

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Textiles, Apparel &amp; Luxury Goods

Precio de Cierre: EUR 4,78 (26 abr 2024)

Fecha del informe: 29 abr 2024 (11:40)

**Resultados 12m 2023 - Subimos**
**estimaciones**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 12m 2023**

 Opinión <sup>(1)</sup>: Por encima de lo esperado

 Impacto <sup>(1)</sup>: Subimos estimaciones

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

+34 915 904 226

**Adolfo Domínguez (ADZ)** es un grupo textil de “moda de autor” de pequeño tamaño con sede en Ourense (España), especializado (c.40 años) en el diseño y comercialización de artículos de moda (al por menor y al por mayor). Con presencia internacional (>35% s/Ingresos), está gestionada por la familia fundadora (31% del capital), que prevalece en el Consejo.

## Rdos 2023: Los márgenes sorprenden y nos llevan a subir (mucho) estimaciones

**FUERTE CRECIMIENTO EN INGRESOS (EUR 129,6MN; +12,4% VS 2022)...** ADZ confirma el ritmo de crecimiento ya visto en los anteriores trimestres y cierra 2023 con unos ingresos de EUR 129,6Mn (en línea con nuestras estimaciones). Las ventas comparables crecen +6,6%. Por geografías: i) Europa crece un +8% con el mismo número de tiendas (172 vs 171 en 2022) y ii) el área internacional crece hasta EUR 36,7Mn (vs EUR 31Mn en 2022), 29% del mix de ingresos 2023 (vs 27,1% en 2022).

**... EMPUJADO POR LAS APERTURAS (+21 APERTURAS NETAS) Y EL CANAL ONLINE.** Con foco esencialmente en el área internacional, ADZ ha abierto 47 nuevos puntos de venta en 2023 (21 netos). El canal online crece hasta EUR 15,8Mn (+21,5% vs 2022), consecuencia de las campañas realizadas (ecosistema ADN) y la alianza con socios estratégicos. La venta media/tienda mejora pese a las nuevas aperturas (+9%).

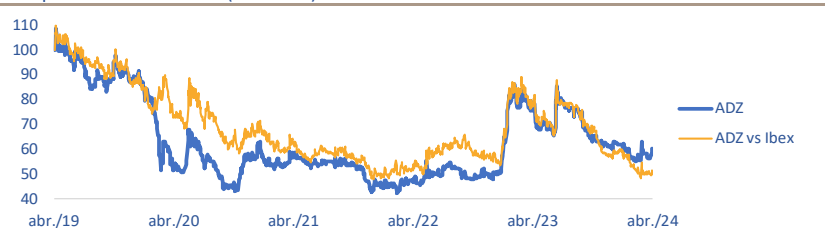
**LA RENTABILIDAD DEL 4T23 DISPARA EL EBITDA REC. (+58,5%).** El margen EBITDA rec. mejora hasta el 13,4% (vs 9,5% en 2022). El principal catalizador ha sido el margen bruto (+2,2p.p. vs 2022; Mg. Bruto 4T23: c.+10p.p. vs 4T22) que aumenta por la reducción de los períodos promocionales, mayor eficiencia operativa y un tipo de cambio estable. Lo que compensa los resultados del 1T23 y registra un EBITDA rec. 2023 de EUR 17,3Mn (vs EUR 10,9Mn en 2022), batiendo nuestras estimaciones.

**EL BENEFICIO SE MANTIENE POR ENCIMA DE BREAKEVEN (EUR 0,7MN).** El gasto por arrendamientos (EUR 11,1Mn) y el resultado financiero (+47%) impiden trasladar a Beneficio Neto el crecimiento en EBITDA.

**CON UN NIVEL DE ENDEUDAMIENTO EN NIVELES RAZONABLES (DN/EBITDA 2023 0,6X).** ADZ cierra 2023 con un nivel de Deuda Neta de EUR 9,8Mn (vs EUR 8,1Mn en 2022). Lo que implica capacidad de inversión a medio/largo plazo.

**ADZ GANA MOMENTUM.** La estrategia de internacionalización y la reubicación de locales parece estar dando sus frutos. ADZ encadena el segundo año con resultado neto positivo (y el tercero mejorando márgenes, por encima de las cifras de pre-Covid). Lo que señala un retailer de moda de autor con una estrategia objetivamente acertada. Lo que todavía pasa desapercibido (-34,7% vs Ibx35 -12m). ADZ tan solo necesita hacer visible su momentum actual (especialmente su mejora de márgenes). Los buenos resultados vistos nos llevan a subir “mucho” nuestras estimaciones: esperamos un 2024e con unos ingresos de EUR 143,8Mn y un EBITDA de EUR 21,5Mn (+25% vs estimación anterior). EV/Ventas 24e de 0,6x (vs 1,3x de sus comparables).

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	3,9	0,0	-21,6	-4,4	6,0	-39,8
vs Ibx 35	2,4	-10,9	-34,7	-13,4	-17,3	-48,7
vs Ibx Small Cap Index	0,1	-2,6	-25,6	-7,2	12,6	-50,1
vs Eurostoxx 50	5,1	-7,4	-32,0	-13,7	-14,9	-57,9
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	7,7	-6,8	-20,1	-12,3	-10,9	-67,7

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	44,3	47,4
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	84,7	90,5
Número de Acciones (Mn)	9,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,80 / 5,27 / 4,38	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación <sup>(3)</sup>	7,2	
Factset / Bloomberg	ADZ-ES / ADZ SM	
Cierre año fiscal	28-feb	

**Estructura Accionarial (%)<sup>(7)</sup>**

Adolfo Domínguez	31,5
Puig, S.A.	14,8
Libertas 7	10,3
Indumentaria Pueri	9,1
Free Float	22,6

**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,3	9,3	9,3	9,3
Total Ingresos	129,6	143,8	158,4	173,7
EBITDA Rec.	17,3	21,5	25,0	27,6
% Var.	58,5	23,7	16,6	10,3
% EBITDA Rec./Ing.	13,4	14,9	15,8	15,9
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	1,3	2,2	14,5	9,0
Beneficio neto	0,7	2,2	3,5	4,4
BPA (EUR)	0,08	0,24	0,37	0,47
% Var.	357,4	203,9	55,9	26,0
BPA ord. (EUR)	0,08	0,24	0,37	0,47
% Var.	160,0	217,7	55,9	26,0
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-1,4	0,6	1,9	2,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	9,8	10,3	9,1	7,4
DN / EBITDA Rec.(x)	0,6	0,5	0,4	0,3
ROE (%)	4,1	11,2	15,3	16,4
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	9,9	11,5	13,2	14,2

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

PER	60,7	20,0	12,8	10,2
PER Ordinario	63,5	20,0	12,8	10,2
P/BV	2,4	2,1	1,8	1,5
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,65	0,59	0,54	0,49
EV/EBITDA Rec.	4,9	4,0	3,4	3,1
EV/EBIT	24,5	16,8	13,6	11,9
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	1,3	4,4	5,3

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Europe Apparel & Footwear.

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

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

(7) Otros: La Previsión Mallorquina de Seguros 6,7%, Solventis 4,5%, Autocarera 0,5%

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

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. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

**Resultados 12m 2023**  
**Subimos estimaciones**
**Tabla 1. Resultados 2023**

EUR Mn	12m23		12m23 Real		2023 vs		4T23 vs	
	Real	12m22	vs 12m22	2023e	2023e	4T23	4T22	
<b>Total Ingresos</b>	<b>129,6</b>	<b>115,3</b>	<b>12,4%</b>	<b>130,7</b>	<b>-0,8%</b>	<b>45,8</b>	<b>16,0%</b>	
<i>Europa</i>	89,9	83,2	8,1%	85,8	4,8%			
<i>International</i>	36,7	31,0	18,6%	42,9	-14,4%			
<i>México</i>	24,1	21,8	10,2%					
<i>Japón</i>	5,4	4,8	13,5%					
<i>Resto</i>	7,2	4,3	66,7%					
Otros ingresos	2,9	1,1	154,5%	2,0	46,1%			
<b>Margen Bruto</b>	<b>77,6</b>	<b>66,0</b>	<b>17,5%</b>	<b>74,7</b>	<b>3,8%</b>	<b>26,3</b>	<b>39,6%</b>	
<i>Mg. Bruto/Ingresos</i>	59,9%	57,3%	2,6 p.p.	57,2%	2,7 p.p.	57,5%	9,7 p.p.	
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>17,3</b>	<b>10,9</b>	<b>58,5%</b>	<b>14,2</b>	<b>22,0%</b>	<b>9,9</b>	<b>213,8%</b>	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	13,4%	9,5%	3,9 p.p.	10,9%	2,5 p.p.	21,7%	13,7 p.p.	
<b>EBITDA</b>	<b>17,4</b>	<b>13,4</b>	<b>30,1%</b>	<b>14,2</b>	<b>22,3%</b>	<b>7,7</b>	<b>36,9%</b>	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	13,4%	11,6%	1,8 p.p.	10,9%	2,5 p.p.	16,7%	2,5 p.p.	
<b>EBIT</b>	<b>3,5</b>	<b>3,0</b>	<b>16,8%</b>	<b>1,3</b>	<b>171,0%</b>	<b>4,2</b>	<b>66%</b>	
<i>EBIT / Ingresos</i>	2,7%	2,6%	0,0 p.p.	1,0%	1,7 p.p.	16,2%	n.a.	
<b>BAI</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>-23,6%</b>	<b>-0,6</b>	<b>257,9%</b>	<b>3,5</b>	<b>47%</b>	
<b>BN</b>	<b>0,7</b>	<b>0,2</b>	<b>360,2%</b>	<b>-0,6</b>	<b>218,7%</b>	<b>3,5</b>	<b>50%</b>	
Puntos de venta (Total)	360	339	6,2%	359				
Puntos de venta (Internacional)	52,2%	49,5%	2,7 p.p.					
Deuda Neta	9,8	8,1	21%	13,0	-25%			
Deuda Neta / EBITDA	0,6 x	0,7 x	-0,2 x	0,9 x	-0,3 x			

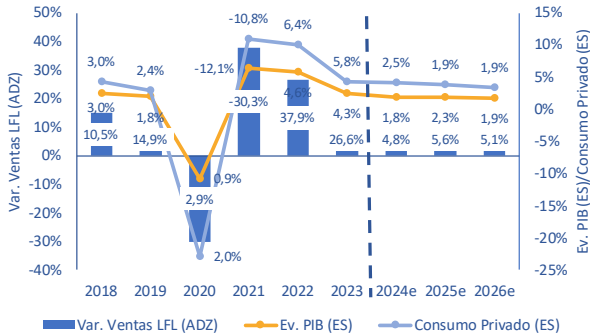
Nota: Total Ingresos incluye otros ingresos de explotación

**Tabla 2. Revisión de estimaciones al alza**

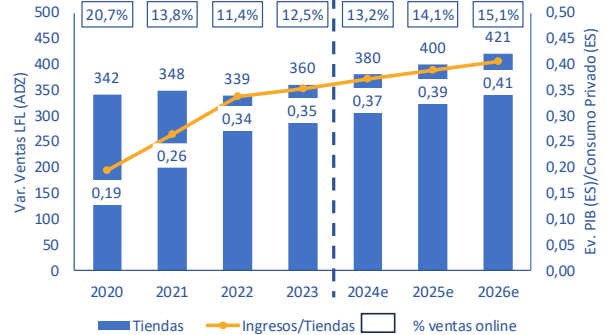
EUR Mn	2024e (Nuevo)	Revisión (%)	2025e (Nuevo)	Revisión (%)	2026e (Nuevo)
<b>Total Ingresos</b>	<b>143,8</b>	<b>1,8%</b>	<b>158,4</b>	<b>3,7%</b>	<b>173,7</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>21,5</b>	<b>24,7%</b>	<b>25,0</b>	<b>30,3%</b>	<b>27,6</b>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	14,9%	3 p.p.	15,8%	3 p.p.	15,9%
<b>EBIT</b>	<b>5,0</b>	<b>39,8%</b>	<b>6,2</b>	<b>24,4%</b>	<b>7,1</b>
<b>Beneficio Neto</b>	<b>2,2</b>	<b>n.a</b>	<b>3,5</b>	<b>64,7%</b>	<b>4,4</b>
<b>Free Cash Flow (Rec.)</b>	<b>0,6</b>	<b>141,5%</b>	<b>1,9</b>	<b>n.a</b>	<b>2,3</b>
<b>Deuda Neta</b>	<b>10,3</b>	<b>-33,4%</b>	<b>9,1</b>	<b>-45,1%</b>	<b>7,4</b>
<i>DN / EBITDA</i>	0,5 x	-0,4 x	0,4 x	-0,5 x	0,3 x

**La compañía en 8 gráficos**

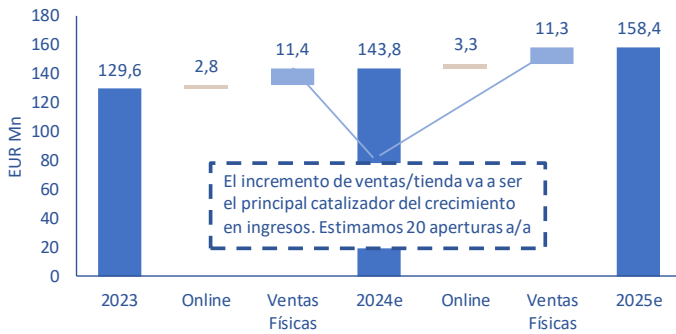
**El sector en el que opera ADZ está caracterizado por una elevada ciclicidad**



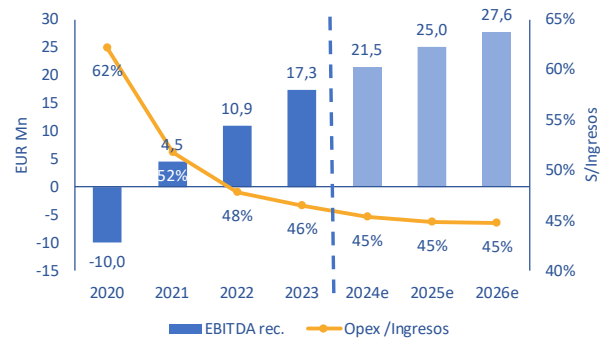
**El redimensionamiento de la superficie comercial eleva la rentabilidad/centro (impulsada por el online: 12,5% s/Ingresos 23)...**



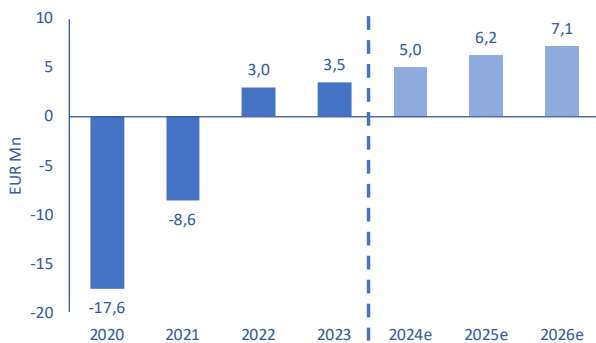
**...principal driver sobre el que se basa nuestro crecimiento en ingresos para 2024e y 2025e (20 aperturas a/a)**



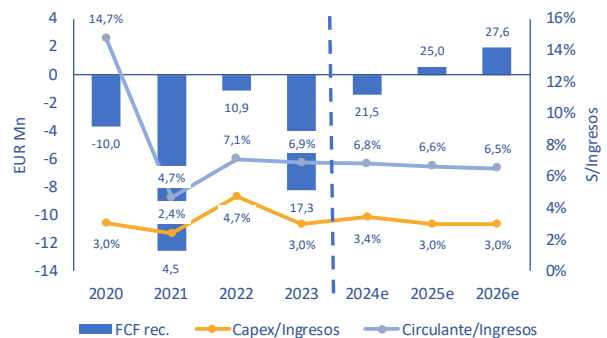
**El foco en la reducción de costes permitirá a ADZ apalancarse sobre su estructura**



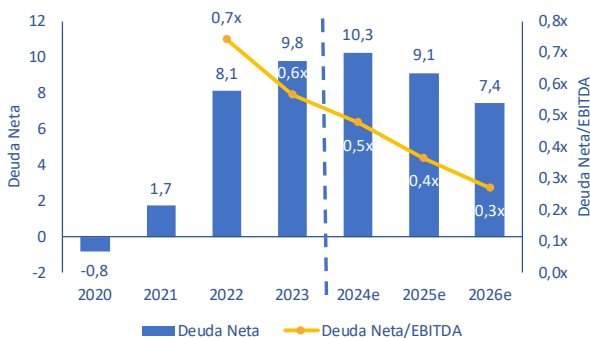
**El crecimiento en ingresos (+3,0% TACC 23-26e) y la contención de costes llevarán el EBIT 26e hasta EUR 7,1Mn (vs EUR -17,6Mn en 20)**



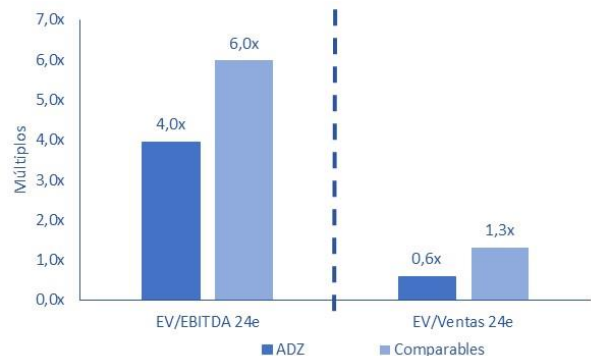
**Lo que hará posible el break-even en FCF rec. 2024e, pese al CAPEX y el circulante**



**El consumo de caja estimado hasta 2024 elevará la DN 2024e hasta EUR 10,3Mn (DN/EBITDA 24e 0,5x)**



**Cotizando a unos múltiplos EV/EBITDA 24e 4,0x y EV/Ventas 24e 0,6x (EV/EBITDA 24e 6,0x y EV/Ventas 24e 1,3x del sector)**



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	1,1	2,3	2,7	n.a.			
<b>Market Cap</b>	<b>44,3</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>9,8</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,5%	Coste de la deuda neta			6,3%	6,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>5,2%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>5,0%</b>	<b>5,4%</b>	
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	
<b>Coste del Equity</b>	<b>9,9%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>8,8%</b>	<b>11,1%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	81,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	18,1%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>9,1%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>8,1%</b>	<b>10,1%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,5%</b>	<b>1,5%</b>	

(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	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
Burberry Group PLC	BRBY-GB	4.819,9	14,6	9,7%	6,4	3,6%	1,7	4,7%	26,2%	9,6%	8,8%
Hugo Boss AG	BOSS-DE	3.572,1	12,3	17,9%	5,4	11,8%	1,0	7,1%	19,0%	11,2%	8,0%
Salvatore Ferragamo SpA	SFER-IT	1.606,9	65,8	46,8%	8,5	10,3%	1,9	6,0%	21,9%	6,8%	-25,5%
SMCP SA	SMCP-FR	172,4	6,2	-74,6%	3,7	6,5%	0,7	3,6%	18,9%	20,5%	33,6%
<b>Referentes de Lujo Asequible</b>			<b>24,7</b>	<b>-0,1%</b>	<b>6,0</b>	<b>8,0%</b>	<b>1,3</b>	<b>5,4%</b>	<b>21,5%</b>	<b>12,0%</b>	<b>6,2%</b>
Kering	KER-FR	41.710,1	18,7	15,6%	10,6	11,0%	3,0	6,5%	27,9%	5,0%	26,6%
Tapestry	TPR-US	8.601,2	9,5	7,8%	7,7	6,1%	1,6	4,0%	21,2%	12,2%	2,8%
Capri Holdings Ltd	CPRI-US	3.879,0	12,1	12,1%	10,6	10,6%	1,5	2,8%	13,7%	n.a.	33,3%
PVH Corp	PVH-US	5.997,4	10,1	15,0%	7,8	5,9%	1,1	2,6%	13,7%	10,1%	-16,8%
<b>Holdings Retail Especializado</b>			<b>12,6</b>	<b>12,6%</b>	<b>9,2</b>	<b>8,4%</b>	<b>1,8</b>	<b>4,0%</b>	<b>19,1%</b>	<b>9,1%</b>	<b>11,5%</b>
ADZ	ADZ-ES	44,3	20,0	40,1%	4,0	13,4%	0,6	9,9%	14,9%	1,3%	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	17,4%	27,5	3,1x
Central	15,8%	25,0	3,4x
Min	14,2%	22,5	3,8x

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

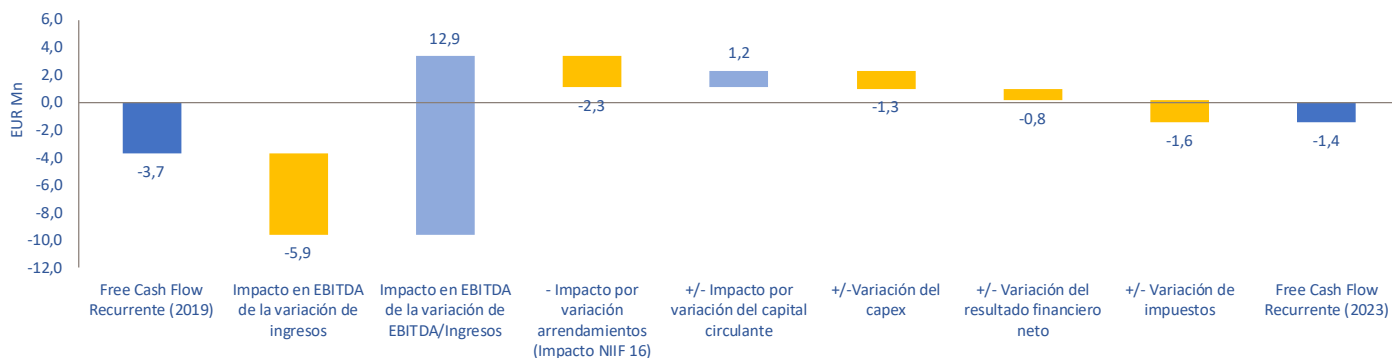
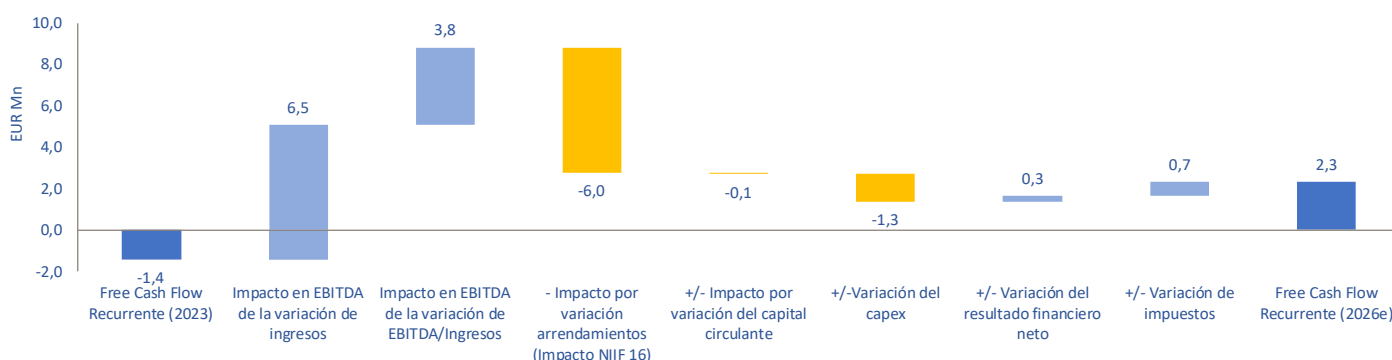
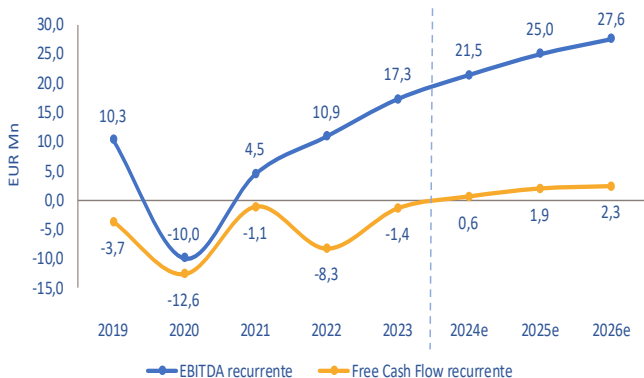
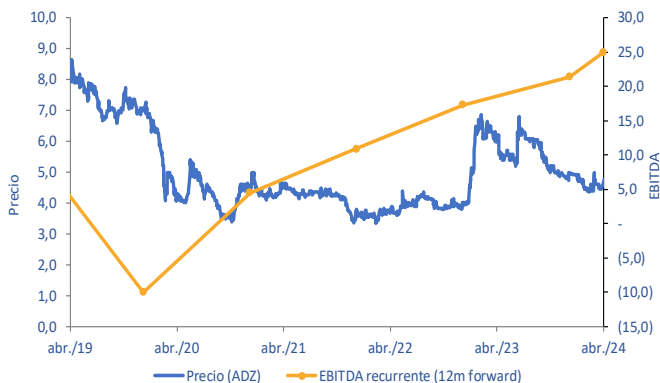
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e				FCF Rec./Yield 25e			
EBITDA 25e	2,7%	3,0%	3,3%		Escenario			
27,5	4,9	4,5	4,0	➔	Max	11,1%	10,1%	9,0%
25,0	2,4	1,9	1,5		Central	5,4%	4,4%	3,3%
22,5	(0,1)	(0,6)	(1,1)		Min	n.a.	n.a.	n.a.

## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>		
Inmovilizado inmaterial	34,9	28,3	27,8	33,5	41,1	39,6	38,0	36,3		
Inmovilizado material	10,2	9,7	7,5	9,3	9,0	12,3	15,5	19,0		
Otros activos no corrientes	0,7	1,2	2,4	2,7	12,7	12,7	12,7	12,7		
Inmovilizado financiero	5,9	4,7	5,7	5,6	7,0	7,0	7,0	7,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	38,0	30,6	26,5	35,6	37,3	40,8	44,3	48,0		
<b>Total activo</b>	<b>89,6</b>	<b>74,5</b>	<b>69,8</b>	<b>86,7</b>	<b>107,1</b>	<b>112,5</b>	<b>117,5</b>	<b>123,1</b>		
Patrimonio neto	44,2	24,0	15,5	17,2	18,7	20,9	24,4	28,7		
Minoritarios	0,9	1,0	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,5	1,4	1,5	1,4	10,0	10,0	10,0	10,0		
Otros pasivos no corrientes	34,2	28,2	29,0	32,7	40,2	40,2	40,2	40,2		
Deuda financiera neta	(9,9)	(0,8)	1,7	8,1	9,8	10,3	9,1	7,4		
Pasivo circulante	18,8	20,7	22,1	27,4	28,4	31,1	33,8	36,7		
<b>Total pasivo</b>	<b>89,6</b>	<b>74,5</b>	<b>69,8</b>	<b>86,7</b>	<b>107,1</b>	<b>112,5</b>	<b>117,5</b>	<b>123,1</b>		
<b>TACC</b>										
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>19-23</b>	<b>23-26e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>116,2</b>	<b>66,8</b>	<b>93,2</b>	<b>115,3</b>	<b>129,6</b>	<b>143,8</b>	<b>158,4</b>	<b>173,7</b>	<b>2,8%</b>	<b>10,3%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>2,5%</i>	<i>-42,5%</i>	<i>39,5%</i>	<i>23,7%</i>	<i>12,4%</i>	<i>10,9%</i>	<i>10,1%</i>	<i>9,7%</i>		
Coste de ventas	(50,6)	(35,3)	(40,5)	(49,3)	(52,0)	(57,2)	(62,4)	(68,5)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>65,6</b>	<b>31,5</b>	<b>52,7</b>	<b>66,0</b>	<b>77,6</b>	<b>86,6</b>	<b>96,0</b>	<b>105,3</b>	<b>4,3%</b>	<b>10,7%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>56,5%</i>	<i>47,2%</i>	<i>56,6%</i>	<i>57,3%</i>	<i>59,9%</i>	<i>60,2%</i>	<i>60,6%</i>	<i>60,6%</i>		
Gastos de personal	(36,7)	(22,7)	(28,7)	(33,0)	(34,7)	(37,0)	(40,1)	(43,3)		
Otros costes de explotación	(18,7)	(18,8)	(19,5)	(22,1)	(25,6)	(28,1)	(30,9)	(34,4)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>10,3</b>	<b>(10,0)</b>	<b>4,5</b>	<b>10,9</b>	<b>17,3</b>	<b>21,5</b>	<b>25,0</b>	<b>27,6</b>	<b>14,0%</b>	<b>16,8%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>-197,0%</i>	<i>145,2%</i>	<i>142,9%</i>	<i>58,5%</i>	<i>23,7%</i>	<i>16,6%</i>	<i>10,3%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>8,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,8%</i>	<i>9,5%</i>	<i>13,4%</i>	<i>14,9%</i>	<i>15,8%</i>	<i>15,9%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	1,1	3,1	(4,1)	2,4	0,0	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>11,3</b>	<b>(6,8)</b>	<b>0,4</b>	<b>13,4</b>	<b>17,4</b>	<b>21,5</b>	<b>25,0</b>	<b>27,6</b>	<b>11,3%</b>	<b>16,7%</b>
Depreciación y provisiones	(1,5)	(2,1)	(1,2)	(1,3)	(2,8)	(3,1)	(3,2)	(3,3)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,9)	(8,7)	(7,8)	(9,1)	(11,1)	(13,3)	(15,6)	(17,2)		
<b>EBIT</b>	<b>1,0</b>	<b>(17,6)</b>	<b>(8,6)</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>5,0</b>	<b>6,2</b>	<b>7,1</b>	<b>38,0%</b>	<b>27,4%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>259,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>50,9%</i>	<i>134,3%</i>	<i>16,8%</i>	<i>45,6%</i>	<i>23,6%</i>	<i>14,8%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>0,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,6%</i>	<i>2,7%</i>	<i>3,5%</i>	<i>3,9%</i>	<i>4,1%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,9)	(1,7)	(1,4)	(1,7)	(2,5)	(2,1)	(1,6)	(1,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>0,0</b>	<b>(19,3)</b>	<b>(10,0)</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>3,0</b>	<b>4,6</b>	<b>5,8</b>	<b>n.a.</b>	<b>81,7%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>105,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>47,9%</i>	<i>112,6%</i>	<i>-23,6%</i>	<i>205,2%</i>	<i>55,9%</i>	<i>26,0%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>0,0</b>	<b>(19,3)</b>	<b>(10,0)</b>	<b>1,3</b>	<b>1,0</b>	<b>3,0</b>	<b>4,6</b>	<b>5,8</b>	<b>n.a.</b>	<b>81,7%</b>
Impuestos	(8,2)	(0,0)	0,8	(1,1)	(0,2)	(0,7)	(1,2)	(1,5)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>87,5%</i>	<i>24,7%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	(0,1)	(0,1)	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>(8,3)</b>	<b>(19,3)</b>	<b>(9,3)</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>	<b>20,2%</b>	<b>81,4%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>-132,5%</i>	<i>52,1%</i>	<i>101,7%</i>	<i>360,2%</i>	<i>203,9%</i>	<i>55,9%</i>	<i>26,0%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>(1,2)</b>	<b>(22,5)</b>	<b>(5,9)</b>	<b>(1,2)</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,5</b>	<b>4,4</b>	<b>26,9%</b>	<b>84,1%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-106,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>73,7%</i>	<i>80,4%</i>	<i>160,4%</i>	<i>217,7%</i>	<i>55,9%</i>	<i>26,0%</i>		
<b>TACC</b>										
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	<b>19-23</b>	<b>23-26e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>21,5</b>	<b>25,0</b>	<b>27,6</b>	<b>14,0%</b>	<b>16,8%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(13,3)	(15,6)	(17,2)		
Var.capital circulante						(0,9)	(0,8)	(0,8)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>7,2</b>	<b>8,6</b>	<b>9,7</b>	<b>91,1%</b>	<b>20,5%</b>
CAPEX						(4,9)	(4,8)	(5,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,0)	(0,8)	(0,7)		
Impuestos						(0,7)	(1,2)	(1,5)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>0,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>21,2%</b>	<b>53,8%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>0,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>14,9%</b>	<b>54,5%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(0,6)</b>	<b>(1,9)</b>	<b>(2,3)</b>		

## 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
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(10,0)</b>	<b>4,5</b>	<b>10,9</b>	<b>17,3</b>	<b>21,5</b>	<b>25,0</b>	<b>27,6</b>	<b>55,2%</b>	<b>16,8%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	-197,0%	145,2%	142,9%	58,5%	23,7%	16,6%	10,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	4,8%	9,5%	13,4%	14,9%	15,8%	15,9%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,7)	(7,8)	(9,1)	(11,1)	(13,3)	(15,6)	(17,2)		
+/- Var. Capital circulante	9,4	5,5	(3,8)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(0,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(9,2)</b>	<b>2,3</b>	<b>(2,0)</b>	<b>5,5</b>	<b>7,2</b>	<b>8,6</b>	<b>9,7</b>	<b>37,5%</b>	<b>20,5%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>n.a.</i>	124,4%	-188,9%	375,8%	31,0%	19,3%	11,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	2,4%	<i>n.a.</i>	4,3%	5,0%	5,5%	5,6%		
- CAPEX	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(3,9)	(4,9)	(4,8)	(5,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,3)	(0,7)	(0,5)	(0,9)	(1,0)	(0,8)	(0,7)		
- Impuestos	(0,0)	(0,4)	(0,2)	(2,1)	(0,7)	(1,2)	(1,5)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(12,6)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(8,3)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>0,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>51,6%</b>	<b>53,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-239,5%	91,0%	-628,3%	82,7%	140,8%	232,7%	20,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,4%	1,2%	1,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	3,1	(4,1)	2,4	0,0	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(9,4)</b>	<b>(5,3)</b>	<b>(5,8)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>0,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>	<b>47,3%</b>	<b>54,5%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-258,3%	44,3%	-10,8%	76,3%	142,0%	232,7%	20,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	1,3%	4,4%	5,3%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	1,3%	4,4%	5,3%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(3,7)</b>	<b>(12,6)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(8,3)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>0,6</b>	<b>1,9</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(4,4)	(3,9)	1,1	1,4	1,9	2,2	2,4		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(15,9)	18,4	5,4	5,0	2,2	1,4	0,2		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>(20,2)</b>	<b>14,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,4</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>2,6</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,2	0,9	(1,4)	(2,0)	(2,2)	(2,3)	(1,6)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	11,3	(3,9)	(9,3)	3,1	(0,2)	0,1	(0,0)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(8,8)</b>	<b>11,5</b>	<b>(4,3)</b>	<b>7,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>		
+/- Variación del CAPEX	0,5	(0,2)	(3,2)	1,6	(1,0)	0,1	(0,5)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(1,2)	0,6	0,2	(0,4)	(0,1)	0,2	0,1		
+/- Variación de impuestos	0,5	(0,4)	0,2	(1,9)	1,4	(0,4)	(0,3)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(8,9)</b>	<b>11,5</b>	<b>(7,1)</b>	<b>6,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,4</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(12,6)</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(8,3)</b>	<b>(1,4)</b>	<b>0,6</b>	<b>1,9</b>	<b>2,3</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>2026e</b>	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>(17,6)</b>	<b>(8,6)</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>5,0</b>	<b>6,2</b>	<b>7,1</b>	<b>30,0%</b>	<b>27,4%</b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	24,7%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,9)	(1,3)	(1,6)	(1,8)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(10,0)</b>	<b>4,5</b>	<b>10,9</b>	<b>17,3</b>	<b>21,5</b>	<b>25,0</b>	<b>27,6</b>	<b>55,2%</b>	<b>16,8%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,7)	(7,8)	(9,1)	(11,1)	(13,3)	(15,6)	(17,2)		
+/- Var. Capital circulante	9,4	5,5	(3,8)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(0,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(9,2)</b>	<b>2,3</b>	<b>(2,0)</b>	<b>5,5</b>	<b>7,2</b>	<b>8,6</b>	<b>9,7</b>	<b>37,5%</b>	<b>20,5%</b>
- CAPEX	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(3,9)	(4,9)	(4,8)	(5,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,9)	(1,3)	(1,6)	(1,8)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(11,3)</b>	<b>0,0</b>	<b>(7,5)</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>27,4%</b>	<b>50,4%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-270,2%	100,2%	<i>n.a.</i>	110,5%	40,1%	112,4%	14,3%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	0,0%	<i>n.a.</i>	0,6%	0,8%	1,5%	1,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(11,3)</b>	<b>0,0</b>	<b>(7,5)</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>27,4%</b>	<b>50,4%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-270,2%	100,2%	<i>n.a.</i>	110,5%	40,1%	112,4%	14,3%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	0,0%	<i>n.a.</i>	0,9%	1,3%	2,8%	3,2%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	0,0%	<i>n.a.</i>	0,9%	1,3%	2,8%	3,2%		

**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	44,3	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	37,7	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	9,8	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	7,0	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>84,7</b>	

## 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	134,9	124,3	108,4	113,2	117,0	113,4	116,2	66,8	93,2	115,3	129,6	143,8	158,4	173,7	-0,4%	10,3%
Cto. Total ingresos	-11,3%	-7,9%	-12,8%	4,4%	3,3%	-3,0%	2,5%	-42,5%	39,5%	23,7%	12,4%	10,9%	10,1%	9,7%		
EBITDA	(2,7)	(1,1)	(17,7)	(9,0)	(2,2)	1,2	11,3	(6,8)	0,4	13,4	17,4	21,5	25,0	27,6	23,9%	16,7%
Cto. EBITDA	64,6%	58,6%	n.a.	49,0%	75,6%	153,3%	868,1%	-160,1%	105,5%	n.a.	30,1%	23,4%	16,6%	10,3%		
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,0%	9,8%	n.a.	0,4%	11,6%	13,4%	14,9%	15,8%	15,9%		
Beneficio neto	(10,3)	(11,0)	8,0	(22,7)	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(19,3)	(9,3)	0,2	0,7	2,2	3,5	4,4	7,6%	81,4%
Cto. Beneficio neto	57,1%	-7,5%	172,2%	-384,8%	69,8%	92,7%	n.a.	-132,5%	52,1%	101,7%	360,2%	203,9%	55,9%	26,0%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,0	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3		
BPA (EUR)	-1,12	-1,21	0,87	-2,48	-0,75	-0,05	-0,92	-2,10	-1,01	0,02	0,08	0,24	0,37	0,47	7,5%	81,4%
Cto. BPA	57,1%	-7,5%	n.a.	n.a.	69,8%	92,7%	n.a.	n.a.	52,1%	n.a.	n.a.	n.a.	55,9%	26,0%		
BPA ord. (EUR)	-1,15	-1,28	-2,14	-2,48	-0,80	0,00	-0,13	-2,44	-0,64	-0,13	0,08	0,24	0,37	0,47	7,5%	84,1%
Cto. BPA ord.	55,0%	-11,9%	-66,7%	-16,3%	67,8%	n.a.	n.a.	n.a.	73,7%	80,4%	n.a.	n.a.	55,9%	26,0%		
CAPEX	(1,6)	(2,0)	(2,4)	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(3,9)	(4,9)	(4,8)	(5,2)		
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>	1,2%	1,6%	2,2%	1,8%	0,8%	0,7%	2,2%	3,0%	2,4%	4,7%	3,0%	3,4%	3,0%	3,0%		
Free Cash Flow	5,3	(3,6)	20,4	(12,7)	4,3	0,1	(2,6)	(9,4)	(5,3)	(5,8)	(1,4)	0,6	1,9	2,3	-8,5%	54,5%
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-10,2x	-0,9x	n.a.	4,6x	0,6x	0,6x	0,5x	0,4x	0,3x		
PER (x)	n.a.	n.a.	4,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	63,5x	20,0x	12,8x	10,2x		
EV/Vtas (x)	0,32x	0,47x	0,22x	0,16x	0,25x	0,25x	0,76x	1,16x	0,69x	0,60x	0,72x	0,59x	0,54x	0,49x		
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24,4x	7,8x	n.a.	n.a.	5,2x	5,4x	4,0x	3,4x	3,1x		
Comport. Absoluto	44,8%	-12,4%	-30,4%	-4,9%	62,2%	29,7%	2,6%	-35,9%	-16,3%	6,1%	24,1%	-4,4%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	19,2%	-15,5%	-25,1%	-3,0%	51,0%	52,5%	-8,2%	-24,2%	-22,4%	12,3%	1,1%	-13,4%				

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

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

## Anexo 5. Principales comparables 2024e

		Referentes de Lujo Asequible					Holdings Retail Especializado					
EUR Mn		Burberry Group PLC	Hugo Boss AG	Salvatore Ferragamo SpA	SMCP SA	Average	Kering	Tapstry	Capri Holdings Ltd	PVH Corp	Average	ADZ
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BRBY-GB	BOSS-DE	SFER-IT	SMCP-FR		KER-FR	TPR-US	CPRI-US	PVH-US		ADZ-ES
	País	UK	Germany	Italy	France		France	USA	UK	USA		Spain
	Market cap	4.819,9	3.572,1	1.606,9	172,4		41.710,1	8.601,2	3.879,0	5.997,4		44,3
Enterprise value (EV)		5.834,8	4.525,8	2.044,1	866,3		56.406,8	10.359,1	7.115,9	8.652,8		84,7
Información financiera básica	Total Ingresos	3.494,1	4.431,7	1.093,9	1.251,8		19.054,9	6.314,6	5.014,4	8.130,0		143,8
	Cto.Total Ingresos	1,3%	5,6%	-5,4%	1,7%	0,8%	-2,6%	1,2%	2,2%	-5,8%	-1,2%	10,9%
	2y TACC (2024e - 2026e)	4,7%	7,1%	6,0%	3,6%	5,4%	6,5%	4,0%	n.a.	2,6%	4,4%	9,9%
	EBITDA	915,8	840,1	240,1	237,0		5.310,4	1.340,9	753,9	1.112,0		21,5
	Cto. EBITDA	1,0%	9,4%	-7,9%	0,9%	0,9%	-19,2%	5,2%	12,1%	-4,7%	-1,6%	23,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	3,6%	11,8%	10,3%	6,5%	8,0%	11,0%	6,1%	n.a.	5,9%	7,7%	13,4%
	EBITDA/Ingresos	26,2%	19,0%	21,9%	18,9%	21,5%	27,9%	21,2%	15,0%	13,7%	19,5%	14,9%
	EBIT	489,7	461,7	60,8	75,5		3.634,2	1.170,3	582,9	831,0		5,0
	Cto. EBIT	0,8%	9,3%	-24,8%	-3,1%	-4,5%	-23,4%	6,0%	15,9%	-6,3%	-1,9%	45,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	8,0%	15,9%	29,0%	15,3%	17,0%	13,6%	7,3%	n.a.	9,3%	10,1%	19,1%
	EBIT/Ingresos	14,0%	10,4%	5,6%	6,0%	9,0%	19,1%	18,5%	11,6%	10,2%	14,9%	3,5%
	Beneficio Neto	337,5	293,1	24,7	25,9		2.233,8	913,7	481,9	589,4		2,2
Cto. Beneficio Neto	1,6%	13,5%	-5,4%	131,5%	35,3%	-25,1%	4,3%	16,4%	-5,1%	-2,4%	203,9%	
2y TACC (2024e - 2026e)	7,5%	18,0%	46,8%	32,0%	26,1%	15,6%	8,5%	n.a.	9,9%	11,3%	40,1%	
CAPEX/Ventas	6,7%	6,9%	8,0%	4,4%	6,5%	9,0%	2,9%	4,1%	3,6%	4,9%	3,4%	
Free Cash Flow	463,3	398,5	109,1	35,4		2.100,1	1.049,6	465,2	603,8		0,6	
Deuda financiera Neta	(380,3)	747,4	472,1	537,8		10.577,8	926,4	818,2	1.172,7		10,3	
DN/EBITDA (x)	n.a.	0,9	2,0	2,3	1,7	2,0	0,7	1,1	1,1	1,2	0,5	
Pay-out	67,8%	35,8%	n.a.	0,0%	34,6%	60,3%	33,5%	0,0%	1,3%	23,8%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	14,6	12,3	65,8	6,2	24,7	18,7	9,5	8,2	10,1	11,6	20,0
	P/BV (x)	3,1	2,3	2,2	0,1	2,0	2,6	3,1	1,6	1,2	2,1	2,1
	EV/Ingresos (x)	1,7	1,0	1,9	0,7	1,3	3,0	1,6	1,4	1,1	1,8	0,6
	EV/EBITDA (x)	6,4	5,4	8,5	3,7	6,0	10,6	7,7	9,4	7,8	8,9	4,0
	EV/EBIT (x)	11,9	9,8	33,6	11,5	16,7	15,5	8,9	12,2	10,4	11,7	16,8
	ROE	21,5	19,1	3,3	2,3	11,6	14,1	32,8	19,4	12,1	19,6	11,2
	FCF Yield (%)	9,6	11,2	6,8	20,5	12,0	5,0	12,2	12,0	10,1	9,8	1,3
	DPA	0,59	1,52	0,08	0,00	0,55	11,01	1,30	0,00	0,13	3,11	0,00
	Dvd Yield	4,4%	3,0%	0,8%	0,0%	2,1%	3,3%	3,5%	0,0%	0,1%	1,7%	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](https://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](https://institutodeanalistas.com/lighthouse)) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

### DISCLAIMER

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

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

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con [secretaria@institutodeanalistas.com](mailto:secretaria@institutodeanalistas.com) o consulte el contenido de este Código en <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
29-Abr-2024	n.a.	4,78	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023 - Subimos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
18-Ene-2024	n.a.	4,92	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
10-Nov-2023	n.a.	5,00	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
14-Jul-2023	n.a.	6,35	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
12-Jun-2023	n.a.	5,40	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
28-Abr-2023	n.a.	6,00	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas, CESGA
23-Ene-2023	n.a.	4,15	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	Luis Esteban Arribas, CESGA
28-Nov-2022	n.a.	4,03	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Subimos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
15-Jul-2022	n.a.	3,92	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	Alfredo Echevarría Otegui
28-Abr-2022	n.a.	3,80	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
24-Ene-2022	n.a.	3,62	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
02-Dic-2021	n.a.	3,77	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
01-Sep-2021	n.a.	4,49	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Ana Isabel González García, CIIA
28-Jul-2021	n.a.	4,34	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021	Ana Isabel González García, CIIA
14-Jun-2021	n.a.	4,28	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	Ana Isabel González García, CIIA
29-Abr-2021	n.a.	4,50	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
29-Mar-2021	n.a.	4,20	n.a.	n.a.	Noticia importante	Ana Isabel González García, CIIA
18-Ene-2021	n.a.	4,78	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
02-Dic-2020	n.a.	4,60	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
17-Sep-2020	n.a.	3,90	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
25-Jun-2020	n.a.	5,10	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Ana Isabel González García, CIIA
13-Ene-2020	n.a.	6,90	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
03-Dic-2019	n.a.	7,36	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

