

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Food Products

Precio de Cierre: EUR 0,63 (9 jul 2024)

Fecha del informe: 10 jul 2024 (14:15h)

Informe de actualización

Análisis Independiente de Compañías

Natac Natural Ingredients (NAT), es el resultado de la fusión entre IFFE Futura y Grupo Natac en 2023. Combinando la experiencia de Grupo Natac en la investigación, desarrollo, producción y comercialización de ingredientes naturales derivados principalmente de extractos de plantas, con la especialización de IFFE Futura en el desarrollo y refinado de Omega 3. Lo que permite a NAT ofrecer una gama más amplia de productos naturales.

Luis Esteban Arribas, CESGA – luis.esteban@institutodeanalistas.com

+34 915 904 226

"Sobre el papel", una idea en la que todo encaja. ¿Es el momento?

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	273,9	296,3
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	339,2	366,9
Número de Acciones (Mn)	434,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,08 / 0,74 / 0,60	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación ⁽²⁾	2,7	
Factset / Bloomberg	NAT-ES / NAT SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Antonio Angel Delgado Romero	29,4
Idoasis 2002	29,3
Inveready	11,8
Onchena	6,0
Free Float	23,5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	80,6	430,2	434,8	434,8
Total Ingresos	26,7	39,8	50,2	65,2
EBITDA Rec.	8,2	12,4	16,3	21,7
% Var.	23,1	51,5	31,2	33,5
% EBITDA Rec./Ing.	30,7	31,2	32,5	33,4
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	7,8	8,8	8,9	7,0
Beneficio neto	6,4	4,1	7,4	12,2
BPA (EUR)	0,08	0,01	0,02	0,03
% Var.	214,0	-88,0	77,4	65,6
BPA ord. (EUR)	0,00	0,01	0,01	0,03
% Var.	-97,8	346,0	115,6	80,3
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	3,4	-2,7	-1,8	6,6
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	59,3	61,9	60,8	51,2
DN / EBITDA Rec.(x)	7,2	5,0	3,7	2,4
ROE (%)	52,3	9,5	15,0	20,7
ROCE (%) ⁽⁴⁾	3,7	6,4	8,6	12,2

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	7,9	65,8	37,1	22,4
PER Ordinario	n.a.	97,8	45,4	25,2
P/BV	6,6	6,0	5,2	4,2
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	12,71	8,52	6,76	5,20
EV/EBITDA Rec.	41,4	27,3	20,8	15,6
EV/EBIT	n.a.	36,3	25,9	17,9
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	1,2	n.a.	n.a.	2,4

UN NUEVO PUNTO DE PARTIDA... tras la fusión inversa con IFFE Futura, NAT dispone de 3 plantas productivas: 2 de ellas de extractos vegetales y 1 de Omega-3 (que esperamos empiece a comercializar sus productos a partir del 4T24). La capacidad máxima disponible de todas las plantas productivas asciende a EUR 140Mn (EUR 200 Mn si incluimos el efecto del proyecto Sustainext).

... QUE DA ALAS A UNA IDEA (SÓLIDA) DE CRECIMIENTO ORGÁNICO (INGRESOS: +34,7% TACC 2023-2026E). Un fuerte crecimiento explicado por 3 razones: (i) intensificar su presencia internacional en nuevos mercados (captación de nuevos clientes), (ii) contrato relevante en farma y autorización para la fabricación de APIS y (iii) venta cruzada (cross selling) de nuevos productos complementarios (Omega-3).

Y UNOS NIVELES DE RENTABILIDAD QUE PODRÍAN DUPLICAR EL BENEFICIO NETO EN 2026E. Por puro aprovechamiento de la capacidad productiva instalada (utilización c.30% en 2023). La inercia del crecimiento en EBITDA (+38,4% TACC 2023-2026e) se traducirá en un BN 2026e de EUR 12,2Mn (vs 6,4Mn en 2023). Y hace posible un Free Cash Flow rec. positivo en 2026e (EUR 6,6Mn; 30% s/EBITDA; FCF yield 26e, 2,4%).

ALGO QUE DEBERÍA SER VISIBLE YA DESDE 2024E. El momento parece ser idóneo, y el salto en tamaño debería comenzar a materializarse en 2024e, nuestro modelo apunta a ingresos de EUR 39,8Mn (+49% vs 2023) y EBITDA rec. EUR 12,4Mn (+51%).

REDUCIENDO (SIGNIFICATIVAMENTE) EL NIVEL DE ENDEUDAMIENTO (DN/EBITDA REC. 2023 7,2X). Elevado tras el fuerte período de inversión -3y. Pero que esperamos se reduzca hasta DN/EBITDA 2,4x en 2026e. Por dos razones: i) el crecimiento en EBITDA rec. y ii) la generación de caja a partir de 2025e.

UNA IDEA SIMPLE Y VALIOSA: APROVECHAR LA CAPACIDAD DISPONIBLE EN UN SECTOR QUE JUEGA A FAVOR. NAT debe ser visto como una idea singular que enfrenta un período de fuerte crecimiento (rentable) durante los próximos años. En una industria con altas barreras de entrada (niveles elevados de inversión; tecnología). Y cuya única incógnita a despejar es la velocidad de ejecución. El precio de la acción ha caído un -13,7% YTD. Y deja el EV en EUR 339Mn. El múltiplo implícito en el ingreso potencial total de la capacidad instalada (EUR 200 Mn) es EV/Vtas 1,7x. Lo que implica una obviedad: con el sector en EV/Vtas >3x, hay una reserva de valor que sobre el papel es clara y significativa. La única duda es la velocidad de ejecución del salto en ingresos. Pero no hay que olvidar que el momentum del negocio es muy bueno desde 2024.

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m (**)	YTD	-3Y(**)	-5Y(**)
Absoluto	-3,8	-5,3	-41,7	-13,7	-22,7	-66,1
vs Ibx 35	0,6	-6,0	-50,5	-20,0	-37,8	-71,2
vs Ibx Small Cap Index	-0,8	-8,8	-44,6	-19,9	-21,3	-74,0
vs Eurostoxx 50	-0,9	-3,6	-49,6	-20,4	-35,9	-75,8
vs Índice del sector ⁽³⁾	0,6	-4,1	-36,3	-9,2	-9,9	-61,8

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage.

(4) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

(5) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

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

(**) El comportamiento previo al 17 de noviembre de 2023 es el correspondiente a IFFE Futura y el posterior a NAT.

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión.

Natac (NAT) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.140 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

Una compañía de ingredientes naturales que ha sentado las bases para dar un auténtico (y creíble) salto de escala (Ingresos: +35% TACC 23-26e)

NAT es una compañía española dedicada a la fabricación de ingredientes naturales...

NATAC Natural Ingredients (NAT) es una compañía española con sede en Madrid (Mkt. Cap EUR 273Mn) que combina la investigación, desarrollo, producción y comercialización de ingredientes naturales derivados principalmente de extractos de plantas y el desarrollo y refinado de aceite de Omega-3. Resultado de la fusión inversa con IFFE Futura, cotiza en la Bolsa Española (BME Growth) desde noviembre de 2023.

...con un modelo de negocio verticalmente integrado que abarca desde la extracción hasta la venta al cliente final (B2B)

El modelo de negocio está verticalmente integrado y abarca desde el proceso de extracción de fitoquímicos a partir de materias primas de origen natural, desarrollo de productos, y control de calidad hasta la venta de productos finales a clientes B2B. Sus clientes utilizan los extractos para la fabricación de medicamentos y complementos alimenticios entre otros. La calidad de los productos es el principal factor diferencial, por lo que NAT disfruta de un alto poder de negociación y capacidad de traspasar el aumento de los costes al precio final. A cierre de 2023, España representaba el 9% de los ingresos, su principal mercado es Europa (60% de los ingresos), seguido de Asia (23%).

A raíz de la fusión inversa con IFFE Futura, cotiza en BME Growth desde noviembre de 2023

La fusión inversa con IFFE Futura supone un punto de inflexión en la compañía dotándola de una nueva línea de negocio y un aumento significativo de la capacidad productiva. Lo que hoy, nos deja ante dos preguntas esenciales ¿Cómo cambia la situación de la compañía tras la fusión inversa?, y ¿qué podemos esperar de NAT en el futuro más próximo (2024e-2026e)?

A) Una combinación de negocios que amplía la oferta de NAT con productos que “trabajan bien juntos” (es decir, sinérgicos)

Cuenta con 3 plantas productivas en España; dos dedicadas a ingredientes naturales y una a Omega-3

NAT posee tres plantas a partir de las cuales lleva a cabo su actividad. La fusión inversa con IFFE Futura supone una oportunidad de complementar su oferta de productos (Omega-3). El Grupo Natac aportó dos plantas productivas a la operación: una en Córdoba dedicada a los extractos de olivo y una multiproducto en Hervás (Cáceres). Por su parte, IFFE Futura, una vez desinvertidos los negocios no relacionados con la refinería de Omega-3 (core del negocio hasta el momento de la transacción), aporta una planta de última generación para la producción de aceite Omega-3 (As Somozas, A Coruña) que esperamos comience a comercializar sus productos a partir del 4T24. La capacidad de producción agregada de NAT (medida en capacidad de generar ingresos) asciende a EUR 140Mn.

Solo con la línea de extractos naturales ha tenido un crecimiento de (+15% TACC 2020-2023)

El comportamiento de NAT hasta la fecha ha sido excelente (teniendo en cuenta únicamente la línea de extractos vegetales) con un crecimiento a doble dígito tanto en ingresos (+14,7% TACC 2020-2023) como en EBITDA rec. (+12,1% TACC 2020-2023) en los últimos 3 años. Además, NAT ha mantenido unos niveles de rentabilidad elevados (Mg. EBITDA 30,7%). La planta de Hervás (Cáceres) de última generación, finaliza su construcción en 2021 (capacidad máxima de EUR 70Mn). En 2022 se adquiere el portfolio de productos de Inoreal (EUR 11,4Mn) y en 2023 se lleva a cabo la fusión inversa con IFFE Futura. Lo que ha supuesto un aumento significativo del nivel de endeudamiento que, a cierre de 2023, se sitúa en EUR 59,3Mn (incluyendo EUR 9,9Mn de bonos convertibles) y deja un ratio de endeudamiento de DN/EBITDA Rec. 2023 7,2x.

NAT enfrenta, a nuestro juicio, una serie de oportunidades que servirán de catalizadores del negocio para los próximos años:

- **Proyecto Sustainext:** NAT ha sido seleccionada como destinataria para un proyecto flagship financiado con fondos europeos de CBE (Circular Bio-based Europe) para la producción de extractos botánicos en su planta de Hervás. Una inversión que permitiría duplicar la capacidad actual de producción en esa planta. Aunque no esperamos que la ampliación esté operativa hasta después de 2028e.
- **Mejora de la tasa de utilización de las plantas.** Estimamos que la capacidad instalada total de las tres plantas alcanzaría los EUR 140Mn en ingresos, sin considerar la ampliación de Sustainext. Con la inclusión de Sustainext, la capacidad de ingresos se elevaría a c. EUR 200Mn. Esto significa que NAT posee un enorme potencial orgánico para mantener altas tasas de crecimiento (>30% en Ingresos y EBITDA). NAT debería lograrlo mediante el simple aumento de la capacidad utilizada en sus plantas de extractos y Omega-3, lo cual se prevé que comience a ser visible ya desde 2024e.

El sector farmacéutico será uno de los drivers de crecimiento de NAT

- **Industria farmacéutica.** La aprobación de FDA/EMA en 2023 y 2024 respectivamente, para la comercialización de un fármaco de un cliente americano, basado en un extracto de olivo fabricado exclusivamente por NAT, abre la puerta a crecer significativamente en una industria anticíclica como la farmacéutica. A cierre de 2023, el sector farmacéutico representaba el 19,8% de los ingresos. Además, ha obtenido la certificación GMP (Good Manufacturing Practices) que permite a la fábrica de Hervás fabricar ingredientes para la industria farmacéutica basados en plantas medicinales. Lo que servirá para captar nuevos clientes del sector.
- **Aumentar la base de clientes y crecer en los ya existentes.** NAT dispone de una amplia cartera de productos y servicios diversificada geográficamente (cuenta con oficinas en EE.UU., España y Singapur). La comercialización del Omega-3 debería ser uno de los drivers para empujar el crecimiento orgánico a través de estrategias de venta cruzada (entre clientes ya existentes) y captación de nuevos clientes. Lo que sumado a una cartera con c.400 clientes en continuo crecimiento (vs 156 en 2019), debería reducir el riesgo de concentración actual (20 primeros clientes concentraron el 68% s/Ingresos en 2023).

Ingresos 2023: EUR 26,7Mn y EBITDA rec. EUR 8,2Mn (Mg. EBITDA 30,7%)

En resumen, el primer año tras la fusión inversa finaliza con unos ingresos 2023 de EUR 26,7Mn y un EBITDA rec. de EUR 8,2Mn (Mg. EBITDA rec. 30,7%). Lo que, en nuestra opinión, representa el punto de partida de NAT (estimamos una utilización actual de las plantas de c.30%). Un fuerte período de inversión -3y que le ha permitido posicionarse para aprovechar la tendencia de los consumidores a preferir la prevención en la salud frente al remedio. La inversión ya está hecha. La única incógnita de nuestro modelo es el tiempo necesario para alcanzar la utilización máxima de las plantas productivas (que afloren las sinergias del Omega-3 y los extractos de plantas y se traduzcan en una mejora aún mayor de los niveles de rentabilidad).

B) Omega-3: un proyecto con alto potencial de crecimiento tanto en ingresos (+34,7% TACC 2023-2026e) como en EBITDA rec. 2023-2026e: +38,4% TACC (Mg. EBITDA c.32%)

La “foto” es la de una compañía con una línea de negocio (Omega-3) aún en gestación y en plena fase de “despegue”. El crecimiento visto hasta ahora en extractos botánicos no refleja las perspectivas de crecimiento actuales del negocio. La salida a BME Growth de NAT no obedece a unas necesidades adicionales de financiación sino a la oportunidad de complementar su oferta de productos (Omega-3), expandiendo su capacidad productiva y abriendo la puerta a la venta cruzada, aprovechando la red comercial ya existente en diversos sectores y mercados para conseguir nuevos clientes. Nuestras estimaciones 2024e-2026e hoy se pueden resumir en:

Fuerte crecimiento en ingresos (+34,7% TACC 2023-2026e)...

- **Alto crecimiento en ingresos (+34,7% TACC 2023-2026e) explicado por el aumento en la utilización de las fábricas y la penetración del Omega-3...** Nuestras estimaciones recogen un crecimiento del (+29,4% TACC 2023-2026e) hasta EUR 49,6Mn, lo que sumado a la integración de la línea de Omega-3, que esperamos llegue a suponer el 24% s/Ingresos 2026e (0% en 2023) debería permitir a NAT aspirar a unos ingresos de EUR 65,2Mn en 2026e (vs EUR 26,7Mn en 2023).
- **... acompañado de una mejora progresiva de la rentabilidad, por puro apalancamiento operativo del modelo de negocio.** El aumento de la utilización de las plantas debería diluir el peso del personal y contrarrestar la reducción del margen bruto por el mayor peso del Omega-3 en el mix de ingresos (de menor margen), mejorando el Mg. EBITDA rec. 2026e hasta el 33,4% (+2,7p.p. vs 2023).
- **El crecimiento a nivel operativo debería servir de base para un auténtico despegue en EBIT y BN.** La práctica totalidad de la inversión está hecha, por lo que no deberíamos ver un aumento significativo de la amortización en los próximos ejercicios (tras 2024e, con la puesta en marcha de la planta de Omega-3). Por lo que el período de “rentabilización” debería hacer posible un auténtico salto del Mg. EBIT hasta niveles del 29% en 2026e (vs 11,3% en 2023 y 31,1% en 2020). Y duplicar el Beneficio Neto en 2026e EUR 12,2Mn (vs EUR 6,4Mn en 2023).
- **Generación de caja ya en 2025e.** La gestión del capital circulante es clave al estar marcado por los días de inventario (lo que eleva las necesidades de circulante). El crecimiento en EBITDA Recurrente, las menores necesidades de CAPEX (para la construcción de la nueva planta de Hervás) y la entrada de subvenciones a partir de 2025e serán claves para la generación de caja.
- **Y un nivel de endeudamiento que se mantendrá bajo control:** El elevado nivel de Deuda Neta de 2023 (EUR 59,3Mn; DN/EBITDA rec. 7,2x) debería irse mitigando tanto por la generación de caja como por la reducción del nivel de endeudamiento (DN/EBITDA rec. 2026e 2,4x).

... acompañado de una mejora progresiva de la rentabilidad (Mg. EBITDA 2026e: 33,3%)

Esperamos una reducción del nivel de apalancamiento hasta DN/EBITDA rec. 26e 2,4x (vs 7,2x en 2023)

¿Y en 2024e? Nuestro modelo apunta a unos ingresos de EUR 30,5Mn empujados esencialmente por la línea de extractos vegetales. Aspirando a un nivel de EBITDA 2024e de c. EUR 12,4Mn (Mg. EBITDA 2024e 31,2%) y la vuelta a un nivel de Mg. EBIT >20%. Aunque los gastos financieros continuarán presionando el Beneficio Neto e impedirán superar los niveles de 2023 (marcados por un ingreso extraordinario fruto de la revalorización en la participación de NAT en IFFE Biotech en 2023). Y reduciendo su nivel de endeudamiento por la mejora operativa hasta DN/EBITDA 5,0x.

Tabla 1. Principales magnitudes (2022-2026e)

EUR Mn	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Plant extracts	18,2	22,9	36,1	41,3	49,6
Omega-3	-	-	1,8	8,0	15,6
Services	4,2	3,7	1,9	0,8	-
Total Sales	22,5	26,7	39,8	50,2	65,2
COGS	(5,9)	(6,3)	(11,2)	(15,1)	(21,0)
Gross Margin	16,6	20,4	28,7	35,0	44,2
% over total sales	73,8%	76,4%	72,0%	69,8%	67,8%
OPEX	-9,9	-12,2	-16,2	-18,8	-22,5
Recurring EBITDA	6,7	8,2	12,4	16,3	21,7
% over total sales	29,6%	30,7%	31,2%	32,5%	33,4%

C) En conclusión, una compañía con todos los ingredientes para convertirse en un referente dentro del sector. Momentum de negocio muy favorable.

Oportunidad de cristalizar el fuerte período de inversión

La idea se basa en la oportunidad de cristalizar el fuerte período de inversión ya concluido, y que comenzará a ser visible desde 2024e. Aprovechar el crecimiento esperado mejorará el margen EBITDA 2024e hasta c.31% (EV/EBITDA 2026e 15,6x) y duplicará el Beneficio Neto (PER 26e 22,4x). Una mejora de márgenes posible, esencialmente, por tres razones: (i) aumento progresivo del uso de las plantas (pilar del equity story), (ii) el despegue del Omega-3, ingrediente usado en productos de mayor valor añadido y (iii) la capacidad de apalancar los costes de estructura a una producción que esperamos aumente exponencialmente, diluyendo la estructura ya creada y mejorando márgenes.

Poder de fijación de precios

Es decir, nos encontramos ante una compañía que cuenta con todos los ingredientes necesarios para acometer un gran salto de escala (rentable) durante los próximos ejercicios. La integración de la línea de Omega-3 actuará como factor clave para la captación de nuevos clientes y el aumento de facturación en los ya existentes a través de la venta cruzada (cross-selling). Aunque quizá lo más llamativo del modelo de negocio es el poder de fijación de precios del que dispone NAT. En concreto, nos referimos al poder de negociación intrínseco del producto, como consecuencia de la gran importancia de la calidad del ingrediente natural en los productos finales (complementos alimenticios, medicamentos) y el bajo coste que supone en el ciclo productivo total.

El equity story es aumentar la capacidad productiva instalada

El gran pilar del equity story, *a priori* simple, es aumentar la utilización de la capacidad productiva instalada. El resto de derivadas (mejora de márgenes, generación de caja) son consecuencias matemáticas del mismo. Si elevamos la vista más allá de 2026e, con unas tasas de crecimiento >20% y el uso de la nueva capacidad derivada de la ampliación de Sustainext, esperamos una compañía con una facturación de EUR 104Mn y un EBITDA rec. de c. EUR 44Mn. La principal incógnita radica en la velocidad de aumentar la base de clientes y “exprimir” la capacidad productiva de las plantas.

La velocidad de ejecución es esencial para mostrar el potencial teórico

El precio de la acción ha caído un -13,7% YTD. Y deja el EV en EUR 339Mn. Y un múltiplo EV/Vtas 2025e y 2026e de 6,7x y 5,2x, respectivamente. Aunque lo relevante no esto, sino el múltiplo implícito vs el ingreso potencial total de la capacidad ya instalada (EUR 200Mn; EV/Vtas teórico 1,7x). Lo que implica una obviedad. Si aceptamos que la compañía alcanza una plena utilización de sus plantas, el potencial es enorme (el sector cotiza a EV/Vtas de 4,3x). Aumentado por el diferencial positivo en margen EBITDA/Vtas que NAT ya muestra vs sector (35,7% vs 21%; +15p.p.). Y que el progresivo aumento de las tasas de utilización de sus fábricas seguirá incrementando.

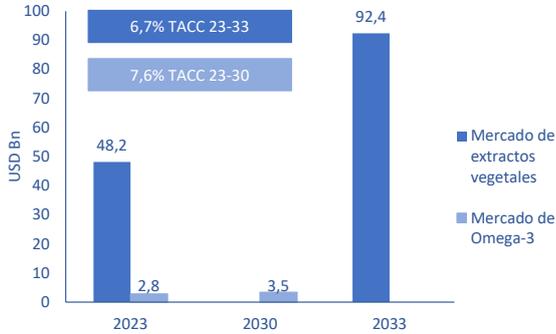
Una oportunidad que no deberíamos perder de vista en 2024e y 2025e

Aunque no debe dejarse de insistir en que la variable “velocidad” de ejecución es esencial para juzgar si ese potencial teórico puede empezar a cotizar o si, por el contrario, está aún demasiado lejos.

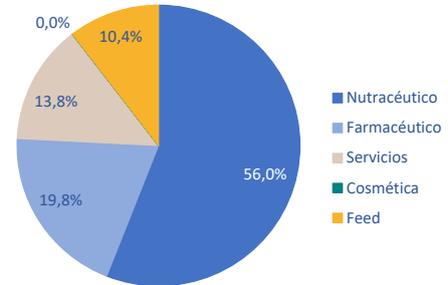
Sobre el papel, NAT muestra una idea de negocio sólida con una capacidad “real” de crecer de forma rentable y, a nuestro juicio, una oportunidad singular de inversión en el sector de ingredientes naturales. Que no hay que perder de vista. 2024e y 2025e serán claves para dar visibilidad al equity story de NAT y a ese potencial teórico de alto crecimiento.

La compañía en 8 gráficos

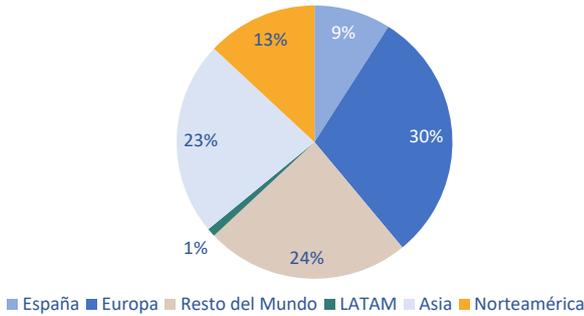
El mercado a nivel global de extractos de plantas se espera que crezca a una TACC 2022-2032e de 6,7% y el de Omega-3 de 7,6%



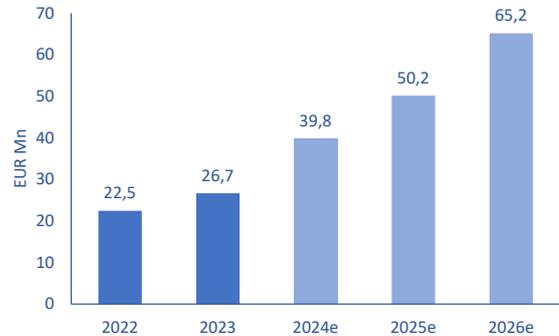
NAT: un negocio altamente diversificado tanto por línea de actividad...



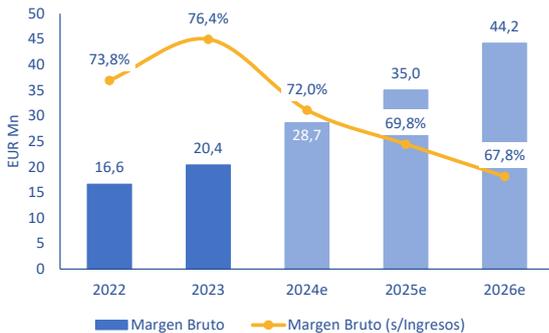
...como por geografía. En 2023, las ventas fuera de España representaron el 91%



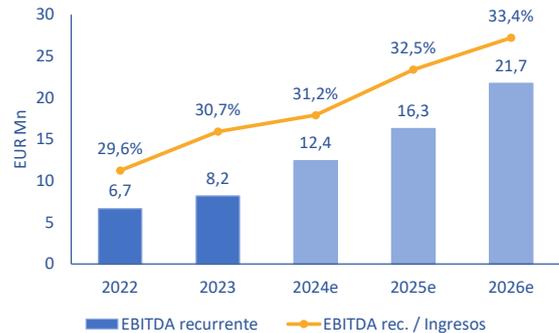
Asentando las bases para el crecimiento orgánico los próximos años (junto a una mayor utilización esperada)



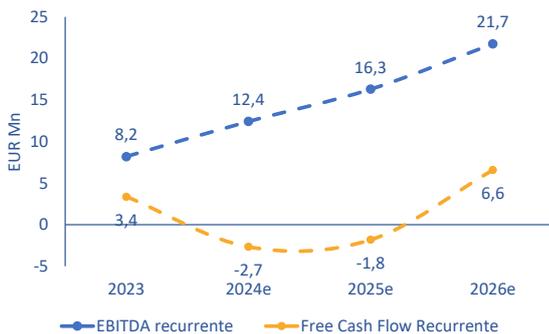
A medida que el negocio de Omega-3 (MB del 50%) gane peso en el mix, veremos una caída del margen bruto hasta el 67,8% en 2026e



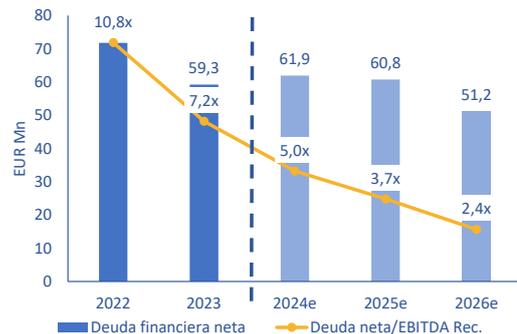
Aunque gracias a un elevado apalancamiento operativo, estimamos una mejora del EBITDA Rec. (Mg. EBITDA 26e: 33%)...



... empujando la generación del flujo de caja recurrente hasta EUR 6,6Mn en 2026e (vs EUR -2,7Mn en 2024e)



que dejaría a la compañía con un nivel de endeudamiento conservador en 2026e (DN EUR 51,2Mn; 2,4x DN/EBITDA Rec.)



Descripción del negocio

La oportunidad de capitalizar una combinación sinérgica de negocios de ingredientes naturales y Omega-3

Natac Natural Ingredients (NAT) es el resultado de la fusión inversa (noviembre 2023) del Grupo Natac con IFFE Futura, cotizada en BME Growth. El nuevo grupo combina la investigación, desarrollo, producción y comercialización de ingredientes naturales derivados principalmente de extractos de plantas (Grupo Natac), con la especialización en el desarrollo y refinado de aceite de omega-3 (IFFE Futura). En la fusión, IFFE Futura aportó únicamente su proyecto de omega-3, quedando fuera el resto de activos de la sociedad (esencialmente las áreas de formación e inmobiliaria).

A cierre de 2023, el nuevo grupo registró unos ingresos consolidados de EUR 26,7Mn (vs EUR 22,5Mn de Natac Group y EUR 1,1Mn de IFFE Futura en 2022). Y un EBITDA rec. 2023 de EUR 8,2Mn, lo que supone un Mg. EBITDA rec. 30,7%.

Los extractos vegetales y el omega-3 son los pilares del modelo de negocio...

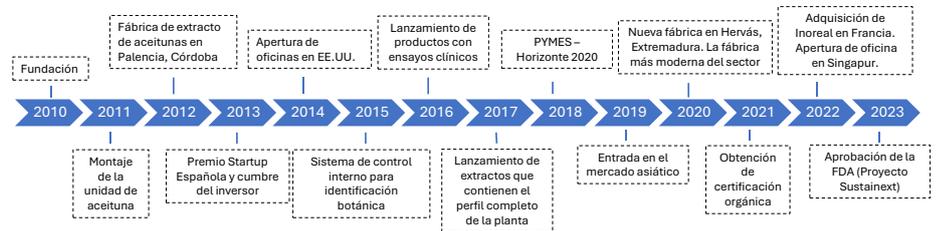
NAT comercializa un amplio rango de ingredientes vegetales de origen natural. Cuenta con 8 patentes internacionales y ha desarrollado más de 180 productos propios.

Los factores diferenciales de su modelo de negocio residen en: (i) la estandarización simultánea en diferentes compuestos fitoquímicos que proporcionan todos los beneficios que aporta la planta, (ii) una alta concentración de los compuestos para una menor dosis, (iii) el desarrollo de productos de alta riqueza y efectividad consistentes, (iv) la inversión en I+D, fundamental para la mejora y optimización de procesos en busca de una mayor eficiencia y (v) un modelo de negocio circular y enfocado en la sostenibilidad.

El modelo de negocio está verticalmente integrado y abarca desde el proceso de extracción de fitoquímicos a partir de materias primas de origen natural, desarrollo de productos, control de calidad hasta la venta de productos finales a clientes B2B. Los productos están divididos en marcas Branded NAT (Satiereal, Moodreal, Elimreal, Endolive, Pomolive) y producto sin marca.

Por líneas de negocio, se pueden separar entre: i) la línea Full Spectrum, productos con diferenciación en el mercado por su composición fitoquímica, y ii) *functional Ingredients* (ingredientes con soporte científico). Sus clientes utilizan los extractos para la fabricación de medicamentos y complementos alimenticios entre otros. Los bioactivos proceden de plantas mediterráneas, como el olivo, el azafrán, la alcachofa o la vid, entre otras muchas, u otras plantas estratégicas, como la rhodiola, el guaraná o la valeriana.

Tabla 1. Storyline de NAT



... desarrollados en sus 3 plantas productivas (2 de ellas de última generación)

Grupo Natac aportó dos plantas productivas al nuevo grupo: una en Córdoba dedicada a los extractos de olivo; y una multiproducto en Hervás (Cáceres). La planta de Hervás es una de las plantas con la tecnología más puntera de Europa y cuenta con 6.500m². Se inauguró en 2021 y supuso una inversión de c.EUR 15Mn. Dispone de una capacidad de procesamiento de materia prima de 3.000 Tn/año que, de alcanzarse (capacidad max.), implicarían una facturación de c. EUR 70Mn (c.30% de utilización en 2023).

NAT ha obtenido un proyecto flagship financiado con fondos europeos de CBE para la producción de extractos vegetales en su planta de Hervás (proyecto europeo Sustainext, financiado con fondos europeos para la biorrefinería sostenible). El proyecto busca crear una nueva generación de biorrefinerías en Europa, utilizando de partida seis materias primas de origen local y sostenible.

Gráfico 1. Ingresos y EBITDA rec. (2020-2023)

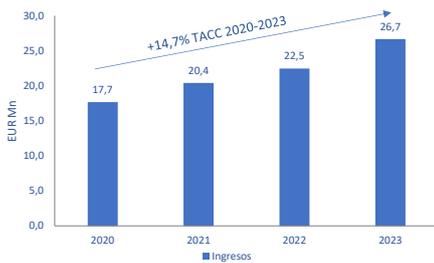


Gráfico 2. Modelo de Negocio Circular

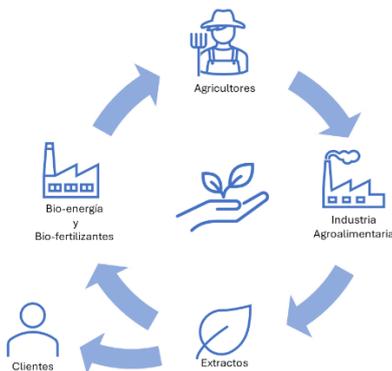
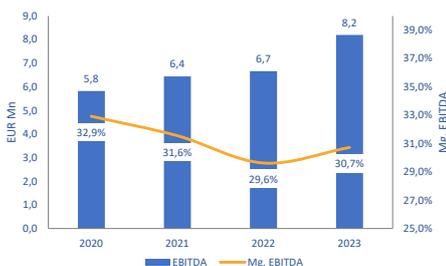


Gráfico 3. EBITDA rec. vs Mg. EBITDA rec. (2020-2023)

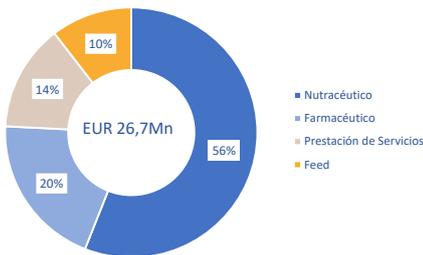


Concretamente, en Extremadura, se cultivarán tres plantas medicinales y aromáticas (romero, manzanilla y hierbaluisa) en terrenos que antes se dedicaban al tabaco. El proyecto cuenta con un presupuesto de EUR 22Mn con un total de 21 beneficiarios (EUR 14,5Mn han sido adjudicados a NAT) e implicará una inversión adicional en la planta de Hervás que podría duplicar su capacidad productiva (no antes de 2028) y optimizar los procesos de producción.

El modelo se basa en la integración de toda la cadena de valor (desde la biomasa y materia prima hasta el cliente final), aplicando el modelo circular basado en biorrefinería dinámica (multiproducto) que permita la revalorización en cascada de la materia prima.

Por su parte, IFFE Futura, una vez desinvertidos los negocios no relacionados con la refinería de omega-3 (core del negocio hasta el momento de la transacción), aporta una planta de última generación para la producción de aceite omega-3 en (As Somozas, A Coruña). A cierre de 2023 se habían invertido EUR 18Mn y la construcción se encontraba al 80%.

Gráfico 4. Ingresos por sectores (2023)



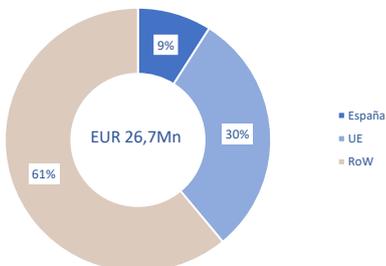
Esperamos que comiencen a comercializar sus productos a partir del 4T24. Cuenta con más de 28.000m² de superficie y tiene una capacidad de fabricación de 11.050 Tn/año aunque la baja visibilidad nos lleva a esperar un período de despegue hasta alcanzar su máximo potencial de facturación (EUR 40Mn) > 5 años. Existe la posibilidad de ampliar la capacidad hasta EUR 60Mn a bajo coste (EUR 3,5Mn).

Y con fuerte vocación internacional

NAT tiene dos líneas de negocio complementarias: la venta de sus productos y la prestación de servicios (20% s/Ingresos) por la realización de proyectos específicos y la participación en Agrupaciones de Interés Económico.

Por sectores, los clientes de NAT se pueden clasificar en: (i) Nutracéutico (56% s/Ingresos 2023), basados en complementos alimenticios que contienen ingredientes con bioactivos naturales y beneficiosas para la salud, (ii) Farmacéutico (20% s/Ingresos) con medicamentos compuestos basados en ingredientes naturales y (iii) Feed (10% s/Ingresos) que busca mejorar la salud de los animales y el rendimiento en la producción.

Gráfico 5. Ingresos por geografía



El 68% de las ventas se concentraron entre los primeros 20 clientes (70% en los primeros 15 clientes en 2022). Lo que en sí mismo representa un riesgo (concentración) aunque mitigado por el (probable) aumento de la cartera de clientes con la comercialización de Omega-3, que debiera permitir acceder a nuevos clientes (396 clientes en 2023 vs 156 en 2019) e incrementar la facturación en los clientes ya existentes durante los siguientes ejercicios.

NAT tiene 3 oficinas abiertas (España, EE.UU. y Singapur), desde dónde se gestiona una red comercial que le ha llevado a exportar sus productos a 45 países a nivel internacional. El 91% de sus ventas 2023 se llevaron a cabo fuera del territorio nacional. Las principales divisas son el dólar americano, dólar singaporense. A cierre de 2023, no existe impacto relevante por tipo de cambio. NAT realiza coberturas en caso de exposiciones significativas.

Adicionalmente, la Administración de Alimentos y Medicamentos (FDA) de EE.UU. aprobó la comercialización en 2023 y la Agencia del Medicamento Europeo (EMA) en 2024 de un fármaco basado exclusivamente en un extracto de olivo fabricado por NAT. Lo que abre la puerta a continuar incrementando el peso de su negocio farmacéutico fuera de España, especialmente en EE.UU., siendo uno de los catalizadores del crecimiento del negocio en el I/p.

M&A estratégico con el objetivo de ampliar/diversificar la cartera con productos que “trabajan” bien juntos (es decir, sinérgicos)

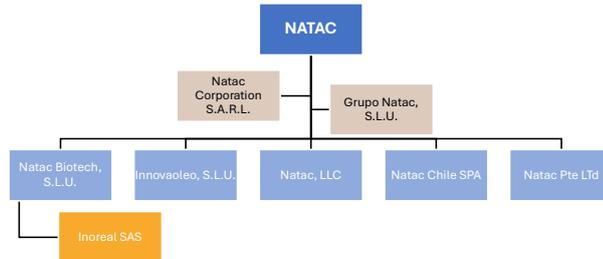
Durante 2023, IFFE Futura y Natac firman un acuerdo para la integración de Natac en el capital de IFFE y lo llevan a cabo a través de 3 ampliaciones de capital:

- i) Ampliación de capital no dineraria (octubre 2023): Por importe de EUR 205Mn (95% del capital total de NATAC Corporation) que supuso la puesta en circulación de 304Mn de nuevas acciones ordinarias de valor nominal EUR 0,2/acc y EUR 0,475/acc de prima de emisión.
- ii) Ampliaciones de Capital dinerarias (noviembre 2023): Dos ampliaciones de capital dinerarias combinadas que suponen una inyección de liquidez por importe total de EUR 52Mn que supusieron la puesta en circulación de 80Mn de acciones ordinarias adicionales (valor nominal EUR 0,2/acc y EUR 0,475/acc de prima de emisión).

En diciembre de 2023, el número total de acciones ordinarias ascendía a 419Mn con un capital social de EUR 83,8Mn y una prima de emisión de EUR 182,8Mn. En noviembre de 2023 se ejecutó una devolución de la prima de emisión en forma de dividendo por EUR 40Mn. A fecha de este informe el número total de acciones en cotización asciende a 435Mn de acciones.

Además, el acuerdo de integración incluía la desinversión en el negocio de consultoría otros negocios no afines (formación, inmobiliario) al negocio de extractos naturales y omega-3 de IFFE Futura antes del cierre de la operación con la venta de los activos por EUR 1 a David Carro (fundador y primer accionista de IFFE Futura) más earn-outs.

Como resultado, la estructura de la actual NAT era la siguiente:



La adquisición y reestructuración societaria de NAT hace posible:

- Alcanzar una posición de relevancia en Europa dentro de una industria emergente (Mercado Global Extractos de plantas: EUR 47.350Mn y Mercado Global Omega-3: EUR 2.620Mn) como es la de extractos vegetales y aceites de Omega-3. Producción 100% europea que cumple con los cánones de sostenibilidad y economía circular.
- Dar el salto a BME Growth: en 21 de noviembre del 2023 comenzaron a cotizar en BME Growth las acciones de la nueva NAT, en el marco de la fusión inversa de Natac Group (al tomar la adquirida contable IFFE Futura la denominación social de Natac Natural Ingredientes en febrero de 2024) que había cotizado como IFFE Futura en BME Growth desde 2019.
- La creación de un grupo corporativo que amplía significativamente la oferta de productos, incorporando omega-3 a la gama de extractos vegetales. Lo que permitirá la venta cruzada, aprovechando la red comercial ya existente en diversos sectores y mercados para conseguir nuevos clientes y aumentará las perspectivas de crecimiento en el medio y largo plazo.

El 24 de junio de 2024, Natac Natural Ingredients realiza una reestructuración societaria adicional mediante fusión por absorción de las Sociedades de Natac Corporation y Grupo Natac sociedad unipersonal. El organigrama queda, por tanto, configurado de la siguiente forma:

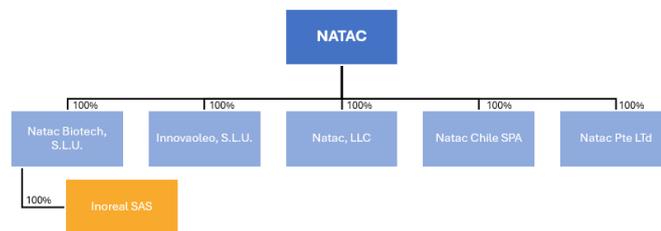
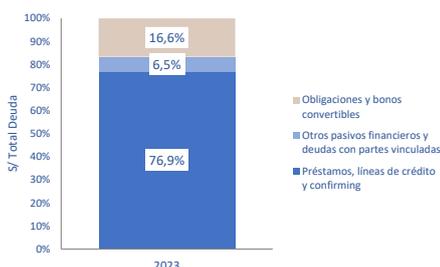


Gráfico 6. Deuda Bruta (2023)

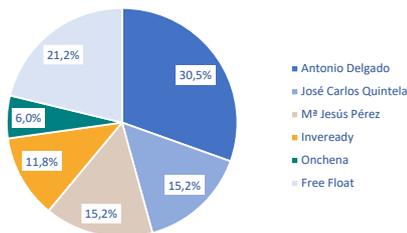


Elevado apalancamiento financiero (DN/EBITDA 2023: 7,2x) fruto de las operaciones corporativas y de la inversión necesaria para crecer

Las operaciones corporativas (adquisición de Inoreal en 2022, integración en IFFE Futura en 2023), la inversión en circulante necesaria (consustancial al sector) para financiar el crecimiento en un negocio en el que el aprovisionamiento ocurre en los meses de cosecha (1/2 al año), alargando el periodo de conversión en caja desde el momento de la compra de existencias hasta la comercialización (en muchos casos con entregas por vía marítima) y el CAPEX, han dejado a NAT con un nivel de endeudamiento significativo.

A cierre del 2023, la deuda neta de NAT asciende a EUR 59,3Mn (incluyendo EUR 9,9Mn de bonos convertibles; DN/EBITDA Rec. 2023 7,2x). Si ponemos el foco en la Deuda Bruta a cierre del 2023 (EUR 60,9Mn), se compone de:

- Préstamos, líneas de crédito y confirming dispuestas con entidades bancarias (76,9% s/total) que tienen tipo de interés de mercado (variable) con vencimiento entre 2029 y 2034. También existe un préstamo ICO (EUR 2Mn) con vencimiento en 2026.
- Otros pasivos financieros y deudas con partes vinculadas (7% s/total), con un tipo de interés de c.2%.
- Obligaciones y bonos convertibles (16,1% s/total), esencialmente con Inveready, asociadas a diversos covenants y con un máximo de acciones (en caso de ejecutar la opción de conversión) a emitir de 30Mn lo que supondría una dilución de 6,5% para los actuales accionistas. El precio mínimo para que Inveready ejecute la opción de conversión en la fecha de vencimiento es de EUR 0,33/acción.

Gráfico 7. Estructura Accionarial


Una estructura accionarial estable con vocación de permanencia por parte de los fundadores de NATAC

Tras la emisión de 381Mn de acciones derivada de las ampliaciones de capital, la participación de David Carro, principal accionista y fundador de IFFE Futura (16,7%) pasa al 1,5% de NAT. Por su parte, los fundadores de NAT, Antonio Delgado (a través del 100% de Aldabi Inversiones) y José Carlos Quintela (a través de la Sociedad Idoasis 50%) y María Jesús Pérez (a través de la Sociedad Idoasis 50%) mantienen el control con el 59% de participación agregada, siendo accionistas con vocación de permanencia. Los accionistas mayoritarios (y de control) ostentan funciones de CEO (Antonio Delgado) y Chief Scientific Officer, CSO (José Carlos Quintela).

El resto de los accionistas de control que mantienen una participación relevante (>5%) son Inveready con el 11,8% (17,5% si se ejerciese el derecho de conversión de las obligaciones convertibles) y Onchena con el 6%. El Free Float de NAT se sitúa en el 21,2%.

En conclusión: una vía de entrada en un sector emergente (extractos vegetales) antes del “despegue” de un gran proyecto de Omega-3

El modelo de negocio de NAT ha probado su capacidad de crecer a doble dígito tanto en ingresos (+14,7% TACC 2020-2023) como en EBITDA rec. (+12,1% TACC 2020-2023) en los últimos 3 años. La fusión inversa con IFFE Futura, no sólo le abre las puertas a un mercado cotizado (BME Growth) y nuevas vías de financiación, sino que cambia la compañía, complementando su oferta de productos y “multiplicando” su capacidad de producción. En nuestra opinión, las cuatro oportunidades a las que se enfrenta NAT hoy son:

- **Proyecto Sustainext:** Proyecto europeo para la biorrefinería sostenible que ha seleccionado a NAT como principal beneficiario. Una inversión que hará posible duplicar la capacidad actual de producción en su planta de Hervás, Cáceres.
- **Mayor penetración en la industria farmacéutica.** Hoy representa c.20% de las ventas 2023. La aprobación por la FDA/EMA de la comercialización de un fármaco basado en un extracto de olivo fabricado exclusivamente por NAT y la obtención de la certificación GMP que permite a la fábrica de Hervás focalizarse en APIS (Principios Activos para la industria farmacéutica) para plantas medicinales servirá como catalizador para aumentar el peso dentro del sector y acceder a un mayor número de clientes dentro de la industria.
- **Internacionalización.** NAT dispone de una amplia cartera de productos y servicios diversificada geográficamente, lo que empujará el crecimiento orgánico a través de estrategias de venta cruzada y apertura de nuevos mercados. Todo ello, sumado a una cartera con c.400 clientes en continuo crecimiento que reducirá el riesgo de concentración actual (20 clientes concentraron el 68% s/Ingresos en 2023).
- **Mejora de la tasa de utilización de las plantas.** La capacidad instalada entre las 3 plantas, según nuestras estimaciones, sería de c.EUR 140Mn en ingresos (sin tener en cuenta la ampliación de capacidad de Sustainext; con Sustainext la capacidad de ingresos alcanzaría c.EUR 200Mn). NAT tiene un potencial (orgánico) enorme para mantener altas tasas de crecimiento en ingresos y EBITDA rec. (c.+30% vs 2023), con el “simple” argumento de aumentar la capacidad utilizada de sus plantas de extractos y omega-3 (algo que esperamos ocurra ya en 2024).

Es decir, todo apunta hoy a una compañía que enfrenta un período de alto crecimiento, con una enorme capacidad y potencial de mejorar mediante el aumento de la ocupación de sus plantas productivas. Y con capacidad de aflorar sinergias tanto en términos operativos (ahorro de costes) como en ingresos (por la venta cruzada). El equity story pivota sobre la capacidad de cristalizar la oportunidad de consolidarse como una compañía de referencia en la industria, lo que abre la puerta a clientes y proyectos de más tamaño y rentabilidad. La inversión está hecha. El tiempo necesario para alcanzar la utilización máxima de las plantas es la clave desde el punto de vista de NAT como potencial idea de inversión.

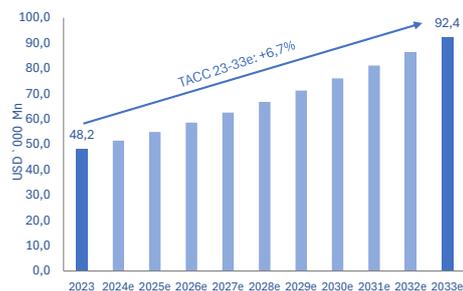
Ingredientes naturales: un negocio favorecido por los hábitos de vida saludable y con buenas perspectivas de crecimiento

El consumo de omega-3 y de productos con base de extractos botánicos/vegetales está respaldado por el auge de la macro-tendencia de la salud a través de la dieta. A raíz del Covid-19, se agudiza la tendencia de los consumidores de priorizar la prevención de la salud frente al medicamento.

Los extractos vegetales y omega-3, tienen un amplio abanico de aplicaciones y están presentes en diferentes mercados como la industria nutracéutica, nutrición animal y farmacéutica. Los beneficios para la salud que ofrecen estos ingredientes están trasladándose a áreas más diversas como, por ejemplo, la nutricosmética, que es un tratamiento de cuidado personal basado en ingredientes naturales que combina alimentación y productos cosméticos.

El mercado de ingredientes naturales se caracteriza por: (i) una alta fragmentación, ya que no existen grandes compañías que dominen el mercado, lo cual puede suponer una oportunidad de ganar cuota de mercado para empresas medianas y pequeñas, (ii) elevados niveles de inversión (I+D para el desarrollo de aplicaciones de los productos), (iii) barreras de entrada (CAPEX necesario para la construcción de plantas de producción con el know-how específico de la industria), (iv) estrictas normas de regulación y altos estándares de calidad necesarios para cumplir con las normativas de producción europeas y (v) necesidad de personal altamente cualificado.

Gráfico 8. Mercado global de extracto de plantas (2023-2033e)



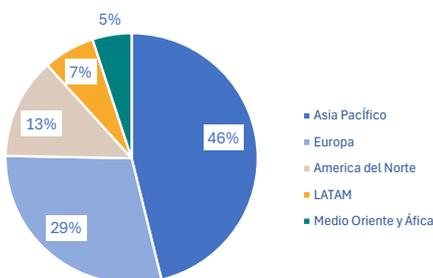
Fuente: Precedence Research.

A nuestro juicio, los principales drivers que mueven la industria se pueden sintetizar en: (i) la búsqueda por parte de los consumidores de productos más saludables, (ii) el progresivo envejecimiento de la población, (iii) el desarrollo cada vez mayor de enfermedades cardiovasculares y crónicas derivadas de un estilo de vida sedentario y (iv) el descubrimiento de nuevas aplicaciones en productos con base natural.

Las aplicaciones de los extractos de plantas en la industria cosmética y del perfume serán los motores de crecimiento del mercado (+6,7% TACC 2023-2033e)

Los extractos de plantas son compuestos naturales (con moléculas bioactivas) obtenidos mediante diferentes técnicas de extracción. Estas sustancias poseen propiedades funcionales, terapéuticas y nutricionales utilizadas en la industria farmacéutica, alimentaria, nutrición animal, cosmética y agrícola. El número de aplicaciones en los diferentes mercados continúa multiplicándose al considerarse productos seguros con unos efectos secundarios mínimos. Podemos clasificar los extractos vegetales según la técnica de extracción, los usuarios finales y la forma de comercialización (líquido o sólido).

Gráfico 9. Cuota global del mercado de extracto de plantas



Fuente: Precedence Research.

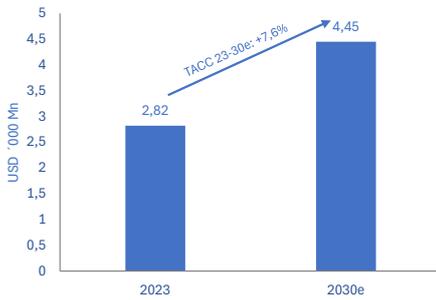
El auge de la industria cosmética y de fragancias, principalmente en Europa, y las aplicaciones de los extractos vegetales es uno de los principales drivers de la demanda de extractos de plantas. Los principios activos presentes en estas sustancias y sus propiedades regenerativas han contribuido a su incorporación en cremas anti-envejecimiento, aceites capilares y productos de cuidado.

Durante los últimos años, la industria de la belleza está atrayendo a cada vez más empresas a entrar en el mercado. Según Mckinsey & Company, el mercado de belleza crecerá un +8,0% TACC 2023-2027e.

En concreto, el mercado de extractos de plantas a nivel global tiene un tamaño de USD 48.200Mn y crecerá a dígito medio (+6,7% TACC 2023-2033e) hasta alcanzar USD 92.450Mn en 2033e.

Por mercados, APAC (Asia-Pacífico) concentra c.46% de la cuota de mercado global. Seguido por Europa con c. 25% y EE.UU. con c.13%. El mercado de LATAM aún se encuentra en una fase incipiente de desarrollo y supone c.7% del mercado total. El informe de Precedence Research de extractos vegetales (2023) sitúa a Asia-Pacífico como la región que mostrará un crecimiento por encima de la media global con un 9,2% TACC hasta 2032e. NAT cuenta desde 2022 con una oficina en la región (Singapur), como parte de su estrategia de internacionalización para aprovechar el empuje sectorial.

Gráfico 10. Mercado mundial de Omega-3 (2023-2030e)



Fuente: GrandView Research.

Gráfico 11. Fuentes del Omega-3



Fuente: Herbora.

Omega-3: Un mercado emergente con demanda creciente

Los ácidos grasos omega-3, principalmente el ácido docosahexaenoico (DHA) y el ácido eicosapentaenoico (EPA), son sustancias grasas poliinsaturadas esenciales para los humanos (no producidos por el organismo) que ayudan al crecimiento, desarrollo e inmunidad.

Los beneficios por el consumo de omega-3 están relacionados con mejoras en la salud cardiovascular, cerebral y ocular. Estos ácidos provienen, generalmente, de fuentes marinas (pescados y algas) y vegetales (semillas de chía y lino). Los ácidos grasos poliinsaturados esenciales ALA, EPA y DHA son fundamentales para el buen funcionamiento del organismo, pero el cuerpo humano no los produce por sí mismo. Por ello, es crucial incorporarlos a través de alimentos ricos en ellos, como el pescado azul, los frutos secos y las semillas, o bien a través de alimentos enriquecidos o suplementos específicos. Las principales fuentes de estos lípidos son el aceite purificado de pescado (93% del total), componente del que extraerá NAT su Omega-3. Los beneficios son óptimos para el desarrollo cerebral y salud cardiovascular.

Las principales aplicaciones del Omega-3 se puede dividir en: (i) productos farmacéuticos para reducir el nivel de triglicéridos, (ii) suplementos dietéticos y alimentos a base de aceite de pescado, aceite de krill, aceite de linaza y algas; principal impulsor del mercado en los últimos años, y (iii) productos para la nutrición animal que mejoren la calidad del pienso, el rendimiento, así como para animales domésticos.

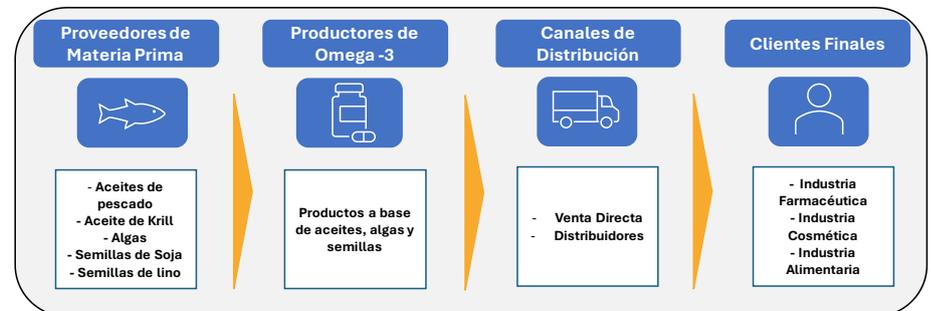
El paulatino envejecimiento derivado del aumento en la esperanza de vida de la población es el principal driver del crecimiento de la industria. Para 2050e, la Organización Mundial de la Salud (OMS) estima que la población mayor de 60 años se duplicará. Al igual que sucede con la industria osteoarticular, la demanda de medicamentos y alimentos que benefician el sistema cardiovascular está creciendo a un mayor ritmo que la oferta, lo que representa un driver de crecimiento a largo plazo.

Los complementos dietéticos y de alimentación funcional siguen siendo el principal mercado de Omega-3 (52%), seguidos de la industria farmacéutica (23%) y la nutrición infantil (13%). Por geografías, América del Norte es el principal mercado (c.37%), seguido de Asia (c.29%; donde se observan las tasas de crecimiento más elevadas) y Europa (c.22%).

Los avances e inversión (I+D) en técnicas de obtención y el volumen de la producción de omega-3 marcarán el ritmo de la evolución del sector durante los próximos años. De acuerdo con Grand View Research, el mercado tiene un tamaño actual de USD 2.820Mn y se espera que crezca a una TACC +7,9% hasta 2030e.

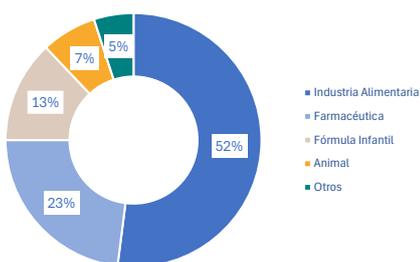
El cambio climático puede afectar a la vida marina de las especies de las que se extrae el Omega-3. Las deforestaciones y cambios en el uso de suelo son factores que afectan a la disponibilidad de plantas y pueden alterar la calidad de las cosechas. Todas estas circunstancias pueden tener una influencia directa en los precios

Gráfico 12. Cadena de producción de la industria de Omega-3



Fuente: Compañía.

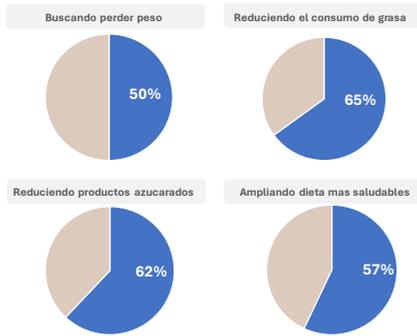
Gráfico 13. Omega-3 por sectores



Fuente: Grandview Research.

La mayor concientización sobre los beneficios de una vida saludable y las tendencias del ciudadano personal son catalizadores para la industria

Según un estudio de la Organic Trade Association, la venta de productos orgánicos creció un 14,5% en 2023. La creciente tendencia hacia un modo de vida más saludable, así como una mayor concienciación sobre los beneficios de los productos naturales, están transformando la industria alimentaria, de bebidas y farmacéutica hacia la creación de más productos orgánicos.

Gráfico 14. Tendencia hacia una vida más saludable (% de población)


Fuente: Healthia.

El acceso a una mayor información gracias a la digitalización (redes sociales, portales, videos) ha abierto la puerta a un mayor conocimiento sobre los efectos del sedentarismo y los malos hábitos alimenticios, incluyendo el consumo de tabaco, desarrollando una “conciencia pública” que prioriza el cuidado personal, así como la búsqueda de hábitos y productos más saludables.

La pandemia también trajo consigo un “shock” en términos de la prevención frente al remedio. Según una encuesta realizada por McKinsey & Company sobre salud y bienestar, el 50% de los encuestados en Europa manifestaron que habían incrementado el uso de suplementos vitamínicos para fortalecer su sistema inmunológico tras el Covid-19, mientras que un 30% aseguró que había aumentado el consumo de alimentos orgánicos y naturales.

Adicionalmente, tendencias sociales apuntan hacia un aumento de una alimentación de origen vegetal, en sustitución de productos de origen animal. Según la consultora A.T. Kearney, para 2040e el 60% de la carne consumida a nivel mundial será de origen vegetal; según Food Good Institute, el mercado europeo de alternativas vegetales creció un 49% entre el 2018 y 2020.

Una industria atomizada, sin grandes compañías que dominen el mercado, aunque el M&A puede marcar el inicio de un período de concentración

No existen grandes productores que dominen el mercado o que estén integrados verticalmente para abarcar toda la cadena de producción. Sin embargo, algunas empresas del sector pertenecen a grupos conglomerados más grandes como Givaudan (Ingresos 2023 GIVN: EUR 7.400Mn), International Flavors & Fragrances (Ingresos 2023 IFF: USD 11.479Mn) o Symrise (Ingresos 2023 SY1: EUR 4.730Mn). Adicionalmente, multinacionales de la industria de alimentos como Archer-Daniels-Midland (Ingresos 2023 ADM: USD 93.935Mn), DSM (Ingresos 2023 DMSN: EUR 12.310Mn) o Kerry (Ingresos 2023 KYGA: EUR 8.020Mn) y BASF (Ingresos 2023: EUR 68.900Mn) también forman parte del mercado.

Entre los principales actores comparables de NAT destacan: Naturex (parte del grupo Givaudan), Indena, Euromed y Nektium. En España, la principal empresa comparable es Biosearch (adquirida vía OPA por Kerry en 2021).

La atomización del mercado es uno de los principales catalizadores para el M&A. Durante los últimos años, se ha incrementado el número de operaciones corporativas, lo cual, muestra la tendencia hacia la concentración del sector. Especialmente en grandes empresas de aromas/químicas que buscan ampliar su portfolio y know-how de productos naturales.

Identificamos dos tipos de operaciones: (i) empresas en busca de expandir su catálogo de productos y llegar a nuevos mercados, que adquieren pequeñas compañías especializadas en algún producto y (ii) la adquisición de empresas innovadoras con altas capacidades tecnológicas que permitan la creación de nuevas técnicas (y desarrollar economías de escala).

Tabla 2. Principales operaciones corporativas del sector

Pais	Año	Target	Sector	Comprador	Precio (EUR Mn)
EE.UU.	2023	Adare Biome	Extractos de plantas	DM BV	275
Dublin	2022	Greatang Orchard Food	Extractos de plantas	Kerry	190
EE.UU.	2022	Savory Solutions Group	Extractos	International Flavours & Fragrances	900
España	2021	Biosearch	Extractos de plantas/Omega-3	Kerry	127
Australia	2020	UAS Labs	Extractos de plantas	Chr. Hansen	492

En definitiva: Una industria fragmentada, con buenas perspectivas de crecimiento a l/p (envejecimiento de la población) y dependiente de las nuevas aplicaciones

El cuidado en los hábitos alimenticios, así como la observancia sobre los ingredientes que contienen los alimentos, tiene su origen en la macro-tendencia del cuidado de la salud. El consumidor es cada vez más proclive a valorar el origen de los compuestos de los alimentos. Además, las aplicaciones de los extractos vegetales y el omega-3 está cada vez más extendida a diversas industrias como la farmacéutica, cosmética, alimentación animal o complementos alimenticios. Estimamos un crecimiento moderado a dígito medio en ambas industrias para los próximos años.

En nuestra opinión, las favorables perspectivas del sector se explican esencialmente por:

- **Cronificación de enfermedades cardiovasculares.** Consecuencia del envejecimiento poblacional, el aumento del sedentarismo y los malos hábitos, lo que se traducirá en un incremento de las necesidades y demanda de medicamentos/tratamientos para la salud.

Esta situación representa una gran oportunidad para el mercado de los ingredientes naturales y complementos alimentarios. Además, el Covid-19 habría producido un impacto en el comportamiento del consumidor, que busca una mayor prevención, potenciando el consumo de productos considerados “saludables”, como los extractos vegetales y omega-3.

- **Innovación y nuevas aplicaciones.** La publicación de nuevas investigaciones que amplíen el uso del omega-3 y los extractos vegetales a diversas áreas (farmacéutica, cosmética, alimenticia, suplementos).
- **Industria fragmentada.** Fuerte atomización, sin grandes jugadores que abarquen toda la cadena de valor y un caldo de cultivo favorable al M&A, con capacidad de las empresas de menor tamaño para ganar cuota de mercado y la innovación como pilar en la estrategia de concentración.
- **Sector cíclico.** Productos de consumo discrecional, especialmente los de carácter premium, y, por tanto, sin la defensividad de los productos de primera necesidad (el conocido como consumo no cíclico). Tanto el sector de extractos vegetales como el Omega-3 presentan una ciclicidad mayor que la alimentación tradicional lo que implica un mayor riesgo de negocio, pero también mayores expectativas de crecimiento.

La industria de ingredientes naturales, si bien presenta riesgos como la volatilidad de los precios y la disponibilidad de materias primas y la sensibilidad a estudios o regulación restrictiva, disfruta de buenas perspectivas de crecimiento a largo plazo. A nuestro juicio, también enfrenta retos importantes como son: (i) optimizar las estrategias de extracción (Tn de extractos extraídas de las materias primas), (ii) los niveles de pureza de los extractos y (iii) los marcos regulatorios (necesaria aprobación por parte de los organismos competentes antes de comercializar los productos).

Las altas barreras de entrada (fabricas e instalaciones, know-how necesario), el crecimiento vía M&A (acceso a nuevos mercados y tecnología), la evolución de los sectores de los que se nutren (farmacéutico, nutrición animal y cosmética), el giro de los consumidores hacia tratamientos de prevención y la ausencia de productos sustitutivos, serán los principales factores que marquen la evolución del sector en el medio y largo plazo.

Un proyecto con gran potencial en Omega-3 y una clara apuesta por el sector farma a m/p (EBITDA rec.: +38,4% TACC 23-26e)

Desde el punto de vista del inversor en renta variable, NAT debe ser vista como una opción de tener exposición a dos mercados complementarios (extractos vegetales y omega-3). Un modelo de negocio integrado verticalmente que cuenta con 3 plantas: dos destinadas a la producción de extractos vegetales y una a la de omega-3 (que esperamos comience a comercializar sus productos durante el 4T24). La capacidad productiva total actual es de EUR 140Mn (potencial de EUR 200Mn incl. el proyecto Sustainext).

NAT ha demostrado su capacidad de crecer a doble dígito en ingresos (+14,7% TACC 2020-2023) durante los últimos años. El aumento de capacidad y la diversificación de la oferta de productos ha sido el principal foco de la inversión (la planta de Hervás finalizó su construcción en 2021), en 2022 NAT compró Inoreal (compañía con un portfolio de ingredientes naturales de alta calidad; Ingresos proforma 2022: EUR 1,4Mn) por EUR 11,4Mn. Todo ello, sumado a la fusión inversa con IFFE Futura en 2023 que aportó una planta de Omega-3 e hizo posible su salto al mercado (BME Growth).

El fuerte período de inversión ha tenido un doble efecto: i) presión en la parte baja del P&L, derivada de los gastos no recurrentes de las adquisiciones y la amortización (Mg. EBIT 2023 11,2% vs 31,1% en 2020), y ii) un aumento (lógico) del nivel de Deuda Neta (EUR 59,3Mn en 2023 vs EUR 19,2Mn en 2019). Pese a ello, a nivel operativo, el crecimiento en Ingresos (+14,7% TACC 2020-2023) se ha traducido en uno similar en EBITDA rec. (+12,1% TACC 2020-2023).

En definitiva, reflexionamos sobre cuestiones clave acerca del futuro de NAT. ¿Cuál es la capacidad de crecimiento orgánico en los próximos años? ¿Cómo afectará al mix de ingresos? ¿Y en términos de rentabilidad? ¿Y cuál será el nivel de inversión y financiación necesario?

La expansión internacional, la captación de nuevos clientes y el Omega-3 son los principales drivers de crecimiento de NAT (Ingresos: +34,7% TACC 2023-2026e)...

NAT es una compañía bien diversificada, tanto a nivel geográfico (c.91% de los ingresos 2023 se realizaron fuera de España) como sectorial. La inversión previa realizada debería cristalizar en crecimiento los próximos ejercicios. Nuestro escenario central para 2024e-2026e apunta a un fuerte crecimiento en ingresos hasta los EUR 65,2Mn en 2026e (+34,7% TACC 2023-2026e; puramente orgánico). Por líneas de negocio:

- **Extractos vegetales.** Esta línea seguirá siendo la principal fuente de ingresos de NAT. Esperamos que crezca hasta los EUR 36,1Mn en 2024e (+58% vs 2023). La posición de referencia de NAT en extractos naturales se ha ratificado con la autorización de la EMA/FDA (autoridades médicas en Europa y EE.UU., respectivamente) para la comercialización de un medicamento de una compañía farmacéutica estadounidense a partir de un extracto del olivo único que produce NAT. La mayor penetración en la industria farmacéutica durante los próximos ejercicios servirá de catalizador del crecimiento en ingresos.

Los extractos naturales se producen entre las plantas de Córdoba (extracto de olivo) y Hervás (resto de extractos). Nuestras estimaciones de crecimiento para esta línea se basan en 3 razones: (i) la obtención de la certificación GMP (Good Manufacturing Practices, necesaria para fabricar medicamentos) para la fabricación de APIS (principios activos de los medicamentos), (ii) el crecimiento en nuevos países (por ejemplo, con los productos de alimentación animal y orgánicos), con el objetivo de expandir la base de clientes en mercados de alto potencial como Estados Unidos, Reino Unido, Brasil, Japón... y (iii) el crecimiento en clientes ya existentes.

¿Y a más largo plazo? Prevemos un aumento significativo de los ingresos por extractos naturales a partir de 2028e gracias a la finalización del proyecto europeo Sustainext. Destinado a financiar la mejora de las técnicas y la construcción de la nueva planta en Hervás (EUR 70Mn de capacidad productiva adicional). Es decir, esperamos que NAT crezca hasta los EUR 49,6Mn en 2026e en extractos vegetales (+29,4% TACC 2023-2026e; c.67% sobre capacidad máx. sin Sustainext).

Gráfico 15. Crecimiento en Ingresos Consolidados (2020-2023)

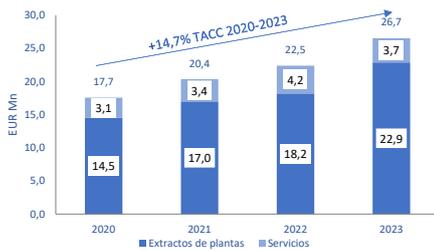


Gráfico 16. EBIT vs Mg. EBIT (2020-2023)

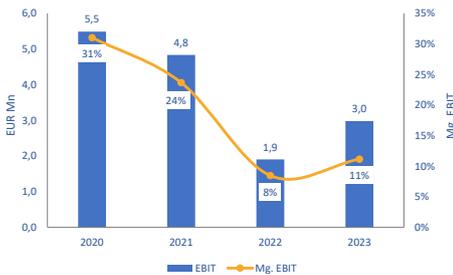
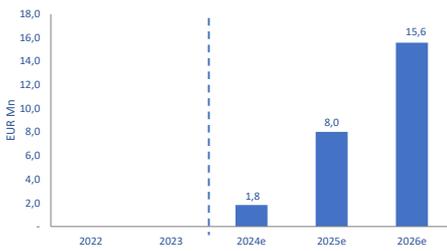


Gráfico 17. Ingresos por extractos vegetales (2022-2026e)



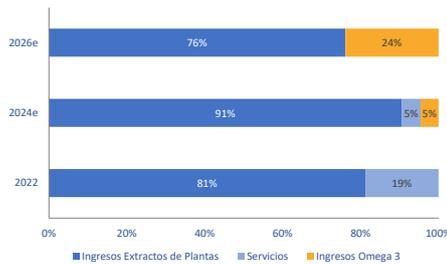
Gráfico 18. Ingresos Omega-3 (2020-2026e)


- **Omega-3.** El aceite de Omega-3 es la nueva línea de negocio resultado de la fusión inversa con IFFE Futura que esperamos comience a materializar su potencial a partir de 2025e. La naturaleza del producto hace que sea una línea que complementa la oferta de extractos naturales.

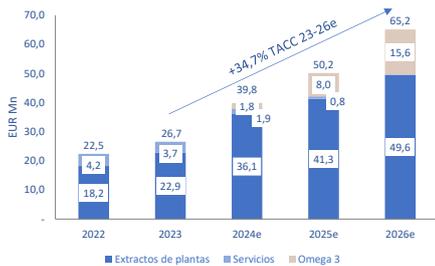
Lo que invita a pensar que el crecimiento de esta línea de negocio vendrá explicado por: (i) la capacidad de aprovechar la red comercial (vía cross-selling) ya establecida en extractos naturales que busquen integrar Omega-3 en su catálogo de productos y (ii) la captación de nuevos clientes con foco en Omega-3. Estimamos que la planta de Omega-3 localizada en As Somozas (A Coruña) disponga de una capacidad productiva de EUR 40Mn (capacidad ampliable hasta EUR 60Mn).

Para 2024e, proyectamos unos ingresos de (únicamente) EUR 1,8Mn, que debieran acelerarse durante los siguientes años hasta EUR 8,0Mn en 2025e y EUR 15,6Mn en 2026e.

- **Servicios a empresas:** Los ingresos de esta línea dependen del proyecto Sustainext. Por lo que esperamos que vaya reduciendo su peso en los ingresos consolidados según se vaya acercando el final del proyecto, hasta tener un valor residual.

Gráfico 19. Mix de Ingresos (2022-2026e)


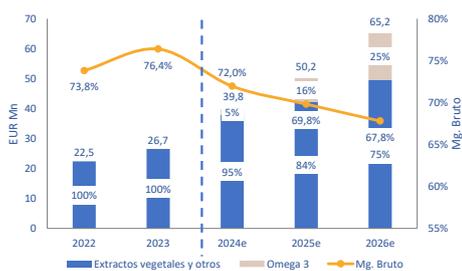
Dentro del mix de negocio, la línea de actividad de extractos vegetales, por la entrada en producción de la fábrica de Omega 3, pasa a representar el 91% de los ingresos en 2024e al 76% en 2026e. Compensado por el aumento del peso en el mix de negocio de Omega-3 que debería representar el 5% en 2024e y hasta el 24% en 2026e.

Gráfico 20. Ingresos Consolidados (2022-2026e)


En definitiva, estimamos una fuerte aceleración del crecimiento en la parte alta del P&L hasta alcanzar unos ingresos de EUR 39,8Mn en 2024e (+49,3% vs 2023) y EUR 65,2Mn en 2026e (+34,7% TACC 23-26e) cuyo principal driver es la mayor penetración en el mercado de su oferta de productos. Aumentando la utilización de su capacidad productiva (pilar del equity story).

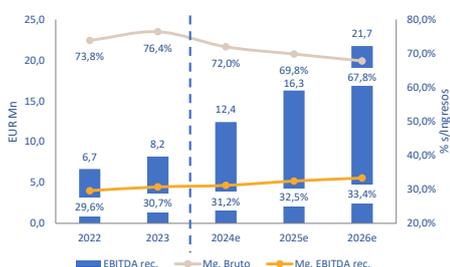
... y el fuerte apalancamiento operativo (mayor utilización de las plantas) empujará el EBITDA Rec. hasta EUR 21,7Mn en 2026e (+38,4% TACC 2023-2026e)

La entrada del Omega-3 reducirá el nivel de margen bruto actual (>75% en 2023) hasta el 67,8% en 2026e (vs 69,8% en 2025e) según vaya aumentando su peso en el mix (24% en 2026e vs 5% en 2024e). Para el negocio de Omega-3, estimamos un margen bruto de c.40% en 2024e (primer año de comercialización), que mejoraría hasta c.50% para 2025e y 2026e, por una mayor utilización de la planta y una mejora en las condiciones con los proveedores.

Gráfico 21. Ingresos vs Mg. Bruto (2022-2026e)


Esperamos que el margen bruto en la línea de extractos vegetales se mantenga en niveles de c.74% para todo el periodo proyectado. Más allá de 2026e, no obstante, el aumento del volumen de negocio del sector farmacéutico (de mayor margen) mitigará el efecto del Omega-3 y permita recuperar niveles de margen bruto consolidado >72%.

Por debajo de la línea de margen bruto, la mejora de la utilización de las plantas conllevará un cierto apalancamiento operativo (personal y otros costes de explotación), explicado esencialmente por la dilución de los costes de personal (26% s/Ingresos 2023) que esperamos se reduzca c. -10p.p. hasta c.15% s/Ingresos en 2026e. Principalmente por la obtención de economías de escala que permitirán desarrollar las plantas de última tecnología, que requerirán menos personal para alcanzar su máximo rendimiento. Los otros costes de explotación, de carácter más variable, crecerán para adecuarse al mayor volumen de producción.

Gráfico 22. EBITDA rec. vs Mg. EBITDA vs Mg. Bruto (2022-2026e)


El incremento de los costes de estructura hasta los EUR 22,5Mn en 2026e (+22,6% TACC 2023-2026e) se mantendrá por debajo del crecimiento de ingresos (+34,7% TACC 2023-2026e). Lo que conllevará una fuerte mejora en EBITDA Recurrente hasta los EUR 21,7Mn en 2026e (vs EUR 8,2Mn 2023). Una mejora que ya debería ser visible en 2024e con un EBITDA rec. de EUR 12,4Mn (+51,5% vs 2023; Mg. EBITDA 2024e 31,2%; +0,5p.p. vs 2023).

La actividad de NAT es susceptible de recibir subvenciones, nuestro escenario central incluye un ingreso anual contable de EUR 1,8Mn entre EBITDA rec. y EBITDA. En 2023 se ha registrado una entrada de caja por importe EUR 8Mn derivada del proyecto Sustainext y otras subvenciones. Estimamos dos entradas de caja adicionales por importe de EUR 3Mn en 2025e y EUR 3Mn en 2026e.

Gráfico 24. EBIT vs Mg. EBIT (2022-2026e)

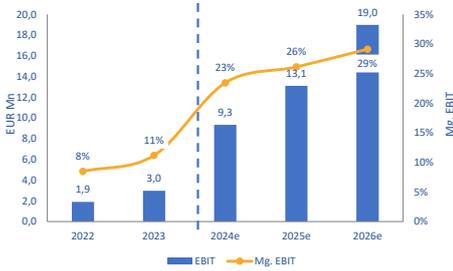


Gráfico 25. EBIT vs BN (2022-2026e)



Gráfico 26. EBITDA rec vs FCF rec. (2022-2026e)

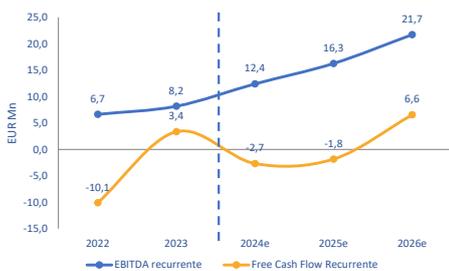


Gráfico 27. DN vs DN vs DN/EBITDA (2022-2026e)

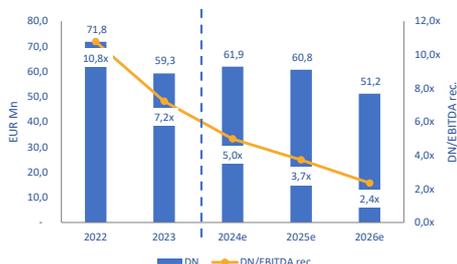
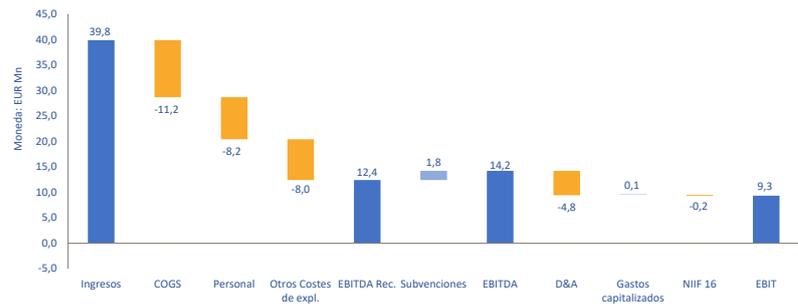


Gráfico 23. De ingresos a EBIT 2024e



Lo que elevará el beneficio neto hasta EUR 12,2Mn en 2026e (vs EUR 6,4Mn en 2023)

Por debajo de EBITDA destacamos: (i) un gasto anual de amortización de EUR 5Mn (vs 4,5Mn en 2023) mitigado en parte por las subvenciones de capital (c.25% del Ingreso total por subvenciones); no estimamos capitalizaciones de gastos, (ii) un gasto financiero de EUR 4Mn para 2024e y EUR 3,5Mn en 2025e. En 2026e, la reducción del endeudamiento por la generación de caja (DN 2026e: EUR 51,2Mn; DN/EBITDA Rec. 2,4x vs 7,2x en 2023) reducirá el gasto financiero hasta c.EUR 3Mn. Estimamos un tipo de interés medio del 6% (<5% en 2026e). Tasa fiscal del 25% hasta 2026e.

Lo que se debería traducir en un Beneficio Neto 2024e de EUR 4,1Mn. Si ponemos la vista en 2026e, el fuerte crecimiento en ingresos, junto a la expansión esperada en EBITDA, llevarían el Beneficio Neto hasta niveles de EUR 12,2Mn. No estimamos reparto de dividendos. El foco del negocio está en la optimización de las plantas y en la reducción de la deuda.

La inversión en la planta de Hervás y el circulante marcarán la generación de Free Cash Flow (positiva desde 2025e)...

El ratio de circulante se situó en el 84% s/ingresos en 2023 por el elevado nivel de existencias (común a todo el sector, por el tiempo transcurrido desde el aprovisionamiento hasta la entrega final del producto, normalmente, vía marítima) que ascendía a EUR 15,7Mn. Se ha duplicado el ratio de existencias/ventas -4y (58,7% en 2023 vs 25,2% en 2020), para satisfacer las necesidades derivadas del aumento de la producción a partir de 2024e, y por los efectos de una inflación creciente y las tensiones geopolíticas.

Hasta 2026e, esperamos un descenso del ratio de Capital Circulante/Ventas por una mejora en el periodo medio de cobro y en el periodo de inventarios, consecuencia del aumento de la producción (ratio medio del c. 65% para 2024e-2026e). Aunque seguirá marcado por las elevadas necesidades de circulante del negocio.

Nuestras estimaciones recogen un CAPEX de mantenimiento de EUR 1,2Mn anual (EUR 2,0Mn en 2026e). Además, en 2024e y 2025e estimamos un CAPEX no recurrente de EUR 9,0Mn (EUR 3,0Mn en 2024e y EUR 6,0Mn en 2025e) para mejorar la productividad de las plantas y el proyecto de Hervás. No estimamos entradas adicionales de caja por nuevas subvenciones para el período proyectado (además de las proyectadas para 2025e y 2026e).

Lo que nos lleva a estimar de caja positiva en 2025e (empujada por la entrada de EUR 3Mn pendientes de subvenciones). La inercia del crecimiento en EBITDA rec. debería traducirse en la generación de FCF Rec. positivo de EUR 6,5Mn en 2026e (FCF yield 26e c.2,4%; Gráfico 26).

... pero el crecimiento en EBITDA reducirá significativamente el endeudamiento (DN/EBITDA Rec. 2026e: 2,4x vs 7,2x en 2023)

La deuda neta se situó en EUR 59,3Mn en 2023 (incluyendo EUR 9,9Mn de bonos convertibles con Inveready) fruto de las inversiones realizadas y las necesidades de circulante desde 2020. Además, el nivel de apalancamiento financiero se ha situado en máximos históricos, consecuencia de la fusión inversa con IFFE Futura (DN/EBTIDA rec. 2023: 7,2x).

Pese a que no esperamos generación FCF rec. positivo hasta 2026e, esperamos que el apalancamiento financiero se vaya reduciendo gracias al crecimiento en EBITDA (DN/EBITDA 2025e: 3,7x), que se agudizaría en 2026e con la generación de caja, situando la deuda neta en EUR 51,2Mn en 2026e (DN/EBITDA Rec. 2026e 2,4x). Nuestros números no reflejan posibles operaciones corporativas (que puedan suponer una aceleración del crecimiento adicional) ni las entradas de caja adicionales por nuevas subvenciones que podrían afectar al nivel de deuda neta.

Una compañía “nueva” con una aspiración racional a altos crecimientos y mejora de márgenes. Y a hacerse un hueco en el mercado global de ingredientes naturales.

La foto de NAT “hoy” es la de una empresa de ingredientes naturales (con un modelo de negocio objetiva/realmente sostenible) que ha ampliado su oferta con productos complementarios y que dispone de una capacidad productiva latente muy elevada. Es decir, el proyecto de NAT estaría posicionado (en fase de arranque) para lograr un fuerte salto tanto en ingresos como en EBITDA Recurrente durante los próximos tres años.

Todo ello, en una industria que goza de vientos de cola: (i) el progresivo envejecimiento de la población (mayor uso de complementos alimenticios), (ii) una mayor preocupación por el cuidado de la salud y (iii) aumento en las aplicaciones de los ingredientes. Nuestras proyecciones financieras (2024e - 2026e) e idea de la compañía se pueden resumir en:

- **Incrementar la utilización de sus plantas (Capacidad actual: EUR 140Mn; Capacidad latente: EUR 200Mn)...** Nuestro escenario central apunta a un crecimiento en ingresos hasta EUR 65,2Mn en 2026e (+34,7% TACC 2023-2026e). Esperamos que el Omega-3 llegue a suponer el 24% s/Ingresos 2026e (0% en 2023). Los principales factores que marcarán el ritmo del crecimiento en ingresos serán: (i) apertura de nuevos mercados con el objetivo de intensificar su presencia internacional (captación de nuevos clientes), (ii) mayor peso de la industria farmacéutica en el mix (contrato con cliente farma americano y aprobación de GMP de fabricar APIs de mayor precio), y (iii) venta cruzada (cross selling) de nuevos productos complementarios (omega-3).
- **... que debería traducirse en un salto en EBITDA Recurrente hasta EUR 12,4Mn y EUR 21,7Mn en 2024e y 2026e, respectivamente.** El apalancamiento operativo será el principal catalizador de la mejora en los niveles de rentabilidad. Pese a la reducción del margen bruto (por el mayor peso del Omega-3 en el mix de ingresos), el aumento en la utilización de las plantas (menor gasto de personal relativo) implicará una mejora en el Mg. EBITDA rec. hasta el 33,4% en 2026e (+2,7p.p. vs 2023).
- **FCF negativo, provocado por las necesidades de CAPEX y circulante.** La gestión del capital circulante es crucial en una industria donde el periodo de conversión de caja está muy marcado por los días de inventario (y eleva las necesidades de circulante). El crecimiento en EBITDA Recurrente y las menores necesidades de CAPEX (para la construcción de la nueva planta de Hervás) serán clave para la generación de caja.
- **Un nivel de endeudamiento bajo control:** La fuerte inversión realizada -4y ha tenido su reflejo en la Deuda Neta de 2023 (EUR 59,3Mn; DN/EBITDA rec. 7,2x). No obstante, la generación de caja a partir de 2026e y, sobre todo, el crecimiento en EBITDA permitirá devolver el endeudamiento niveles razonables (DN/EBITDA rec. 2026e 2,4x). Reforzando la estructura de capital de NAT. Lo que dejaría abierta la opción de volver a crecer inorgánicamente (a largo plazo).

En definitiva, la salida a BME Growth de NAT no obedece a unas necesidades adicionales de financiación. Sino a la oportunidad de complementar su oferta de productos (Omega-3) y expandir su capacidad productiva. En un modelo de negocio bien diversificado tanto a nivel geográfico como sectorial, lo que implica un menor riesgo de negocio y que, además, disfruta de una alta rentabilidad (Mg. EBITDA rec.>30%). Todo ello, con una vocación cada vez mayor hacia sectores anticíclicos como el farmacéutico (de mayores márgenes).

Aunque quizá lo más importante sea el “punto de partida” en el que se encuentra el proyecto. Toda la infraestructura está ya finalizada. NAT ha sentado las bases para cristalizar la oportunidad derivada de un fuerte período de inversión ya concluido, y que debiera ser visible desde 2024e (Ingresos y EBITDA rec.: +49,3% y +51,5% vs 2023, respectivamente). El momento actual del negocio nos recuerda al proverbio francés “Il faut battre le fer tant qu'il est chaud” (el momento oportuno es ahora). El gran pilar del equity story, *a priori* simple, es aumentar la utilización de la capacidad productiva instalada. El resto de derivadas (mejora de márgenes, generación de caja) son consecuencias matemáticas del mismo.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	0,4	3,8	11,7	n.a.			
Market Cap	273,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	59,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta			5,8%	6,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,8%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,6%	5,0%	
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,2	
Coste del Equity	9,9%	Ke = Rf + (R * B)			8,8%	11,1%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	82,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	17,8%	D			=	=	
WACC	9,0%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,1%	10,0%	
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%	

(1) El valor perpetuo calculado a partir del último FCF estimado no reflejaría las expectativas de crecimiento (positivas/negativas) de la compañía a fecha de emisión de este informe.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 24e	BPA 24e-26e	EV/EBITDA 24e	EBITDA 24e-26e	EV/Vtas. 24e	Ingresos 24e-26e	EBITDA/Vtas. 24e	FCF Yield 24e	FCF 24e-26e
Inter. Flavors & Fragrances	IFF-US	22.855,5	24,4	10,9%	16,6	5,6%	3,1	1,6%	19,0%	2,5%	29,6%
Symrise	SY1-DE	15.906,1	34,3	13,7%	17,7	8,2%	3,6	6,3%	20,4%	2,8%	10,0%
Givaudan	GIVN-CH	41.579,3	37,6	7,5%	26,2	5,6%	6,1	4,7%	23,3%	2,7%	5,8%
Extractos de plantas			32,1	10,7%	20,2	6,5%	4,3	4,2%	20,9%	2,7%	15,1%
BASF	BAS-DE	39.512,9	12,4	16,2%	7,1	10,5%	0,9	4,1%	12,2%	2,3%	95,8%
KERRY	KRZ-IE	13.245,3	16,8	11,8%	11,9	9,0%	1,9	4,8%	15,5%	4,9%	11,6%
Archer Daniels	ADM-US	28.859,0	11,5	1,7%	7,8	0,8%	0,4	2,2%	5,4%	9,2%	-7,1%
Omega-3			13,6	9,9%	8,9	6,7%	1,0	3,7%	11,0%	5,5%	33,5%
NAT	NAT-ES	273,9	65,8	71,4%	27,3	28,7%	8,5	27,9%	35,7%	n.a.	n.a.

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	35,7%	17,9	19,0x
Central	32,5%	16,3	20,8x
Min	29,3%	14,7	23,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e				Escenario			FCF Rec./Yield 25e		
EBITDA 25e	12,9%	14,3%	15,7%		Max	0,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
17,9	0,5	(0,2)	(0,9)	➔	Central	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
16,3	(1,1)	(1,8)	(2,5)		Min	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
14,7	(2,7)	(3,4)	(4,1)							

¿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. Disrupción de la cadena de suministro.** La materia prima utilizada en la producción del aceite Omega-3 procedente, esencialmente, de recursos pesqueros para NAT. Por lo que su oferta depende, en gran medida, del comportamiento de las temporadas de pesca. Las políticas pesqueras restrictivas podrían incrementar su coste y afectar al propio proceso productivo. La industria no suele tardar más de un año en trasladar los incrementos de precio, no obstante, este proceso podría llegar a suponer caídas temporales en el margen.
- 2. Competencia y riesgo comercial.** En la actualidad, los ingredientes naturales gozan de buenas perspectivas de crecimiento. Pese a las altas barreras de entrada por la inversión en I+D, los niveles de rentabilidad pueden servir como llamada de atención para la entrada en el mercado de nuevas compañías. Lo que produciría un incremento de la oferta, aumentando la competencia y presionando el precio de los extractos.
- 3. Ralentización en la comercialización del Omega-3:** El proyecto (construcción de la planta en As Somozas – A Coruña) aún se encuentra en una fase temprana de desarrollo. Una penetración inferior o ralentización en la comercialización del Omega-3 podría afectar a nuestras estimaciones. En concreto, si en 2025e los ingresos por esta línea ascendieran a EUR 6Mn (vs EUR 8Mn según nuestro escenario central), reducirían un -5% el EBITDA rec. estimado (EUR 15,5Mn vs EUR 16,3Mn).
- 4. Alta concentración de clientes y proveedores.** Aunque la compañía aumenta cada año la diversificación (y el número) de la cartera de clientes, en 2023 20 clientes concentraron cerca del 68% de los ingresos (vs >80% en 2020). Por la parte de proveedores, c.83% de las compras recae sobre los 10 principales, que en su mayoría aportan materia prima, exponiendo a NAT tanto a un cierto riesgo comercial (presión de márgenes) como a potenciales problemas en el proceso productivo. Una reducción del margen bruto de -3p.p. en 2024e supondría una caída del -9,5% de nuestra estimación de EBITDA rec. para 2024e.
- 5. Riesgos relativos a la normativa, legales y obtención de autorizaciones para la comercialización de nuevos productos.** En ciertas industrias (alimentaria, farmacéutica), los productos deben ser aprobados por entes reguladores públicos (EMA, FDA) antes de su puesta en venta. Un retraso o cancelación en el lanzamiento de nuevos productos podría suponer una contracción en el ritmo de crecimiento estimado para el período.
- 6. Riesgos vinculados a la calidad y competencia.** El producto comercializado por la nueva fábrica de Omega-3 espera diferenciarse gracias a unas características de muy alto nivel organoléptico y de estabilidad oxidativa. Además, la creciente demanda de Omega-3 ha propiciado la aparición de aceites no listados en China, pudiendo deteriorar la imagen de estos productos y la confianza del consumidor (muy ligada a los resultados de estudios sobre sus aplicaciones).
- 7. Endeudamiento y tipo de interés:** Estimamos que el nivel de deuda se mantenga en niveles similares c. EUR 60Mn hasta 2026e (comienzo de generación de caja DN 2026e: EUR 51,2Mn). Nuestro escenario central es el de una reducción paulatina del coste de la deuda por debajo del 5% en 2026e. Si el coste de la deuda se mantuviese en niveles del 6% en 2025e, supondría un aumento de c.+13% del gasto financiero estimado hasta EUR 4,3Mn, reduciendo el Beneficio Neto 2025e en c. -7%.
- 8. Necesidades adicionales de inversión.** La construcción de la nueva planta de Hervás, y la finalización de As Somozas son las principales prioridades de NAT. La necesidad de mejora en instalaciones y de poner en marcha las medidas necesarias para cumplir con los más altos estándares de calidad podría suponer inversión adicional en CAPEX en el medio plazo, además de cualquier imprevisto o retraso en la construcción de las plantas, hoy no visible en nuestros números. Estimamos un CAPEX de c.10% s/Ingresos para 2024e que, eventos excepcionales o mejoras en busca de una mayor eficiencia en la producción, supondrían unas necesidades adicionales de inversión.

9. **Subvenciones:** Parte de la inversión llevada a cabo por NAT está subvencionada, lo que minora el consumo de caja necesario. En caso de paralizarse las subvenciones o no obtener adicionales podría reducir el importe destinado a la mejora operativa de las plantas y una ralentización en nuestras expectativas de crecimiento (y mejora de rentabilidad).
10. **Riesgo de M&A.** La actividad corporativa en estas industrias, junto al interés por pequeños actores con capacidad de crecimiento, y las dinámicas específicas del sector, pueden conllevar un aumento en la competencia en los procesos de compra y sobrecostes en el precio de las adquisiciones.

Un Consejo con más del 75% del capital, y la gestión en manos de los fundadores de NAT

Tabla 3. Consejo de Administración

Miembro del Consejo	Categoría	Cargo	Fecha primer nombramiento	% Capital
Antonio Delgado	Dominical	Presidente	2023	29,4%
José Carlos Quintela	Dominical	Consejero	2023	29,4%
José María Echarrí	Dominical	Consejero	2023	11,8%
Roger Piqué	Dominical	Consejero	2022	0,0%
Sergio Pérez	Dominical	Consejero	2024	6,0%
Juan Antonio Alcaraz	Independiente	Consejero	2023	0,0%
Manuel Urribarri	Independiente	Consejero	2023	0,0%
% total				76,6%

Nota 1: Antonio Delgado se encuentra en representación de Aldabi Inversiones.

Nota 2: José Carlos Quintela se encuentra en representación de Idoasis 2002.

Nota 3: José María Echarrí y Roger Piqué se encuentran en representación de Inveready Asset Management.

Nota 4: Sergio Pérez se encuentran en representación de Onchena.

Nota 5: Manuel Urribarri se encuentra en representación de Olivri.

A raíz de la fusión inversa con IFFE Futura (noviembre 2023) se produce una renovación en el Consejo de Administración de la compañía. A fecha de este informe, el Consejo de NAT está compuesto por 7 miembros, de los que 5 son dominicales (71,4%) y 2 independientes (28,6%). El capital de NAT se encuentra esencialmente en manos de los fundadores de NAT (58,8% s/capital). Los aspectos esenciales del Gobierno Corporativo de NAT son:

- Un Consejo de Administración totalmente alineado con el interés de los minoritarios** Un Consejo controlado por los fundadores de Natac Group que pasan a convertirse en accionistas de referencia de NAT tras la fusión inversa con IFFE Futura. La participación conjunta de todos los miembros del Consejo de Administración asciende al 76,6% del capital, lo que implica una alta exposición del Consejo al precio de la acción. Desde la conformación del Consejo de Administración en 2023 (originalmente con 7 miembros) se ha producido la renuncia/salida de DCM Asesores Dirección y Consultoría de Mercados (representada por David Carro, anterior accionista de referencia en IFFE Futura) en abril de 2024 y la entrada de Sergio Pérez (en representación de Onchena) sin alterar la composición de dominicales/independientes.
- Sin consejeros ejecutivos puros (es decir, sin participación accionarial directa o indirecta).** De los cinco consejeros dominicales del Consejo de Administración (dos de ellos ostentan funciones ejecutivas, Antonio Delgado, CEO y José Carlos Quintela, CSO (Chief Scientific Officer)). La duración del cargo de consejero está limitada por los estatutos a un plazo de 6 años renovables por periodos de igual duración sin límite de mandatos.

Tabla 4. Principales Indicadores de Gobierno Corporativo

KPI	2023
% de consejeros independientes	28,6%
% de consejeros dominicales	71,4%
% de consejeros ejecutivos*	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%
% de mujeres en la plantilla	32,9%
Remuneración del Consejo + Alta Dirección/gastos de personal	12,2%
Numero de casos de corrupción confirmados	0

*Nota: Adicionalmente a su condición de consejeros dominicales, Antonio Delgado y José Carlos Quintera desempeñan funciones ejecutivas al ostentar la posición de CEO y CSO (Chief Scientific Officer).

- Remuneración del Consejo de Administración y la Alta Dirección.** En 2023, los actuales miembros del Consejo de Administración no han percibido remuneración alguna (EUR 110Miles por remuneraciones a anteriores cargos del Consejo de Administración). La remuneración de la Alta Dirección (dónde se encuentran 2 miembros del Consejo de Administración) ascendió a EUR 0,85Mn (c. 12% s/gastos de personal 2023).

Adicionalmente, en marzo de 2024 se ha aprobado un Plan de Incentivos para consejeros, directivos y empleados estratégicos. Válido hasta 2027, el máximo total asciende a EUR 4,32Mn y se desembolsará un 40% en acciones y un 60% en efectivo. No existen compromisos por complementos a pensiones, avales o garantías concedidas a favor del Consejo de Administración.

- Aún sin política explícita de diversidad.** Ninguna mujer ostenta el cargo de consejera (Gemma García es miembro del Consejo de Administración en calidad de Vicesecretaria no Consejera y CFO), frente a la recomendación del Código de Buen Gobierno (CNMV) que establece el objetivo en el 40%. En la cúpula directiva sí que hay presencia de mujeres (50% de la Alta Dirección) y en el Comité de Compliance (compuesto al 100% por mujeres).

Tabla 5. Comisión de Auditoría

Miembro de la Comisión	Categoría	Cargo
Manuel Uríbarri	Independiente	Presidente
Juan Antonio Alcaraz	Independiente	Vocal
José María Echarri	Dominical	Vocal

- 5. Independencia en las comisiones.** Se mantiene la independencia de su Comisión de Auditoría, Control y Cumplimiento con el 66% de sus integrantes independientes. Presidida por Olivri (representada por Manuel Uríbarri, consejero independiente), Juan Alcaraz García e Inveready (representada por José María Echarri Torres). NAT no tiene una Comisión de Nombramientos y Retribuciones.
- 6. Sin compromiso de remuneración al accionista.** A nuestro juicio, el foco de NAT está en la consolidación del crecimiento orgánico del negocio. La atención (a corto y medio plazo) está, por tanto, en de acelerar y rentabilizar el crecimiento del negocio (especialmente de la línea de Omega-3). En ese contexto esperamos un pay-out del 0% para, al menos, los próximos 2 años.
- 7. Saldos y transacciones con partes vinculadas.** Los principales destinatarios Idoasis, Aldabi, Bionam Biotech, Thot Tecnologías de la Información y la Comunicación, Agrupaciones de Interés Económico, Inveready y Rural Innovation Hub de la Vera, compañías que mantienen una participación inferior al 50% en NAT o viceversa. En concreto, destacamos:
- Transacciones con partes vinculadas:** En 2023, NAT ha ingresado EUR 3,7Mn (13,9% s/Ingresos 2023) por prestación de servicios, principalmente a Thot (Agrupaciones de Interés Económico para el desarrollo de proyectos de I+D relacionados con Sustainext, proyecto de ampliación de la fábrica de Hervás). En 2022, parte de estos ingresos se facturaban a IFFE Biotech, filial de IFFE Futura (donde NAT mantenía una participación del 25%, previa a la fusión inversa con IFFE Futura en 2023).
 - Saldos mantenidos con partes vinculadas.** Los principales pasivos corresponden esencialmente a Inveready (EUR 9,9Mn en 2023 s/ un saldo total de 10,4Mn con partes vinculadas). La conversión total de esta línea de financiación (30Mn de acciones) supondría una dilución potencial adicional del 6,5%. Los créditos con empresas vinculadas son acuerdos de colaboración para el desarrollo de proyectos de I+D con, Thot, Bionam Biotech y Agrupaciones de Interés Económico, a través de préstamos participativos (vencimiento a 5 años) por importe de EUR 6,6Mn.

Anexo 1. Proyecciones financieras

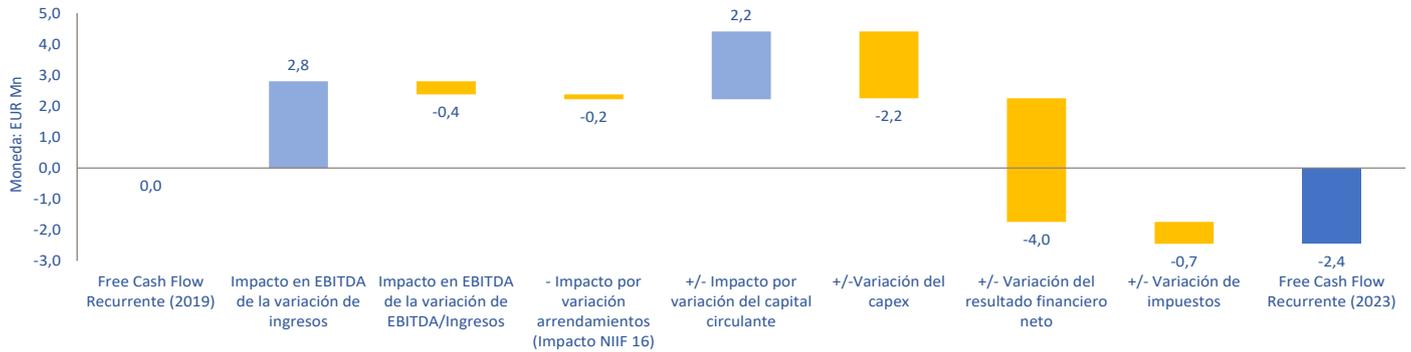
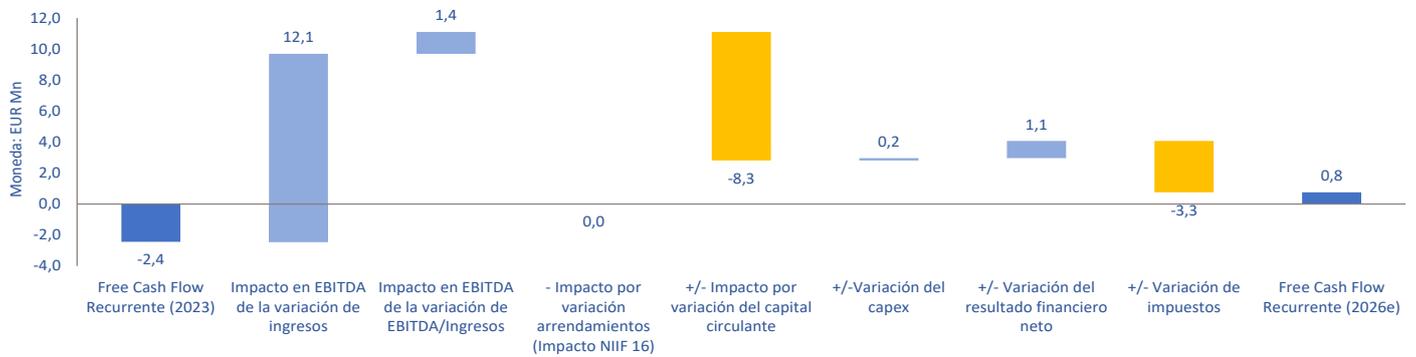
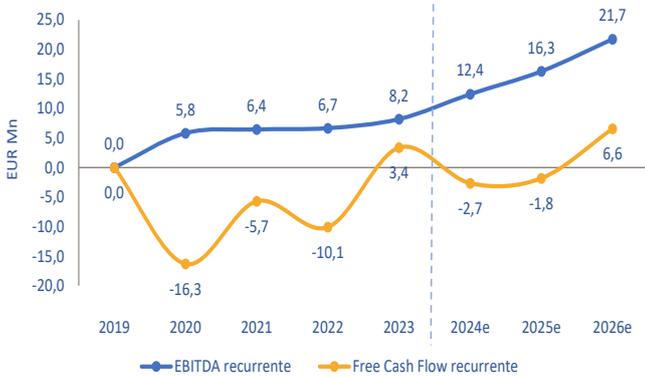
Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	-	4,7	3,2	9,9	9,9	10,0	10,0	10,1		
Inmovilizado material	-	14,9	15,0	15,8	26,0	25,4	24,7	19,2		
Otros activos no corrientes	-	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7		
Inmovilizado financiero	-	0,3	2,5	8,0	12,3	12,3	12,3	12,3		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	4,0	48,7	48,7	48,7	48,7		
Activo circulante	-	15,0	21,3	31,8	28,9	36,8	43,7	52,7		
Total activo	-	35,9	42,8	70,2	126,5	133,9	140,1	143,8		
Patrimonio neto	-	5,2	8,5	(16,9)	41,4	45,6	52,9	65,2		
Minoritarios	-	0,2	0,3	0,7	2,5	2,4	2,2	2,1		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	5,3	5,8	7,1	16,5	14,7	12,9	11,1		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3		
Deuda financiera neta	-	19,2	24,0	71,8	59,3	61,9	60,8	51,2		
Pasivo circulante	-	6,0	4,2	7,1	6,4	9,0	11,0	13,9		
Total pasivo	-	35,9	42,8	70,2	126,5	133,9	140,1	143,8		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	-	17,7	20,4	22,5	26,7	39,8	50,2	65,2	<i>n.a.</i>	34,7%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	15,5%	10,2%	18,7%	49,3%	26,0%	29,9%		
Coste de ventas	-	(5,1)	(5,1)	(5,9)	(6,3)	(11,2)	(15,1)	(21,0)		
Margen Bruto	-	12,6	15,3	16,6	20,4	28,7	35,0	44,2	<i>n.a.</i>	29,4%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	71,1%	75,1%	73,8%	76,4%	72,0%	69,8%	67,8%		
Gastos de personal	-	(3,1)	(4,2)	(5,6)	(7,0)	(8,2)	(8,8)	(9,8)		
Otros costes de explotación	-	(3,7)	(4,7)	(4,3)	(5,2)	(8,0)	(9,9)	(12,7)		
EBITDA recurrente	-	5,8	6,4	6,7	8,2	12,4	16,3	21,7	<i>n.a.</i>	38,4%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	10,7%	3,4%	23,1%	51,5%	31,2%	33,5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	32,9%	31,6%	29,6%	30,7%	31,2%	32,5%	33,4%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	1,4	0,9	(1,5)	(1,1)	1,8	1,8	1,8		
EBITDA	-	7,3	7,4	5,2	7,1	14,2	18,1	23,5	<i>n.a.</i>	48,9%
Depreciación y provisiones	-	(1,8)	(2,5)	(3,2)	(4,1)	(4,8)	(4,9)	(4,5)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	0,1	0,1	0,1	0,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT	-	5,5	4,8	1,9	3,0	9,3	13,1	19,0	<i>n.a.</i>	85,4%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-11,9%	-60,6%	56,4%	213,2%	40,4%	44,8%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	31,1%	23,7%	8,5%	11,2%	23,4%	26,1%	29,1%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	-	(0,6)	(0,0)	0,4	(4,1)	(4,0)	(3,5)	(2,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	-	4,8	4,8	2,3	(1,1)	5,3	9,6	16,1	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-0,9%	-53,0%	-148,9%	579,1%	82,3%	67,0%		
Extraordinarios	-	-	-	(0,0)	9,6	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	-	4,8	4,8	2,3	8,5	5,3	9,6	16,1	<i>n.a.</i>	24,0%
Impuestos	-	(1,4)	(1,3)	(1,2)	(2,2)	(1,3)	(2,4)	(4,0)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	28,2%	26,8%	53,4%	25,9%	25,0%	25,0%	25,0%		
Minoritarios	-	(0,2)	(0,1)	(0,1)	0,2	0,2	0,2	0,2		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	-	3,3	3,4	1,0	6,4	4,1	7,4	12,2	<i>n.a.</i>	24,0%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	3,2%	-72,0%	569,8%	-35,8%	79,3%	65,6%		
Beneficio ordinario neto	-	2,3	2,7	2,5	0,1	2,8	6,0	10,9	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	19,7%	-7,3%	-95,4%	<i>n.a.</i>	117,9%	80,3%		
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente						12,4	16,3	21,7	<i>n.a.</i>	38,4%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						(5,4)	(4,9)	(6,1)		
Cash Flow operativo recurrente						6,9	11,3	15,5	<i>n.a.</i>	14,8%
CAPEX						(4,2)	(7,2)	(2,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(4,0)	(3,5)	(2,9)		
Impuestos						(1,3)	(2,4)	(4,0)		
Free Cash Flow Recurrente						(2,7)	(1,8)	6,6	<i>n.a.</i>	24,9%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	3,0	3,0		
Free Cash Flow						(2,7)	1,2	9,6	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						2,7	(1,2)	(9,6)		

* Los años 2020 y 2021 hacen referencia a las CCAA Consolidadas del Grupo NATAC (pre-fusión con IFFE Futura). Las cifras de los años 2022 y siguientes están formuladas incluyendo a IFFE Futura.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	5,8	6,4	6,7	8,2	12,4	16,3	21,7	12,1%	38,4%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>10,7%</i>	<i>3,4%</i>	<i>23,1%</i>	<i>51,5%</i>	<i>31,2%</i>	<i>33,5%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>32,9%</i>	<i>31,6%</i>	<i>29,6%</i>	<i>30,7%</i>	<i>31,2%</i>	<i>32,5%</i>	<i>33,4%</i>		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(9,0)	(8,1)	(7,6)	2,2	(5,4)	(4,9)	(6,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	(3,2)	(1,7)	(1,0)	10,2	6,9	11,3	15,5	73,5%	14,8%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>47,0%</i>	<i>41,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-32,5%</i>	<i>63,1%</i>	<i>37,5%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>38,3%</i>	<i>17,3%</i>	<i>22,4%</i>	<i>23,7%</i>		
- CAPEX	(12,3)	(3,2)	(5,9)	(2,2)	(4,2)	(7,2)	(2,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,3)	(2,3)	(4,0)	(4,0)	(3,5)	(2,9)		
- Impuestos	(0,4)	(0,5)	(1,0)	(0,7)	(1,3)	(2,4)	(4,0)		
= Free Cash Flow recurrente	(16,3)	(5,7)	(10,1)	3,4	(2,7)	(1,8)	6,6	30,2%	24,9%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>65,0%</i>	<i>-76,8%</i>	<i>133,4%</i>	<i>-179,0%</i>	<i>31,8%</i>	<i>462,2%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>12,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>10,1%</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(1,5)	(2,9)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(10,5)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	1,1	0,7	-	-	-	3,0	3,0		
= Free Cash Flow	(15,2)	(5,0)	(22,1)	0,5	(2,7)	1,2	9,6	26,6%	n.a.
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	<i>n.a.</i>	<i>66,9%</i>	<i>-337,6%</i>	<i>102,1%</i>	<i>-665,7%</i>	<i>144,5%</i>	<i>707,3%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,4%</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,4%</i>	<i>3,5%</i>		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	-	(16,3)	(5,7)	(10,1)	3,4	(2,7)	(1,8)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	n.a.	0,9	0,7	1,2	4,0	3,2	4,9		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	n.a.	(0,3)	(0,4)	0,3	0,2	0,6	0,6		
= Variación EBITDA recurrente	n.a.	0,6	0,2	1,5	4,2	3,9	5,5		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,1)	(0,1)	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(9,0)	0,9	0,6	9,7	(7,5)	0,5	(1,2)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(9,0)	1,5	0,7	11,2	(3,3)	4,4	4,2		
+/- Variación del CAPEX	(12,3)	9,1	(2,7)	3,7	(2,0)	(3,0)	5,2		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,5)	0,1	(1,9)	(1,7)	(0,1)	0,6	0,6		
+/- Variación de impuestos	(0,4)	(0,1)	(0,5)	0,2	(0,6)	(1,1)	(1,6)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(22,1)	10,6	(4,4)	13,5	(6,0)	0,8	8,4		
Free Cash Flow Recurrente	(22,1)	(5,7)	(10,1)	3,4	(2,7)	(1,8)	6,6		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT	5,5	4,8	1,9	3,0	9,3	13,1	19,0	-18,4%	85,4%
* Tasa fiscal teórica	28,2%	26,8%	30,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,5)	(1,3)	(0,6)	-	(2,3)	(3,3)	(4,7)		
EBITDA recurrente	5,8	6,4	6,7	8,2	12,4	16,3	21,7	12,1%	38,4%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(9,0)	(8,1)	(7,6)	2,2	(5,4)	(4,9)	(6,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	(3,2)	(1,7)	(1,0)	10,2	6,9	11,3	15,5	73,5%	14,8%
- CAPEX	(12,3)	(3,2)	(5,9)	(2,2)	(4,2)	(7,2)	(2,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,5)	(1,3)	(0,6)	-	(2,3)	(3,3)	(4,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(17,0)	(6,2)	(7,5)	8,1	0,4	0,8	8,7	35,3%	2,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>63,6%</i>	<i>-20,4%</i>	<i>208,3%</i>	<i>-95,4%</i>	<i>110,8%</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>30,2%</i>	<i>0,9%</i>	<i>1,6%</i>	<i>13,4%</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(10,5)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	1,1	0,7	-	-	-	3,0	3,0		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(15,9)	(5,5)	(18,0)	8,1	0,4	3,8	11,7	35,8%	13,3%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>n.a.</i>	<i>65,3%</i>	<i>-224,8%</i>	<i>144,9%</i>	<i>-95,4%</i>	<i>918,5%</i>	<i>210,1%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,4%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,2%</i>	<i>2,6%</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,4%</i>	<i>0,1%</i>	<i>1,1%</i>	<i>3,5%</i>		

* Los años 2020 y 2021 hacen referencia a las CCAA Consolidadas del Grupo NATAC (pre-fusión con IFFE Futura). Las cifras de los años 2022 y siguientes están formuladas incluyendo a IFFE Futura.

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

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

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

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

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	273,9	
+ Minoritarios	2,5	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	16,5	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	59,3	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	13,1	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	339,2	

Anexo 4. Comportamiento histórico⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)																TACC	
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	13-23	23-26e	
Total Ingresos	-	-	-	-	-	-	-	17,7	20,4	22,5	26,7	39,8	50,2	65,2	n.a.	34,7%	
Cto. Total ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15,5%	10,2%	18,7%	49,3%	26,0%	29,9%			
EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	7,3	7,4	5,2	7,1	14,2	18,1	23,5	n.a.	48,9%	
Cto. EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,7%	-29,9%	38,0%	99,5%	27,2%	30,1%			
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	41,0%	36,1%	23,0%	26,7%	35,7%	36,0%	36,1%			
Beneficio neto	-	-	-	-	-	-	-	3,3	3,4	1,0	6,4	4,1	7,4	12,2	n.a.	24,0%	
Cto. Beneficio neto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,2%	-72,0%	569,8%	-35,8%	79,3%	65,6%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	37,8	80,6	430,2	434,8	434,8			
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,03	0,08	0,01	0,02	0,03	n.a.	-29,3%	
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-88,0%	77,4%	65,6%			
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,07	0,00	0,01	0,01	0,03	n.a.	n.a.	
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-97,8%	n.a.	n.a.	80,3%			
CAPEX	-	-	-	-	-	-	-	(12,3)	(3,2)	(5,9)	(2,2)	(4,2)	(7,2)	(2,0)			
CAPEX/Vtas %	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	69,6%	15,7%	26,2%	8,1%	10,5%	14,3%	3,1%			
Free Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	(15,2)	(5,0)	(22,1)	0,5	(2,7)	1,2	9,6	n.a.	n.a.	
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,6x	3,3x	13,9x	8,3x	4,4x	3,4x	2,2x			
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24,5x	9,2x	65,8x	37,1x	22,4x			
EV/Vtas (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,35x	1,92x	0,46x	0,88x	8,52x	6,76x	5,20x			
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,7x	5,3x	2,0x	3,3x	23,9x	18,7x	14,4x			
Comport. Absoluto	n.a.	-19,1%	-2,7%	-16,4%	0,0%	-3,4%	136,9%	-14,6%	-73,8%	39,0%	17,7%	-13,7%					
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	-22,0%	4,8%	-14,6%	-6,9%	13,6%	111,9%	1,0%	-75,7%	47,2%	-4,1%	-20,0%					

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

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

Nota 3: Los años 2020 y 2021 hacen referencia a las CCAA Consolidadas del Grupo NATAC (pre-fusión con IFFE Futura). Las cifras de los años 2022 y siguientes están formuladas incluyendo a IFFE Futura.

Anexo 5. Principales comparables 2024e

Datos Mercado	EUR Mn	Extractos de plantas				Omega-3				NAT
		Inter. Flavors & Fragrances	Symrise	Givaudan	Average	BASF	KERRY	Archer Daniels	Average	
Ticker (Factset)		IFF-US	SY1-DE	GIVN-CH		BAS-DE	KRZ-IE	ADM-US		NAT-ES
País		United States	Germany	Switzerland		Germany	Ireland	United States		Spain
Market cap		22.855,5	15.906,1	41.579,3		39.512,9	13.245,3	28.859,0		273,9
Enterprise value (EV)		32.411,7	18.112,3	45.981,7		59.018,9	14.841,4	35.111,8		339,2
Total Ingresos		10.291,1	5.006,7	7.518,0		68.296,6	8.000,6	83.743,9		39,8
Cto.Total Ingresos		-3,0%	5,3%	5,6%	2,6%	-0,9%	-0,2%	-3,6%	-1,6%	49,3%
2y TACC (2024e - 2026e)		1,6%	6,3%	4,7%	4,2%	4,1%	4,8%	2,2%	3,7%	27,9%
EBITDA		1.950,8	1.022,7	1.752,6		8.320,9	1.243,4	4.526,7		14,2
Cto. EBITDA		6,9%	28,5%	15,6%	17,0%	13,3%	7,6%	24,2%	15,0%	99,5%
2y TACC (2024e - 2026e)		5,6%	8,2%	5,6%	6,5%	10,5%	9,0%	0,8%	6,7%	28,7%
EBITDA/Ingresos		19,0%	20,4%	23,3%	20,9%	12,2%	15,5%	5,4%	11,0%	35,7%
EBIT		895,7	723,9	1.382,5		4.326,4	959,1	2.973,5		9,3
Cto. EBIT		16,6%	42,8%	20,3%	26,6%	26,5%	12,2%	11,6%	16,8%	213,2%
2y TACC (2024e - 2026e)		14,5%	10,6%	7,1%	10,7%	17,7%	10,9%	0,4%	9,7%	42,6%
EBIT/Ingresos		8,7%	14,5%	18,4%	13,9%	6,3%	12,0%	3,6%	7,3%	23,4%
Beneficio Neto		930,6	483,7	1.058,7		2.810,0	731,5	2.528,9		4,1
Cto. Beneficio Neto		139,2%	42,1%	15,1%	65,5%	n.a.	0,4%	-21,5%	-10,5%	-35,8%
2y TACC (2024e - 2026e)		11,9%	12,5%	8,3%	10,9%	18,8%	12,3%	-2,4%	9,6%	72,3%
CAPEX/Ventas		4,7%	5,3%	3,8%	4,6%	9,0%	4,0%	1,4%	4,8%	10,5%
Free Cash Flow		581,8	441,5	1.125,0		896,2	651,2	2.660,9		(2,7)
Deuda financiera Neta		8.200,6	1.836,0	4.045,5		18.488,4	1.760,7	5.878,4		61,9
DN/EBITDA (x)		4,2	1,8	2,3	2,8	2,2	1,4	1,3	1,6	5,0
Pay-out		42,2%	35,8%	64,0%	47,3%	106,2%	30,7%	39,0%	58,6%	0,0%
P/E (x)		24,4	34,3	37,6	32,1	12,4	16,8	11,5	13,6	65,8
P/BV (x)		1,7	4,0	9,1	4,9	1,1	2,0	1,4	1,5	6,0
EV/Ingresos (x)		3,1	3,6	6,1	4,3	0,9	1,9	0,4	1,0	8,5
EV/EBITDA (x)		16,6	17,7	26,2	20,2	7,1	11,9	7,8	8,9	27,3
EV/EBIT (x)		36,2	25,0	33,3	31,5	13,6	15,5	11,8	13,6	36,3
ROE		7,0	11,7	24,2	14,3	9,0	12,1	12,1	11,1	9,5
FCF Yield (%)		2,5	2,8	2,7	2,7	2,3	4,9	9,2	5,5	n.a.
DPA		1,54	1,24	73,49	25,42	3,34	1,27	1,82	2,14	0,00
Dvd Yield		1,7%	1,1%	1,6%	1,5%	7,6%	1,6%	3,1%	4,1%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Factset). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).

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

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 915 904 226
institutodeanalistas.com/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@institutodeanalistas.com

Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@institutodeanalistas.com

José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

jose.cabrera@institutodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@institutodeanalistas.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (institutodeanalistas.com/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
10-Jul-2024	n.a.	0,63	n.a.	n.a.	Informe de actualización	Luis Esteban Arribas, CESGA
27-May-2024	n.a.	0,66	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
12-Jul-2023	n.a.	1,08	n.a.	n.a.	Noticia importante	Luis Esteban Arribas, CESGA
12-Jun-2023	n.a.	1,08	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
26-Oct-2022	n.a.	0,58	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
20-Jun-2022	n.a.	0,57	n.a.	n.a.	Noticia importante	David López Sánchez
25-Oct-2021	n.a.	0,68	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
18-May-2021	n.a.	1,00	n.a.	n.a.	Noticia importante	David López Sánchez
23-Feb-2021	n.a.	1,23	n.a.	n.a.	Noticia importante	David López Sánchez
28-Oct-2020	n.a.	1,85	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	David López Sánchez
09-Jul-2020	n.a.	1,85	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

*Todos los informes previos a junio de 2024 hacen referencia a IFFE Futura. Los informes posteriores hacen referencia a NAT (resultado de la fusión inversa entre el Grupo Natac con IFFE Futura).

