

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Textiles, Apparel &amp; Luxury Goods

 Propuesta de indicadores de valor/momentum  
 Informe sin proyecciones, ni valoración, ni recomendación  
 Ver explicación del producto en la página 3 de este informe

 Fecha del informe: 22 jun 2023  
 Precio de Cierre: EUR 13,20 (21 jun 2023)

Liwe (LIW) es una compañía dedicada al diseño, confección y distribución de prendas de vestir, calzados y accesorios dirigida a un público joven. Actualmente comercializa sus productos bajo las marcas INSIDE e INSIDE Shoes a través de una red de 368 tiendas (vs 378 en 2021) distribuidas en España (343), Italia (15), Portugal (7) y Grecia (3) y una tienda online propia. Su mercado principal es el local (> 95% s/ ingresos 2022).

 Luis Esteban Arribas – +34 915 904 226  
 luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

## Lo que "dicen" los números hoy

**LOS INGRESOS NO HAN RECUPERADO CIFRAS PRE-COVID (-3,6% TACC 2017-2022), Y MÁRGENES BAJO PRESIÓN** esencialmente a raíz de la reducción de la red comercial (368 tiendas en 2022; -69 vs 2017). Pese a la aparente recuperación de 2021 (+23,9% vs 2020), el crecimiento en ingresos se ha reducido considerablemente en 2022 (+2,6% vs 2021). Por otra parte, la caída en Mg. Bruto (-9p.p. vs 2017) no se ha podido compensar con un mayor control en la gestión de costes. LIW ha registrado un Mg. EBIT 2022 de 4,9% (vs 10,2% en 2017).

**INCREMENTO SIGNIFICATIVO DE LA DEUDA NETA.** LIW cierra 2022 con una Deuda Neta de EUR 52,1Mn (vs 30,5Mn en 2017; +71%; DN/FFPP 2022 2x). El incremento de la Deuda Neta se explica esencialmente por: (i) el consumo de caja por capital circulante (inventarios/ventas 2022: 47,2% vs 33% en 2021 y 2017), (ii) mayor gasto financiero (subida de tipos) y (iii) elevado CAPEX durante 2017-2019 (EUR 23,2Mn).

**MOMENTUM (2S22) ¿QUÉ MUESTRAN LOS RDOS MÁS RECIENTES?** El 2S22 ha presentado una evolución negativa, justificada, en parte, por la base comparable del 2S21, el estallido del conflicto en Ucrania y el entorno inflacionista actual. Los ingresos 2S22 han sido inferiores (-2,6% vs 2021) aunque los niveles de rentabilidad han sido los más perjudicados, principalmente, a nivel EBIT (-68,2%; Mg. EBIT 2S22 4,4%) que continúa afectado por la coyuntura actual (vs media -3y Mg. EBIT 5,8%).

**EN CONCLUSIÓN: ¿QUÉ "DICEN" LOS NÚMEROS?:** Menores ingresos (vs 2019 y 2017) con fuerte caída en EBIT (-26,5% vs 2019) que hace visible un estrechamiento en márgenes (Mg. EBIT 2022 4,9% vs 5,9% en 2019 y 10,2% en 2017). Los indicadores de momentum no son favorables, pero los múltiplos no son exigentes, EV/Vtas 22 c. 0,56x y EV/EBIT 22 c.12x (vs EV/EBIT 2023e sector c. 13x) y la recuperación del ROCE (9%) permite volver a presentar un diferencial ROCE – WACC positivo en 2022 (+2,7p.p. por debajo de +8,9p.p. en 2017). Los ejercicios teóricos de valoración realizados (s/Rdos 22) apuntan a una posible "reserva de valor".

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	22,0	24,1
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	72,7	79,6
Deuda neta (2S22/1S22)	52,1	52,1
Número de Acciones (Mn)	1,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	15,00 / 13,32 / 8,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación (%) <sup>(2)</sup>	0,21	
Factset / Bloomberg	LIW-ES / LIW SM	
Cierre año fiscal	31 dic	

**Estructura Accionarial (%)**

Familia fundadora	76,9
F.F. Bernabé (CEO)	7,6
Free Float	15,5

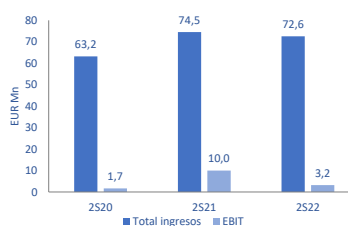
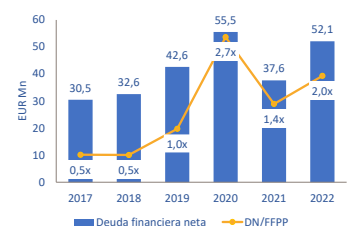
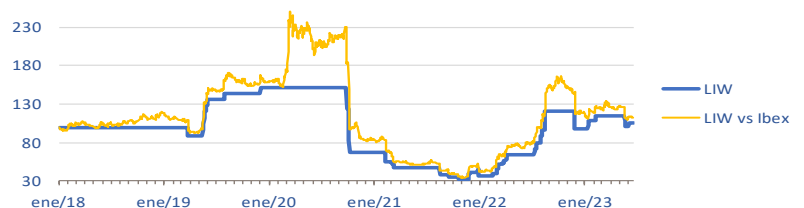
**Datos Financieros**

Básicos (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022
Nº Acciones ajustado	1,7	1,7	1,7	1,7
Ventas	145,3	101,9	126,3	129,6
EBITDA Rec.	34,6	11,8	28,6	27,0
% Var	178,0	-65,8	141,5	-5,7
% Mg EBITDA Rec/Ing	23,8	11,6	22,7	20,8
% Var EBITDA sector <sup>(3)</sup>	52,1	-8,4	33,0	-3,5
Beneficio neto	0,2	-24,2	5,3	0,6
BPA (EUR)	0,12	n.a.	3,18	0,36
% Var	-96,9	n.a.	n.a.	-88,7
BPA Ord (EUR)	n.a.	n.a.	2,64	0,25
% Var	-97,0	n.a.	n.a.	-90,4
Free Cash Flow <sup>(4)</sup>	-12,4	-9,5	19,6	-13,0
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	42,6	55,5	37,6	52,1
DN / EBITDA Rec. (x)	1,2	4,7	1,3	1,9
ROE (%)	0,4	n.a.	22,7	2,3
ROCE (%)	9,2	n.a.	9,6	9,0

**Ratios y Múltiplos(x)<sup>(5)</sup>**

PER	n.a.	n.a.	4,1	36,6
PER Ordinario	n.a.	n.a.	5,0	51,9
P/BV	0,5	1,1	0,8	0,8
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,50	0,71	0,58	0,56
EV/EBITDA Rec.	2,1	6,1	2,5	2,7
EV/EBIT	8,4	n.a.	8,7	11,5
FCF rec. Yield (%) <sup>(4)</sup>	n.a.	n.a.	89,3	n.a.

- (1) Para detalle del cálculo ver página 8.  
 (2) Rotación representa el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.  
 (3) Sector: Stoxx Europe 600 Retail.  
 (4) Calculado sobre FCF recurrente. Ver página 7.  
 (5) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

**Ingresos y EBIT semestral**

**Deuda Neta vs DN/FFPP (2017-2022)**

**Comportamiento relativo -5y (base 100)**

**Comportamiento en bolsa (%)**

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-8,3	-8,3	65,0	8,2	-30,5	5,6
vs Ibex 35	-10,1	-12,1	44,0	-5,6	-45,4	8,6
vs Ibex Small Cap Index	-10,8	-6,3	71,6	-2,5	-44,9	3,9
vs Eurostoxx 50	-6,8	-11,3	33,4	-5,0	-47,5	-16,9
vs sector Benchmark <sup>(3)</sup>	-9,9	-12,5	30,4	-10,4	-36,1	-4,2

(\*) 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.

## Índice de Contenidos

---

### 1. Propósito de este informe

Una explicación de los objetivos que persigue el informe, de su estructura, y de lo que no debe esperarse de él.

### 2. Conclusiones

Principales ideas a partir del análisis realizado. Poniendo el foco en las tendencias de crecimiento de márgenes e ingresos. Y en los indicadores de valoración y momentum de la compañía.

### 3. La compañía en 6 gráficos

Una visión rápida de la situación de la compañía: crecimiento de ingresos y EBITDA, evolución de márgenes, evolución del endeudamiento y su nivel actual, etc.

### 4. Información financiera básica

Modelo de estados financieros históricos y desglose de las principales partidas de Balance, P/L y Cash Flow.

### 5. "Todos los números"

Análisis de múltiplos y ratios de lo ocurrido en la compañía a lo largo de los últimos 5 años.

### 6. Inputs de valoración

Ejercicios de valoración en base a los últimos resultados publicados por la compañía. Se realizan valoraciones tanto relativas al sector como por DCF.

## 1. Propósito de este informe

### ¿Qué es este informe? ¿cuál es su objetivo?

Este informe es, simplemente, un análisis financiero ordenado de los "números ciertos" de la compañía. Es decir: un análisis de los estados financieros ya publicados. El análisis se basa exclusivamente en los estados financieros de los últimos cinco años y en el último resultado semestral publicado, así como en el comportamiento del precio de la acción en ese período. A partir de aquí interesa aclarar lo que "es" y lo que "no es" este informe.

#### A) Lo que "sí es": objetivos del informe

- 1) **DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA DESDE UN PUNTO DE VISTA FINANCIERO:** Presentación ordenada de los estados financieros y sus principales elementos.
- 2) **ANÁLISIS FINANCIERO DE LO OCURRIDO LOS ÚLTIMOS 5 AÑOS:** Análisis de tasas de crecimiento, evolución de márgenes, múltiplos y ratios. Identificación de tendencias.
- 3) **EJERCICIOS DE VALORACIÓN:** aplicación de diferentes técnicas de valoración a los resultados ya obtenidos por la compañía. Con el único objetivo de que sirvan de indicadores, puramente "teóricos", sobre una potencial sobrevaloración o infravaloración del negocio:
  - ✓ Aplicación de un EV/Vtas ajustado por el diferencial de margen vs sector. Y análisis de sensibilidad sobre el resultado.
  - ✓ Diferencial (prima/descuento) vs sector en EV/EBITDA, EV/EBIT, PER, P/BV y FCF yield.
  - ✓ Ejercicio de valoración en base al último año cerrado (EBIT Neto / (WACC - G)). Y análisis de sensibilidad sobre el resultado.

Para facilitar la interpretación de los diferentes resultados se incluye el diferencial de crecimiento histórico de la compañía vs sector. Así como su evolución (¿se amplía? ¿se reduce? ¿es estable?).

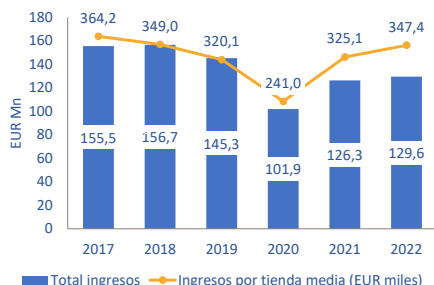
- 4) **INDICADORES DE MOMENTUM DEL NEGOCIO.** Obtenidos analizando los resultados del último semestre por comparación con el comportamiento histórico de la compañía (absoluto y relativo al sector).

#### B) Lo que "no es": lo que ni se hace ni se pretende en este informe

- 1) **NO ES UN ANÁLISIS FUNDAMENTAL DE LA COMPAÑÍA.** Ni un inicio de cobertura de la misma. Ya que ni se analiza la estrategia de la compañía ni la posible evolución del negocio.
- 2) **NO ES UNA ESTIMACIÓN DE LOS RESULTADOS DE LOS PRÓXIMOS AÑOS.** No se elaboran proyecciones financieras de ningún tipo (el análisis se efectúa sobre estados financieros históricos).
- 3) **NO ES UNA VALORACIÓN REAL DE LA COMPAÑÍA. NO SE ESTABLECE PRECIO OBJETIVO.** Una valoración exige haber estimado la evolución del negocio (proyecciones financieras) y, por tanto, no es posible en este informe. Todos los ejercicios de valoración que se realizan se plantean desde un plano teórico y a sabiendas de que, sin una opinión sobre la evolución futura del negocio, son incompletos. Y tienen la única utilidad de poder servir de indicadores de valor. Pero no constituyen una valoración real de la compañía.
- 4) **NO ES UNA RECOMENDACIÓN DE COMPRA O VENTA DEL VALOR.** Este informe no propone ningún tipo de recomendación de inversión. Ni explícita ni implícitamente.

**EN CONCLUSIÓN: este informe no es un análisis fundamental convencional (proyecciones financieras, valoración, recomendación). Pero sí persigue ser una herramienta útil para que el inversor conozca más la compañía. Y lo haga a partir de una presentación sistemática de la información disponible. Y, al final, pueda formarse un primer juicio sobre su potencial interés.**

## 2. Conclusiones

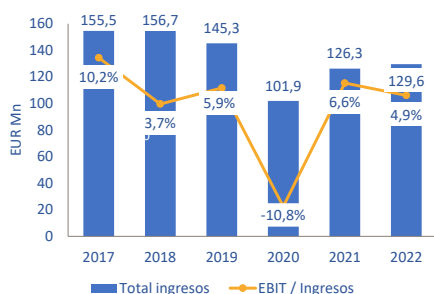
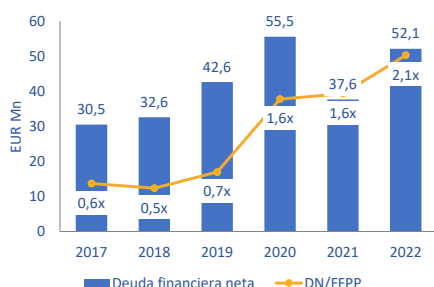
**Gráfico 1. Ingreso e Ingresos por tienda media**


A partir del análisis realizado sobre los “números ciertos” de la Compañía, basado exclusivamente en los estados financieros ya publicados (2017-2022), destacamos los siguientes puntos:

### A) Análisis financiero de lo ocurrido durante los últimos cinco años: tendencias observadas y momentum del negocio

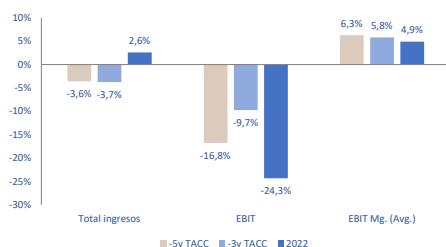
#### ¿Qué ha ocurrido durante el período 2017-2022?

- **Contracción en ingresos (-3,6% TACC 2017 - 2022)** con una cifra de ventas 2022 de EUR 129,6Mn (vs EUR 155,5Mn en 2017; máximo histórico de la compañía). La evolución (negativa) de la cifra de ventas viene explicada, esencialmente, por dos razones: (i) una menor red comercial (368 puntos de venta en 2022: -15,8% vs 2017) manteniendo el foco en aquellas con mayor rentabilidad y (ii) un menor ingreso medio por tienda (EUR 347Miles: -5% vs 2017).
- **Y estrechamiento en márgenes (-5,3p.p. en Mg. EBIT 2017-2022)**. La reducción de la red comercial ha minorado el peso del OPEX s/Ingresos (c.50% s/Ingresos 2022; -4p.p. vs 2017) que no ha podido compensar la caída del Mg. Bruto 2022 hasta el 59,3% (vs 67,9% en 2017). Esto se ha traducido en una pérdida de rentabilidad (Mg. EBIT 2022 4,9% vs 10,2% en 2017).
- **Niveles de CAPEX, gasto financiero y Capital Circulante elevados (que han limitado la generación de caja)**. En concreto, LIW mantiene durante el período 2017 - 2022 (en media): (i) un elevado CAPEX (especialmente durante el período 2017-2019), (ii) un elevado gasto financiero y (iii) un nivel de Circulante/Vtas medio de c. 35%, que se incrementa hasta el 40,3% en 2022 como resultado del elevado nivel de inventarios (Inventario 2022: EUR 64,1Mn; 47,2% s/Ingresos vs 32,7% en 2017).
- **Y un endeudamiento creciente**, que situó la Deuda Neta 2022 en EUR 52,1Mn (vs 30,5Mn en 2017; +71%). El incremento de la deuda neta durante el período se explica esencialmente por el consumo de caja destinado a CAPEX, gasto financiero y working capital (impacto acumulado durante el período 2017-2022 de c. EUR 30Mn, EUR c. 30Mn y c. EUR 20Mn, respectivamente). Los fondos propios 2022 ascendieron a EUR 26,5Mn (DN/FFPP 2x), lo que implica un nivel de apalancamiento elevado.

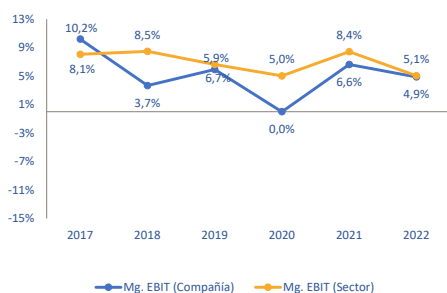
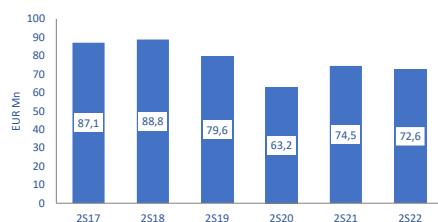
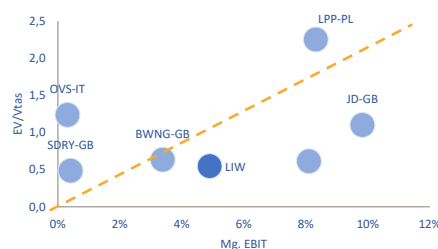
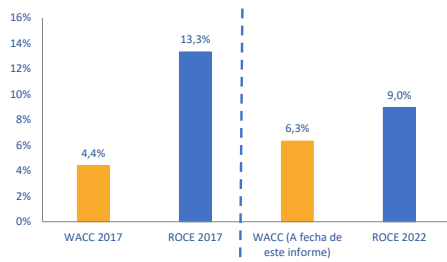
**Gráfico 2. Ingreso y Mg. EBIT (2017-2022)**

**Gráfico 3. Deuda Neta vs DN/FFPP (2017-2022)**


#### ¿Cuál ha sido la tendencia?

- **Vuelta al crecimiento tras los mínimos de 2020**. Recuperación del crecimiento tras el Covid-19 (Ingresos: +12,7% TACC 2020-2022). Pese a la reestructuración de puntos de venta (-31 vs 2020; -8%), LIW ha sido capaz de mejorar el ingreso medio por tienda hasta EUR 347Miles (+44% vs 2020), por encima de los niveles de 2019.
- **¿Y en 2022?** Desaceleración del crecimiento durante el segundo semestre por las consecuencias del estallido del conflicto entre Rusia y Ucrania que han afectado a la situación de España (principal mercado). LIW ha cerrado con unos ingresos 2022 de EUR 129,6Mn (+2,6% vs 2021) a disponer de un menor número de puntos de venta (cierre de 10 tiendas vs 2021).

**Gráfico 4. Tendencias: -5y, -3y y 2022**


En términos de rentabilidad, se ha visto reducida en 2022 principalmente por: (i) el fin de las bonificaciones a los arrendamientos aprobadas a raíz del Covid-19 (especialmente afectada por su modelo de negocio) y (ii) el aumento de los costes derivados del entorno inflacionista (impactando especialmente en transportes y suministros). Lo que ha llevado a LIW a cerrar 2022 con un EBIT de EUR 6,3Mn (vs EUR 15,9Mn en 2017; c. -2p.p. por debajo del Mg. EBIT medio obtenido durante el período 2017-2022 6,6%; excluyendo 2020).

**Gráfico 5. Mg. EBIT. Evolución histórica**

**Gráfico 6. Evolución semestral (2S estanco) de ingresos**

**Gráfico 7. LIW vs Peers**

**Gráfico 8. Evolución semestral (2S estanco) de ingresos**

**¿Cómo compara la evolución de LIW (y su tendencia) con su sector?**

- **En ingresos:** Durante el período 2017-2022 la compañía mantuvo un diferencial de crecimiento negativo en ingresos de -11,5p.p. vs sus principales comparables, que se mantuvo en 2022 donde el crecimiento de ingresos de sus principales comparables se situó en 13,8% (vs 2,6% de LIW).
- **En términos de márgenes:** El margen EBIT de la compañía se mantuvo 1p.p. por debajo del alcanzado por sus principales comparables durante el período 2017-2022 (media de LIW 6,3% vs 7% de sus comparables). Sin embargo, este diferencial se incrementa en 2021, cuando la pérdida de rentabilidad del negocio de LIW se tradujo en un margen EBIT 2021 del 6,6% en un sector en el que sus comparables consiguieron una mejora de 3,4p.p.

**Momentum (2S22): ¿Qué muestran los resultados más recientes?**

El último semestre es (2S22 estanco julio-dic) es el más relevante del año por la estacionalidad de las ventas generando c. 60% de las ventas del año (de media) y muestra una desaceleración del crecimiento visto en el 1S22. El conflicto de Ucrania y la escalada de precios ha impactado en el sector de la moda, afectando a la cadena de suministros. De los resultados del 2S22 estanco sacamos las siguientes conclusiones:

- **Ingresos planos (-2,6% vs 2S21) aún por debajo de niveles de 2019.** Tras el repunte de ventas del 1S22 (+10,1% vs 1S21), la escalada de los precios motivó un descenso en el consumo privado durante el segundo semestre de 2022. Todo ello, sumado al cierre de puntos de venta físicos de la compañía, ha producido una desaceleración en el crecimiento de los ingresos 2S22 a EUR 72,6Mn (-2,6% vs 2S21), reduciendo en 10 el número de tiendas físicas.
- **La coyuntura actual estrecha los márgenes y presiona el EBIT (EUR 3,2Mn vs EUR 10Mn en 2S21).** La pérdida de rentabilidad se traslada íntegramente al EBIT 2S22 (impactado por el fin de las bonificaciones a los arrendamientos vigentes durante 2020-2021) que se sitúa EUR 3,2Mn (-68,2% vs 2S21) y por el menor margen bruto.
- **Un nivel de endeudamiento que se mantiene elevado.** La DN 2022 alcanzó los EUR 52,1Mn (+38% vs 2021; DN/FFPP 2022 2x). Se ha incrementado en EUR 10Mn durante el 2S22. Explicado por el mayor nivel de inventarios (+46,5% vs 2021). La Deuda Bruta asciende a EUR 62,4Mn (70% está clasificada a corto plazo; EUR 20,4Mn corresponden a líneas de crédito avaladas por los ICO).

**B) Ejercicios “teóricos” de valoración**

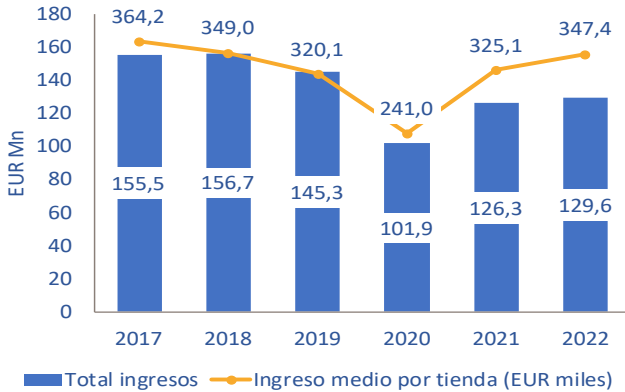
**En términos relativos (vs peers) la compañía cotizaría (“aparentemente”) con un descuento del 45,8%**, estimado en base al EV/Vtas “teórico” de LIW calculado como el EV/Vtas del sector ajustado por el diferencial de margen EBIT entre la compañía y su sector.

**En términos absolutos (descuento de flujos 2022), la compañía cotizaría con un descuento (“aparente”) del 45,6%**, calculado a través del EBIT 2022 (G del 2%; WACC 6,3%). Niveles de ROCE de 9,0% en 2022 (vs 9,6% alcanzado en 2021) implica un diferencial ROCE – WACC positivo de +2,7p.p., con niveles de rentabilidad aún por debajo de su sector.

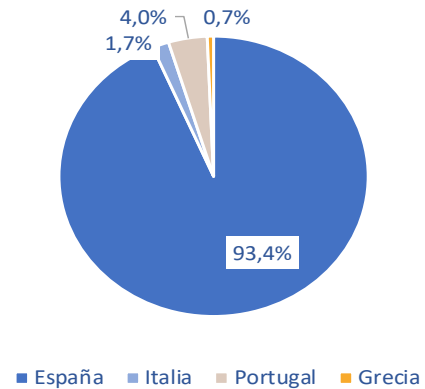
**EN CONCLUSIÓN: ¿QUÉ “DICEN” LOS NÚMEROS?:** Los números 2022 de LIW hoy nos presentan una compañía que está recuperando progresivamente la capacidad de crecer en ingresos. Aunque los márgenes se están viendo presionados por los eventos macro y alejan los niveles de rentabilidad vistos en 2019 (Mg. Bruto 2022: 59% vs 68% en 2019 y Mg. EBIT 4,9% vs 5,9% en 2019). Pese a ello, LIW registra en 2022 un Mg. EBIT -1p.p. por debajo de los niveles pre-pandemia. Lo que hoy cotizaría a muy bajos múltiplos: EV/Vtas c. 0,56x y EV/EBIT c.12x (EV/EBIT 2023e sector c. 13x). Los ejercicios teóricos de valoración realizados apuntan a una posible “reserva de valor” (que la ausencia de proyecciones financieras impide corroborar).

### 3. La compañía en 6 gráficos

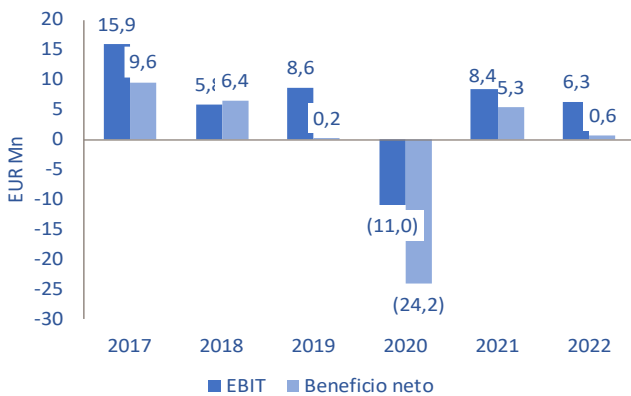
**Gráfico 1: Ingresos (2017-2022)**



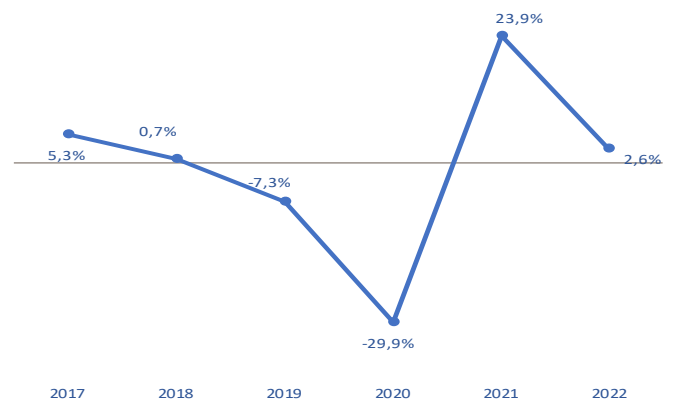
**Gráfico 2: Ingresos por geografía (2022)**



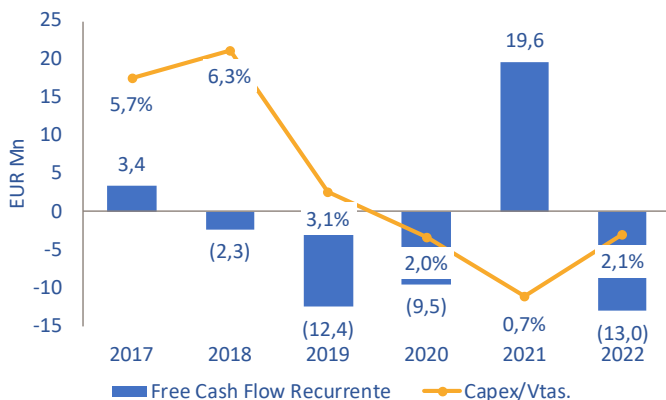
**Gráfico 3: EBIT y Beneficio neto (2014-2019)**



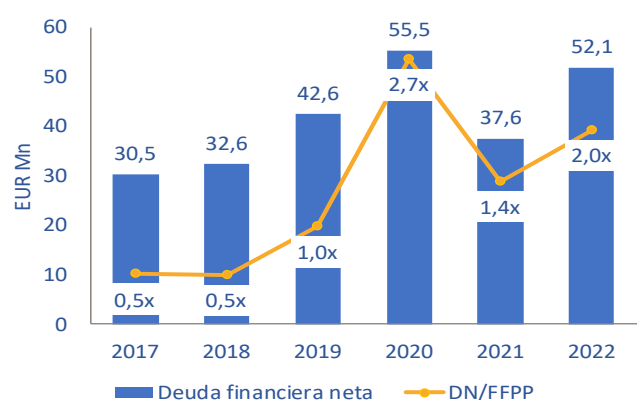
**Gráfico 4: Crecimiento Ingresos (y/y)**



**Gráfico 5: Free Cash Flow Rec. vs (CAPEX + WC) / Vtas**

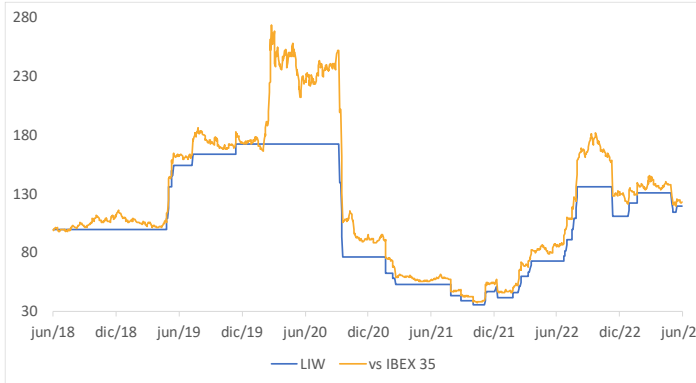


**Gráfico 6: Deuda Neta vs DN/FFPP**

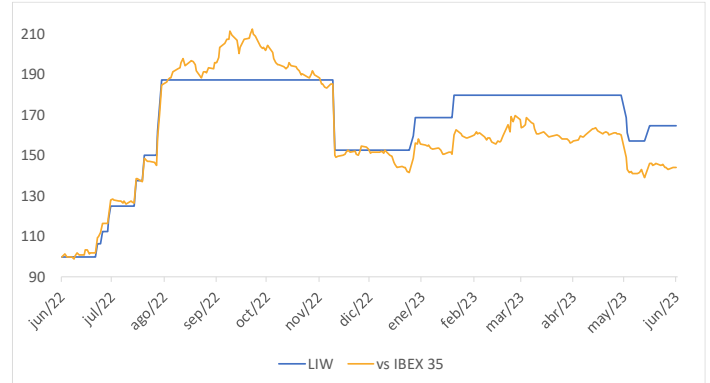


## 4. Evolución de la cotización

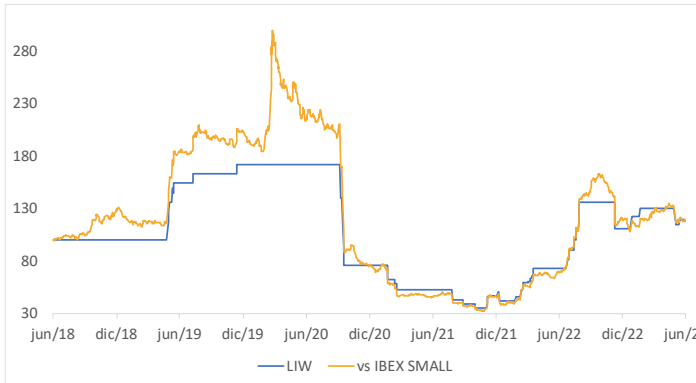
### Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



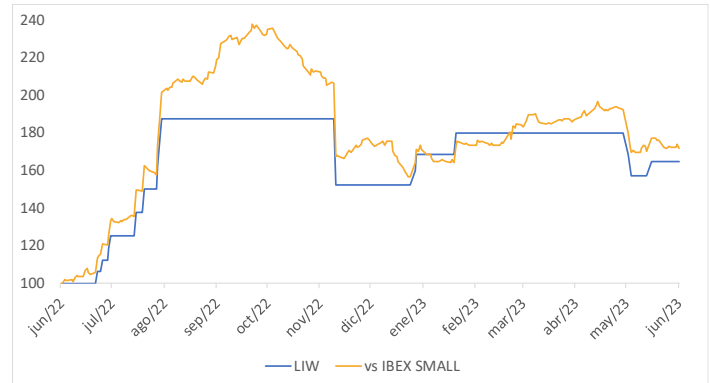
### Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



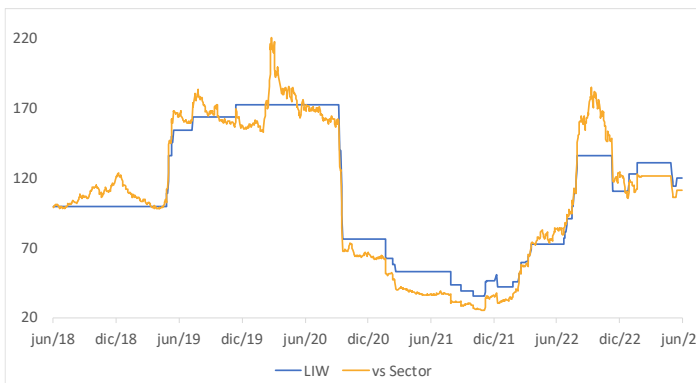
### Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



### Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



### Comportamiento histórico vs Sector<sup>(1)</sup> (base 100)



### Comportamiento -1a vs Sector<sup>(1)</sup> (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Retail

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-8,3	-8,3	65,0	8,2	-30,5	5,6
<b>vs Mercado</b>						
vs Ibex 35	-10,1	-12,1	44,0	-5,6	-45,4	8,6
vs Euro STOXX 50	-6,8	-11,3	33,4	-5,0	-47,5	-16,9
<b>vs Referencias de Small Cap</b>						
vs Ibex Small Cap Index	-10,8	-6,3	71,6	-2,5	-44,9	3,9
vs MSCI Europe Micro Cap	-7,1	-7,3	77,6	9,7	-41,3	12,4
<b>vs Sector</b>						
vs Stoxx Europe 600 Retail	-9,9	-12,5	30,4	-10,4	-36,1	-4,2



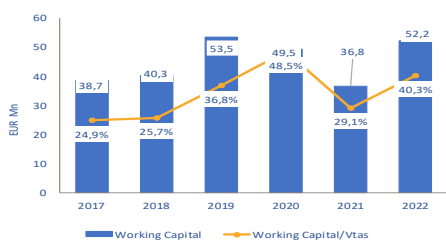
## 5. Información financiera básica

### Estados Financieros históricos (2017 - 2022)

Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TACC	
Inmovilizado inmaterial	1,3	1,2	97,9	72,1	63,8	63,5		
Inmovilizado material	49,8	52,7	48,1	41,2	35,4	32,0		
Otros activos no corrientes	5,4	5,5	12,0	10,0	9,1	8,9		
Inmovilizado financiero	1,0	0,8	1,8	0,7	1,2	2,9		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	53,5	55,1	64,4	63,5	45,5	64,1		
<b>Total activo</b>	<b>111,0</b>	<b>115,3</b>	<b>224,3</b>	<b>187,5</b>	<b>155,0</b>	<b>171,3</b>		
Patrimonio neto	60,1	64,8	43,2	20,7	26,0	26,5		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	5,5	3,1	4,4	5,4	2,0	1,4		
Otros pasivos no corrientes	-	-	123,2	91,9	80,6	79,4		
Deuda financiera neta	30,5	32,6	42,6	55,5	37,6	52,1		
Pasivo circulante	14,9	14,8	10,9	14,0	8,8	11,9		
<b>Total pasivo</b>	<b>111,0</b>	<b>115,3</b>	<b>224,3</b>	<b>187,5</b>	<b>155,0</b>	<b>171,3</b>		
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>17-22</b>	<b>19-22</b>
<b>Total ingresos</b>	<b>155,5</b>	<b>156,7</b>	<b>145,3</b>	<b>101,9</b>	<b>126,3</b>	<b>129,6</b>	<b>-3,6%</b>	<b>-3,7%</b>
<i>Cto. Total ingresos</i>	<i>5,3%</i>	<i>0,7%</i>	<i>-7,3%</i>	<i>-29,9%</i>	<i>23,9%</i>	<i>2,6%</i>		
Coste de ventas	(49,9)	(53,7)	(47,0)	(44,0)	(53,2)	(52,8)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>105,7</b>	<b>103,0</b>	<b>98,3</b>	<b>57,9</b>	<b>73,1</b>	<b>76,8</b>	<b>-6,2%</b>	<b>-7,9%</b>
<i>Margen Bruto (s/Ingresos)</i>	<i>67,9%</i>	<i>65,7%</i>	<i>67,6%</i>	<i>56,8%</i>	<i>57,8%</i>	<i>59,3%</i>		
Gastos de personal	(41,9)	(45,6)	(45,0)	(34,3)	(33,8)	(34,5)		
Otros costes de explotación	(41,9)	(45,0)	(18,7)	(11,8)	(10,6)	(15,3)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>21,9</b>	<b>12,5</b>	<b>34,6</b>	<b>11,8</b>	<b>28,6</b>	<b>27,0</b>	<b>4,3%</b>	<b>-8,0%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>36,3%</i>	<i>-43,0%</i>	<i>178,0%</i>	<i>-65,8%</i>	<i>141,5%</i>	<i>-5,7%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>14,1%</i>	<i>8,0%</i>	<i>23,8%</i>	<i>11,6%</i>	<i>22,7%</i>	<i>20,8%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	1,1	0,1		
<b>Depreciación y provisiones</b>	<b>21,9</b>	<b>12,5</b>	<b>34,6</b>	<b>11,8</b>	<b>29,7</b>	<b>27,1</b>	<b>4,4%</b>	<b>-7,9%</b>
Depreciación y provisiones	(6,0)	(6,7)	(7,0)	(6,5)	(6,1)	(5,8)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(19,0)	(16,3)	(15,2)	(14,9)		
<b>EBIT</b>	<b>15,9</b>	<b>5,8</b>	<b>8,6</b>	<b>(11,0)</b>	<b>8,4</b>	<b>6,3</b>	<b>-16,8%</b>	<b>-9,7%</b>
<i>Cto. EBIT</i>	<i>49,8%</i>	<i>-63,7%</i>	<i>49,7%</i>	<i>-227,5%</i>	<i>176,2%</i>	<i>-24,3%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>10,2%</i>	<i>3,7%</i>	<i>5,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,6%</i>	<i>4,9%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(2,5)	3,1	(9,9)	(12,8)	(2,0)	(5,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>13,4</b>	<b>8,9</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(23,8)</b>	<b>6,4</b>	<b>0,6</b>	<b>-47,1%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>61,6%</i>	<i>-33,8%</i>	<i>-114,6%</i>	<i>n.a.</i>	<i>126,8%</i>	<i>-91,3%</i>		
Extraordinarios	(0,9)	(0,4)	1,8	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>12,5</b>	<b>8,5</b>	<b>0,5</b>	<b>(23,8)</b>	<b>6,4</b>	<b>0,6</b>	<b>-46,3%</b>	<b>5,9%</b>
Impuestos	(2,9)	(2,1)	(0,3)	(0,4)	(1,1)	0,0		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>23,4%</i>	<i>24,5%</i>	<i>57,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>16,8%</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>9,6</b>	<b>6,4</b>	<b>0,2</b>	<b>(24,2)</b>	<b>5,3</b>	<b>0,6</b>	<b>-42,5%</b>	<b>44,8%</b>
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>87,5%</i>	<i>-33,2%</i>	<i>-96,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>121,9%</i>	<i>-88,7%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>10,3</b>	<b>6,7</b>	<b>(1,3)</b>	<b>(23,8)</b>	<b>4,4</b>	<b>0,4</b>	<b>-47,1%</b>	<b>n.a.</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>67,5%</i>	<i>-34,7%</i>	<i>-119,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>118,5%</i>	<i>-90,4%</i>		
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>17-22</b>	<b>19-22</b>
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>21,9</b>	<b>12,5</b>	<b>34,6</b>	<b>11,8</b>	<b>28,6</b>	<b>27,0</b>	<b>4,3%</b>	<b>-8,0%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(19,0)	(16,3)	(15,2)	(14,9)		
Var. Capital circulante	(5,7)	(1,6)	(13,3)	4,1	12,7	(15,4)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>16,2</b>	<b>10,9</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>26,1</b>	<b>-3,4</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
Capex	(8,8)	(9,9)	(4,5)	(2,1)	(0,8)	(2,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	(1,0)	(1,1)	(8,9)	(7,2)	(6,2)	(6,3)		
Impuestos	(2,9)	(2,1)	(1,5)	0,2	0,7	(0,7)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>3,4</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(12,4)</b>	<b>(9,5)</b>	<b>19,6</b>	<b>(13,0)</b>	<b>n.a.</b>	<b>1,5%</b>
Variación del endeudamiento	(2,9)	2,1	10,0	12,9	(17,9)	14,5		
Deuda neta / EBITDA (x)	1,4	2,6	1,2	4,7	1,3	1,9		



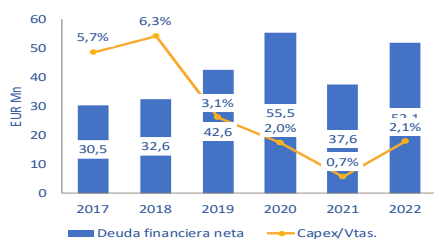
## Descomponiendo las principales partidas del Balance

**Gráfico 1: Working Capital**

**Composición Working Capital**

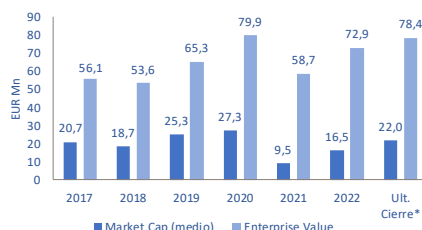
EUR Mn	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Existencias	50,9	48,8	59,1	57,7	41,7	61,1
Clientes	2,0	2,0	1,9	1,5	1,6	1,5
Proveedores	(3,6)	(4,6)	(3,2)	(5,1)	(3,3)	(5,5)
<b>Trade working capital</b>	<b>49,3</b>	<b>46,2</b>	<b>57,7</b>	<b>54,1</b>	<b>40,0</b>	<b>57,1</b>
Otros activos corrientes	0,7	4,3	3,4	4,3	2,2	1,5
Otros pasivos corrientes	(11,3)	(10,2)	(7,7)	(8,9)	(5,4)	(6,4)
<b>Working Capital</b>	<b>38,7</b>	<b>40,3</b>	<b>53,5</b>	<b>49,5</b>	<b>36,8</b>	<b>52,2</b>
(Incremento)/Reduc. Inventarios	(8,5)	2,0	(10,3)	1,4	16,0	(19,4)
(Incremento)/Reduc. Clientes	0,3	0,0	0,1	0,4	(0,1)	0,1
Incremento/(Reduc). Proveedores	0,2	1,0	(1,4)	1,9	(1,7)	2,2
(Incremento)/Reduc. Otros activos CP	(0,5)	(3,6)	0,8	(0,9)	2,1	0,7
Incremento/(Reduc.) Otros pasivos CP	2,8	(1,1)	(2,6)	1,3	(3,5)	1,0
<b>Impacto en FCF</b>	<b>(5,7)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>(13,3)</b>	<b>4,1</b>	<b>12,7</b>	<b>(15,4)</b>

**Working Capital s/Ventas**

% s/Ventas	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Existencias	32,7%	31,2%	40,7%	56,6%	33,0%	47,2%
Clientes	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%	1,3%	1,1%
Proveedores	2,3%	2,9%	2,2%	5,0%	2,6%	4,2%
<b>Trade working capital</b>	<b>31,7%</b>	<b>29,5%</b>	<b>39,7%</b>	<b>53,1%</b>	<b>31,7%</b>	<b>44,1%</b>
Otros activos corrientes	0,4%	2,7%	2,4%	4,2%	1,8%	1,2%
Otros pasivos corrientes	7,3%	6,5%	5,3%	8,8%	4,3%	4,9%
<b>Working Capital</b>	<b>24,9%</b>	<b>25,7%</b>	<b>36,8%</b>	<b>48,5%</b>	<b>29,1%</b>	<b>40,3%</b>

**Gráfico 2: Deuda Neta vs CAPEX/Ventas**

**Endeudamiento y Liquidez**

EUR Mn	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Deuda Financiera a L/P	4,0	5,9	14,0	32,7	24,9	16,0
Emisión de obligaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Financiera a C/P	31,6	24,1	25,6	21,9	17,9	33,5
Otros pasivos fros.	9,9	7,1	6,1	6,8	5,1	12,9
<b>Deuda financiera bruta</b>	<b>45,5</b>	<b>37,2</b>	<b>45,7</b>	<b>61,4</b>	<b>47,9</b>	<b>62,4</b>
Caja	14,5	4,2	3,0	5,8	10,1	10,1
Inversiones a c/p	0,4	0,4	0,1	0,1	0,2	0,1
<b>Caja y Equivalentes</b>	<b>15,0</b>	<b>4,6</b>	<b>3,1</b>	<b>5,9</b>	<b>10,3</b>	<b>10,3</b>
<b>Deuda financiera Neta</b>	<b>30,5</b>	<b>32,6</b>	<b>42,6</b>	<b>55,5</b>	<b>37,6</b>	<b>52,1</b>
DN/EBITDA (x)*	1,4x	2,6x	1,2x	4,7x	1,3x	1,9x
DN/FFPP (%)	50,8%	50,3%	98,6%	268,1%	144,7%	196,6%
<b>Vencimientos deuda financiera bruta</b>						
<i>Inferior a un año</i>	31,6	24,1	25,6	21,9	17,9	33,5
<i>Entre uno y cinco años</i>	13,9	13,0	20,1	39,5	30,0	28,9
<i>Superior a cinco años</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

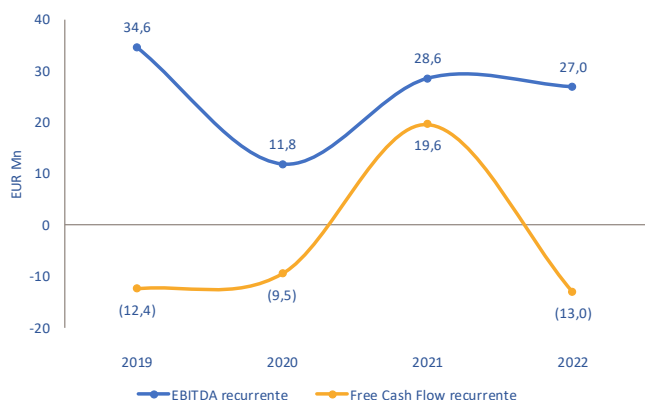
**Gráfico 3: Market Cap. vs EV**

**Evolución del Enterprise Value (EV) medio (2014-2019)**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Ult. Cierre*
<b>Enterprise Value</b>	<b>56,1</b>	<b>53,6</b>	<b>65,3</b>	<b>79,9</b>	<b>58,7</b>	<b>72,9</b>	<b>78,4</b>
Precio acción (medio)	12,40	11,20	15,17	16,37	5,67	9,91	13,20
<b>Market Cap (medio)</b>	<b>20,7</b>	<b>18,7</b>	<b>25,3</b>	<b>27,3</b>	<b>9,5</b>	<b>16,5</b>	<b>22,0</b>
+ Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Provisiones y otros pasivos a LP	4,2	4,3	3,7	4,9	3,7	1,4	1,4
+ Deuda financiera neta	31,9	31,5	37,6	49,1	46,6	52,1	52,1
- Inmovilizado financiero	-0,7	-0,9	-1,3	-1,3	-1,0	2,9	2,9
+/- Otros ajustes al EV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

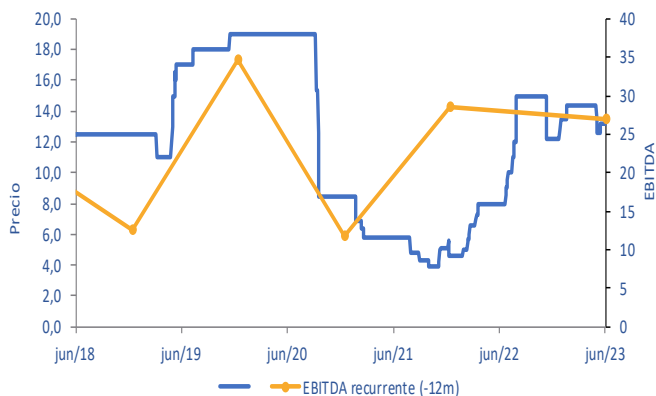
\* Ejercicio en curso conforme a los últimos datos disponibles. Precio por acción y Mkt. Cap. a fecha de este informe.

## Detalle del Free Cash Flow recurrente y evolución

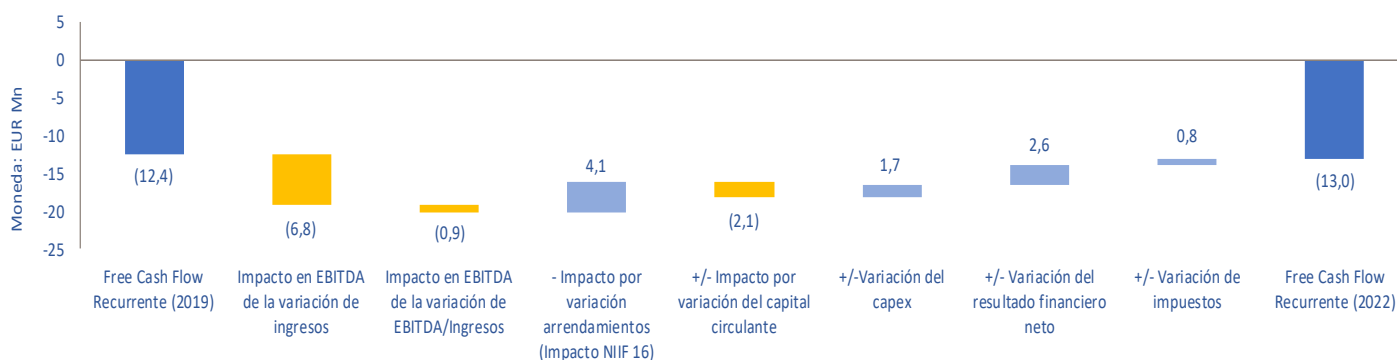
### Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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

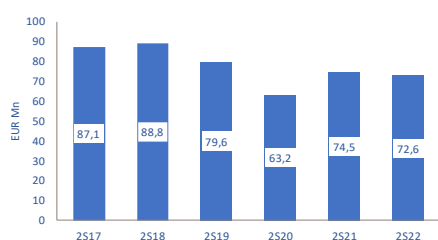


### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022)



## Estacionalidad y tendencias

### Gráfico 4: Evolución semestral de Ingresos



### P&L Semestrales: Estacionalidad

P&L Semestral (EUR Mn)	1S18	2S18	1S19	2S19	1S20	2S20	1S21	2S21	1S22	2S22
Total ingresos	67,8	88,8	65,7	79,6	38,7	63,2	51,7	74,5	57,0	72,6
Cto. Ingresos (YoY)	n.a.	2,0%	-3,2%	-10,4%	-41,1%	-20,6%	33,6%	17,9%	10,1%	-2,6%
EBITDA recurrente	4,4	8,1	17,5	17,1	-0,6	12,5	8,6	20,0	13,6	13,3
Cto. EBITDA Rec. (YoY)	n.a.	-49,8%	297,3%	112,7%	-103,5%	-27,3%	n.a.	60,6%	58,8%	-33,4%
EBITDA rec. / Ingresos	6,5%	9,1%	26,7%	21,5%	n.a.	19,7%	16,6%	26,8%	23,9%	18,4%
EBITDA	4,4	8,1	17,5	17,1	-0,6	12,5	8,6	21,1	13,6	13,5
Cto. EBITDA (YoY)	n.a.	-49,8%	297,3%	112,7%	-103,5%	-27,3%	n.a.	69,4%	58,8%	-36,3%
EBIT	1,0	4,4	4,0	4,6	-12,7	1,7	-1,6	10,0	3,2	3,2
Cto. EBIT (YoY)	n.a.	-64,2%	318,2%	4,9%	-415,1%	-63,3%	87,1%	492,7%	293,7%	-68,2%
EBIT / Ingresos	1,4%	4,9%	6,1%	5,8%	n.a.	2,7%	n.a.	13,4%	5,5%	4,4%
Beneficio neto	1,8	4,6	1,4	-1,2	-12,7	-11,5	-1,1	6,4	1,2	-0,6
Cto. Beneficio neto	n.a.	-35,9%	-22,8%	-126,5%	n.a.	-851,0%	91,2%	155,9%	204,5%	-108,9%

### Análisis de Tendencias

Variación a/a	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2S21	2S22
Total ingresos	5,3%	0,7%	-7,3%	-29,9%	23,9%	2,6%	17,9%	-2,6%
Margen Bruto	11,7%	-2,5%	-4,6%	-41,1%	26,2%	5,1%		
EBITDA recurrente	36,3%	-43,0%	178,0%	-65,8%	141,5%	-5,7%	60,6%	-33,4%
EBITDA rec. / Ingresos (p.p.)	3,2	(6,1)	15,9	(12,2)	11,0	(1,8)	7,1	(8,5)
EBIT	49,8%	-63,7%	49,7%	#####	176,2%	-24,3%	492,7%	-68,2%
EBIT / Ingresos (p.p.)	3,0	(6,5)	2,3	n.a.	n.a.	(1,7)	10,8	(9,0)
Beneficio neto	87,5%	-33,2%	-96,9%	n.a.	121,9%	-88,7%	155,9%	-108,9%
Deuda financiera neta	-8,6%	6,8%	30,8%	30,3%	-32,2%	38,4%		

**6. "Todos los números"**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TACC	
							17-22	19-22
<b>MARKET DATA</b>								
Precio por acción	12,00	11,00	19,00	8,40	4,60	12,20		
Capitalización (EUR Mn)	20,0	18,3	31,7	14,0	7,7	20,3		
Volumen medio anual (EUR Mn)	0,00	0,00	2,67	0,00	0,15	0,00		
<b>Comportamiento</b>								
Absoluto	-0,8%	-1,7%	72,7%	-55,8%	-45,2%	165,2%	0,3%	-13,7%
vs Ibex 35	-7,6%	15,6%	54,5%	-47,7%	-49,3%	180,8%		
vs Sector benchmark	2,2%	10,6%	29,3%	-59,6%	-51,3%	293,4%		
<b>MÉTRICAS POR ACCIÓN</b>								
Nº Acciones ajustado	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67	0,0%	0,0%
BPA (EUR)	5,74	3,83	0,12	-14,51	3,18	0,36	-42,5%	44,8%
Book value por acción (reportado)	36,04	38,90	25,92	12,43	15,61	15,90	-15,1%	-15,0%
FCF Rec. por acción	2,05	-1,36	-7,46	-5,70	11,79	-7,80	n.a.	1,5%
DPA (EUR)	1,50	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-100,0%	n.a.
% pay-out	26,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
<b>ENTERPRISE VALUE (EUR Mn)</b>								
Capitalización (EUR Mn)	20,0	18,3	31,7	14,0	7,7	20,3	0,3%	-13,7%
+ Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
+ Provisiones y otros pasivos a LP	5,5	3,1	4,4	5,4	2,0	1,4		
+ Deuda financiera neta	30,5	32,6	42,6	55,5	37,6	52,1		
- Inmovilizado financiero	-1,0	-0,8	-1,8	-0,7	-1,2	-2,9		
(=) Enterprise value (cierre)	55,1	53,2	76,9	74,1	46,1	71,0	5,2%	-2,6%
<b>KEY FINANCIAL METRICS</b>								
<b>Crecimiento (a/a)</b>								
Total ingresos	5,3%	0,7%	-7,3%	-29,9%	23,9%	2,6%		
EBITDA recurrente	36,3%	-43,0%	178,0%	-65,8%	141,5%	-5,7%		
EBIT	49,8%	-63,7%	49,7%	-227,5%	176,2%	-24,3%		
Beneficio antes de impuestos	80,9%	-32,3%	-94,5%	n.a.	126,8%	-91,3%		
Beneficio neto	87,5%	-33,2%	-96,9%	n.a.	121,9%	-88,7%		
BPA (EUR)	87,5%	-33,2%	-96,9%	n.a.	121,9%	-88,7%		
<b>Márgenes (s/Ingresos)</b>								
EBITDA recurrente	14,1%	8,0%	23,8%	11,6%	22,7%	20,8%		
Margen Bruto	67,9%	65,7%	67,6%	56,8%	57,8%	59,3%		
EBIT	10,2%	3,7%	5,9%	n.a.	6,6%	4,9%		
Beneficio antes de impuestos	8,0%	5,4%	0,3%	n.a.	5,1%	0,4%		
Beneficio neto	6,1%	4,1%	0,1%	n.a.	4,2%	0,5%		
Beneficio ordinario neto	6,6%	4,3%	n.a.	n.a.	3,5%	0,3%		
<b>Otros datos financieros básicos</b>								
Tasa impositiva (>0 ingreso)	23,4%	24,5%	57,7%	n.a.	16,8%	n.a.		
Capex/Vtas	5,7%	6,3%	3,1%	2,0%	0,7%	2,1%		
Working Capital/Vtas	24,9%	25,7%	36,8%	48,5%	29,1%	40,3%		
Capital Empleado/Vtas	61,2%	63,6%	60,8%	79,3%	51,0%	59,6%		
Deuda neta/EBITDA	1,4x	2,6x	1,2x	4,7x	1,3x	1,9x		
Deuda neta/Equity	50,8%	50,3%	98,6%	268,1%	144,7%	196,6%		
Activos (ex-caja)/Equity	1,8x	1,8x	5,2x	9,1x	6,0x	6,5x		
ROE (reportado)	17,2%	10,2%	0,4%	n.a.	22,7%	2,3%		
ROCE (reportado)	13,3%	4,5%	9,2%	n.a.	9,6%	9,0%		
WACC (Medio)	4,4%	4,4%	5,2%	5,0%	3,3%	5,9%		
<b>BALANCE (EUR Mn)</b>								
Activo fijo e intangible	51,0	53,9	146,1	113,3	99,1	95,5		
Working capital	38,7	40,3	53,5	49,5	36,8	52,2		
Activos totales (ex-caja)	111,0	115,3	224,3	187,5	155,0	171,3		
Equity	60,1	64,8	43,2	20,7	26,0	26,5		
Deuda neta / (caja)	30,5	32,6	42,6	55,5	37,6	52,1		
Capital Empleado	95,1	99,7	88,4	80,9	64,4	77,2		
<b>CUENTA DE RESULTADOS (EUR Mn)</b>								
Total ingresos	155,5	156,7	145,3	101,9	126,3	129,6	-3,6%	-3,7%
EBITDA recurrente	21,9	12,5	34,6	11,8	28,6	27,0	4,3%	-8,0%
Depreciación y provisiones	-6,0	-6,7	-7,0	-6,5	-6,1	-5,8		
EBIT	15,9	5,8	8,6	-11,0	8,4	6,3	-16,8%	-9,7%
Resultado financiero neto	-2,5	3,1	-9,9	-12,8	-2,0	-5,8		
Beneficio antes de impuestos	12,5	8,5	0,5	-23,8	6,4	0,6	-46,3%	5,9%
Tasa impositiva (>0 ingreso)	-2,9	-2,1	-0,3	-0,4	-1,1	0,0		
Minoritarios y discontinuadas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Beneficio neto	9,6	6,4	0,2	-24,2	5,3	0,6	-42,5%	44,8%
Beneficio ordinario neto	10,3	6,7	-1,3	-23,8	4,4	0,4	-47,1%	n.a.
<b>CASH-FLOW (EUR Mn)</b>								
EBITDA recurrente	21,9	12,5	34,6	11,8	28,6	27,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,0	0,0	-19,0	-16,3	-15,2	-14,9		
Var. Capital circulante	-5,7	-1,6	-13,3	4,1	12,7	-15,4		
Capex	-8,8	-9,9	-4,5	-2,1	-0,8	-2,7		
Impuestos	-2,9	-2,1	-0,3	-0,4	-1,1	0,0		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-2,5	3,1	-9,9	-12,8	-2,0	-5,8		
Rec. Free Cash Flow to Equity (FCFE)	3,4	-2,3	-12,4	-9,5	19,6	-13,0	n.a.	1,5%
Rec. Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	3,6	-0,5	-2,1	-2,5	23,8	-6,1	n.a.	43,1%
<b>CUENTA DE RESULTADOS (EUR Mn)</b>								
<b>Múltiplos sobre equity</b>								
PER	2,1x	2,9x	n.a.	n.a.	1,4x	33,9x		
PER Ordinario	1,9x	2,7x	n.a.	n.a.	1,7x	48,0x		
P/BV	0,3x	0,3x	0,7x	0,7x	0,3x	0,8x		
FCFE yield	17,1%	n.a.	n.a.	n.a.	256,3%	n.a.		
Dividend Yield (%)	12,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
<b>Múltiplos sobre EV</b>								
EV/Ventas	0,4x	0,3x	0,5x	0,7x	0,4x	0,5x		
EV/EBITDA	2,5x	4,3x	2,2x	6,3x	1,6x	2,6x		
EV/EBIT	3,5x	9,2x	8,9x	n.a.	5,5x	11,2x		
EV/CE	0,6x	0,5x	0,9x	0,9x	0,7x	0,9x		
FCFF yield (to EV)	6,6%	-0,9%	-2,7%	-3,4%	51,7%	-8,5%		

Nota.- Todos los múltiplos y ratios están calculados con precios de cotización a cierre de cada ejercicio.

## 7. Inputs de valoración

### Principales comparables en detalle: ratios y múltiplos (2023e)

Múltiplos: Sector Textil y Complementos

Dato	EUR Mn	JD Sports Fashion Plc	LPP S.A.	OVS SpA	N Brown Group plc	Superdry PLC	Average	LIW
	<b>Datos Mercado</b>	Ticker (Factset)	JD-GB	LPP-PL	OVS-IT	BWNG-GB	SDRY-GB	
	País	USA	UK	Italy	USA	UK		Spain
	Market cap	8.819,0	5.641,7	712,8	127,4	91,8		22,0
	Enterprise value (EV)	10.427,2	6.945,1	1.895,8	473,3	352,6		72,7
<b>Información financiera básica</b>	Total Ingresos	12.452,0	4.227,3	1.595,6	729,9	748,7		129,6
	Cto.Total Ingresos	5,8%	17,7%	5,5%	-7,3%	4,0%	5,1%	2,6%
	2y TACC (2023e - 2025e)	9,8%	17,0%	4,5%	n.a.	n.a.	10,4%	-41,4%
	EBITDA	2.107,3	695,6	190,5	52,0	75,3		27,1
	Cto. EBITDA	11,4%	25,7%	-16,8%	-23,7%	26,9%	4,7%	-8,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	10,5%	17,7%	7,6%	n.a.	n.a.	11,9%	-41,5%
	EBITDA/Ingresos	16,9%	16,5%	11,9%	7,1%	10,1%	12,5%	20,9%
	EBIT	1.287,0	431,6	126,5	n.a.	23,7		6,3
	Cto. EBIT	11,3%	44,5%	n.a.	n.a.	703,2%	253,0%	-24,3%
	2y TACC (2023e - 2025e)	12,2%	21,1%	9,4%	n.a.	n.a.	14,2%	-42,0%
	EBIT/Ingresos	10,3%	10,2%	7,9%	n.a.	3,2%	7,9%	4,9%
	Beneficio Neto	788,6	304,0	74,0	n.a.	5,5		0,6
	Cto. Beneficio Neto	376,1%	17,7%	88,8%	n.a.	187,0%	167,4%	-88,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	15,1%	24,7%	8,4%	n.a.	n.a.	16,1%	-13,6%
	CAPEX/Ventas	5,2%	6,7%	4,9%	n.a.	0,5%	4,3%	2,1%
Free Cash Flow	758,8	465,0	112,2	n.a.	1,0		(13,1)	
Deuda financiera Neta	(2.336,6)	887,6	294,1	341,7	154,9		52,1	
DN/EBITDA (x)	n.a.	1,3	1,5	6,6	2,1		2,9	
Pay-out	6,3%	56,9%	25,1%	n.a.	0,0%		22,1%	
<b>Múltiplos y Ratios</b>	P/E (x)	11,2	17,4	8,7	14,9	33,1	17,0	36,6
	P/BV (x)	2,5	5,3	0,6	n.a.	0,8	2,3	0,8
	EV/Ingresos (x)	0,8	1,6	1,2	0,6	0,5	1,0	0,6
	EV/EBITDA (x)	4,9	10,0	10,0	9,1	4,7	7,7	2,7
	EV/EBIT (x)	8,1	16,1	15,0	n.a.	14,9	13,5	11,5
	ROE	22,6	30,5	6,7	n.a.	2,3	15,5	2,3
	FCF Yield (%)	8,6	8,2	15,7	n.a.	1,1	8,4	n.a.
	DPA	0,01	93,41	0,07	0,00	0,00	18,70	0,00
	Dvd Yield	0,6%	3,1%	2,7%	0,0%	0,0%	1,3%	0,0%

### Múltiplos: Sector Textil y Complementos (Backward-looking)

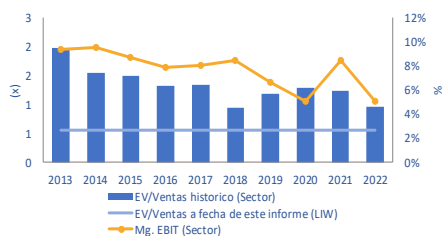
EUR Mn	Ticker (Factset)	Market cap	PER 2022	BPA 22-24e TACC	P/BV 2022	ROE 2022	EV/EBITDA 2022	EBITDA 22-24e TACC	EV/Vtas 2022	Vtas 22-24e TACC	Mg. EBIT 2022	FCFE yield 2022	FCFE 22-24e TACC
JD Sports Fashion Plc	JD-GB	8.819	53,0x	21,8%	3,6x	7,0%	6,9x	10,9%	1,1x	7,6%	9,8%	11,7%	1%
LPP S.A.	LPP-PL	5.642	17,5x	17,6%	6,3x	31,6%	14,6x	23,2%	2,3x	18,3%	8,3%	n.a.	n.a.
OVS SpA	OVS-IT	711	17,7x	22,3%	0,8x	4,4%	8,2x	-5,9%	1,2x	4,5%	0,3%	29,8%	-20%
N Brown Group plc	BWNG-GB	127	n.a.	59,3%	0,3x	-12,3%	7,3x	-10,3%	0,6x	-3,1%	3,4%	n.a.	n.a.
Superdry PLC	SDRY-GB	92	n.a.	n.a.	0,8x	-8,6%	5,9x	21,9%	0,5x	3,1%	0,4%	n.a.	n.a.
Apranga APB	APGIL-LT	141	8,5x	n.a.	2,3x	22,6%	3,9x	n.a.	0,6x	n.a.	8,1%	25,9%	n.a.
Media			17,6x	30,2%	2,0x	8,2%	3,7x	8,0%	1,1x	6,1%	5,1%	22,5%	-9,4%
Mediana			13,3x	22,0%	1,3x	5,7%	6,9x	10,9%	1,1x	4,5%	5,7%	25,9%	-9,4%
Liwe Espanola, S.A.	LIW-ES	22,0	33,9x	n.a.	0,8x	2,3%	2,6x	n.a.	0,5x	n.a.	4,9%	-8,5%	n.a.

Nota: Múltiplos históricos (backward-looking) calculados con precios de cotización a cierre del ejercicio. Mkt. Cap. a fecha de este informe.

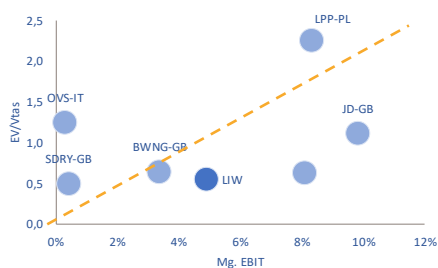
### Múltiplos: Sector Textil y Complementos (Forward-Looking)

EUR Mn	Ticker (Factset)	Market cap	PER 2023e	BPA 23e-25e TACC	P/BV 2023e	ROE 2023e	EV/EBITDA 2023e	EBITDA 23e-25e TACC	EV/Vtas 2023e	Vtas 23e-25e TACC	Mg. EBIT 2023e	FCFE yield 2023e	FCFE 23e-25e TACC
JD Sports Fashion Plc	JD-GB	8.819	11,2x	13,3%	2,5x	22,6%	4,9x	10,5%	0,8x	9,8%	10,3%	8,6%	22%
LPP S.A.	LPP-PL	5.642	17,4x	21,3%	5,3x	30,5%	10,0x	17,7%	1,6x	17,0%	10,2%	8,2%	3%
OVS SpA	OVS-IT	711	8,7x	10,6%	0,6x	6,7%	10,0x	7,6%	1,2x	4,5%	7,9%	15,8%	12%
N Brown Group plc	BWNG-GB	127	14,9x	n.a.	n.a.	n.a.	9,1x	n.a.	0,6x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Superdry PLC	SDRY-GB	92	n.a.	n.a.	0,8x	2,3%	4,7x	n.a.	0,5x	n.a.	3,2%	n.a.	n.a.
Apranga APB	APGIL-LT	141	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Media			13,0x	15,1%	2,3x	12,4%	7,7x	11,9%	1,0x	10,4%	7,9%	10,9%	12,5%
Mediana			13,0x	13,3%	1,6x	6,7%	9,1x	10,5%	0,8x	9,8%	9,1%	8,6%	12,4%

## Ejercicios "teóricos" de valoración por múltiplos

**Gráfico 1: Inputs valoración en base a EV/Ventas**

**Ejercicio "Teórico" de valoración en base a EV/Ventas (2022) (\*)**

Inputs de valoración	2022		
Margen EBIT sector	8,7%	EV/Vtas Compañía Teórico	0,75
Margen EBIT Compañía	4,9%	* Vtas 2022	129,6
Factor de Ajuste	0,56	<b>Valoración EV Compañía</b>	<b>97,0</b>
		- Minoritarios	-
EV/Vtas Sector (media -10y)	1,3	- Provisiones y otros pasivos a LP	1,4
* Factor de Ajuste	0,56	- Deuda financiera neta	52,1
<b>= EV/Vtas Compañía Teórico</b>	<b>0,75</b>	+ Inmovilizado financiero	(2,9)
vs EV/Vtas Compañía 2022 "Real"	0,56	+/- Otros ajustes al EV	-
<b>Prima / (Descuento) s/ EV/Vtas</b>	<b>-25,1%</b>	<b>= Valoración Equity Compañía (**)</b>	<b>40,6</b>
		vs Mkt Cap a Fecha de este Informe	22,0
		<b>Prima / (Descuento)</b>	<b>-45,8%</b>

**Sensibilidades: EV/Vtas teórico ante cambios en el Mg. EBIT y prima (descuento) s/ EV/Vtas sector (\*)**
**Gráfico 2: LIW vs Peers (2022)**

**A) EV/Vtas teórico**

Prima EV/Vtas	Mg. EBIT		
	3,9%	4,9%	5,9%
-10%	0,54	0,67	0,81
0%	0,60	<b>0,75</b>	0,90
10%	0,66	0,82	0,99

**B) Prima / (Descuento)**

Prima EV/Vtas	Mg. EBIT		
	3,9%	4,9%	5,9%
-10%	68,3%	-28,8%	-54,8%
0%	5,8%	<b>-45,8%</b>	-63,6%
10%	-22,8%	-56,3%	-69,5%

(\*) El EV/Vtas del sector se ha ajustado por el diferencial de margen entre la compañía y su sector. En el análisis de sensibilidad se aplica una prima (descuento) del 10% con el objetivo de reflejar el impacto que produciría en el múltiplo (y en la valoración relativa) el aplicar un múltiplo más alto o más bajo que el del sector en función de la tasa de crecimiento de la compañía vs la del sector. Y la posible evolución de su margen (frente al del sector). Este ejercicio de valoración tiene como única utilidad (y objetivo) la de poder servir de "indicador de valor". Pero no constituye una valoración "per se".

(\*\*) Los ajustes realizados sobre el EV "teórico" de la compañía (minoritarios, provisiones, DN...) corresponden a las cifras reportadas en el 2S22.

## Ejercicios "teóricos" de valoración por descuento de flujos

### Cálculo del WACC (A fecha de este informe)

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Deuda financiera neta	52,1	Deuda bancaria neta de Caja (2S22)		
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta	5,0%	7,0%
Tasa fiscal efectiva (T)	20,0%	T (Tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
<b>Coste de la Deuda Neta</b>	<b>4,8%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>	<b>4,0%</b>	<b>5,6%</b>
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	8,0%	9,0%
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)	1,0	1,2
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,0%</b>	<b>Ke = Rf + (R*B)</b>	<b>11,4%</b>	<b>14,2%</b>
Equity / (Equity + Deuda Neta)	29,7%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	70,3%	D	=	=
<b>WACC</b>	<b>6,3%</b>	<b>WACC = Kd*D + Ke*E</b>	<b>6,2%</b>	<b>8,2%</b>

### Hipótesis básicas (2022)

EBIT 2022	6,3
Tasa fiscal normalizada (T)	20,0%
Tasa de crecimiento l/p (G)	2,0%
ROCE 2022	9,0%
WACC (a la fecha de este informe) (*)	6,3%
Factor de Corrección s/EBIT Neto	= 1 - (G / ROCE)
Factor de Corrección Aplicado	77,7%

### Valoración absoluta "teórica" (s/EBIT Neto)

Valor teórico en base a EBIT Neto 2022 = EBIT (1-t)\*Factor de Corrección / (WACC - G)

EV teórico (a fecha de este informe)	90,8
- Deuda financiera neta	52,1
- Minoritarios	0,0
- Provisiones y otros pasivos a LP	1,4
+/- Otros ajustes al EV	0,0
+ Inmovilizado financiero	2,9
<b>= Valoración Equity Compañía</b>	<b>40,1</b>
vs Mkt Cap a Fecha de este Informe	22,0
<b>Prima / (Descuento)</b>	<b>-45,2%</b>

(\*) Ante la inexistencia de proyecciones financieras sobre la evolución futura del negocio, el ejercicio de valoración anterior relaciona el "valor teórico" de la compañía con los principales drivers de generación de valor de cualquier negocio: (i) la tasa de crecimiento a l/p (G), (ii) el retorno sobre el capital invertido (ROCE) y (iii) el coste del capital (WACC). La principal restricción de este modelo es que asume que tanto el ROCE como la tasa de crecimiento (G) se mantienen constantes a largo plazo, por lo que no constituye una valoración real de la compañía. Este ejercicio de valoración tiene como única utilidad (y objetivo) la de poder servir de "indicador de valor". Pero no constituye una valoración "per se".

### Múltiplos sector 2022 vs múltiplos implícitos de la compañía (s/ EV y Mkt. Cap. teórico)

Múltiplo	Sector	LIW	Prima / Descuento
EV/Ventas	1,0	0,7	-26,7%
EV/EBITDA	6,8	3,4	-50,6%
EV/EBIT	13,5	14,3	5,9%
P/BV	3,0	1,5	-50,3%

### Análisis de sensibilidad

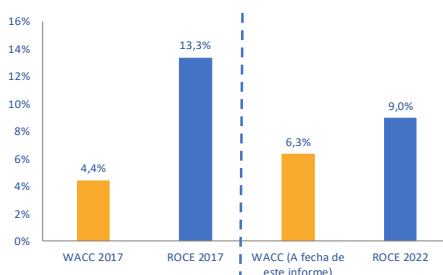
#### A) Valor "teórico" del Equity (EUR Mn)

ROCE	Tasa de crecimiento l/p (G)		
	1,5%	2,0%	2,5%
8,0%	34,4	36,8	39,9
9,0%	36,6	<b>40,1</b>	44,5
10,0%	38,4	42,7	48,3

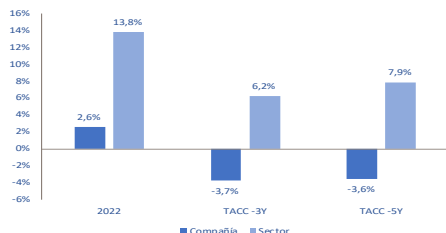
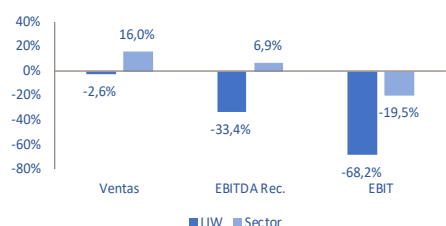
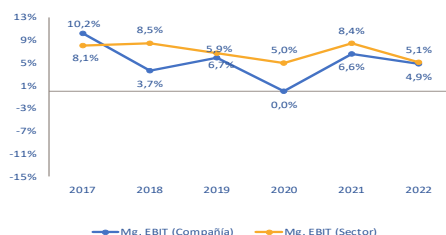
#### B) Prima / (Descuento)

ROCE	Tasa de crecimiento l/p (G)		
	1,5%	2,0%	2,5%
8,0%	-36,0%	-40,3%	-44,9%
9,0%	-39,9%	<b>-45,2%</b>	-50,6%
10,0%	-42,6%	-48,5%	-54,4%

### Creación de valor: Rentabilidad (ROCE) vs Coste del capital (WACC)



## Crecimiento y momentum: datos para valorar el nivel de crecimiento vs Sector. Y el momentum (2S22) del negocio

**Gráfico 4: Diferenciales de crecimiento (Vtas)**

**Gráfico 5: Indicadores de momentum (cto. 2S22 vs 2S21)**

**Gráfico 6: Mg EBIT. Evolución histórica**

**Diferenciales de crecimiento compañía vs sector**

	Total Ingresos			EBITDA			EBIT		
	2022	TACC -3Y	TACC -5Y	2022	TACC -3Y	TACC -5Y	2022	TACC -3Y	TACC -5Y
Compañía	2,6%	-3,7%	-3,6%	-5,7%	-8,0%	4,3%	-24,3%	-9,7%	-16,8%
Sector	13,8%	6,2%	7,9%	-2,3%	3,1%	6,8%	-18,2%	-21,2%	-8,7%
Spread (p.p.)	(11,2)	(10,0)	(11,5)	(3,4)	(11,1)	(2,6)	(6,2)	11,5	(8,0)

**Indicadores de momentum**

	LIW			Sector Avg			Sector
	2S22	2022	Dif. (p.p.)	2S22	2022	Dif. (p.p.)	TACC 2022-2024
Ventas	-2,6%	2,6%	(5,2)	16,0%	13,8%	2,2	6,1%
EBITDA Rec.	-33,4%	-5,7%	(0,3)	6,9%	-2,3%	9,3	8,0%
EBITDA / Ingresos	18,4%	20,8%	(2,5)	13,8%	13,2%	0,5	-0,2p.p.
EBIT	-68,2%	-24,3%	(43,9)	-19,5%	-18,2%	(1,3)	23,0%
EBIT / Ingresos	4,4%	4,9%	(0,5)	7,3%	5,1%	2,3	3,6p.p.

**Crecimiento histórico vs indicadores de momentum**

Spread Compañía vs Sector (p.p.)	Var. -5Yr	Var. -3Yr	2022	2S22
Ventas	(11,5)	(10,0)	(11,2)	(18,6)
EBITDA Rec.	(2,6)	(11,1)	(3,4)	(40,4)
EBITDA / Ingresos	5,2	(1,9)	7,6	4,6
EBIT	(8,0)	11,5	(6,2)	(48,7)
EBIT / Ingresos	(2,3)	0,6	(0,2)	(3,0)

(\*) Para facilitar la interpretación de los diferentes ejercicios de valoración de este informe, se incluye el diferencial de crecimiento histórico de la compañía vs sector. Así como su evolución (-5y, -3y, último ejercicio cerrado y situación actual).

## Principales indicadores de Gobierno Corporativo

KPI	2020	2021	2022
% de consejeros independientes	33,3%	37,5%	37,5%
% de consejeros dominicales	66,7%	62,5%	62,5%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	12,5%	12,5%
% de mujeres en la plantilla	86,5%	86,5%	86,3%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	1,3%	1,5%	1,5%



## 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@lighthouse-ieaf.com

### David López Sánchez

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

### Luis Esteban Arribas

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

### Enrique Andrés Abad

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

### Jesús López Gómez

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.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.
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 Mercado de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

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

#### Histórico de recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
22-Jun-2023	n.a.	13,20	n.a.	n.a.	Análisis de Estados Financieros Históricos	Luis Esteban Arribas
30-Dic-2021	n.a.	5,60	n.a.	n.a.	Análisis de Estados Financieros Históricos	David López Sánchez
06-Nov-2020	n.a.	8,40	n.a.	n.a.	Análisis de Estados Financieros Históricos	David López Sánchez
07-Nov-2019	n.a.	18,00	n.a.	n.a.	Análisis de Estados Financieros Históricos	David López Sánchez

