, -31,7% a/a), reduciendo a 1.545 los centros "Naturhouse" gestionados (-19,6% a/a), mediante los que comercializa el grueso de sus productos. De éstos, NTH gestiona directamente c. 7% (112 centros propios), apalancándose en una amplia red de franquiciados (el restante 93% de su red comercial). Adicionalmente, NTH contaba con 243 Master Franquicias (-8,6% a/a).

La caída ha sido especialmente acusada en Francia (EUR 20,7Mn Ingresos 2020, -36,7% a/a), España (EUR 11,2Mn Ingresos 2020, -34,1% a/a) y Polonia (-EUR 7,2Mn, -30,4%), explicando conjuntamente el 80% de la contracción de los ingresos consolidados (Francia c. 45%).

### Aunque habrá que esperar (> 2y) para recuperar la facturación pre-Covid...

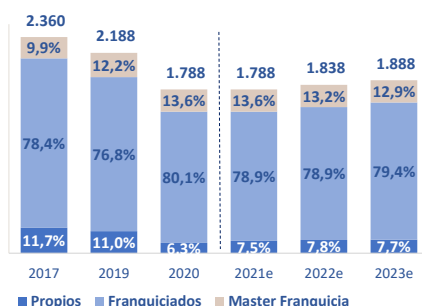
El contexto sigue siendo de elevada incertidumbre: prolongación de la pandemia durante gran parte del 2021 y lento progreso en la inmunización poblacional (vacunas). Aun así, las previsiones siguen siendo de recuperación económica en 2021 (tras el shock 2020) en los principales mercados en los que opera (PIB 2021: +5,5% en Francia, +6,0% en España, +3,5% en Italia y +4,1% en Polonia).

Este escenario, junto a los avances de NTH en su canal online, permitirán recuperar en 2021 buena parte de lo perdido -1y. Mientras que en el más c/p, NTH se centrará en recuperar centros franquiciados debilitados a fin de evitar su cierre, es previsible (+1y) que la compañía reinicie una campaña expansiva (apertura de centros propios para traspasarlos progresivamente a régimen de franquicia). En un contexto de deterioro económico y elevado desempleo, este formato permite el "autoempleo".

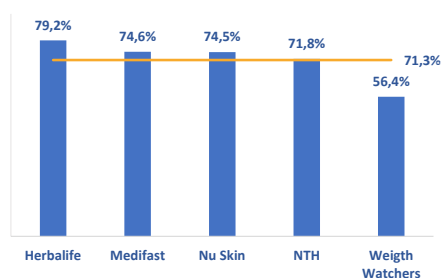
Además, NTH está centrando su esfuerzo en mejorar su estrategia comercial (formato de tienda 2.0), apostando por el canal online para reforzar sus ventas. Esta estrategia está permitiendo a NTH avanzar en la penetración de mercado, habiéndose ampliado su base de clientes (el "anonimato" del canal online permite acceder a un cliente más joven). Estimamos EUR 62,8Mn en ventas consolidadas 2021e (c. 78% de los ingresos 2019, con una contribución del canal online de c.2% (en línea vs. -1y). La contribución adicional de los ingresos por servicios (cobro de cánones anuales a sus franquiciados) e ingresos operativos elevarán los ingresos a EUR 64,3Mn 2021e.

A partir de 2022, la estrategia pasaría por reforzar el negocio vía nuevas aperturas (50/año) y aumentar su apuesta digital (la presencia omnicanal es una tendencia creciente en el sector

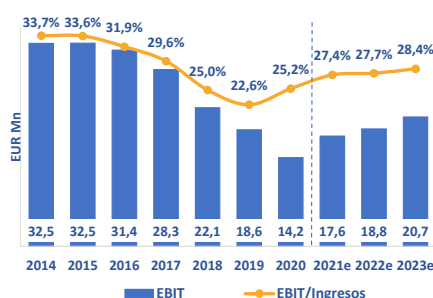
**Gráfico 20. Mix puntos de venta (NTH)**



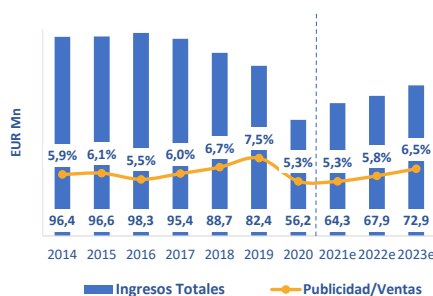
**Gráfico 21. Margen Bruto medio del sector (2020)**



**Gráfico 22. EBIT vs. EBIT/Ingresos (NTH)**



**Gráfico 23. Gasto publicitario/Ventas (NTH)**



retail, y requiere innovar para evitar la obsolescencia). Apuntamos a unas ventas de EUR 71,2Mn en 2023e (+6,5% TACC +2y, en línea sus comparables), que supondrá recuperar c. 90% de la facturación pre-Covid. Nuestros números contemplan un mix del: +2,3% LFL, +1,3% online y +3,0% de la expansión de la superficie comercial. Los ingresos consolidados alcanzarán EUR 72,9Mn 2023e (+6,5% TACC +2y).

**Tabla 1. Contribución a ingresos**

EUR Mn	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Ingresos Totales</b>	<b>96,6</b>	<b>98,3</b>	<b>95,4</b>	<b>88,7</b>	<b>82,4</b>	<b>56,2</b>	<b>64,3</b>	<b>67,9</b>	<b>72,9</b>
Var. (%)	0,9%	1,8%	-2,9%	-7,1%	-7,1%	-31,7%	14,3%	5,6%	7,4%
<b>Ventas Totales</b>	<b>95,0</b>	<b>96,8</b>	<b>93,6</b>	<b>86,2</b>	<b>80,8</b>	<b>54,2</b>	<b>62,8</b>	<b>66,3</b>	<b>71,2</b>
Var. (%)	0,7%	1,8%	-3,3%	-7,9%	-6,3%	-32,9%	15,8%	5,6%	7,5%
Var. LFL(%)	-4,0%	-6,8%	-9,2%	-6,6%	-2,4%	-17,5%	15,4%	2,4%	2,2%
Online (%)	-	-	-	-	-	1,2%	0,9%	1,2%	1,3%
Red comercial total (%)	4,7%	8,7%	5,9%	-1,3%	-3,9%	-16,7%	-0,5%	2,0%	4,0%
España	18,7	18,9	19,0	18,3	16,7	10,9	13,5	14,5	16,0
Francia	41,3	40,8	40,5	35,4	32,4	20,4	22,3	23,3	24,7
Italia	21,2	22,2	20,5	19,8	19,1	14,0	16,9	17,5	18,5
Polonia	11,3	12,3	11,0	10,2	10,2	7,0	8,4	8,9	9,8
Otros	2,5	2,5	2,5	2,5	2,4	1,8	1,8	2,0	2,3
<b>Servicios</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
Var. (%)	12,8%	34,4%	5,2%	-4,1%	-19,2%	3,1%	-1,5%	2,8%	3,3%
<b>Otros Ingresos</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>
Var. (%)	16,1%	-41,0%	56,4%	83,0%	-49,8%	68,9%	-45,6%	6,2%	6,6%
<b>Margen Bruto</b>	<b>71,2%</b>	<b>70,9%</b>	<b>71,6%</b>	<b>71,6%</b>	<b>71,0%</b>	<b>71,8%</b>	<b>70,7%</b>	<b>70,9%</b>	<b>71,1%</b>

Nota: a fin de simplificar en las proyecciones la contribución del negocio online se ha incorporado al mercado español.

Por otro lado, la estrategia corporativa de NTH permite controlar gran parte de la cadena de valor. C. 60% de sus suministros del total procede de su participada Ichem Sp. Zo.o (Polonia) y c. 20% adicional de sociedades controladas/asociadas a Kiluva (su accionista mayoritario). Esta estructura resta volatilidad al margen bruto.

No obstante, la menor contribución de otros ingresos en 2021e (c. -50% vs. -1y), junto al mix comercial (mayor contribución de franquicias) resultará en -1,1p.p. en el margen bruto (70,7% 2021e). Las aperturas de centros contempladas (+2y) permitirán acumular una mejora de +0,4p.p. en el margen bruto (71,1% 2023e).

**...NTH aun cuenta con margen para mejorar su rentabilidad, recuperando (+1y) el EBIT pre-Covid...**

La industria se caracteriza por los elevados márgenes de contribución (margen bruto >70%), radicando la principal diferencia de los retornos operativos en la estructura de costes.

NTH ha creado un modelo operativo que le permite retener buena parte del valor generado (un promedio de c. 45% del margen bruto -5y). Su estructura operativa minimiza la inmovilización de recursos: 1) los inmuebles requeridos para su negocio (tiendas, almacenes) se mantienen en régimen de alquiler (lo que aporta flexibilidad) y 2) la facturación se apalanca vía concesión de franquicias (c. 80% de su red comercial). Aunque el margen bruto puede sufrir de elevarse la contribución de las franquicias en el mix de ventas (menor margen), esta situación se neutraliza a nivel del beneficio operativo (por la ausencia de costes adicionales).

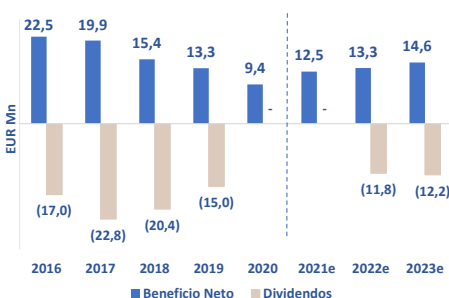
Este modelo ha permitido a NTH mantener márgenes EBIT/Ingresos >33% 2014-2015. Desde entonces, el incremento de la competencia en los principales mercados ha requerido un mayor esfuerzo comercial (7,5% en la ratio gasto publicitario/ventas 2019, +2p.p. vs. -3y), presionando los márgenes. El margen EBIT/Ingresos tocó mínimos en 2019 (22,6%; -11p.p. vs. 2015).

La irrupción de la pandemia del Covid-19 en 2020 ha "obligado" a NTH a reorganizarse, acelerando el proceso de digitalización que inició tímidamente a finales del 2019. Este proceso ha sido general en el sector al otro lado del Atlántico. Las ventas del canal online siguen mostrando una tendencia positiva (crecimientos > 30% a/a), que esperamos se mantenga a largo plazo. Por otro lado, la estrategia online, junto al impacto de las medidas puntuales a las que se ha acogido el Grupo (c. 85% de su plantilla llegó a estar en ERTE en 2020), han resultado en una mejora del margen (25,2% EBIT/Ingresos 2020, +2,6p.p. a/a). No obstante, el efecto de la pandemia ha sido demoledor: en 2020 el EBIT se redujo a EUR 14,2Mn (c.-50% vs. -3y).

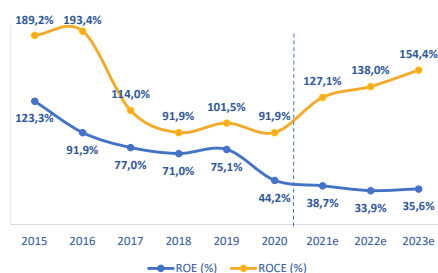
**Gráfico 24. Caja /Equity vs. CAPEX/Ventas**



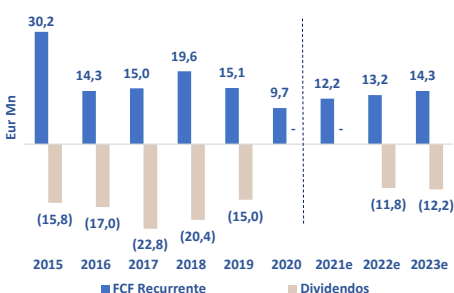
**Gráfico 25. BN vs. Dividendos (NTH)**



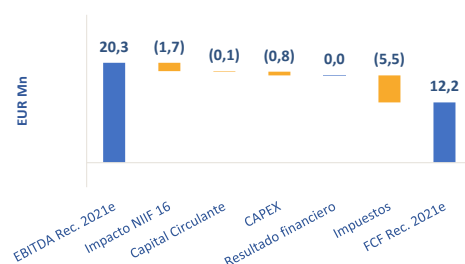
**Gráfico 26. ROE vs. ROCE (NTH)**



**Gráfico 27. FCF Rec. vs. Dividendos (NTH)**



**Gráfico 28. Impactos en el FCF Rec. (2021e)**



La política expansiva en aperturas de tiendas a partir de 2022 (50 centros/año), junto al refuerzo comercial (nuevo formato de tienda 2.0 y firme apuesta por el canal online), reforzarán la mejora de márgenes (l/p), devolviendo a la senda del crecimiento al EBIT. Esperamos que NTH supere los niveles pre-Covid en EBIT +1y alcanzando EUR 20,7Mn 2023e (28,4% EBIT/Ingresos; +8,4% TACC +2y). Nuestro escenario no contempla impactos por reestructuraciones (una palanca que NTH podría emplear).

**...y también en BN, contando, con palancas adicionales para impulsar ROE y ROCE**

La consistente generación de caja del negocio (CAPEX/Ventas < 1,5%), y a pesar del elevado reparto de dividendos, ha mantenido a NTH en posición de caja neta (0,4x Caja Neta/Equity -5y), permitiéndole trasladar íntegramente las mejoras en EBIT al BN. Adicionalmente, el Grupo refuerza la parte baja de su P/L mediante la puesta en equivalencia de su participada polaca Ichem (principal proveedor del Grupo). Esta ha contribuido a c. 3% del BAI del Grupo -5y. Precisamente, la generosa política de dividendos ha permitido mantener rentabilidades envidiables para cualquier industria desde su debut en bolsa (ROEs>70%; ROCEs > 90%).

La caída de la rentabilidad -5y previos al estallido de la crisis actual, redujo el BN a EUR 13,3Mn (c. -40% vs. el registrado el año de su debut en bolsa), acelerándose su caída en 2020, por la actual crisis (EUR 9,4Mn, -29,3% a/a).

La suspensión del dividendo impuesta por el regulador en 2020 ha disparado la posición de caja (EUR 17Mn caja neta 2020; acumula 6y con caja neta), reduciendo el ROE al 44,2% (vs. 75,1% -1y). Estimamos la recuperación del BN pre-Covid en 2022e (EUR 13,3Mn), alcanzando EUR 14,6Mn 2023e; +8,4% TACC +2y). Incorporamos una tasa fiscal del 30,5% (en línea vs. -1y).

La recuperación de la distribución de dividendos a partir de 2022e (85% pay-out), permitirá mantener un ROE promedio > 35% (un nivel que, en nuestra opinión constituiría un suelo). NTH ha recurrido con anterioridad al reparto de dividendos contra reservas disponibles, una palanca que la compañía podría activar (salvo cambios en su estrategia), reforzando el DVD yield y devolviendo el ROE a su promedio histórico.

**Abundante FCF, que revierte en el accionista**

El modelo de negocio implantado por NTH, "ligero en estructura", permite generar abundante CF: 1) bajas necesidades de circulante (<1% WC/ingresos -5y) y 2) bajas necesidades de inversión (<1,5% CAPEX/Ventas -5y). La salida de caja asociada a la NIIF-16 se ha reducido a EUR 1,7Mn en 2020 (c. -50% a/a), importe que se mantendrá prácticamente estable 2021e-2023e. El FCF Yield del Grupo se situó en el 9,9% en 2020 (-5,3p.p. vs. -1y, y vs. un promedio de c. 16% en los 3 años anteriores a la crisis "Covid").

Desde su salida a bolsa, NTH ha generado EUR 104,0Mn en FCF Rec., habiendo distribuido EUR 91,0Mn en dividendos (la totalidad de los resultados generados desde 2015). El pay-out promedio se situó en el 99,5% en el periodo 2015-2019, elevándose la rentabilidad por dividendo al 11,9% en 2019 (el 9,7% ajustado por la suspensión impuesta al desembolso del dividendo complementario en 2020; EUR 2,8Mn). NTH acostumbra a realizar 3 pagos a cuenta durante el ejercicio fiscal, desembolsando el dividendo complementario al año siguiente.

La adopción de medidas de regulación de empleo por el Covid-19, ha obligado a NTH a suspender el dividendo 2020 (pay-out 0%). La intención de NTH es la de recuperar la retribución al accionista lo antes posible con un pay-out objetivo del 85%.

Nuestras estimaciones contemplan un FCF recurrente creciente, que alcanzará EUR 14,3Mn 2023e (+8,1% TACC +2y), acercándose a los niveles pre-Covid. Estimamos un impacto neutro en circulante, CAPEX creciente (EUR 0,8Mn 2021e, EUR 1Mn/año +2y) y estabilidad en la salida de caja asociada a la NIIF-16. La cotización de NTH ofrece un FCF Yield recurrente del 12,5% 2021e. Debido a la prolongación de la pandemia, hemos optado por retrasar la vuelta al pago del dividendo a 2022e (85% pay-out en línea con el compromiso del Grupo, incorporando en el mismo año, el pago del dividendo complementario a cargo del ejercicio 2019 (EUR 2,8Mn; contra reservas).

### En conclusión: crecimientos anuales de c.10% en ingresos (TACC 2020-2023e) sin dejar de mejorar márgenes

El modelo de negocio de NTH pivota sobre una estructura “ligera”, que le ha permitido generar abundante caja (c. EUR 100Mn desde su salida a bolsa) destinada casi totalmente a dividendos.

Se puede decir que NTH es una “rara avis” de elevadísimos retornos (ROCEs >90%). Y que ha testado la resiliencia de su negocio durante la actual crisis sanitaria. A pesar de la contracción en ingresos (c. -30% a/a 2020), NTH ha mejorado su rentabilidad (+2,6p.p. a/a en EBIT/Ingresos 2020), generando EUR 9,7Mn FCF Rec. (con una ratio de conversión de caja de c. 70% del EBIT), que ha reforzado su balance (por la cancelación impuesta al reparto del dividendo).

A pesar de la incertidumbre existente, NTH se encuentra bien posicionada para aprovechar el crecimiento del mercado de pérdida y control del peso (TACCs del 6%-7% +5y). No obstante, el mayor crecimiento sigue localizado en EEUU y en Asia, por lo que el crecimiento en Europa se sustentará en mayor penetración (beneficiándose de la potencial debilidad de sus competidores post-Covid).

EE.UU. (c. 40% del mercado), por ahora irrelevante en su P/L, sigue en la mira. NTH lleva desde 2018 tratando de “hacer las Américas”. La estrategia de expansión actual del Grupo es continuista respecto al pasado. Por lo que, mientras no haya un “giro” estratégico radical, es previsible que se mantenga la atractiva remuneración al accionista.

Por otro lado, NTH cuenta con un balance financiero muy saneado, que le podría permitir apalancarse para acelerar su penetración en mercados estratégicos (vía adquisiciones, alianzas estratégicas, inversiones...). Al elevado FCF Yield c. 2x vs. el sector, se une un descuento > 50% en los principales múltiplos (4,8x EV/EBIT 2021e, vs. >12x en la industria). Su “blindaje” accionarial (77,1% en manos de la familia fundadora) ahuyenta a potenciales interesados en su negocio.

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2021e	2022e	2023e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	12,4	13,4	14,5	228,7			
Market Cap	97,8	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-17,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2020)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	0,2%	Coste de la deuda neta			-0,1%	0,4%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	0,1%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			-0,1%	0,3%	
Risk free rate (rf)	0,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	1,0	B (Refinitiv y Lighthouse)			0,9	1,1	
Coste del Equity	9,4%	Ke = Rf + (R * B)			8,0%	10,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	9,4%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,0%	10,8%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,0%	

(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 Reuters	Mkt. Cap	PER 21e	BPA 21e-23e	EV/EBITDA 21e	EBITDA 21e-23e	EV/Vtas. 21e	Ingresos 21e-23e	EBITDA/Vtas. 21e	FCF Yield 21e	FCF 21e-23e
Herbalife Nut.	HLF	4.548,0	10,0	10,0%	7,5	n.a.	1,1	n.a.	15,1%	9,9%	n.a.
Medifast	MED	2.308,5	21,2	n.a.	14,4	n.a.	2,2	n.a.	15,2%	3,4%	n.a.
WW Intl.	WW.O	1.673,9	15,9	13,7%	9,5	4,7%	2,4	5,9%	25,5%	7,4%	n.a.
<b>Pérdida de Peso</b>			15,7	11,8%	10,5	4,7%	1,9	5,9%	18,6%	6,9%	n.a.
Nu Skin	NUS	2.241,5	13,4	2,9%	6,5	-4,0%	0,9	0,9%	14,2%	8,3%	13,7%
Glanbia	GL9.I	3.675,8	15,9	10,4%	14,2	8,4%	1,1	4,7%	7,7%	4,2%	18,9%
<b>Suplementos Alimenticios</b>			14,7	8,4%	10,4	3,0%	1,3	3,8%	13,5%	6,5%	16,3%
NTH	NTH.MC	97,8	7,8	8,4%	4,1	7,3%	1,3	6,5%	31,5%	12,5%	8,1%

### Análisis de sensibilidad (2022e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 22e	EBITDA 22e	EV/EBITDA 22e
Max	34,7%	23,6	3,6x
Central	31,5%	21,4	3,9x
Min	28,3%	19,2	4,4x

#### 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 22e				Escenario	FCF Rec./Yield 22e		
EBITDA 22e	1,0%	1,5%	2,0%		Max	16,1%	15,7%	15,4%
23,6	15,7	15,4	15,0	➔	Central	13,8%	13,5%	13,1%
21,4	13,5	13,2	12,8		Min	11,6%	11,3%	10,9%
19,2	11,4	11,0	10,7					

## ¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

- 1. Gran dependencia (ingresos/rentabilidad) de las franquicias:** representan el 93% de los centros gestionados por NTH, contribuyendo a c. 85% de las ventas. Del éxito en la búsqueda de perfiles adecuados para los franquiciados, depende gran parte del éxito comercial de las mismas. NTH trata de traspasar a régimen de franquicia parte de los centros propios que abre (una vez que cuentan con un volumen de negocio aceptable). No obstante, NTH no controla la gestión de las franquicias. El cierre de éstas afecta negativamente a los ingresos y el EBIT. El cierre del 5% de las franquicias existentes a 2020 (sin que éstas sean rescatadas en régimen de gestión propia), reduciría -6,4% el EBIT 2021e (EUR -1,1Mn vs. nuestra estimación actual).
- 2. Volatilidad de la demanda:** propiciada por los frecuentes cambios en patrones alimenticios y tendencias. Una reducción del 5% en las ventas en 2021e reduciría un 8,7% el EBIT estimado para el año (EUR -1,5Mn). El Covid-19 ha obligado a NTH a acelerar su estrategia de digitalización, a fin de adaptar su modelo de negocio a las nuevas circunstancias y hábitos de consumo provocados por la pandemia. No obstante, el aumento de las ventas online (c. 2% de las ventas 2020) podría aumentar la volatilidad de los ingresos (por la menor fidelidad del consumidor y la elevada competencia en este canal).
- 3. Intensificación de la competencia:** debido a las bajas barreras de entrada del sector. El mercado de suplementos dietéticos y complementos de la dieta se caracteriza por la elevada competitividad, lo que favorece la presión en márgenes. NTH compite con modelos de negocio similares al suyo (PronoKal) y con otros canales de distribución como las herboristerías tradicionales, farmacias y para-farmacias. A este mapa de competencia tradicional, se une el crecimiento de la industria alimentaria en el segmento de alimentación "light" y "saludable".

El negocio de NTH es un modelo "probado" (>9 millones de clientes). No obstante, la capacidad para defender o ampliar la cuota de mercado requiere un importante esfuerzo comercial (NTH ha destinado un promedio de c. 6,5% de las ventas (3y anteriores a la crisis sanitaria) a publicidad. Nuestras estimaciones incorporan un presupuesto creciente en publicidad (5,3% s/ventas 2021e, que aumentará hasta el 6,5% al final del periodo estimado). Un mayor esfuerzo publicitario impactará de forma negativa y proporcional en el EBIT.

- 4. Elevada estacionalidad de las ventas:** La naturaleza del negocio resulta en una elevada concentración de las ventas en el 1S del ejercicio fiscal (c. 85% en promedio durante los 3y previos a la crisis del Covid; c. +5p.p. vs. 2015). Cualquier disrupción que impacte en el 1S (como la actual pandemia), afectará en mayor medida en el P/L. El potencial aumento de la contribución de la comercialización de complementos de la dieta (vitaminas y otros), restaría estacionalidad al negocio.
- 5. Riesgo regulatorio:** la comercialización de suplementos de la dieta está sujeta a una amplia reglamentación (relativa a la seguridad alimentaria) que depende de cada mercado. La decisión regulatoria de prohibir/restringir la comercialización de algunos productos tendría un impacto negativo directo en el P/L. Además, NTH está sujeta a la legislación relativa a las franquicias y al resto de la normativa aplicable en los diferentes mercados en los que opera (85% de sus ingresos se generan en la UE).
- 6. Riesgo reputacional:** inherente a su elevada exposición al público. NTH cuenta actualmente con un elevado nivel de reconocimiento en el mercado. El potencial deterioro de su imagen corporativa podría disuadir a los consumidores (actuales/potenciales) de acudir a sus centros o consumir sus productos, con el consiguiente impacto negativo en el P/L. A fin de minimizar este riesgo, NTH monitoriza regularmente los impactos derivados de dicha exposición.
- 7. Riesgos asociados a la externalización en la distribución.** El transporte está externalizado, por lo que potenciales interrupciones en su funcionamiento, podrían provocar retrasos en la entrega de productos provocando el desabastecimiento puntual en los puntos de venta. A fin de reducir este riesgo, NTH cuenta con dos proveedores habituales y un tercero adicional para urgencias.



8. **Política de dividendos:** NTH ha mantenido una generosa política de dividendos. El pay-out pre-crisis Covid se situó en c. 100% desde su salida a bolsa. La remuneración al accionista se ha visto “obligatoriamente” suspendida en 2020 (por la regulación relativa a la gestión de las ayudas públicas para combatir la crisis del Covid-19). Aunque las necesidades de inversión del Grupo son bajas (CAPEX anual de EUR 1Mn -5y) y se ha reiterado el compromiso de reiniciar lo antes posible el reparto de dividendos (85% pay-out), no hay garantías de que NTH pueda mantener dicho nivel de pay-out en el futuro. Nuestras estimaciones contemplan la recuperación del dividendo a partir de 2022e (85% pay-out).

## Un negocio controlado y gestionado por la familia fundadora

Tabla 2. Consejo de Administración

Nombre	Categoría	Fecha	Derechos de voto
D.F. Revuelta Fernández	Presidente, CEO Fundador	20/04/2018	76,93%
D. I. Bayón Marine	Independiente	20/04/2018	0,02%
D. J.M. Castellano Ríos	Independiente	20/04/2018	0,08%
D. P. Nueno Iniesta	Independiente	20/04/2018	0,01%
D <sup>a</sup> . V. Revuelta Rodríguez	Vicepresidente Ejecutivo	20/04/2018	0,05%
Kiluva	Dominical	20/04/2018	0,00%
D. K. Revuelta Rodríguez	Vicepresidente Ejecutivo	20/04/2018	0,08%
<b>Total</b>			<b>77,17%</b>

Un Grupo controlado por D. Félix Revuelta, su fundador y Presidente, que concentra el 76,9% de los derechos de voto de NTH (72,6% a través de la sociedad Kiluva y 4,3% a través de FEREV, su Family Office). Kiluva, controlada por D. Félix Revuelta, es accionista mayoritario de NTH (con el 72,6% del capital). La familia fundadora está plenamente involucrada en la gestión del Grupo.

- Un Consejo de Administración controlado y gestionado por la familia fundadora:** 4 de sus 7 miembros (77,1% de los derechos de voto) con los cargos de presidente y consejero delegado (Dr. Félix Revuelta Fernández, fundador de NTH), las 2 vicepresidencias ejecutivas (ocupadas por los hijos del fundador D. Kilian Revuelta Rodríguez y D<sup>a</sup>. Vanesa Revuelta Rodríguez) y el cargo de consejero dominical (representa a Kiluva).
- Con un perfil predominantemente financiero** (6 de sus 7 consejeros son financieros, 3 de ellos independientes). La duración del cargo de consejero está limitada por los estatutos a un plazo de 5 años renovables por periodos de igual duración (conforme a la legislación vigente). La delegación de voto de los Consejeros no Ejecutivos, sólo podrá recaer en otro miembro con la misma condición.
- Y muy dependiente de su accionista mayoritario.** D. Félix Revuelta es accionista de "control" del Grupo (76,9% de los derechos de voto), presidiendo el Consejo, lo que a "priori", garantizaría la alineación de los intereses con los minoritarios.
- Aunque mantiene la "independencia" de sus Comisiones.** Tanto de Auditoría como de Nombramientos y Retribuciones, que están presididas por consejeros independientes y mayoritariamente integradas por consejeros independientes (el 66,7% y 100% de sus miembros respectivamente).
- Pero aún sin política explícita de diversidad.** La hija del fundador, que ocupa una de las dos Vicepresidencias, es la única mujer miembro del Consejo de Administración y de la cúpula directiva de NTH.
- Política de gestión de riesgos y de buen gobierno aprobadas por el Consejo.** La primera involucra a la totalidad de la organización (identificación, evaluación, adopción de medidas y seguimiento), e incluye un sistema de Reporting (trimestral) a la Comisión de Auditoría. El código Ético y de Conducta abarca a la totalidad de los empleados NTH. Se ha incorporado un Canal de Ética y Cumplimiento. NTH publica un informe anual de información no financiera.
- Con incentivos vía bonus "solo" para sus consejeros ejecutivos y consejero delegado,** referenciado al EBITDA y sin cláusulas *bonus-malus* / *claw-back*. No contempla la remuneración variable (anual/plurianual) en acciones, opciones sobre acciones o retribución referenciada al precio de las acciones. La retribución del Consejo ha representado un promedio de c. 10,5% -5y de los gastos vinculados al personal (14,2% en 2020).
- Transacciones con partes vinculadas:** Un elevado porcentaje de la contratación de proveedores (c. 80% del total) se realiza con partes vinculadas, concentrándose c. 60% en su participada Ichem Sp. Zo.o (proveedor de complementos alimenticios de la que NTH posee el 24,9% del capital). Kiluva tiene el 44% del capital del proveedor mejicano de complementos alimenticios Zamodiet, que a su vez posee el 24,9% del capital social de Ichem Sp. Zo.o. Adicionalmente, Kiluva mantiene el control de Laboratorios Abad (proveedor de productos de cosmética para NTH), estando asociada con Indusen y Girofibra, también proveedores de NTH. NTH mantenía saldos acreedores con sociedades vinculadas por un importe de EUR 2,6Mn en 2020 (c. 75% con Ichem) y saldos deudores por arrendamientos (EUR 1,3Mn 2020).

9. **Y con obligaciones por provisión de fondos salariales** (equivalente a un fondo de pensiones) con empleados de su filial italiana. NTH ha provisionado EUR 0,9Mn (2020), siendo liquidable en caso de cese de la relación laboral (voluntario o no).
10. **Y con la recuperación de la remuneración al accionista (suspendida por imperativo normativo en 2020), en la hoja de ruta.** NTH ha dotado íntegramente la reserva legal obligatoria antes de su salida a bolsa (2015), por lo que no existen restricciones al pay-out (habiendo distribuido en el pasado dividendos a cargo de sus reservas voluntarias). El potencial desembolso de dividendos en 2021 sigue dependiendo de las restricciones legales asociadas a la prolongación de la adopción de medidas por el "Covid-19" (actualmente, c. 40% de su plantilla se encuentra en ERTE, vs. c. 85% en 2020). Por este motivo, y dada la poca visibilidad respecto al ejercicio actual, hemos optado por incorporar en nuestras proyecciones un Pay Out del 85% solo partir del 2022, en línea con el compromiso del Grupo.

## Anexo 1. Proyecciones financieras<sup>(1)</sup>

Balance (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	1,9	1,7	1,4	8,9	3,7	3,7	3,7	3,7		
Inmovilizado material	4,9	5,0	3,8	2,0	1,2	1,0	1,1	1,1		
Otros activos no corrientes	3,6	3,5	3,6	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5		
Inmovilizado financiero	0,9	1,0	0,8	0,8	0,6	1,0	1,3	1,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	15,9	19,3	16,3	12,2	11,8	12,2	12,1	12,4		
<b>Total activo</b>	<b>27,2</b>	<b>30,5</b>	<b>25,9</b>	<b>27,3</b>	<b>21,0</b>	<b>21,5</b>	<b>21,8</b>	<b>22,5</b>		
Patrimonio neto	27,1	24,5	18,8	16,5	26,0	38,4	39,9	42,3		
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,4	1,5	1,2	1,1	1,4	1,4	1,4	1,4		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	5,2	2,5	2,5	2,5	2,5		
Deuda financiera neta	(12,8)	(5,2)	(5,4)	(5,0)	(17,0)	(29,3)	(30,6)	(32,7)		
Pasivo circulante	11,4	9,7	11,2	9,5	8,1	8,4	8,6	9,0		
<b>Total pasivo</b>	<b>27,2</b>	<b>30,5</b>	<b>25,9</b>	<b>27,3</b>	<b>21,0</b>	<b>21,5</b>	<b>21,8</b>	<b>22,5</b>		
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>16-20</b>	<b>20-23e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>98,3</b>	<b>95,4</b>	<b>88,7</b>	<b>82,4</b>	<b>56,2</b>	<b>64,3</b>	<b>67,9</b>	<b>72,9</b>	<b>-13,0%</b>	<b>9,0%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>1,8%</i>	<i>-2,9%</i>	<i>-7,1%</i>	<i>-7,1%</i>	<i>-31,7%</i>	<i>14,3%</i>	<i>5,6%</i>	<i>7,4%</i>		
Coste de ventas	(28,6)	(27,1)	(25,2)	(23,8)	(15,9)	(18,8)	(19,7)	(21,1)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>69,7</b>	<b>68,3</b>	<b>63,5</b>	<b>58,5</b>	<b>40,4</b>	<b>45,4</b>	<b>48,1</b>	<b>51,8</b>	<b>-12,8%</b>	<b>8,7%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>70,9%</i>	<i>71,6%</i>	<i>71,6%</i>	<i>71,0%</i>	<i>71,8%</i>	<i>70,7%</i>	<i>70,9%</i>	<i>71,1%</i>		
Gastos de personal	(19,3)	(20,4)	(20,7)	(19,3)	(12,4)	(13,2)	(13,7)	(14,1)		
Otros costes de explotación	(17,8)	(17,7)	(19,6)	(16,1)	(10,6)	(12,0)	(13,0)	(14,4)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>32,6</b>	<b>30,3</b>	<b>23,2</b>	<b>23,1</b>	<b>17,4</b>	<b>20,3</b>	<b>21,4</b>	<b>23,3</b>	<b>-14,6%</b>	<b>10,3%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-3,5%</i>	<i>-7,2%</i>	<i>-23,4%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-24,8%</i>	<i>16,6%</i>	<i>5,6%</i>	<i>9,0%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>33,2%</i>	<i>31,7%</i>	<i>26,2%</i>	<i>28,1%</i>	<i>30,9%</i>	<i>31,5%</i>	<i>31,5%</i>	<i>32,0%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,2)	(0,9)	0,1	(0,2)	0,1	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>32,4</b>	<b>29,4</b>	<b>23,3</b>	<b>22,9</b>	<b>17,4</b>	<b>20,3</b>	<b>21,4</b>	<b>23,3</b>	<b>-14,3%</b>	<b>10,2%</b>
Depreciación y provisiones	(1,0)	(1,1)	(1,1)	(1,0)	(1,6)	(1,0)	(1,0)	(1,0)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(3,3)	(1,7)	(1,7)	(1,7)	(1,7)		
<b>EBIT</b>	<b>31,4</b>	<b>28,3</b>	<b>22,1</b>	<b>18,6</b>	<b>14,2</b>	<b>17,6</b>	<b>18,8</b>	<b>20,7</b>	<b>-18,0%</b>	<b>13,4%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-3,4%</i>	<i>-9,9%</i>	<i>-21,6%</i>	<i>-15,9%</i>	<i>-24,0%</i>	<i>24,3%</i>	<i>6,6%</i>	<i>10,2%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>31,9%</i>	<i>29,6%</i>	<i>25,0%</i>	<i>22,6%</i>	<i>25,2%</i>	<i>27,4%</i>	<i>27,7%</i>	<i>28,4%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	(0,9)	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,0)	0,0	0,0	0,0		
Resultados por puesta en equivalencia	0,8	0,4	0,6	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>32,1</b>	<b>28,7</b>	<b>22,7</b>	<b>18,7</b>	<b>13,5</b>	<b>18,0</b>	<b>19,1</b>	<b>21,1</b>	<b>-19,5%</b>	<b>16,0%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-3,1%</i>	<i>-10,7%</i>	<i>-20,7%</i>	<i>-17,7%</i>	<i>-27,7%</i>	<i>32,9%</i>	<i>6,6%</i>	<i>10,2%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	0,5	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>32,1</b>	<b>28,7</b>	<b>22,7</b>	<b>19,2</b>	<b>13,5</b>	<b>18,0</b>	<b>19,1</b>	<b>21,1</b>	<b>-19,5%</b>	<b>16,0%</b>
Impuestos	(9,6)	(8,8)	(7,4)	(6,0)	(4,1)	(5,5)	(5,8)	(6,4)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>30,0%</i>	<i>30,7%</i>	<i>32,4%</i>	<i>31,4%</i>	<i>30,5%</i>	<i>30,5%</i>	<i>30,5%</i>	<i>30,5%</i>		
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,1	(0,0)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>22,5</b>	<b>19,9</b>	<b>15,4</b>	<b>13,3</b>	<b>9,4</b>	<b>12,5</b>	<b>13,3</b>	<b>14,6</b>	<b>-19,7%</b>	<b>16,0%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-1,6%</i>	<i>-11,8%</i>	<i>-22,6%</i>	<i>-13,8%</i>	<i>-29,3%</i>	<i>33,0%</i>	<i>6,6%</i>	<i>10,2%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>22,7</b>	<b>20,7</b>	<b>15,9</b>	<b>13,3</b>	<b>9,4</b>	<b>12,6</b>	<b>13,4</b>	<b>14,8</b>	<b>-19,7%</b>	<b>16,1%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-3,2%</i>	<i>-8,7%</i>	<i>-23,4%</i>	<i>-16,4%</i>	<i>-29,0%</i>	<i>33,5%</i>	<i>6,6%</i>	<i>10,2%</i>		
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>16-20</b>	<b>20-23e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>20,3</b>	<b>21,4</b>	<b>23,3</b>	<b>-14,6%</b>	<b>10,3%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(1,7)	(1,7)	(1,7)		
Var.capital circulante						(0,1)	0,3	0,1		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>18,5</b>	<b>20,0</b>	<b>21,7</b>	<b>-12,5%</b>	<b>13,8%</b>
CAPEX						(0,8)	(1,0)	(1,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						0,0	0,0	0,0		
Impuestos						(5,5)	(5,8)	(6,4)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>12,2</b>	<b>13,2</b>	<b>14,3</b>	<b>-9,2%</b>	<b>13,8%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>12,2</b>	<b>13,2</b>	<b>14,3</b>	<b>-4,7%</b>	<b>6,3%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	(11,8)	(12,2)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(12,2)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>(2,1)</b>		

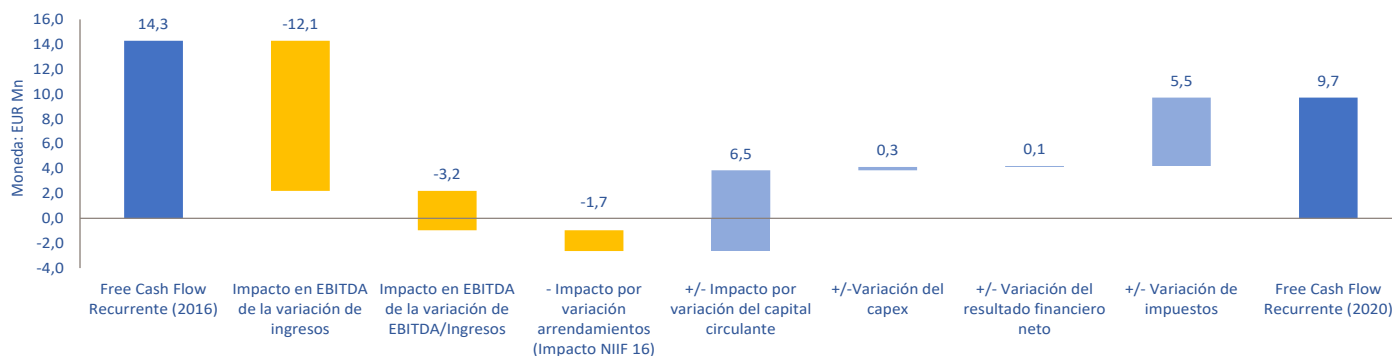
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 3,5Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow<sup>(1)</sup>

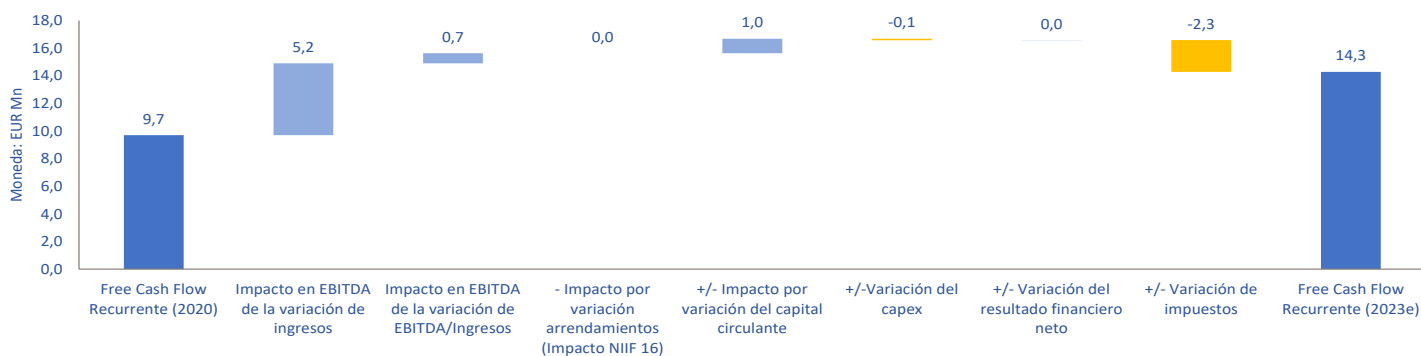
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
								17-20	20-23e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>30,3</b>	<b>23,2</b>	<b>23,1</b>	<b>17,4</b>	<b>20,3</b>	<b>21,4</b>	<b>23,3</b>	<b>-16,9%</b>	<b>10,3%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-7,2%	-23,4%	-0,3%	-24,8%	16,6%	5,6%	9,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	31,7%	26,2%	28,1%	30,9%	31,5%	31,5%	32,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(3,3)	(1,7)	(1,7)	(1,7)	(1,7)		
+/- Var. Capital circulante	(5,1)	4,5	2,4	(1,0)	(0,1)	0,3	0,1		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>25,2</b>	<b>27,7</b>	<b>22,2</b>	<b>14,7</b>	<b>18,5</b>	<b>20,0</b>	<b>21,7</b>	<b>-16,4%</b>	<b>13,8%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	0,2%	9,9%	-19,9%	-33,7%	25,5%	8,4%	8,4%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	26,4%	31,3%	27,0%	26,2%	28,7%	29,5%	29,8%		
- CAPEX	(1,3)	(0,7)	(0,9)	(0,9)	(0,8)	(1,0)	(1,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,0)	0,0	0,0	0,0		
- Impuestos	(8,8)	(7,4)	(6,0)	(4,1)	(5,5)	(5,8)	(6,4)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>15,0</b>	<b>19,6</b>	<b>15,1</b>	<b>9,7</b>	<b>12,2</b>	<b>13,2</b>	<b>14,3</b>	<b>-13,6%</b>	<b>13,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	5,2%	30,4%	-22,9%	-35,7%	25,9%	7,9%	8,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	15,8%	22,1%	18,3%	17,3%	19,0%	19,4%	19,6%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,8)	(0,2)	0,0	0,2	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,3	1,3	(0,9)	2,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	0,5	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>14,6</b>	<b>20,8</b>	<b>14,7</b>	<b>11,9</b>	<b>12,2</b>	<b>13,2</b>	<b>14,3</b>	<b>-6,5%</b>	<b>6,3%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	1,1%	42,6%	-29,0%	-19,4%	2,9%	7,9%	8,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	15,4%	20,0%	15,4%	9,9%	12,5%	13,5%	14,6%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	14,9%	21,2%	15,1%	12,2%	12,5%	13,5%	14,6%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>14,3</b>	<b>15,0</b>	<b>19,6</b>	<b>15,1</b>	<b>9,7</b>	<b>12,2</b>	<b>13,2</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,9)	(2,2)	(1,6)	(7,3)	2,5	1,1	1,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,4)	(4,9)	1,6	1,6	0,4	0,0	0,3		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(7,1)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(5,7)</b>	<b>2,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(3,3)	1,6	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	2,4	9,6	(2,2)	(3,3)	0,9	0,4	(0,2)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>0,1</b>	<b>2,5</b>	<b>(5,5)</b>	<b>(7,5)</b>	<b>3,8</b>	<b>1,6</b>	<b>1,7</b>		
+/- Variación del CAPEX	(0,2)	0,6	(0,2)	0,0	0,1	(0,2)	-		
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	0,0	(0,2)	0,2	0,0	-	0,0		
+/- Variación de impuestos	0,8	1,4	1,3	1,9	(1,4)	(0,4)	(0,6)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>0,7</b>	<b>4,6</b>	<b>(4,5)</b>	<b>(5,4)</b>	<b>2,5</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>15,0</b>	<b>19,6</b>	<b>15,1</b>	<b>9,7</b>	<b>12,2</b>	<b>13,2</b>	<b>14,3</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>28,3</b>	<b>22,1</b>	<b>18,6</b>	<b>14,2</b>	<b>17,6</b>	<b>18,8</b>	<b>20,7</b>	<b>-20,6%</b>	<b>13,4%</b>
* Tasa fiscal teórica	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(8,5)	(6,6)	(5,6)	(4,3)	(5,3)	(5,6)	(6,2)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>30,3</b>	<b>23,2</b>	<b>23,1</b>	<b>17,4</b>	<b>20,3</b>	<b>21,4</b>	<b>23,3</b>	<b>-16,9%</b>	<b>10,3%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(3,3)	(1,7)	(1,7)	(1,7)	(1,7)		
+/- Var. Capital circulante	(5,1)	4,5	2,4	(1,0)	(0,1)	0,3	0,1		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>25,2</b>	<b>27,7</b>	<b>22,2</b>	<b>14,7</b>	<b>18,5</b>	<b>20,0</b>	<b>21,7</b>	<b>-16,4%</b>	<b>13,8%</b>
- CAPEX	(1,3)	(0,7)	(0,9)	(0,9)	(0,8)	(1,0)	(1,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(8,5)	(6,6)	(5,6)	(4,3)	(5,3)	(5,6)	(6,2)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>15,4</b>	<b>20,3</b>	<b>15,7</b>	<b>9,6</b>	<b>12,4</b>	<b>13,4</b>	<b>14,5</b>	<b>-14,6%</b>	<b>14,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	5,5%	32,1%	-22,7%	-39,0%	29,5%	7,9%	8,3%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	16,1%	22,9%	19,1%	17,1%	19,3%	19,7%	19,9%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,3	1,3	(0,9)	2,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	0,5	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>15,7</b>	<b>21,7</b>	<b>15,4</b>	<b>11,6</b>	<b>12,4</b>	<b>13,4</b>	<b>14,5</b>	<b>-9,7%</b>	<b>7,7%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	5,1%	37,8%	-29,2%	-24,4%	7,1%	7,9%	8,3%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	18,3%	24,2%	18,7%	11,4%	14,8%	15,9%	17,3%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	18,7%	25,8%	18,3%	13,8%	14,8%	15,9%	17,3%		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 3,5Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

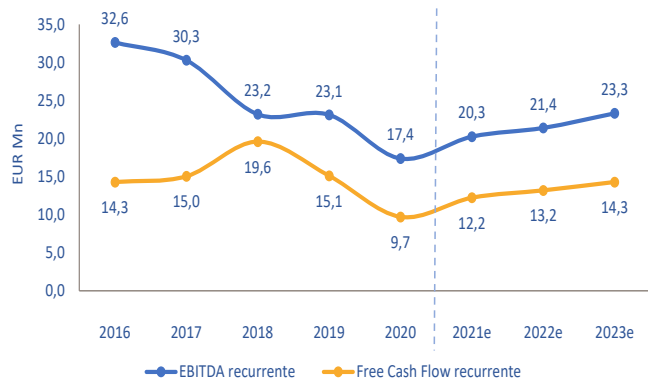
**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2020)**



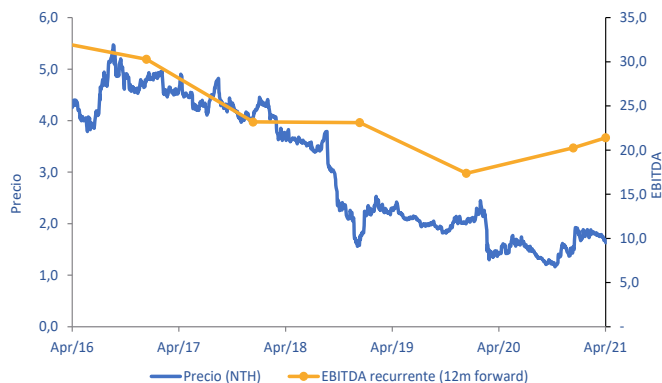
**Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023e)**



**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	97,8	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 12m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	3,8	Rdos. 12m 2020
+ Deuda financiera neta	(17,0)	Rdos. 12m 2020
- Inmovilizado financiero	0,6	Rdos. 12m 2020
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>84,0</b>	

## Anexo 4. Comportamiento histórico<sup>(1)(2)</sup>

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC 14-20	TACC 20-23e
<b>Total Ingresos</b>					96,4	96,6	98,3	95,4	88,7	82,4	56,2	64,3	67,9	72,9	-8,6%	9,0%
Cto. Total ingresos					n.a.	0,2%	1,8%	-2,9%	-7,1%	-7,1%	-31,7%	14,3%	5,6%	7,4%		
<b>EBITDA</b>					33,7	33,6	32,4	29,4	23,3	22,9	17,4	20,3	21,4	23,3	-10,4%	10,2%
Cto. EBITDA					n.a.	-0,2%	-3,7%	-9,3%	-20,8%	-1,4%	-24,0%	16,2%	5,6%	9,0%		
EBITDA/Ingresos					34,9%	34,8%	32,9%	30,8%	26,2%	27,8%	31,0%	31,5%	31,5%	32,0%		
<b>Beneficio neto</b>					22,6	22,9	22,5	19,9	15,4	13,3	9,4	12,5	13,3	14,6	-13,6%	16,0%
Cto. Beneficio neto					n.a.	1,3%	-1,6%	-11,8%	-22,6%	-13,8%	-29,3%	33,0%	6,6%	10,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)					60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0		
BPA (EUR)					0,38	0,38	0,38	0,33	0,26	0,22	0,16	0,21	0,22	0,24	-13,6%	16,0%
Cto. BPA					n.a.	1,3%	-1,6%	-11,8%	-22,6%	-13,8%	-29,3%	33,0%	6,6%	10,2%		
BPA ord. (EUR)					0,38	0,38	0,38	0,35	0,26	0,22	0,16	0,21	0,22	0,25	-13,6%	16,1%
Cto. BPA ord.					n.a.	1,8%	-1,3%	-8,7%	-23,4%	-16,4%	-29,0%	33,5%	6,6%	10,2%		
CAPEX					(3,1)	(0,9)	(1,2)	(1,3)	(0,7)	(0,9)	(0,9)	(0,8)	(1,0)	(1,0)		
CAPEX/Vtas %					3,2%	0,9%	1,2%	1,4%	0,8%	1,1%	1,6%	1,2%	1,5%	1,4%		
<b>Free Cash Flow</b>					38,9	30,9	14,4	14,6	20,8	14,7	11,9	12,2	13,2	14,3	-17,9%	6,3%
DN/EBITDA (x) <sup>(3)</sup>					0,0x	-0,4x	-0,4x	-0,2x	-0,2x	-0,2x	-1,0x	-1,4x	-1,4x	-1,4x		
PER (x)					n.a.	10,1x	12,7x	12,2x	6,2x	9,0x	9,9x	7,8x	7,4x	6,7x		
EV/Vtas (x)					n.a.	2,25x	2,76x	2,41x	1,02x	1,39x	1,57x	1,31x	1,24x	1,15x		
EV/EBITDA (x) <sup>(3)</sup>					n.a.	6,5x	8,4x	7,8x	3,9x	5,0x	5,1x	4,1x	3,9x	3,6x		

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 Refinitiv.

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 3,5Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Nota 3: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

## Anexo 5. Principales comparables 2021e

	Pérdida de Peso				Suplementos Alimenticios				
	EUR Mn	Herbalife Nut.	Medifast	WW Intl.	Average	Nu Skin	Glanbia	Average	NTH
<b>Datos Mercado</b>	Ticker (Reuters)	HLF	MED	WW.O		NUS	GL9.I		NTH.MC
	País	Cayman Isl.	USA	USA		USA	Ireland		Spain
	Market cap	4.548,0	2.308,5	1.673,9		2.241,5	3.675,8		97,8
	Enterprise value (EV)	5.699,0	2.163,3	2.772,6		2.146,6	4.274,4		84,0
<b>Información financiera básica</b>	<b>Total Ingresos</b>	5.027,5	989,0	1.139,6		2.324,1	3.884,8		64,3
	Cto.Total Ingresos	9,0%	27,1%	-0,6%	11,8%	8,2%	1,6%	4,9%	14,3%
	2y TACC (2021e - 2023e)	n.a.	n.a.	5,9%	5,9%	0,9%	4,7%	2,8%	6,5%
	<b>EBITDA</b>	758,7	150,7	290,5		329,6	300,9		20,3
	Cto. EBITDA	23,0%	21,9%	14,9%	20,0%	19,4%	6,6%	13,0%	16,2%
	2y TACC (2021e - 2023e)	n.a.	n.a.	4,7%	4,7%	-4,0%	8,4%	2,2%	7,3%
	EBITDA/Ingresos	15,1%	15,2%	25,5%	18,6%	14,2%	7,7%	11,0%	31,5%
	EBIT	648,9	141,6	229,7		244,6	196,9		17,6
	Cto. EBIT	21,7%	20,4%	9,1%	17,1%	14,1%	25,0%	19,6%	24,3%
	2y TACC (2021e - 2023e)	n.a.	n.a.	8,7%	8,7%	3,1%	10,2%	6,7%	8,4%
	EBIT/Ingresos	12,9%	14,3%	20,2%	15,8%	10,5%	5,1%	7,8%	27,4%
	Beneficio Neto	421,7	109,8	111,1		173,7	225,0		12,5
	Cto. Beneficio Neto	36,0%	28,3%	77,9%	47,4%	9,1%	56,5%	32,8%	33,0%
	2y TACC (2021e - 2023e)	13,2%	n.a.	18,6%	15,9%	10,2%	10,3%	10,2%	8,4%
	CAPEX/Ventas	2,6%	1,4%	2,0%	2,0%	2,7%	2,1%	2,4%	1,2%
	Free Cash Flow	449,4	79,3	124,2		185,2	154,3		12,2
	Deuda financiera Neta	1.608,8	(182,3)	1.006,5		(106,9)	518,9		(29,3)
	DN/EBITDA (x)	2,1	(1,2)	3,5	1,5	(0,3)	1,7	0,7	(1,4)
	Pay-out	0,0%	48,1%	0,0%	16,0%	38,1%	36,0%	37,0%	0,0%
<b>Múltiplos y Ratios</b>	P/E (x)	10,0	21,2	15,9	15,7	13,4	15,9	14,7	7,8
	P/BV (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,9	2,2	2,5	2,5
	EV/Ingresos (x)	1,1	2,2	2,4	1,9	0,9	1,1	1,0	1,3
	EV/EBITDA (x)	7,5	14,4	9,5	10,5	6,5	14,2	10,4	4,1
	EV/EBIT (x)	8,8	15,3	12,1	12,0	8,8	21,7	15,2	4,8
	ROE	n.a.	71,5	n.a.	71,5	22,8	13,6	18,2	38,7
	FCF Yield (%)	9,9	3,4	7,4	6,9	8,3	4,2	6,2	12,5
	DPA	0,00	4,49	0,00	1,50	1,27	0,27	0,77	0,00
	Dvd Yield	0,0%	2,3%	0,0%	0,8%	2,8%	2,2%	2,5%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). 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).

## 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 cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente 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 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 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](mailto:secretaria@ieaf.es) 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 (IEAF) 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 Mercado 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
23-Abr-2021	n.a.	1,63	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

