

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Textiles, Apparel & Luxury Goods

Precio de Cierre: EUR 5,75 (19 jun 2026)

Fecha del informe: 22 jun 2026 (8:45h)

Informe de actualización

Análisis Independiente de Compañías

Adolfo Domínguez (ADZ) es un grupo textil de “moda de autor” de pequeño tamaño con sede en Ourense (España), especializado (50 años) en el diseño y comercialización de artículos de moda. Con presencia internacional (en 2025, España 57% /ventas, México 19%, Japón 3% y Resto del Mundo 6%), está gestionada por la familia fundadora (31% del capital), que prevalece en el Consejo.

Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

¿Por qué ADZ hoy? ¿por qué “apunta” a una buena idea de inversión?

¿QUÉ HA CAMBIADO EN LOS ÚLTIMOS AÑOS EN ADZ? Durante los últimos años ADZ ha llevado a cabo un proceso de transformación basado en (i) el posicionamiento como firma de “moda de autor” premium, (ii) el reposicionamiento de la red comercial (379 puntos de venta en 2025 vs 396 en 2019), (iii) una mayor internacionalización (México y resto de Europa) y (iv) desarrollo de la omnicanalidad (franquicias y online han ganado peso en detrimento de la tienda propia). Lo que ha cristalizado en una TACC 2021-2025 de ingresos del +11,2%.

ESTIMACIONES 2026E-2028E: MENOR CRECIMIENTO, MAYOR RENTABILIDAD. ADZ entra ahora en una nueva fase caracterizada por un menor crecimiento (TACC 25/28e del +2,9%), pero de mayor calidad (TACC EBITDA rec. del +6,3%). La internacionalización selectiva, la omnicanalidad, la reducción de la intensidad promocional, una gestión más eficiente de inventarios y el foco en el control de costes deberían permitir una expansión del margen EBITDA rec. (17,3% en 2028e; +2,7 p.p. vs 2025), acercando a ADZ a niveles de rentabilidad del sector (margen EBITDA 2026e medio de comparables de lujo asequible del c.20%).

¿POR QUÉ ES CREÍBLE? SALTO EN RENTABILIDAD EN 2025 Y VALIDACIÓN EN 2026E.

La mejora (y convergencia) de márgenes de ADZ ya ha comenzado a materializarse. En 2025, ADZ elevó su margen bruto hasta el 60% (+2,8 p.p.) y su margen EBITDA rec. hasta el 15,6% (+3,6 p.p.), demostrando que las iniciativas implementadas comienzan a tener resultados. Para 2026e esperamos prácticamente una repetición del EBITDA rec. (EUR 21,8 Mn; -2,0% vs 2025) en un contexto de ausencia de crecimiento en ingresos (0%), situando el margen EBITDA rec. en 15,3%. La validación en 2026e de estos niveles de rentabilidad demostraría que el salto en rentabilidad registrado en 2025 no fue puntual, sino estructural, y reforzaría la credibilidad de una convergencia progresiva hacia márgenes sectoriales (17%-22%).

MUCHO RECORRIDO TEÓRICO EN MÚLTIPLOS SI SE MATERIALIZA LA CONSOLIDACIÓN Y CONVERGENCIA DE MÁRGENES.

ADZ continúa cotizando con un fuerte descuento en términos de EV/Ingresos (0,6x frente a c. 1,6x de comparables de lujo asequible), sugiriendo que el mercado sigue mostrando cautela respecto a la sostenibilidad del salto en rentabilidad. Lo que deja un potencial de revalorización superior al +20% si se consolida la mejora operativa en 2026e, y que podría ascender hasta el +40% si continúa la convergencia de márgenes en 2027e (nuestro escenario central). ADZ es un valor de la Cartera Modelo de Lighthouse.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	53,3	61,2
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	91,8	105,2
Número de Acciones (Mn)	9,3	
-12m (Máx/Med/Mín EUR)	5,90 / 5,18 / 4,72	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽²⁾	7,4	
Refinitiv / Bloomberg	ADZ.MC / ADZ SM	
Cierre año fiscal	28-feb	

Estructura Accionarial (%) ⁽⁶⁾

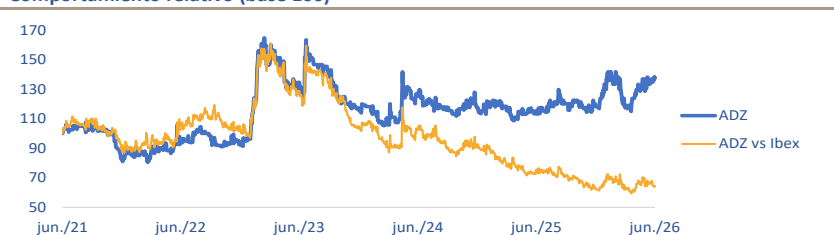
Adolfo Domínguez	31,5
Puig, S.A.	14,8
Libertas 7	10,3
Indumenta Pueri	8,6
Free Float	22,8

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,2	9,3	9,3	9,3
Total Ingresos	142,3	142,3	148,2	155,0
EBITDA Rec.	22,3	21,8	24,1	26,8
% Var.	32,4	-2,0	10,4	11,1
% EBITDA Rec./Ing.	15,6	15,3	16,3	17,3
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	-1,5	10,9	10,1	8,5
Beneficio neto	1,6	3,0	4,4	6,5
BPA (EUR)	0,18	0,33	0,47	0,70
% Var.	80,2	84,6	44,2	48,4
BPA Ord (EUR)	0,28	0,33	0,47	0,70
% Var.	986,4	17,8	44,2	48,4
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	6,5	-1,8	3,5	2,0
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	-1,7	0,1	-3,4	-5,4
DN / EBITDA Rec.(x)	-0,1	0,0	-0,1	-0,2
ROE (%)	9,0	14,4	17,7	21,5
ROCE (%) ⁽⁴⁾	10,9	13,9	16,9	20,3

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁵⁾

PER	32,4	17,6	12,2	8,2
PER Ordinario	20,7	17,6	12,2	8,2
P/BV	2,7	2,4	2,0	1,6
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,64	0,64	0,62	0,59
EV/EBITDA Rec.	4,1	4,2	3,8	3,4
EV/EBIT	22,7	18,7	13,9	10,6
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	12,1	n.a.	6,5	3,7

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	6,5	15,5	19,8	13,9	2,7	38,2
vs Ibxex 35	-2,7	0,9	-14,9	1,9	-49,9	-35,5
vs Ibxex Small Cap Index	1,5	4,2	6,6	6,9	-27,4	11,0
vs Eurostoxx 50	-1,0	3,0	-1,1	4,8	-28,8	-10,3
vs Índice del sector ⁽³⁾	-1,7	4,9	-6,6	19,3	-14,6	51,5

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: TR Europe Apparel & Footwear.

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

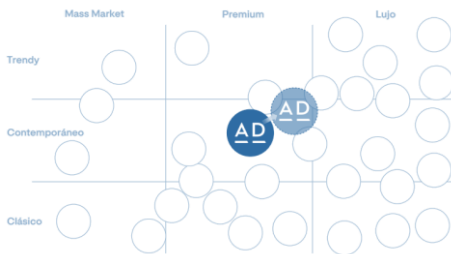
(5) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(6) Otros: La Previsión Mallorquina de Seguros 7,6%, Rreto Magnum SICAV 4,5%

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

El giro estratégico y el salto en márgenes, ya visible en 2025, hacen creíble un “re-rating”.

A) ¿Qué ha cambiado?

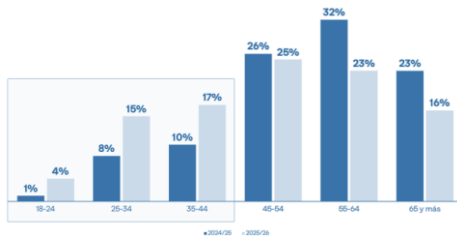
Gráfico 1. Posicionamiento de la marca ADZ


ADZ no es la misma compañía que hace cinco años. Desde 2021 ha ejecutado una transformación basada en el posicionamiento de marca, la optimización de la red comercial, la internacionalización y la omnicanalidad. Como resultado, los ingresos han crecido a una TACC 2021-2025 del +11,2%, el EBITDA recurrente se ha multiplicado casi por cinco y la compañía ha recuperado una posición de caja neta.

La cuestión clave ya no es si ADZ puede volver a crecer (el “turnaround” ya ha ocurrido), sino si es capaz de consolidar y seguir expandiendo los niveles de rentabilidad alcanzados en 2025.

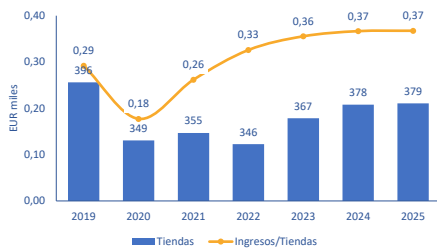
Posicionamiento de la marca y rejuvenecimiento del cliente

Fundada en 1976, ADZ se posiciona como una firma de “moda de autor” premium (más próxima al lujo que al mass market), basada en diseño, calidad de materiales, confección y durabilidad, manteniendo un posicionamiento de precio accesible frente al lujo tradicional. La compañía busca ocupar un espacio diferencial dentro del segmento premium, apoyándose en una identidad de marca propia y reconocible.

Gráfico 2. Distribución de nuevos clientes por franja de edad 2024/25 – 2025/26 (%)


Campañas como “Impermeable”, protagonizada por Iliá Topuria (campeón del mundo de la UFC), y una experiencia de compra más alineada con el posicionamiento premium de la marca han contribuido a incrementar la notoriedad de ADZ.

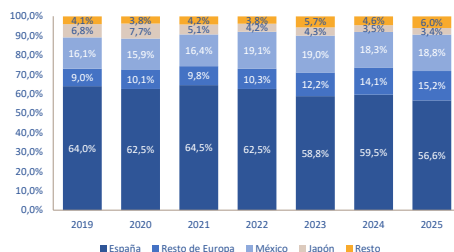
Este posicionamiento ha venido acompañado de una renovación progresiva de la base de clientes. En 2025, ADZ duplicó el volumen de nuevos clientes entre 18 y 44 años, que ya representan el 36% del total. Un indicador especialmente relevante para una marca históricamente percibida como más madura.

Gráfico 3. Puntos de venta y venta media por punto de venta


Reposicionamiento de la red comercial: menos tiendas, pero más productividad

ADZ ha llevado a cabo una profunda optimización de su red comercial. El número de puntos de venta ha pasado de 695 en 2012 a 396 en 2019 y a 379 en 2025 (-45% vs 2012 y -4% vs 2019), mediante una gestión activa de aperturas, cierres, reformas y reubicaciones. Sólo desde 2020, ADZ ha realizado 137 aperturas y 107 cierres, reflejando una revisión continua de la rentabilidad de cada ubicación.

La estrategia ha pasado de maximizar el número de tiendas a maximizar la rentabilidad por punto de venta. Como resultado, el ingreso medio por tienda ha aumentado desde c. EUR 200 mil en 2012 hasta EUR 367 mil en 2025 (+84%), mientras que frente a 2019 el incremento alcanza el +26%.

Gráfico 4. Desglose de ingresos por geografía


Esta transformación también se refleja en la calidad de las ubicaciones (ADZ ha reforzado su presencia en localizaciones premium) y en la evolución de los tipos de tienda (AD Flagship, AD Experience, AD Heritage y AD Touch). Adicionalmente, el 100% de las aperturas, reformas y reubicaciones realizadas en 2025 se concentraron en mercados internacionales (gran parte del CAPEX de los últimos ejercicios ha ido destinado a la reforma y reubicación de puntos de venta).

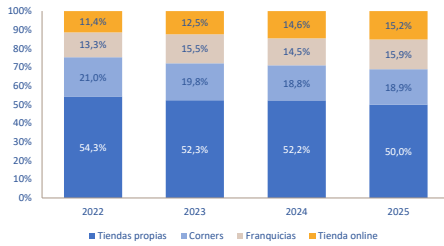
La optimización de la red ha incluido también una reducción deliberada de la exposición al canal outlet, que representa c. el 11% de las ventas y registró una caída del -8,3% en 2025, en línea con la estrategia de priorizar rentabilidad frente a volumen.

Diversificación internacional: crecimiento con menor riesgo de ejecución

Las ventas internacionales han pasado de representar el 35,5% de los ingresos en 2021 al 43,4% en 2025, creciendo a una TACC 2021-2025 del +16,6%, frente al +7,3% de las ventas en España.

El crecimiento se ha concentrado principalmente en México y Resto de Europa, que han incrementado de forma significativa su peso. Esta expansión se ha apoyado en alianzas con

socios estratégicos como El Palacio de Hierro, Chalhoub Group, Liverpool, Saint-Honoré, Galeries Lafayette o El Corte Inglés, entre otros. Un modelo que permite acelerar el crecimiento internacional reduciendo el riesgo de ejecución y la inversión necesaria por apertura, minorando también la intensidad de capital del modelo de negocio.

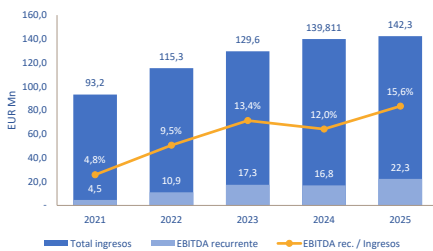
Gráfico 5. Desglose de ingresos por canal

Diversificación por canal: mayor peso de franquicias y online

La transformación también se ha reflejado en el peso relativo de los distintos canales de venta. El peso de las franquicias ha aumentado desde el 13,3% de las ventas en 2022 hasta el 15,9% en 2025 (TACC del +13,3%), mientras que el canal online ha pasado del 11,4% al 15,2% en el mismo periodo (TACC del +17,5%).

Ambos canales presentan una menor intensidad de capital y una mayor capacidad de escalabilidad que la tienda propia tradicional. Lo que permite a ADZ tener presencia hoy en 54 países: 17 con tiendas físicas, 22 donde opera exclusivamente online y 15 con presencia omnicanal.

Una transformación que se refleja, también, en las métricas financieras

La transformación operativa descrita anteriormente ya es visible en la cuenta de pérdidas y ganancias. Entre 2021 y 2025 los ingresos crecieron a una TACC del +11,2%, hasta alcanzar EUR 142,3 Mn. En paralelo, el EBITDA recurrente se multiplicó por cinco, pasando de EUR 4,5 Mn en 2021 (margen del 4,8%) a EUR 22,3 Mn en 2025 (margen del 15,6%). Lo que ha provocado que el EBIT se sitúe en terreno positivo, pasando de EUR -9,3 Mn en 2021 a EUR 4,0 Mn en 2025.

Gráfico 6. Evolución de los ingresos y el EBITDA recurrente


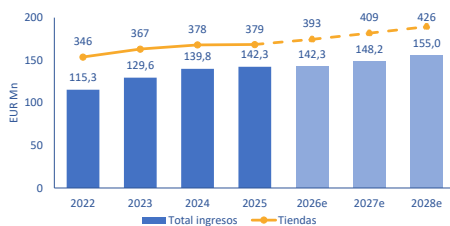
El incremento de ingresos, la mejora del margen bruto y la mayor eficiencia operativa han permitido a ADZ alcanzar cuatro ejercicios consecutivos con beneficio neto positivo y cerrar 2025 en posición de caja neta (sin considerar los pasivos asociados a IFRS 16: EUR 44,3 Mn en 2025). En definitiva, la transformación de ADZ ya no es una expectativa, sino una realidad visible en sus principales métricas operativas y financieras.

B) La siguiente fase (2026e-2028e): menos crecimiento, más rentabilidad.

Tras completar el “turnaround” operativo, creemos que ADZ entra en una nueva fase de creación de valor. A diferencia del periodo 2021-2025, donde el crecimiento de ingresos fue el principal motor, la siguiente etapa debería estar marcada por una expansión progresiva de márgenes, una mejora del retorno sobre el capital empleado y una mayor generación de caja.

Continuidad en la expansión internacional y crecimiento moderado: TACC ingresos 2025-2028e del +2,9%.

Esperamos continuidad en la expansión internacional de ADZ durante los próximos años, en línea con la estrategia que la compañía denomina “internacionalización selectiva”. El crecimiento debería apoyarse principalmente en Latinoamérica (especialmente México), Europa del Este y Asia-Pacífico, mediante acuerdos con socios estratégicos con profundo conocimiento local (El Palacio de Hierro, Chalhoub Group, Liverpool, Galeries Lafayette, entre otros).

Gráfico 7. Evolución del parque de tiendas y los ingresos


Este modelo permite combinar crecimiento con una intensidad de capital contenida, apoyándose en franquicias y corners frente a tienda propia. Proyectamos que el número de puntos de venta crezca hasta los 393 en 2026e (+3,6%), 409 en 2027e (+4,2%) y 426 (+4,2%) en 2028e.

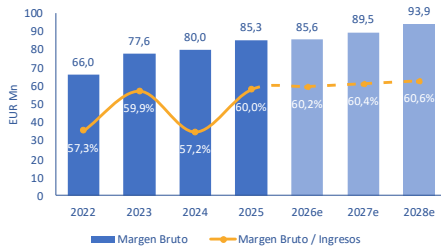
Junto con una evolución favorable de las ventas del parque actual de puntos de venta y la menor relevancia del canal outlet, estimamos que ADZ alcance unos ingresos de c. EUR 155 Mn en 2028e (TACC 2025-2028e del +2,9%).

Adicionalmente, esperamos que el canal online continúe ganando peso hasta representar el c. 17% de las ventas en 2028e, debido al ecosistema ADN (plataforma que alberga todos los servicios personalizados de la marca: ADN RENT, ADN BOX y ADN LIVE) y al crecimiento online en EE.UU. Destacar que ADZ no contempla el canal online como una herramienta de liquidación, sino como una palanca de crecimiento (puerta al mundo) y rentabilidad.

La expansión del margen bruto es clave: 60,6% en 2028e (+0,8 p.p. vs 2025)

Creemos que la mejora del margen bruto observada en 2025 (60%; +2,8 p.p. vs 2024) representa el inicio de una tendencia que debería mantenerse durante los próximos años.

Gráfico 8. Evolución del margen bruto



Las principales palancas identificadas por la compañía son coherentes con este objetivo: mejora del mix de producto hacia categorías de mayor valor añadido, reducción estructural de la intensidad promocional, menor dependencia de campañas de descuento y una gestión más eficiente de compras e inventarios.

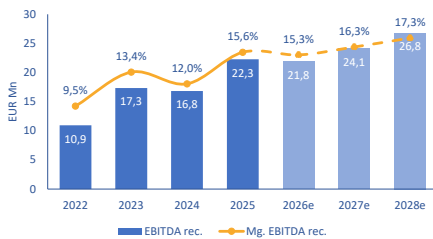
Especial relevancia tiene la implantación de una política de compras más flexible (Open-To-Buy o OTB), que permite adaptar las compras a la evolución real de la demanda, reduciendo el riesgo de sobreinventario y favoreciendo una mayor proporción de ventas a precio completo. A ello se suma la optimización de los costes logísticos y una mayor flexibilidad financiera derivada de la posición de caja neta alcanzada en 2025.

Como resultado, estimamos una mejora gradual del margen bruto (+0,2 p.p./año) hasta el 60,6% en 2028e, situando el crecimiento del margen bruto (en términos absolutos) ligeramente por encima del crecimiento de las ventas.

Mayor eficiencia operativa y convergencia hacia márgenes sectoriales: margen EBITDA rec. del 16,3% en 2027e y del 17,3% en 2028e (+2,7 p.p. vs 2025).

La mejora del margen bruto debería venir acompañada de una mayor eficiencia operativa. ADZ está reforzando sus capacidades de back office y middle office mediante inversiones en sistemas, logística, inteligencia artificial y RFID (Radio Frequency Identification), entre otros. Lo que se suma a los esfuerzos de la compañía por contener su estructura de gastos durante los últimos años (pese al crecimiento en ventas). Al mismo tiempo, el crecimiento estimado a través de franquicias, corners y canales digitales debería contribuir a que el crecimiento del EBITDA recurrente supere al de las ventas.

Gráfico 9. Evolución del EBITDA recurrente



Bajo estas hipótesis, estimamos que el EBITDA recurrente evolucione desde EUR 22,3 Mn en 2025 hasta EUR 26,8 Mn en 2028e, elevando el margen EBITDA recurrente hasta el 17,3%. Aunque todavía por debajo de comparables europeos de lujo asequible, estos niveles situarían a ADZ más cerca de los estándares sectoriales (18%-22%) que de los registrados históricamente por la compañía (media -6y, excluyendo 2020, del c. 11%). Lo que supone, *de facto*, un gran salto en márgenes.

Mejora del ROCE como síntesis de la transformación

La evolución del ROCE resume y condensa la transformación proyectada de ADZ. La combinación de crecimiento internacional "selectivo", expansión del margen bruto, mejora de la eficiencia operativa y menor intensidad de capital (crecimiento vía franquicias y corners) debería traducirse en una mejora progresiva del ROCE durante los próximos ejercicios.

A diferencia de la fase 2021-2025, donde el foco estuvo en la recuperación de ingresos, entre 2025 y 2028e el foco pasará a estar puesto sobre la expansión de márgenes, permitiendo incrementar la rentabilidad sobre el capital empleado desde el 10,2% en 2025 hasta el 20,3% en 2028e apoyado principalmente en el incremento del margen EBITDA.

Gráfico 10. Evolución del EBIT

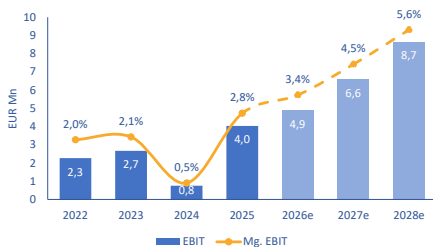


Tabla 1. Desglose del retorno sobre el capital empleado

	2025	2026e	2027e	2028e
Margen bruto / Ingresos	60,0%	60,2%	60,4%	60,6%
Gastos de Personal / Ingresos	-27,0%	-27,4%	-27,0%	-26,6%
Otros Gastos de Explotación / Ingresos	-17,3%	-17,4%	-17,1%	-16,7%
Otros / Ingresos	-0,8%	0,0%	0,0%	0,0%
Gastos de estructura / Ingresos	-45,1%	-44,8%	-44,1%	-43,3%
Margen EBITDA	14,8%	15,3%	16,3%	17,3%
D&A / Ingresos	-2,5%	-2,4%	-2,3%	-2,3%
Arrendamientos (IFRS 16) / Ingresos	-9,5%	-9,5%	-9,5%	-9,4%
Margen EBIT	2,8%	3,4%	4,5%	5,6%
Ingresos / Capital invertido	548,2%	538,1%	505,9%	484,3%
ROCE antes de impuestos	15,5%	18,5%	22,5%	27,1%
Tasa impositiva	-34,7%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
ROCE	10,2%	13,9%	16,9%	20,3%
Crecimiento de Ingresos	1,8%	0,0%	4,2%	4,6%

C) ¿Por qué es creíble? Por lo que “ya” ha ocurrido en 2025 y por lo que esperamos ver en 2026e.

La mejora operativa esperada para los próximos años ya ha comenzado a materializarse. Los resultados de 2025 constituyen la primera evidencia de esta transformación.

2025: crecimiento moderado en ingresos, pero fuerte salto en rentabilidad.

ADZ cerró 2025 con ingresos de EUR 142,3 Mn (+1,8% vs 2024), apoyados en franquicias, online y crecimiento internacional. Sin embargo, lo más relevante fue la fuerte mejora operativa registrada durante el ejercicio: el margen bruto alcanzó el 60,0% (+2,8 p.p. vs 2024), mientras que el EBITDA recurrente se elevó hasta EUR 22,3 Mn (+32,4%), situando el margen EBITDA recurrente en el 15,6% (+3,6 p.p.).

La mejora se apoyó en una menor intensidad promocional, optimización logística, mayor peso del canal online (15,2%/Vtas) y el control de costes. La desaceleración del crecimiento de ingresos (TACC 2021-2025 del +11,2%) es reflejo también de una estrategia de priorización de rentabilidad frente a volumen, especialmente en outlet.

Por geografías, el crecimiento continuó apoyándose en mercados internacionales, destacando México (+5%) y Resto del Mundo (+32%), mientras que por canales siguieron ganando peso las franquicias (+12%) y el online (+6%).

La mejora operativa se tradujo en generación de caja

La expansión de márgenes registrada en 2025 vino acompañada de una mejora significativa de la generación de caja. El incremento del EBITDA recurrente, junto con una reducción de inventarios superior a EUR 5 Mn y un CAPEX contenido (EUR 0,8 Mn), permitió generar flujo de caja libre positivo y cerrar el ejercicio con una posición de caja neta de EUR 1,7 Mn (sin considerar pasivos por IFRS 16).

Este aspecto resulta especialmente relevante, ya que aporta flexibilidad financiera para continuar ejecutando con un riesgo financiero contenido.

2026e: el año de la “confirmación” de la mejora de márgenes de 2025.

Para 2026e estimamos unos ingresos estables (EUR 142,3 Mn; +0% vs 2025), acompañados de una nueva mejora del margen bruto (+0,2 p.p.). Bajo estas hipótesis, ADZ debería ser capaz de mantener niveles de EBITDA recurrente similares a los alcanzados en 2025 (EUR 21,8 Mn; margen del 15,3%), pese al contexto de ingresos.

En nuestra opinión, lo relevante es comprobar/validar que los niveles de margen alcanzados en 2025 son sostenibles. La consolidación de márgenes EBITDA recurrentes en torno al 15% durante 2026e podría aumentar significativamente la credibilidad de una convergencia progresiva hacia niveles sectoriales (18%-22%) durante los próximos años (2027e-2028e).

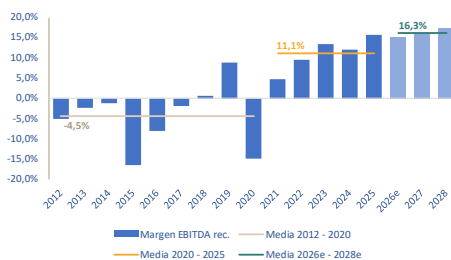
D) Valoración: una historia de consolidación y convergencia de márgenes (aparentemente) no cotizada

ADZ cotiza a un EV/Ventas 2026e de 0,6x (vs 1,6x de comparables de lujo asequible)

ADZ cotiza actualmente a un EV/Ventas 2026e de c. 0,6x, con un fuerte descuento frente al c. 1,6x de comparables europeos de lujo asequible. Un descuento que no resulta novedoso: durante los últimos 13 años la compañía ha cotizado de forma recurrente en torno a 0,6x EV/Ventas, reflejo principalmente de, entre otros factores, una rentabilidad operativa históricamente muy inferior a la del sector (gráfico 11; media del margen EBITDA rec. 2012 – 2020 negativa, del -4,5%).

Sin embargo, creemos que el contexto ha cambiado. Desde 2021 ADZ ha ejecutado una profunda transformación basada en el posicionamiento de la marca (moda de autor premium), la optimización de la red comercial, la internacionalización y la mejora de la eficiencia operativa. Y 2025 constituye, bajo nuestro punto de vista, una (primera) demostración de dicha transformación: margen EBITDA recurrente del 15,6% (+3,6 p.p. vs 2024), EBITDA recurrente de EUR 22,3 Mn (+32%) y margen EBIT del 2,8% (+2,3 p.p.).

Gráfico 11. Evolución del margen EBITDA rec.



Más relevante aún es que esta mejora se ha apoyado principalmente en iniciativas propias de la compañía (marca, internacionalización, online, menor intensidad promocional, optimización logística y disciplina en costes) y no en factores exógenos o extraordinarios. Por tanto, la cuestión clave ya no es si ADZ puede revertir sus márgenes (históricamente bajos; esa reversión ya ha ocurrido), sino si puede consolidar el salto visto en 2025.

Tabla 2. Análisis de múltiplos de compañías comparables

Comparables	Cifras en EUR Mn, excepto %		Ingresos			Margen EBIT (%)			EV / Ingresos		
	Market cap	EV	2026e	2027e	FW 12m	2026e	2027e	FW 12m	2026e	2027e	FW 12m
Burberry Group	4.715	5.716	2.942	3.114	3.028	9,9%	12,3%	11,1%	1,94x	1,84x	1,89x
Hugo Boss	2.729	3.604	3.935	4.031	3.983	7,9%	8,7%	8,3%	0,92x	0,89x	0,90x
Salvatore Ferragamo	1.627	2.069	976	1.021	999	3,5%	5,9%	4,7%	2,12x	2,03x	2,07x
Marimekko	425	422	200	210	205	17,1%	17,8%	17,5%	2,10x	2,01x	2,06x
SMCP	396	924	1.217	1.249	1.233	8,1%	8,7%	8,4%	0,76x	0,74x	0,75x
Media						9,3%	10,7%	10,0%	1,57x	1,50x	1,53x
Adolfo Domínguez	53	92	142	148	145	4,1%	5,1%	4,6%	0,64x	0,62x	0,63x

La consolidación de márgenes podría impulsar una convergencia de múltiplos

Nuestras estimaciones consideran un margen EBITDA recurrente del 15,3% en 2026e y del 16,3% en 2027e, con márgenes EBIT del 3,4% y 4,5%¹, respectivamente. Niveles todavía inferiores a los de comparables europeos, pero significativamente más próximos a ellos que en cualquier otro momento de la última década.

La media del múltiplo EV/Ventas 12m forward de comparables de lujo asequible se sitúa en c. 1,53x. Ajustando dicho múltiplo por el diferencial de rentabilidad esperada para los próximos 12 meses (margen EBIT del 10% en comparables frente al 4,6% de ADZ¹), se obtiene un múltiplo ajustado para ADZ de 0,71x, frente al 0,63x actual. Lo que supone un potencial de revalorización del +20,2%. En el caso de que ADZ alcanzase los niveles de rentabilidad proyectados en 2027e (margen EBIT del 5,1%¹), el múltiplo ascendería hasta c. 0,78x EV/Ventas, lo que equivaldría a un potencial de revalorización del +40,8%.

Tabla 3: Valoración por múltiplos

	Consolidación de la mejora de 2025	Convergencia parcial (margen 2027e)	Mayor convergencia (margen 2028e)
Sector lujo asequible			
Margen EBIT medio	10,0%	10,0%	10,0%
EV/Ventas 12m forward medio	1,53x	1,53x	1,53x
Rango de valor de ADZ			
Margen EBIT ajustado de ADZ*	4,6%	5,1%	6,2%
EV/Ventas estimado (ajustado por diferencial de rentabilidad de ADZ frente al sector)	0,71x	0,78x	0,95x
Ingresos 12m forward de ADZ (EUR Mn)	145,3	145,3	145,3
Enterprise Value (EUR Mn)	102,5	113,5	138,7
- Minoritarios	-	-	-
- Provisiones y otros pasivos a largo plazo	45,7	45,7	45,7
- Deuda financiera neta	(1,7)	(1,7)	(1,7)
+ Inmovilizado financiero	5,6	5,6	5,6
Equity Value (EUR Mn)	64,1	75,1	100,3
Nº de acciones (Mn)	9,3	9,3	9,3
Valor / Acc. (EUR)	6,9	8,1	10,8
Potencial vs Market Cap	20,2%	40,8%	88,0%

*El margen EBIT ajustado de ADZ considerado en la columna "Consolidación de la mejora de 2025" hace referencia al margen EBIT ajustado estimado para los próximos 12 meses (4,6%).

Además, nuestras proyecciones no contemplan que la convergencia de márgenes termine en 2027e, sino que ese diferencial continúe estrechándose en 2028e (margen EBITDA rec. del 17,3% y margen EBIT del 5,6%; margen EBIT ajustado por IFRS 16 del 6,2%). Bajo esta hipótesis,

¹ La cifra de EBIT histórica (2019-2025) y proyectada (2026e-2028e) de ADZ incluye los gastos financieros asociados a los pasivos por arrendamiento bajo IFRS 16. Por ejemplo, el EBIT 2025 considerado en este informe (EUR 4,0 Mn) incluye c. EUR 0,9 Mn de gastos financieros asociados a IFRS 16. Excluyendo este efecto, el EBIT 2025 ascendería a EUR 5,0 Mn, en línea con la cifra reportada por ADZ en sus CCAA.

En este sentido, a efectos comparativos, los márgenes EBIT de ADZ utilizados en el análisis de múltiplos han sido ajustados para eliminar las diferencias de tratamiento derivadas de IFRS 16 y hacerlos comparables con las estimaciones disponibles para compañías cotizadas del sector. Por ejemplo, el margen EBIT ajustado 2026e asciende al 4,1% (vs margen del 3,4% sin ajustar).

el múltiplo EV/Ventas podría ascender hasta 0,95x, lo que implica un potencial de revalorización del +88%.

Los ejercicios anteriores sugieren que la cotización sigue reflejando cautela respecto a la capacidad de ADZ para consolidar la mejora de rentabilidad observada en 2025 y continuar reduciendo el diferencial frente al sector. De hecho, realizando el ejercicio inverso, el múltiplo EV/Ventas 12m forward al que cotiza actualmente ADZ implicaría un margen EBIT del 4,1%, c. 0,5 p.p. inferior al margen EBIT que estimamos para los próximos 12 meses.

En nuestra opinión, ADZ se presenta hoy, en primer lugar, como una historia de consolidación del salto en rentabilidad registrado en 2025 y, en segundo lugar, como una historia de convergencia progresiva hacia niveles de rentabilidad más próximos a los del sector. Una convergencia apoyada principalmente en iniciativas propias de la compañía (sobre las que tiene cierto "control": marca, internacionalización, mix de producto, menor intensidad promocional, optimización logística y disciplina en costes) y cuyos resultados ya empiezan a ser visibles. En resumen, ADZ se presenta como una historia de convergencia de márgenes que debería venir acompañada de una convergencia de múltiplos.

¿Y si el múltiplo EV/Ventas no varía pese a la mejora de rentabilidad?

Complementariamente al análisis de múltiplos, el rango del valor de ADZ se puede estimar a partir de la capacidad de generación de caja que puede alcanzar la compañía. En el caso de que, pese a la consolidación de la mejora de márgenes e incluso una posterior convergencia, el múltiplo EV/Ventas de ADZ no variase, ¿qué sucedería? En ese caso, lo que sí sucedería es que la capacidad de generación de caja de ADZ se incrementaría (como consecuencia de la mejora de márgenes). En este sentido, se abren principalmente dos posibilidades:

- i. Consolidación: mantenimiento de los niveles de rentabilidad alcanzados en 2025 (margen EBITDA recurrente 2026e del 15,3%). EBITDA rec. 2026e de EUR 21,8 Mn.
- ii. Convergencia: continuidad en la mejora operativa y estrechamiento gradual del diferencial de rentabilidad con el sector. Margen EBITDA rec. 2027e del 16,3. EBITDA rec. 2027e de EUR 24,1 Mn.

Adicionalmente, con el objetivo de estimar un flujo de caja libre para la empresa "normalizado" se consideran los siguientes ajustes: (i) pagos por arrendamientos de c. EUR 13,5 Mn en 2026e y EUR 14,0 Mn en 2027e; (ii) necesidades de circulante en línea con los últimos 5 años (rango de capital circulante/ventas entre el 4% y el 7%); (iii) un CAPEX de mantenimiento equivalente al 2% de las ventas; y (iv) una tasa impositiva del 25%.

Tabla 4. Valoración por descuento de flujos de caja

	Consolidación de la mejora de 2025	Convergencia parcial (margen 2027e)
EBIT	4,9	6,6
* Tasa fiscal teórica	25%	25%
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,2)	(1,6)
EBITDA recurrente	21,8	24,1
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(13,5)	(14,0)
+/- Var. Capital circulante	(0,2)	(0,2)
= Cash Flow operativo recurrente	8,1	9,9
- Capex	(2,8)	(3,0)
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,2)	(1,6)
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	4,0	5,3
Enterprise Value (EUR Mn)	49,4	64,3
Equity Value (EUR Mn)	56,7	71,6
Nº de acciones (Mn)	9,3	9,3
Valor / Acc. (EUR)	6,1	7,7
Potencial vs Market Cap	6,3%	34,3%

Bajo estas hipótesis, el flujo de caja libre para la empresa "normalizado" de ADZ se situaría en (i) c. EUR 4 Mn anuales en el caso de una consolidación de los niveles de rentabilidad 2025 y (ii) entre EUR 5-5,5 Mn en el caso de seguir avanzando en la convergencia con el sector. Aplicando

una tasa de descuento del 10,4% y una tasa de crecimiento a perpetuidad del 2%, se obtiene un Equity Value entre EUR 56,7 Mn y EUR 71,6 Mn, lo que equivalente a un potencial de revalorización entre +6,3% y +34,3% respecto a la capitalización bursátil actual (EUR 50,1 Mn).

El objetivo de este ejercicio no es únicamente estimar un rango del valor de ADZ, sino poner de manifiesto que la consolidación del salto en márgenes debería traducirse en una mayor capacidad de generación de caja, independientemente del múltiplo EV/Ventas y su convergencia. Una mayor generación de caja que terminaría reflejándose en el balance y potencialmente en la capacidad de remuneración al accionista.

En conclusión: elevado potencial de revalorización 100% sujeto a la consolidación y mejora de márgenes (con inevitable riesgo de ejecución)

Por tanto, comprar hoy ADZ supone asumir riesgo de ejecución: continuar avanzando en el posicionamiento premium y trendy de la marca, su rejuvenecimiento, la internacionalización, la reducción estructural de los descuentos y el control de costes, consolidando la mejora de rentabilidad de 2025 y avanzando en la convergencia con el sector.

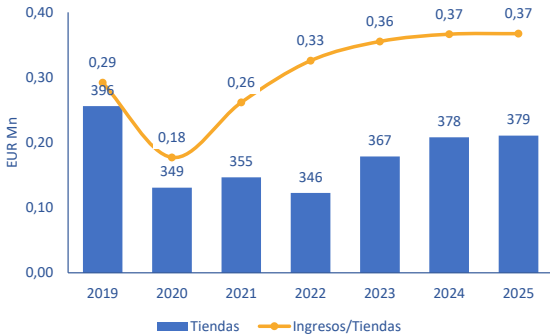
Un riesgo de ejecución que se ve mitigado por dos factores.

- i. En primer lugar, porque los niveles de rentabilidad estimados son niveles de rentabilidad sectoriales, no excepcionales (historia de “consolidación y convergencia”).
- ii. En segundo lugar, porque ADZ ya ha demostrado durante los últimos años capacidad de transformación tanto operativa (marca, red comercial, internacionalización y omnicanalidad) como financiera (expansión de márgenes y generación de caja).

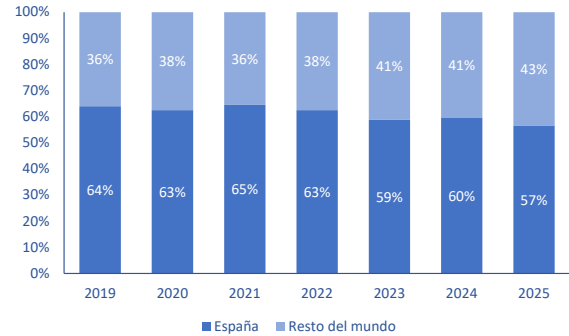
Por ello, creemos que la validación durante 2026e de los niveles de rentabilidad alcanzados en 2025 constituye el principal catalizador, al reforzar significativamente la credibilidad de un (gran) cambio estructural en la rentabilidad de ADZ. Lo que empuja a pensar también en una convergencia del múltiplo EV/Ventas y, por tanto, en un alto potencial. Una valoración basada en nuestra estimación de margen EBITDA rec. para 2027e (16,3% vs 15,3% en 2026e) implicaría, vía re-rating del múltiplo EV/Ingresos, un potencial de revalorización del c. +40% frente a la capitalización actual. Lo que explica la inclusión de ADZ en la Cartera Modelo de Lighthouse.

La compañía en 8 gráficos

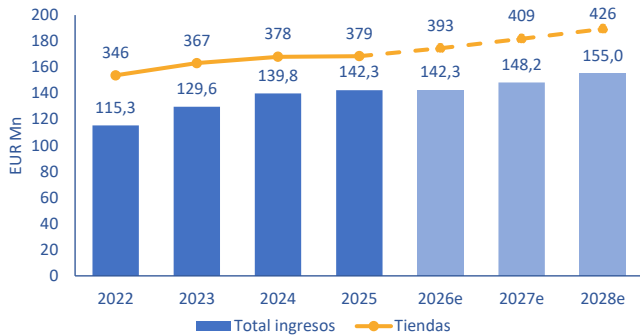
El redimensionamiento de la superficie comercial eleva el ingreso/punto de venta



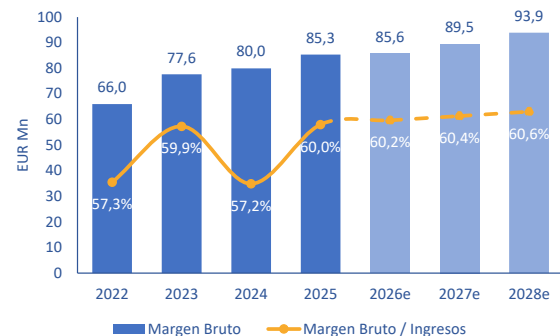
Apoyado también en una mayor internacionalización (principalmente en México y Resto de Europa)



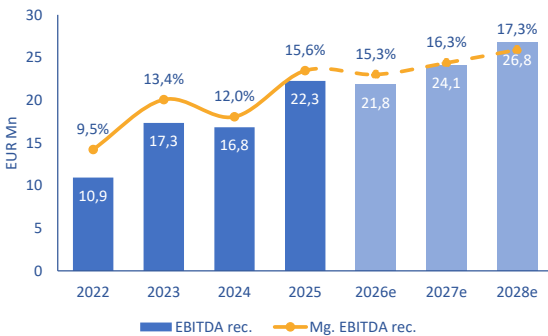
TACC 2025-2028e de ingresos del 2,9%, basada en un incremento del parque de tiendas (principalmente internacionales; franquicias y corners)



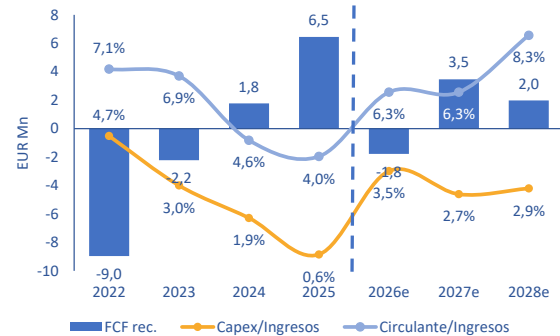
Esperamos continuidad en la mejora (progresiva) del margen bruto, apoyada en menor intensidad promocional y optimización de costes logísticos



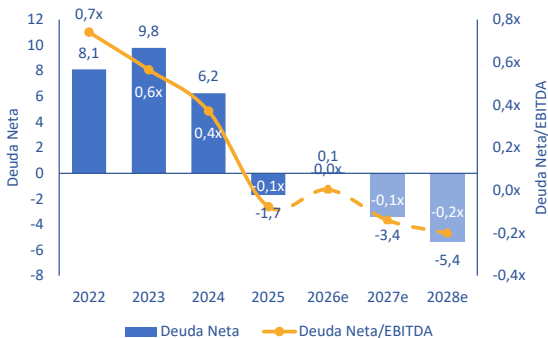
El control de costes (en línea con los últimos años) debería permitir un incremento del EBITDA rec. hasta EUR 26,8 Mn en 2028e (margen del 17,3%)



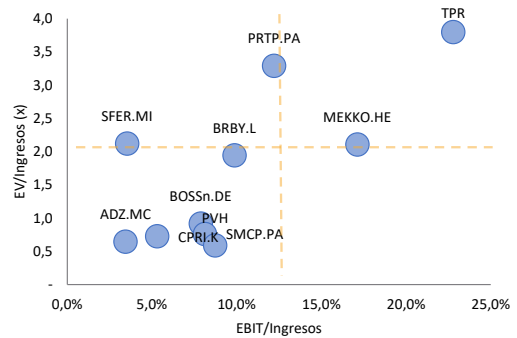
Lo que hará posible generar FCF rec. positivo en 2027e, pese al CAPEX y el circulante



Manteniendo una posición de balance muy sana (caja neta, excluyendo pasivos por IFRS 16)



Cotizando con un fuerte descuento vs comparables europeos, apuntando a una convergencia si se consolida la mejora operativa



Inputs de valoración
Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(1,1)	4,0	2,0	n.a.			
Market Cap	53,3	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-1,7	Deuda bancaria neta de Caja (último año cerrado)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,8%	Coste de la deuda neta			6,5%	7,0%	
Tasa fiscal efectiva (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la Deuda Neta	5,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			5,2%	5,6%	
Risk free rate (rf)	3,5%	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 (Thomson Reuters)			1,0	1,2	
Coste del Equity	10,4%	Ke = Rf + (R*B)			9,2%	11,6%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	10,4%	WACC = Kd*D + Ke*E			9,2%	11,6%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	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 26e	BPA 26e-28e	EV/EBITDA 26e	EBITDA 26e-28e	EV/Vtas. 26e	Ingresos 26e-28e	EBITDA/Vtas. 26e	FCF Yield 26e	FCF 26e-28e
Burberry Group	BRBY.L	4.725,6	28,2	37,2%	8,1	12,8%	1,9	5,7%	24,0%	8,1%	3,3%
Hugo Boss	BOSSn.DE	2.728,6	14,5	14,8%	5,4	4,9%	0,9	2,7%	17,1%	13,0%	3,3%
Salvatore Ferragamo	SFER.MI	1.627,1	n.a.	n.a.	10,8	10,7%	2,1	4,7%	19,6%	8,1%	-32,0%
Mari mekko	MEKKO.HE	425,2	16,0	9,1%	9,4	7,0%	2,1	5,0%	22,4%	7,1%	4,8%
SMCP	SMCP.PA	395,5	8,0	18,1%	3,8	4,8%	0,8	2,7%	19,8%	22,5%	17,4%
Referentes de Lujo Asequible			16,7	19,8%	7,5	8,1%	1,6	4,2%	20,6%	11,8%	-0,6%
Kering	P RTP.PA	33.528,9	41,6	41,7%	13,4	13,9%	3,3	6,7%	24,5%	11,1%	-27,0%
Tapestry	TPR	25.308,6	20,6	11,6%	15,1	9,1%	3,8	5,6%	25,1%	5,4%	6,8%
Capri Holdings	CPRI.K	2.036,2	9,6	15,0%	8,2	12,6%	0,7	2,9%	8,9%	10,6%	-41,4%
PVH Corp	PVH	3.101,9	6,4	8,9%	5,0	0,4%	0,6	2,2%	11,9%	18,9%	-41,4%
Holdings Retail Especializado			19,5	19,3%	10,4	9,0%	2,1	4,3%	17,6%	11,5%	-25,8%
ADZ	ADZ.MC	53,3	17,6	46,2%	4,2	10,7%	0,6	4,4%	15,3%	n.a.	76,6%

Análisis de sensibilidad (2027e)
A) Análisis de sensibilidad del EBITDA Rec. y múltiplos a variaciones en los márgenes

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	17,9%	26,5	3,5x
Central	16,3%	24,1	3,8x
Min	14,7%	21,7	4,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e			➔	Escenario			
EBITDA 27e	2,4%	2,7%	3,0%		Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
26,5	6,3	5,8	5,4		Max	11,8%	11,0%	10,1%
24,1	3,9	3,5	3,0		Central	7,3%	6,5%	5,7%
21,7	1,5	1,1	0,7		Min	2,9%	2,1%	1,2%

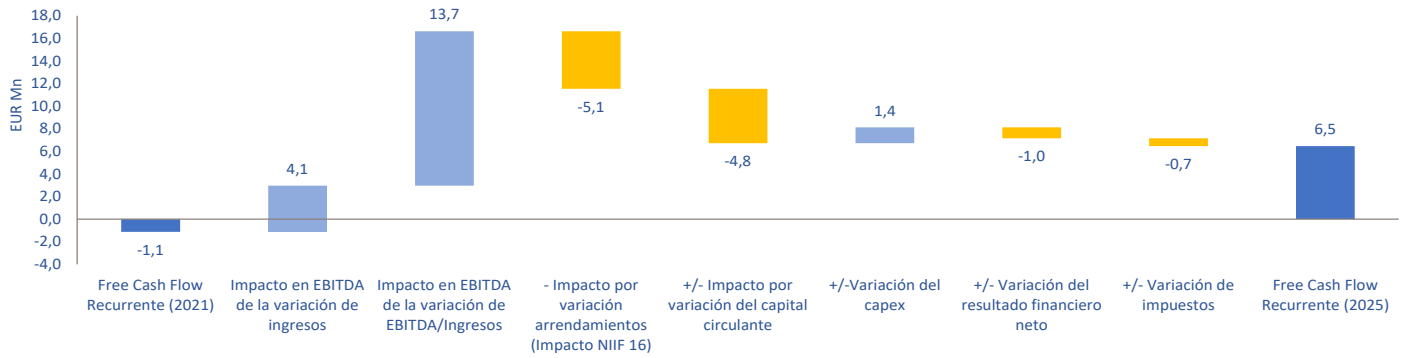
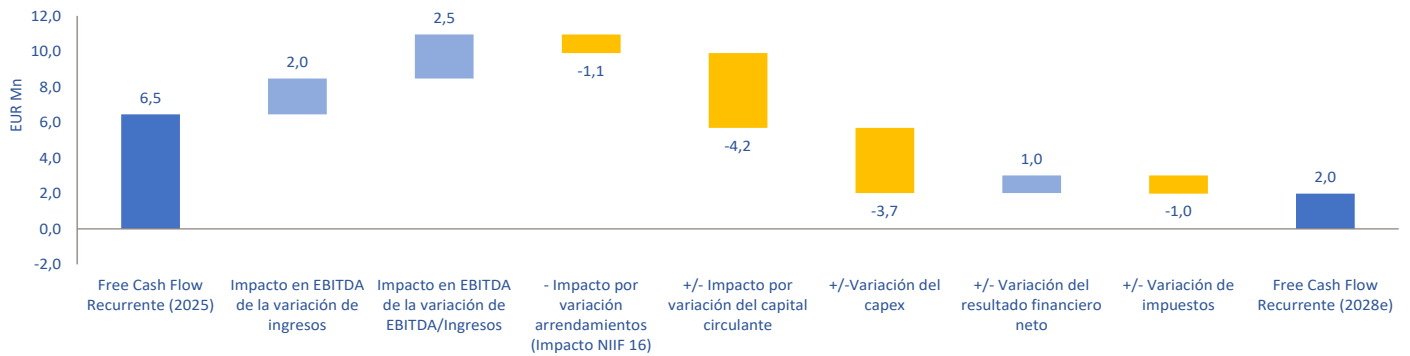
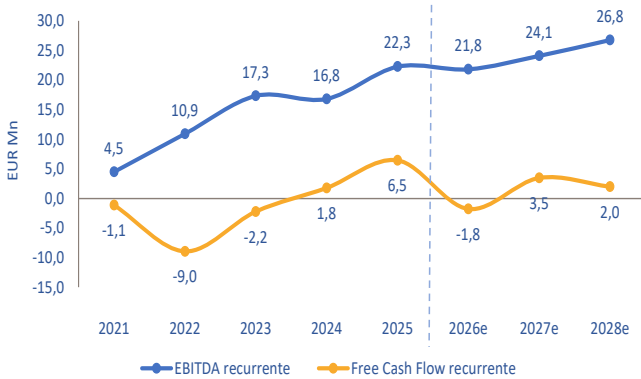
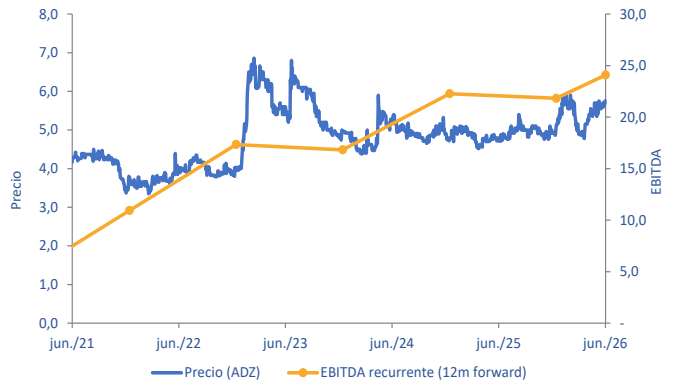
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	27,8	33,5	41,1	40,2	42,8	42,8	42,8	42,8		
Inmovilizado material	7,5	9,3	9,0	8,8	6,8	8,5	9,0	10,0		
Otros activos no corrientes	2,4	2,7	12,7	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0		
Inmovilizado financiero	5,7	5,6	7,0	5,7	5,6	5,6	5,6	5,6		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	26,5	35,6	37,3	35,7	30,2	33,4	34,8	39,5		
Total activo	69,8	86,7	107,1	103,5	98,4	103,3	105,2	110,9		
Patrimonio neto	15,5	17,2	18,7	17,0	19,5	22,6	26,9	33,4		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,5	1,4	10,0	10,4	11,8	11,8	11,8	11,8		
Otros pasivos no corrientes	29,0	32,7	40,2	40,6	44,3	44,3	44,3	44,3		
Deuda financiera neta	1,7	8,1	9,8	6,2	(1,7)	0,1	(3,4)	(5,4)		
Pasivo circulante	22,1	27,4	28,4	29,3	24,5	24,5	25,5	26,7		
Total pasivo	69,8	86,7	107,1	103,5	98,4	103,3	105,2	110,9		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
Total Ingresos	93,2	115,3	129,6	139,8	142,3	142,3	148,2	155,0	11,2%	2,9%
Cto.Total Ingresos	39,5%	23,7%	12,4%	7,9%	1,8%	0,0%	4,2%	4,6%		
Coste de ventas	(40,5)	(49,3)	(52,0)	(59,9)	(57,0)	(56,7)	(58,8)	(61,1)		
Margen Bruto	52,7	66,0	77,6	80,0	85,3	85,6	89,5	93,9	12,8%	3,2%
Margen Bruto / Ingresos	56,6%	57,3%	59,9%	57,2%	60,0%	60,2%	60,4%	60,6%		
Gastos de personal	(28,7)	(33,0)	(34,7)	(37,4)	(38,5)	(39,0)	(40,0)	(41,2)		
Otros costes de explotación	(19,5)	(22,1)	(25,6)	(25,7)	(24,6)	(24,8)	(25,4)	(25,9)		
EBITDA recurrente	4,5	10,9	17,3	16,8	22,3	21,8	24,1	26,8	49,1%	6,3%
Cto.EBITDA recurrente	145,2%	142,9%	58,5%	-3,0%	32,4%	-2,0%	10,4%	11,1%		
EBITDA rec. / Ingresos	4,8%	9,5%	13,4%	12,0%	15,6%	15,3%	16,3%	17,3%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(4,1)	2,4	0,0	0,1	(1,2)	-	-	-		
EBITDA	0,4	13,4	17,4	16,9	21,1	21,8	24,1	26,8	<i>n.a.</i>	8,2%
Depreciación y provisiones	(1,2)	(1,3)	(2,8)	(3,1)	(3,5)	(3,4)	(3,5)	(3,5)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,4)	(9,8)	(11,9)	(13,0)	(13,5)	(13,5)	(14,0)	(14,6)		
EBIT	(9,3)	2,3	2,7	0,8	4,0	4,9	6,6	8,7	24,9%	29,0%
Cto.EBIT	48,1%	124,3%	17,7%	-71,7%	435,4%	21,3%	34,8%	31,2%		
EBIT / Ingresos	<i>n.a.</i>	2,0%	2,1%	0,5%	2,8%	3,4%	4,5%	5,6%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,7)	(1,0)	(1,7)	(0,9)	(1,5)	(0,8)	(0,8)	-		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(10,0)	1,3	1,0	(0,2)	2,5	4,0	5,8	8,7	22,5%	51,1%
Cto.Beneficio ordinario	47,9%	112,6%	-23,6%	-119,4%	<i>n.a.</i>	61,3%	44,2%	48,4%		
Extraordinarios	-	-	-	1,3	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(10,0)	1,3	1,0	1,1	2,5	4,0	5,8	8,7	22,5%	51,1%
Impuestos	0,8	(1,1)	(0,2)	(0,2)	(0,9)	(1,0)	(1,5)	(2,2)		
Tasa fiscal efectiva	<i>n.a.</i>	87,5%	24,7%	20,3%	34,7%	25,0%	25,0%	25,0%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(9,3)	0,2	0,7	0,9	1,6	3,0	4,4	6,5	21,5%	58,2%
Cto.Beneficio neto	52,1%	101,7%	360,2%	24,4%	80,6%	85,1%	44,2%	48,4%		
Beneficio ordinario neto	(5,9)	(1,2)	0,7	(0,3)	2,6	3,0	4,4	6,5	24,9%	36,2%
Cto. Beneficio ordinario neto	73,7%	80,4%	160,4%	-141,4%	988,5%	18,2%	44,2%	48,4%		
Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
EBITDA recurrente						21,8	24,1	26,8	49,1%	6,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(13,5)	(14,0)	(14,6)		
Var.capital circulante						(3,2)	(0,4)	(3,5)		
Cash Flow operativo recurrente						5,1	9,7	8,7	56,8%	-2,8%
CAPEX						(5,0)	(4,0)	(4,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,8)	(0,8)	-		
Impuestos						(1,0)	(1,5)	(2,2)		
Free Cash Flow Recurrente						(1,8)	3,5	2,0	66,5%	-32,5%
Gastos de reestructuración y otros						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(1,8)	3,5	2,0	34,6%	-33,4%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						1,8	(3,5)	(2,0)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
								22-25	25-28e
EBITDA recurrente	10,9	17,3	16,8	22,3	21,8	24,1	26,8	26,8%	6,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	142,9%	58,5%	-3,0%	32,4%	-2,0%	10,4%	11,1%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	9,5%	13,4%	12,0%	15,6%	15,3%	16,3%	17,3%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(9,8)	(11,9)	(13,0)	(13,5)	(13,5)	(14,0)	(14,6)		
+/- Var. Capital circulante	(3,8)	(0,7)	2,5	0,7	(3,2)	(0,4)	(3,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	(2,7)	4,7	6,2	9,4	5,1	9,7	8,7	76,4%	-2,8%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-273,0%	275,7%	31,6%	51,0%	-46,0%	90,7%	-10,7%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	3,7%	4,5%	6,6%	3,6%	6,5%	5,6%		
- CAPEX	(5,5)	(3,9)	(2,6)	(0,8)	(5,0)	(4,0)	(4,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,9)	(1,2)	(1,0)	(0,8)	(0,8)	-		
- Impuestos	(0,2)	(2,1)	(0,7)	(1,1)	(1,0)	(1,5)	(2,2)		
= Free Cash Flow recurrente	(9,0)	(2,2)	1,8	6,5	(1,8)	3,5	2,0	39,6%	-32,5%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-689,4%	75,2%	180,4%	262,3%	-127,5%	295,7%	-42,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	1,3%	4,5%	n.a.	2,3%	1,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	2,4	0,0	0,1	(1,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	3,4	0,6	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(1,4)	0,8	-	-	-		
= Free Cash Flow	(6,5)	(2,2)	3,9	6,7	(1,8)	3,5	2,0	44,7%	-33,4%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-24,0%	66,7%	278,2%	73,9%	-126,4%	295,7%	-42,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	3,3%	12,1%	n.a.	6,5%	3,7%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	7,3%	12,6%	n.a.	6,5%	3,7%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,1)	(9,0)	(2,2)	1,8	6,5	(1,8)	3,5		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,1	1,4	1,4	0,3	(0,0)	0,9	1,1		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	5,4	5,0	(1,9)	5,1	(0,4)	1,4	1,6		
= Variación EBITDA recurrente	6,4	6,4	(0,5)	5,4	(0,4)	2,3	2,7		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(2,1)	(1,1)	(0,5)	0,0	(0,5)	(0,6)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(9,3)	3,1	3,2	(1,8)	(3,9)	2,8	(3,2)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(4,3)	7,4	1,5	3,2	(4,3)	4,6	(1,0)		
+/- Variación del CAPEX	(3,2)	1,6	1,3	1,8	(4,2)	1,0	(0,5)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,5)	(0,4)	(0,2)	0,2	0,1	0,1	0,8		
+/- Variación de impuestos	0,2	(1,9)	1,4	(0,4)	0,1	(0,4)	(0,7)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(7,8)	6,7	4,0	4,7	(8,2)	5,2	(1,5)		
Free Cash Flow recurrente	(9,0)	(2,2)	1,8	6,5	(1,8)	3,5	2,0		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	2,3	2,7	0,8	4,0	4,9	6,6	8,7	21,2%	29,0%
<i>* Tasa fiscal</i>	0,0%	24,7%	0,0%	30,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,7)	-	(1,2)	(1,2)	(1,6)	(2,2)		
EBITDA recurrente	10,9	17,3	16,8	22,3	21,8	24,1	26,8	26,8%	6,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(9,8)	(11,9)	(13,0)	(13,5)	(13,5)	(14,0)	(14,6)		
+/- Var. Capital circulante	(3,8)	(0,7)	2,5	0,7	(3,2)	(0,4)	(3,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	(2,7)	4,7	6,2	9,4	5,1	9,7	8,7	76,4%	-2,8%
- CAPEX	(5,5)	(3,9)	(2,6)	(0,8)	(5,0)	(4,0)	(4,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,7)	-	(1,2)	(1,2)	(1,6)	(2,2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(8,2)	0,2	3,6	7,4	(1,1)	4,0	2,0	42,7%	-35,4%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	n.a.	102,3%	n.a.	103,1%	-115,4%	454,5%	-50,9%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	0,1%	2,6%	5,2%	n.a.	2,7%	1,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	2,4	0,0	0,1	(1,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	3,4	0,6	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(1,4)	0,8	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(5,7)	0,2	5,7	7,7	(1,1)	4,0	2,0	49,4%	-36,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-19,8%	104,1%	n.a.	33,8%	-114,9%	454,5%	-50,9%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	0,4%	7,7%	15,6%	n.a.	8,5%	4,2%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	0,5%	12,1%	16,2%	n.a.	8,5%	4,2%		

Nota: Free Cash Flow Yield (s/Market Cap) estimado ajustado por intereses minoritarios.

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)

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	53,3	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	45,7	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	(1,7)	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	5,6	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	91,8	

Anexo 4. Comportamiento histórico⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)																TACC	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	15-25	25-28e	
Total ingresos	108,4	113,2	117,0	113,4	116,2	66,8	93,2	115,3	129,6	139,8	142,3	142,3	148,2	155,0	2,8%	2,9%	
Cto.Total ingresos	-12,8%	4,4%	3,3%	-3,0%	2,5%	-42,5%	39,5%	23,7%	12,4%	7,9%	1,8%	0,0%	4,2%	4,6%			
EBITDA	(17,7)	(9,0)	(2,2)	1,2	11,3	(6,8)	0,4	13,4	17,4	16,9	21,1	21,8	24,1	26,8	12,3%	8,2%	
Cto. EBITDA	n.a.	49,0%	75,6%	153,3%	868,1%	-160,1%	105,5%	n.a.	30,1%	-2,6%	24,7%	3,4%	10,4%	11,1%			
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	1,0%	9,8%	n.a.	0,4%	11,6%	13,4%	12,1%	14,8%	15,3%	16,3%	17,3%			
Beneficio neto	8,0	(22,7)	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(19,3)	(9,3)	0,2	0,7	0,9	1,6	3,0	4,4	6,5	-14,6%	58,2%	
Cto. Beneficio neto	172,2%	-384,8%	69,8%	92,7%	n.a.	-132,5%	52,1%	101,7%	360,2%	24,4%	80,6%	85,1%	44,2%	48,4%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	9,1	9,1	9,0	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3			
BPA (EUR)	0,87	-2,48	-0,76	-0,05	-0,90	-2,10	-1,00	0,02	0,08	0,10	0,18	0,33	0,47	0,70	-14,7%	58,0%	
Cto. BPA	n.a.	n.a.	69,4%	92,9%	n.a.	n.a.	52,1%	n.a.	n.a.	24,4%	80,2%	84,6%	44,2%	48,4%			
BPA Ord. (EUR)	-2,14	-2,48	-0,81	0,00	-0,10	-2,44	-0,64	-0,13	0,08	-0,03	0,28	0,33	0,47	0,70	7,9%	36,1%	
Cto. BPA Ord.	-66,7%	-16,3%	67,4%	n.a.	n.a.	n.a.	73,7%	80,5%	n.a.	n.a.	n.a.	17,8%	44,2%	48,4%			
CAPEX	(2,4)	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(3,9)	(2,6)	(0,8)	(5,0)	(4,0)	(4,5)			
CAPEX/Vtas %	2,2%	1,8%	0,8%	0,7%	2,2%	3,0%	2,4%	4,7%	3,0%	1,9%	0,6%	3,5%	2,7%	2,9%			
Free Cash Flow	20,4	(12,7)	4,3	0,1	(2,6)	(9,4)	(5,3)	(6,5)	(2,2)	3,9	6,7	(1,8)	3,5	2,0	-10,5%	-33,4%	
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	-10,2x	-0,9x	n.a.	4,6x	0,6x	0,6x	0,4x	-0,1x	0,0x	-0,1x	-0,2x			
PER (x)	4,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	63,2x	48,1x	28,5x	17,6x	12,2x	8,2x			
EV/Vtas (x)	0,08x	0,29x	0,27x	0,48x	0,65x	0,97x	0,65x	0,84x	0,66x	0,63x	0,64x	0,64x	0,62x	0,59x			
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	46,0x	6,6x	n.a.	n.a.	7,3x	4,9x	5,2x	4,3x	4,2x	3,8x	3,4x			
Comport. Absoluto	n.a.	-4,9%	62,2%	29,7%	2,6%	-35,9%	-16,3%	6,1%	24,1%	-5,2%	6,5%	13,9%					
Comport. Relativo vs Ibx 35	n.a.	-3,0%	51,0%	52,5%	-8,2%	-24,2%	-22,4%	12,3%	1,1%	-17,4%	-28,6%	1,9%					

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 Thomson Reuters.

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

Anexo 5. Principales competidores 2026e

		Referentes de Lujo Asequible						Holdings Retail Especializado					ADZ
EUR Mn		Burberry Group	Hugo Boss	Salvatore Ferragamo	Marimekko	SMCP	Average	Kering	Tapestry	Capri Holdings	PVH Corp	Average	ADZ
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BRBY.L	BOSSn.DE	SFER.MI	MEKKO.HE	SMCP.PA		PRTP.PA	TPR	CPRI.K	PVH		ADZ.MC
	País	UK	Germany	Italy	Finland	France		France	USA	UK	USA		Spain
	Market cap	4.725,6	2.728,6	1.627,1	425,2	395,5		33.528,9	25.308,6	2.036,2	3.101,9		53,3
	Enterprise value (EV)	5.715,6	3.603,8	2.069,3	421,8	924,4		48.436,3	26.450,8	2.233,5	4.577,0		91,8
Información financiera básica	Total Ingresos	2.942,2	3.934,6	976,0	200,4	1.217,0		14.725,1	6.965,0	3.073,8	7.779,9		142,3
	Cto.Total Ingresos	5,4%	-7,9%	-0,1%	5,7%	0,0%	0,6%	0,3%	13,8%	1,4%	-0,4%	3,8%	0,0%
	2y TACC (2026e - 2028e)	5,7%	2,7%	4,7%	5,0%	2,7%	4,2%	6,7%	5,6%	2,9%	2,2%	4,3%	4,4%
	EBITDA	704,9	670,9	191,4	45,0	241,4		3.606,6	1.747,3	272,1	923,5		21,8
	Cto. EBITDA	11,3%	-14,2%	15,4%	6,0%	5,4%	4,8%	-2,2%	27,4%	56,6%	22,5%	26,1%	3,4%
	2y TACC (2026e - 2028e)	12,8%	4,9%	10,7%	7,0%	4,8%	8,1%	13,9%	9,1%	12,6%	0,4%	9,0%	10,7%
	EBITDA/Ingresos	24,0%	17,1%	19,6%	22,4%	19,8%	20,6%	24,5%	25,1%	8,9%	11,9%	17,6%	15,3%
	EBIT	290,4	309,9	34,4	34,3	98,9		1.797,5	1.587,2	163,0	679,0		4,9
	Cto. EBIT	44,6%	-26,2%	40,1%	6,3%	9,9%	14,9%	10,1%	29,1%	139,4%	31,5%	52,5%	21,3%
	2y TACC (2026e - 2028e)	27,7%	10,5%	52,2%	8,9%	10,1%	21,9%	24,9%	8,2%	18,4%	-1,7%	12,5%	33,0%
	EBIT/Ingresos	9,9%	7,9%	3,5%	17,1%	8,1%	9,3%	12,2%	22,8%	5,3%	8,7%	12,3%	3,4%
	Beneficio Neto	164,2	183,3	5,1	27,1	49,5		815,8	1.280,0	207,8	477,1		3,0
	Cto. Beneficio Neto	611,6%	-29,3%	110,4%	11,4%	198,0%	180,4%	724,1%	700,4%	197,5%	n.a.	540,7%	85,1%
2y TACC (2026e - 2028e)	37,7%	13,1%	n.a.	8,9%	18,2%	19,5%	41,3%	8,3%	8,1%	-1,7%	14,0%	46,2%	
CAPEX/Ventas	5,9%	5,4%	7,4%	3,7%	3,3%	5,2%	8,2%	2,3%	3,5%	2,6%	4,1%	3,5%	
Free Cash Flow	381,4	354,3	132,5	30,0	89,2		3.737,7	1.367,5	215,9	587,6		(1,8)	
Deuda financiera Neta	(322,2)	670,1	445,6	(15,4)	249,1		6.311,2	1.674,2	985,0	1.456,4		0,1	
DN/EBITDA (x)	n.a.	1,0	2,3	n.a.	1,0	1,5	1,7	1,0	3,6	1,6	2,0	0,0	
Pay-out	43,8%	1,5%	0,0%	77,1%	0,0%	24,5%	56,4%	23,4%	0,0%	1,4%	20,3%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	28,2	14,5	n.a.	16,0	8,0	16,7	41,6	20,6	9,6	6,4	19,5	17,6
	P/BV (x)	3,7	1,5	2,8	5,1	0,3	2,7	2,1	n.a.	10,3	0,7	4,4	2,4
	EV/Ingresos (x)	1,9	0,9	2,1	2,1	0,8	1,6	3,3	3,8	0,7	0,6	2,1	0,6
	EV/EBITDA (x)	8,1	5,4	10,8	9,4	3,8	7,5	13,4	15,1	8,2	5,0	10,4	4,2
	EV/EBIT (x)	19,7	11,6	n.a.	12,3	9,3	13,2	26,9	16,7	13,7	6,7	16,0	18,7
	ROE	14,4	11,2	0,6	33,5	4,4	12,8	5,7	172,0	229,6	10,9	104,5	14,4
	FCF Yield (%)	8,1	13,0	8,1	7,1	22,5	11,8	11,1	5,4	10,6	18,9	11,5	n.a.
	DPA	0,20	0,04	0,00	0,51	0,00	0,15	3,75	1,38	0,00	0,14	1,32	0,00
	Dvd Yield	0,0%	0,1%	0,0%	4,9%	0,0%	1,0%	1,4%	1,1%	0,0%	0,2%	0,7%	0,0%

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Thomson Reuters). 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 91 563 19 72
institutodeanalistas.com/lighthouse

Director de análisis

Alfredo Echevarría Otegui

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Analistas que han contribuido a este informe:

Pablo Victoria Rivera, CESGA

Equity research

pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Daniel Gandoy López

Equity research

lighthouse@institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti

Equity research

lighthouse@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 cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

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

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

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros, 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 que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales., poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de su departamento 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 recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
22-Jun-2026	n.a.	5,75	n.a.	n.a.	Informe de actualización	Pablo Victoria Rivera, CESGA
26-May-2026	n.a.	5,45	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
04-May-2026	n.a.	5,50	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
19-Ene-2026	n.a.	5,55	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
25-Nov-2025	n.a.	4,88	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
01-Ago-2025	n.a.	5,10	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
17-Jun-2025	n.a.	4,72	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
08-May-2025	n.a.	4,86	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2024	Pablo Victoria Rivera, CESGA
20-Ene-2025	n.a.	5,08	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
15-Nov-2024	n.a.	4,87	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024	Luis Esteban Arribas, CESGA
19-Jul-2024	n.a.	5,00	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2024	Luis Esteban Arribas, CESGA
27-May-2024	n.a.	5,40	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
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

