

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Artículos Textiles, de Confección y Bienes de Lujo

Fecha del informe: 18 ene 2021

Hora distribución: 14:45

Resultados 9m 2020 y Revisión de estimac.

Precio de Cierre: EUR 4,78 (15 ene 2021)

Resultados 9m 2020

Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperado

Impacto ⁽¹⁾: Bajamos estimaciones

Ana Isabel González García, CIAA – ana.gonzalez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

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

Bajamos números 2020 (3ª ola Covid), siendo factible la vuelta (niveles pre-crisis) en el 4T 2022

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	44,3	53,6
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	42,9	51,8
Número de Acciones (Mn)	9,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,90 / 4,63 / 3,41	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽³⁾	13,2	
Thomson Reuters / Bloomberg	ADZ.MC / ADZ.SM	
Cierre año fiscal	28-Feb	

Estructura Accionarial (%)

Adolfo Domínguez	31,5
Puig, S.A.	14,8
Libertas 7	10,3
Indumenta Pueri	9,0
Free Float	23,0

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,3	9,3	9,3	9,3
Total Ingresos	117,3	64,5	93,2	105,2
EBITDA Rec. ⁽⁴⁾	11,3	-6,5	1,8	9,2
% Var.	357,2	-157,4	127,7	410,5
% EBITDA Rec./Ing.	9,7	n.a.	1,9	8,8
% Var EBITDA sector ⁽⁵⁾	38,0	22,1	8,7	28,0
Beneficio neto	-8,3	-17,5	-9,0	-2,8
BPA (EUR)	-0,90	-1,89	-0,97	-0,31
% Var.	n.a.	-110,9	48,7	68,5
BPA ord. (EUR)	-0,01	-1,89	-0,95	-0,23
% Var.	-117,6	n.a.	49,9	75,3
Free Cash Flow Rec. ⁽⁶⁾	-2,3	-11,4	-8,5	-2,3
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	-10,0	1,4	9,9	12,2
DN / EBITDA Rec.(x)	-0,9	n.a.	5,5	1,3
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) ⁽⁶⁾	2,0	n.a.	n.a.	n.a.

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁷⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	1,0	1,7	2,5	3,0
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,37	0,67	0,46	0,41
EV/EBITDA Rec.	3,8	n.a.	23,8	4,7
EV/EBIT	45,1	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) ⁽⁶⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

EL IMPACTO EN VENTAS OCASIONADO POR LA 2ª OLA DEL COVID-19 (OCTUBRE /NOVIEMBRE) FRENA LA RECUPERACIÓN EN INGRESOS, que retroceden hasta los EUR 41,5Mn 9M20 (-46,8% a/a; vs. -50,4% 6M20), y con c. 40% de los puntos de venta afectados por restricciones (aforo/horarios). Desaceleración de la caída de las ventas LFL consolidadas -45,0% 9M20 (con c. -2 p.p. en impacto forex; vs. c. -49,1% 6M). Mientras mejora el comportamiento en Europa (-45,5% LFL 9M20, vs. -51,0% 6M) que contribuyen al 67,6% de los ingresos del Grupo (EUR 28,1Mn), la intensificación de la pandemia en México pasa factura (-49,6% LFL 9M20 vs. -43% 6M).

A PESAR DE LA EXPANSIÓN DEL NEGOCIO ONLINE (+28,2% a/a 9M20), que ha contribuido al 19,3% de las ventas acumuladas en el periodo, sin poder paliar la caída de las ventas en tienda.

Y MANTENIÉNDOSE LA PRESIÓN EN MÁRGENES, margen bruto 50,4% 9M20 (-8,9 p.p. a/a), por el esfuerzo comercial realizado para recuperar las ventas.

AHONDANDO EN LA CAÍDA DEL EBIT (EUR -13,6Mn 9M20, vs. -9,3Mn 6M), a pesar de la contención de costes (-35% a/a), que siguen beneficiándose de las medidas de regulación de empleo aplicadas (-41% a/a en gastos de personal).

Y ENDEUDANDO AL GRUPO POR PRIMERA VEZ VS. -5Y (EUR 1,6Mn DN 9M20) a pesar del menor capex (EUR 0,8Mn 9M20, c. -50% a/a). Aún así, ADZ mantiene una sólida posición financiera (0,1x DN/FFPP), contando con EUR 13,8Mn en tesorería (tras aprovechar la “ventana de liquidez” por la crisis del Covid-19 para financiarse a l/p), que le permitirá afrontar la tempestad en el más c/p.

EL MAYOR IMPACTO DE LA 2ª OLA COVID-19 Y LA INTENSIFICACIÓN DE LA PANDEMIA (3ª OLA) NOS OBLIGA A BAJAR NÚMEROS (2020e): -15,1% ingresos y -49,4% EBIT vs. nuestra anterior estimación (EUR 64,5Mn y EUR -15,9Mn respectivamente), manteniendo el break-even (EBIT) en 2022e. A pesar de la desaceleración en la caída de las ventas registrada en diciembre (-32,2% a/a en la industria local), un mayor deterioro socioeconómico será inevitable en el c/p (endurecimiento de las restricciones por el fuerte repunte de los contagios post-festividad y lenta campaña de vacunaciones, a los que se unen los estragos ocasionados por la tormenta de nieve). El contexto sigue siendo de “prudencia”.

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	6,2	32,8	-30,3	5,3	-15,2	36,6
vs Ibx35	5,2	10,0	-19,5	3,3	7,8	41,8
vs Ibx Small Cap Index	1,6	5,2	-40,2	3,1	-28,9	-31,1
vs Eurostoxx 50	3,9	17,8	-27,0	3,9	-15,0	12,0
vs Índice del sector ⁽⁵⁾	5,9	22,4	-27,9	6,9	-30,9	9,3

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 9,1Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

(5) Sector: TR Europe Apparel & Accessories Retailers.

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

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

(8) Otros: La Previsión Mallorquina de Seguros 7,6%, Ibercapital Magnum, SICAV S.A. 3,2%, Autocartera 0,6%

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

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

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

Resultados 9M 2020

Revisión de estimaciones: a la baja

Con solidez financiera para afrontar el temporal (c/p)

Toda referencia a los resultados del periodo a 9M será al periodo comprendido entre el 1 de marzo y el 30 de noviembre.

Tabla 1. Resultados 9M 2020 de ADZ

	(EUR Mn)	9m20 Real	9m19	vs 9m19	3T20	3T19
Total Ingresos		41,5	78,1	-46,8%	15,0	-39,1%
Ventas		40,5	76,6	-47,1%	14,5	-39,9%
Europa		28,1	55,5	-49,4%	9,8	-42,4%
México		7,6	12,4	-38,7%	2,7	-38,6%
Japón		3,4	5,5	-38,2%	1,3	-31,6%
Resto		1,4	3,3	-57,6%	0,7	-22,2%
Otros ingresos		1,0	1,5	-32,1%	0,5	5,9%
Margen Bruto		21,0	46,4	-54,8%	8,5	-47,4%
Margen Bruto (%s/Ingresos)		50,4%	59,4%	-8,9 p.p.	56,6%	-9,0 p.p.
EBITDA (Recurrente)		(5,6)	5,5	-202,3%	(1,9)	-189,3%
EBITDA Rec. / Ingresos		-13,5%	7,0%	-20,5 p.p.	-12,7%	-21,3 p.p.
EBITDA		(5,6)	5,5	-202,3%	(1,9)	-189,3%
EBITDA / Ingresos		-13,5%	7,0%	-20,5 p.p.	-12,7%	-21,3 p.p.
EBIT		(13,6)	(1,0)	-1309,6%	(4,3)	-4385%
EBIT/Ingresos		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
BAI		(15,1)	(1,6)	-854,5%	(4,5)	n.a.
BN		(15,0)	(2,1)	-598,6%	(4,5)	n.a.
BN ordinario		(15,0)	(2,1)	-598,6%	(4,5)	n.a.
Var. Total LFL		-45,0%	5,0%	-50,0 p.p.		
Puntos de venta		348	391	(43,0)		
FCF Recurrente		-7,1	-3,2	-118%		
Deuda Neta		1,6	-1,4	219%		
Deuda Neta / FFPP		0,1 x	0,0 x	0,1 x		

Gráfico 1. Evolución ventas trimestrales ADZ (2020 vs. 2019)

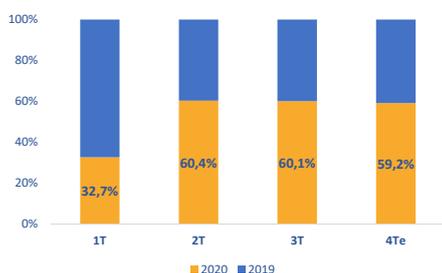
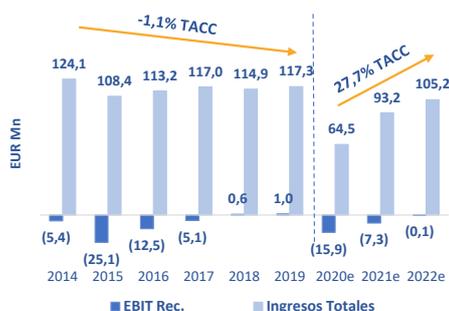


Gráfico 2. Ingresos vs. EBIT (ADZ)



Revisamos números 2020 a la baja, manteniendo el break-even (EBIT) en 2022

El rápido deterioro del contexto actual (nacional/internacional) nos lleva a revisar los números en el más c/p. (-15,1% ingresos y -49,4% EBIT vs. nuestra anterior estimación 2020e). En un contexto en el que el potencial endurecimiento de las restricciones en aras de contener la evolución de la pandemia (confinamientos), debilitará aún más el consumo. La limitación/ausencia de eventos sociales desincentiva la demanda de artículos de moda.

Mantenemos nuestro escenario de recuperación del nivel de ventas 2019 en el 4Q 2022 (ejercicio fiscal que finaliza en febrero 2023). El progreso en la vacunación poblacional debería permitir una progresiva vuelta a la normalidad, por lo que la fuerte apuesta de ADZ por el canal online y el consumo sostenible, junto a sus esfuerzos para mejorar la gestión de inventarios (inventarios/ventas c. 20% 2022e, -3p.p. vs. -3y) debería permitir recuperar los márgenes pre-crisis (margen bruto/ingresos 56,9%). Y esto, en un contexto de fuerte consolidación industrial, en el que los supervivientes tratarán de ganar la cuota de mercado abandonada por los más débiles.

Tabla 2. Revisión de estimaciones

EUR Mn	2020e (Nuevo)	2020e (Previo)	Revisión	2021e (Nuevo)	2021e (Previo)	Revisión	2022e (Nuevo)	2022e (Previo)	Revisión
Total Ingresos	64,5	76,0	-15,1%	93,2	93,2	-0,1%	105,2	105,2	0,0%
EBITDA (Recurrente)	(6,5)	(1,3)	-412,0%	1,8	1,6	14,6%	9,2	9,7	-4,5%
Cto. EBITDA Rec.	-157,4%	-111,2%	-46,2 p.p.	127,7%	223,9%	-96,2 p.p.	410,5%	512,7%	-102,3 p.p.
EBITDA Rec. / Ventas	-10,1%	-1,7%	-8,4 p.p.	1,9%	1,7%	0,2 p.p.	8,8%	9,2%	-0,4 p.p.
EBIT	(15,9)	(10,6)	-49,4%	(7,3)	(7,6)	3,9%	(0,1)	0,1	-139,7%
Beneficio Neto	(17,5)	(12,2)	-43,4%	(9,0)	(9,2)	2,4%	(2,8)	(2,5)	-12,2%
Free Cash Flow Rec.	(11,4)	(6,8)	-68,4%	(8,5)	(8,1)	-5,0%	(2,3)	(2,5)	7,5%
DN/FFPP	0,1x	-0,1x	0,2x	0,6x	0,2x	0,3x	0,8x	0,4x	0,5x

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(9,8)	(6,9)	0,4	n.a.			
Market Cap	44,3	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	1,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 9m 2020)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,6%	Coste de la deuda neta			2,3%	2,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	2,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1,8%	2,2%	
Risk free rate (rf)	0,1%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	1,1	B (Refinitiv y Lighthouse)			1,0	1,2	
Coste del Equity	10,0%	Ke = Rf + (R * B)			8,6%	11,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	96,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	3,5%	D			=	=	
WACC	9,7%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,3%	11,1%	
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 Reuters	Mkt. Cap	PER 20e	BPA 20e-22e	EV/EBITDA 20e	EBITDA 20e-22e	EV/Vtas. 20e	Ingresos 20e-22e	EBITDA/Vtas. 20e	FCF Yield 20e	FCF 20e-22e
SMCP SA	SMCP.PA	365,6	n.a.	72,1%	9,8	34,4%	1,5	12,3%	14,9%	n.a.	n.a.
Ted Baker PLC	TED.L	236,7	n.a.	51,7%	n.a.	n.a.	0,9	28,0%	n.a.	n.a.	n.a.
Hugo Boss AG	BOSSn.DE	1.862,8	n.a.	68,4%	11,4	48,3%	1,5	12,2%	12,8%	8,9%	11,2%
Burberry Group PLC	BRBY.L	7.813,4	35,4	28,5%	15,6	18,0%	3,3	9,1%	20,8%	3,4%	25,3%
Referentes Lujo Asequible			35,4	55,2%	12,3	33,6%	1,8	15,4%	16,2%	6,2%	18,3%
Capri Holdings Ltd	CPRI.K	5.344,6	37,0	90,4%	16,0	40,5%	2,0	15,9%	12,5%	6,1%	18,7%
G-III Apparel Group Ltd	GIIL.OQ	1.103,1	68,2	n.a.	13,6	40,1%	0,8	13,6%	6,0%	21,6%	-6,3%
PVH Corp	PVH.N	5.903,2	n.a.	n.a.	36,0	n.a.	1,3	14,9%	3,6%	1,4%	n.a.
Tapstry	TPR.N	7.891,3	n.a.	76,7%	14,9	32,8%	2,1	6,0%	14,0%	2,1%	65,9%
Holdings Retail Especializado			52,6	83,6%	20,1	37,8%	1,5	12,6%	9,0%	7,8%	26,1%
ADZ	ADZ.MC	44,3	n.a.	59,8%	n.a.	84,8%	0,7	27,7%	n.a.	n.a.	54,9%

Análisis de sensibilidad (2021e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 21e	EBITDA 21e	EV/EBITDA 21e
Max	2,1%	2,0	21,5x
Central	1,9%	1,8	23,8x
Min	1,7%	1,6	26,5x

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 21e			Escenario	FCF Rec./Yield 21e		
EBITDA 21e	1,0%	1,1%	1,2%				
2,0	(8,2)	(8,3)	(8,4)	Max	n.a.	n.a.	n.a.
1,8	(8,4)	(8,5)	(8,6)	Central	n.a.	n.a.	n.a.
1,6	(8,6)	(8,7)	(8,8)	Min	n.a.	n.a.	n.a.

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e		
Inmovilizado inmaterial	2,3	1,6	0,9	0,8	34,9	34,4	34,0	33,5		
Inmovilizado material	17,9	16,6	12,3	10,6	10,6	10,3	10,0	9,8		
Otros activos no corrientes	18,0	8,2	8,5	8,1	0,8	0,8	0,8	0,8		
Inmovilizado financiero	5,0	5,1	5,0	5,2	5,9	5,9	5,9	5,9		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	46,3	44,4	36,2	36,2	38,0	26,3	29,6	30,5		
Total activo	89,5	75,9	62,9	60,8	90,2	77,7	80,3	80,5		
Patrimonio neto	82,7	59,4	52,3	52,2	44,2	26,7	17,7	14,8		
Minoritarios	0,7	1,1	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,5	0,6	0,6	1,0	1,5	1,5	1,5	1,5		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	34,2	34,2	34,2	34,2		
Deuda financiera neta	(17,3)	(6,1)	(9,9)	(12,0)	(10,0)	1,4	9,9	12,2		
Pasivo circulante	22,9	20,9	19,2	18,9	19,3	13,0	15,9	16,6		
Total pasivo	89,5	75,9	62,9	60,8	90,2	77,7	80,3	80,5		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Total Ingresos	108,4	113,2	117,0	114,9	117,3	64,5	93,2	105,2	2,0%	-3,6%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	-12,6%	4,4%	3,3%	-1,7%	2,0%	-45,0%	44,5%	12,9%		
Coste de ventas	(50,6)	(47,7)	(49,0)	(47,3)	(50,6)	(33,1)	(43,3)	(45,3)		
Margen Bruto	57,8	65,5	68,0	67,6	66,7	31,3	49,9	59,9	3,6%	-3,5%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	53,3%	57,8%	58,1%	58,8%	56,9%	48,6%	53,5%	56,9%		
Gastos de personal	(43,7)	(42,5)	(39,8)	(38,1)	(36,7)	(23,6)	(31,4)	(33,8)		
Otros costes de explotación	(29,1)	(31,5)	(30,4)	(27,1)	(18,7)	(14,3)	(16,7)	(16,8)		
EBITDA recurrente	(15,1)	(8,6)	(2,2)	2,5	11,3	(6,5)	1,8	9,2	28,8%	-6,7%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	n.a.	43,2%	74,2%	212,4%	357,2%	-157,4%	127,7%	410,5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	2,2%	9,7%	n.a.	1,9%	8,8%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(2,8)	-	-	(1,2)	-	-	-	-		
EBITDA	(17,9)	(8,6)	(2,2)	1,3	11,3	(6,5)	1,8	9,2	27,4%	-6,7%
Depreciación y provisiones	(10,0)	(4,0)	(2,9)	(1,9)	(2,1)	(1,7)	(1,8)	(1,8)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(8,3)	(7,6)	(7,3)	(7,5)		
EBIT	(27,9)	(12,5)	(5,1)	(0,6)	1,0	(15,9)	(7,3)	(0,1)	19,4%	-27,2%
<i>Cto.EBIT</i>	-255,7%	55,1%	59,5%	88,2%	259,0%	n.a.	54,1%	99,2%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	n.a.		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(2,2)	(0,2)	(1,6)	0,5	(0,9)	(1,6)	(1,4)	(2,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(30,0)	(12,8)	(6,7)	(0,1)	0,0	(17,5)	(8,7)	(2,1)	18,9%	n.a.
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	-372,4%	57,5%	47,4%	98,0%	105,3%	n.a.	50,2%	76,2%		
Extraordinarios	41,7	(0,5)	0,4	1,3	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	11,7	(13,2)	(6,3)	1,2	0,0	(17,5)	(8,7)	(2,1)	-84,3%	n.a.
Impuestos	(4,0)	(9,7)	(0,4)	(1,5)	(8,2)	-	(0,2)	(0,7)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	34,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Minoritarios	0,3	0,2	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	8,0	(22,7)	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(17,5)	(9,0)	(2,8)	-32,1%	30,2%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	172,2%	-384,8%	69,8%	92,7%	n.a.	-110,9%	48,7%	68,5%		
Beneficio ordinario neto	(26,9)	(12,6)	(6,8)	0,6	(0,1)	(17,5)	(8,8)	(2,2)	74,7%	n.a.
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	-587,7%	53,3%	45,6%	109,1%	-117,7%	n.a.	49,9%	75,3%		
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
EBITDA recurrente						(6,5)	1,8	9,2	28,8%	-6,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(7,6)	(7,3)	(7,5)		
Var.capital circulante						5,3	(0,4)	(0,2)		
Cash Flow operativo recurrente						-8,8	-5,9	1,5	21,4%	-5,5%
CAPEX						(1,0)	(1,0)	(1,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,6)	(1,4)	(2,0)		
Impuestos						-	(0,2)	(0,7)		
Free Cash Flow Recurrente						(11,4)	(8,5)	(2,3)	40,8%	-0,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(11,4)	(8,5)	(2,3)	-20,3%	-0,3%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						11,4	8,5	2,3		

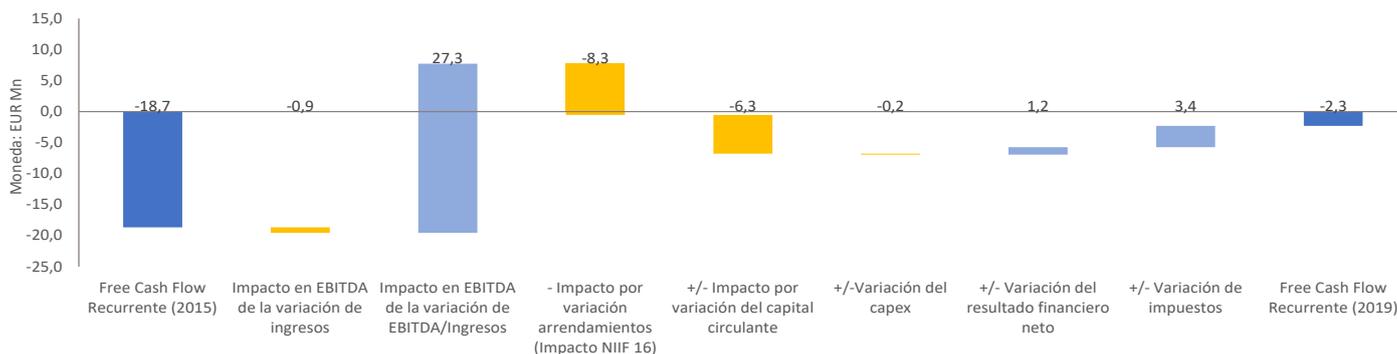
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 9,1Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

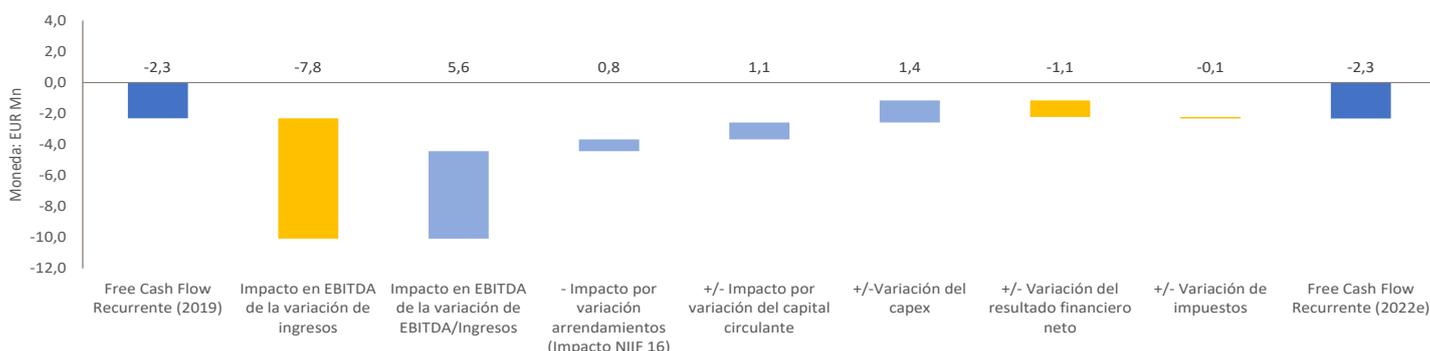
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
EBITDA recurrente	(8,6)	(2,2)	2,5	11,3	(6,5)	1,8	9,2	49,3%	-6,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	43,2%	74,2%	212,4%	357,2%	-157,4%	127,7%	410,5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,2%	9,7%	<i>n.a.</i>	1,9%	8,8%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(8,3)	(7,6)	(7,3)	(7,5)		
+/- Var. Capital circulante	(0,0)	6,5	(0,4)	(1,3)	5,3	(0,4)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	(8,6)	4,3	2,1	1,8	(8,8)	(5,9)	1,5	30,2%	-5,5%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	15,4%	149,7%	-50,4%	-16,8%	-599,9%	32,8%	125,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	3,6%	1,8%	1,5%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	1,4%		
- CAPEX	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(1,0)	(1,0)	(1,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(1,6)	0,5	(0,9)	(1,6)	(1,4)	(2,0)		
- Impuestos	(1,9)	(0,4)	(1,5)	(0,6)	-	(0,2)	(0,7)		
= Free Cash Flow recurrente	(12,7)	1,3	0,2	(2,3)	(11,4)	(8,5)	(2,3)	43,4%	-0,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	31,9%	110,2%	-83,7%	<i>n.a.</i>	-395,2%	25,2%	72,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	1,1%	0,2%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(1,2)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	3,2	2,6	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(12,6)	4,5	1,6	(2,3)	(11,4)	(8,5)	(2,3)	43,3%	-0,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-151,9%	135,9%	-64,3%	-242,3%	-395,2%	25,2%	72,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	2,9%	0,5%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	10,2%	3,6%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(18,7)	(12,7)	1,3	0,2	(2,3)	(11,4)	(8,5)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,7)	(0,3)	0,0	0,1	(5,1)	(2,9)	0,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	7,2	6,6	4,6	8,8	(12,7)	11,2	7,2		
= Variación EBITDA recurrente	6,5	6,3	4,7	8,9	(17,9)	8,3	7,4		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(8,3)	0,6	0,3	(0,2)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(5,0)	6,5	(6,8)	(1,0)	6,7	(5,7)	0,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,6	12,8	(2,1)	(0,4)	(10,5)	2,9	7,4		
+/- Variación del CAPEX	0,4	1,1	0,0	(1,7)	1,6	-	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	1,9	(1,4)	2,1	(1,4)	(0,7)	0,2	(0,6)		
+/- Variación de impuestos	2,1	1,5	(1,1)	1,0	0,6	(0,2)	(0,5)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	6,0	14,0	(1,1)	(2,5)	(9,1)	2,9	6,2		
Free Cash Flow Recurrente	(12,7)	1,3	0,2	(2,3)	(11,4)	(8,5)	(2,3)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(12,5)	(5,1)	(0,6)	1,0	(15,9)	(7,3)	(0,1)	27,6%	-27,2%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,3)	-	-	-		
EBITDA recurrente	(8,6)	(2,2)	2,5	11,3	(6,5)	1,8	9,2	49,3%	-6,7%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(8,3)	(7,6)	(7,3)	(7,5)		
+/- Var. Capital circulante	(0,0)	6,5	(0,4)	(1,3)	5,3	(0,4)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	(8,6)	4,3	2,1	1,8	(8,8)	(5,9)	1,5	30,2%	-5,5%
- CAPEX	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(1,0)	(1,0)	(1,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,3)	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(10,6)	3,4	1,3	(1,1)	(9,8)	(6,9)	0,4	53,2%	32,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	15,6%	131,9%	-62,3%	-185,5%	-800,4%	29,5%	105,1%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	2,9%	1,1%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,3%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	3,2	2,6	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(10,5)	6,6	3,9	(1,1)	(9,8)	(6,9)	0,4	53,0%	32,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-131,5%	163,0%	-41,3%	-128,0%	-800,4%	29,5%	105,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	7,9%	3,0%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,8%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	15,4%	9,0%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,8%		

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 9,1Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

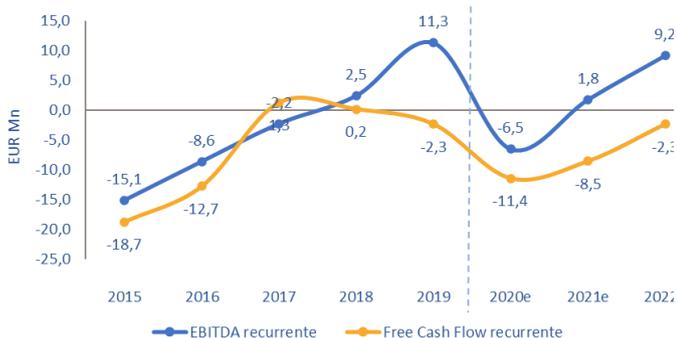
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



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



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 Mln	Fuente
Market Cap	44,3	
+ Minoritarios	1,0	Rdos. 9m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	Rdos. 9m 2020
+ Deuda financiera neta	1,6	Rdos. 9m 2020
- Inmovilizado financiero	4,6	Rdos. 9m 2020
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	42,9	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Total Ingresos	179,2	166,9	156,1	152,1	134,9	124,1	108,4	113,2	117,0	114,9	117,3	64,5	93,2	105,2	-4,1%	-3,6%
Cto. Total ingresos	-6,5%	-6,8%	-6,5%	-2,6%	-11,3%	-8,0%	-12,6%	4,4%	3,3%	-1,7%	2,0%	-45,0%	44,5%	12,9%		
EBITDA	19,2	10,3	1,6	(5,3)	(2,5)	(1,5)	(17,9)	(8,6)	(2,2)	1,3	11,3	(6,5)	1,8	9,2	-5,1%	-6,7%
Cto. EBITDA	-6,2%	-46,5%	-84,7%	-437,4%	53,1%	40,0%	n.a.	52,1%	74,2%	158,0%	785,6%	-157,4%	127,7%	410,5%		
EBITDA/Ingresos	10,7%	6,1%	1,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,1%	9,7%	n.a.	1,9%	8,8%		
Beneficio neto	1,0	(4,5)	(9,3)	(23,9)	(10,3)	(11,0)	8,0	(22,7)	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(17,5)	(9,0)	(2,8)	-26,6%	30,2%
Cto. Beneficio neto	-76,4%	-563,1%	-106,1%	-158,4%	57,1%	-7,5%	172,2%	-384,8%	69,8%	92,7%	n.a.	-110,9%	48,7%	68,5%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,0	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3		
BPA (EUR)	0,11	-0,49	-1,01	-2,62	-1,12	-1,21	0,87	-2,48	-0,76	-0,05	-0,90	-1,89	-0,97	-0,31	-26,4%	30,2%
Cto. BPA	-76,4%	n.a.	n.a.	n.a.	57,1%	-7,5%	n.a.	n.a.	69,4%	92,9%	n.a.	n.a.	48,7%	68,5%		
BPA ord. (EUR)	0,29	-0,60	-1,83	-3,62	-1,32	-0,42	-2,94	-1,37	-0,76	0,07	-0,01	-1,89	-0,95	-0,23	-7,4%	n.a.
Cto. BPA ord.	-29,2%	n.a.	n.a.	-97,5%	63,4%	68,0%	n.a.	53,3%	44,9%	n.a.	n.a.	n.a.	49,9%	75,3%		
CAPEX	(9,6)	(9,0)	(6,2)	(0,7)	(1,6)	(2,0)	(2,4)	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(1,0)	(1,0)	(1,1)		
CAPEX/Vtas %	5,3%	5,4%	4,0%	0,5%	1,2%	1,6%	2,2%	1,8%	0,8%	0,7%	2,2%	1,6%	1,1%	1,1%		
Free Cash Flow	10,1	(4,2)	(13,2)	24,9	8,9	(5,3)	24,3	(12,6)	4,5	1,6	(2,3)	(11,4)	(8,5)	(2,3)	-8,3%	-0,3%
DN/EBITDA (x) ⁽³⁾	0,3x	0,5x	14,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-9,4x	-0,9x	n.a.	5,5x	1,3x		
PER (x)	78,8x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,8x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)	0,5x	0,5x	0,4x	0,3x	0,5x	0,4x	0,1x	0,3x	0,3x	0,5x	0,4x	0,7x	0,5x	0,4x		
EV/EBITDA (x) ⁽³⁾	4,6x	8,6x	38,1x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	41,1x	3,6x	n.a.	23,8x	4,7x		
Comport. Absoluto	n.a.	-22,4%	-38,5%	-24,1%	44,8%	-12,4%	-30,4%	-4,9%	62,2%	29,7%	2,6%	n.a.	n.a.	n.a.		
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	-6,1%	-29,2%	-20,4%	19,2%	-15,5%	-25,1%	-3,0%	51,0%	52,5%	-8,2%	n.a.	n.a.	n.a.		

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

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 9,1Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

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

Anexo 5. Principales competidores 2020e

Datos	EUR Mn	Referentes Lujo Asequible				Average	Holdings Retail Especializado					Average	ADZ
		SMCP SA	Ted Baker PLC	Hugo Boss AG	Burberry Group PLC		PVH Corp	Tapestry	Capri Holdings Ltd	Kering			
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	SMCP.PA	TED.L	BOSSn.DE	BRBY.L		PVH.N	TPR.N	CPRI.K	PRTP.PA		ADZ.MC	
	Pais	France	U.K	Germany	U.K		U.S.A.	USA	U.K	France		Spain	
	Market cap	365,6	236,7	1.862,8	7.813,4		5.903,2	7.891,3	5.344,6	70.688,4		44,3	
	Enterprise value (EV)	1.300,6	349,4	2.889,8	8.435,9		7.596,5	8.535,6	6.622,1	78.675,8		42,9	
Información financiera básica	Total Ingresos	889,6	407,7	1.979,7	2.592,2		5.927,8	4.083,8	3.319,1	13.279,7		64,5	
	Cto.Total Ingresos	-21,4%	-42,5%	-31,4%	-12,5%	-26,9%	-27,7%	-17,7%	-27,8%	-16,4%	-22,4%	-45,0%	
	2y TACC (2020e - 2022e)	12,3%	28,0%	12,2%	9,1%	15,4%	14,9%	6,0%	15,9%	13,2%	12,5%	27,7%	
	EBITDA	132,5	(2,9)	253,2	539,8		210,8	571,2	414,9	4.181,7		(6,5)	
	Cto. EBITDA	-53,4%	-103,0%	-64,2%	-38,1%	-64,7%	-77,6%	-37,9%	-37,9%	-30,6%	-46,0%	-157,4%	
	2y TACC (2020e - 2022e)	34,4%	n.a.	48,3%	18,0%	33,6%	n.a.	32,8%	40,5%	20,7%	31,3%	84,8%	
	EBITDA/Ingresos	14,9%	n.a.	12,8%	20,8%	16,2%	3,6%	14,0%	12,5%	31,5%	15,4%	n.a.	
	EBIT	(21,2)	(50,4)	(187,1)	292,4		(60,8)	445,7	265,2	3.057,6		(15,9)	
	Cto. EBIT	-117,5%	-396,6%	-152,7%	-34,1%	-175,2%	-107,5%	-47,5%	-52,5%	-36,0%	-60,9%	n.a.	
	2y TACC (2020e - 2022e)	n.a.	62,5%	78,4%	23,1%	54,6%	n.a.	46,7%	71,4%	25,8%	48,0%	94,1%	
	EBIT/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	11,3%	11,3%	n.a.	10,9%	8,0%	23,0%	14,0%	n.a.	
	Beneficio Neto	(45,7)	(44,5)	(166,1)	204,5		(135,2)	(652,1)	169,6	1.955,5		(17,5)	
	Cto. Beneficio Neto	n.a.	-36,9%	n.a.	68,2%	15,6%	n.a.	n.a.	n.a.	-9,7%	-9,7%	-110,9%	
	2y TACC (2020e - 2022e)	72,0%	53,8%	68,5%	27,7%	55,5%	n.a.	76,6%	93,9%	29,9%	66,8%	59,8%	
	CAPEX/Ventas	4,8%	10,8%	4,4%	5,5%	6,4%	2,9%	4,1%	3,3%	6,0%	4,1%	-1,6%	
	Free Cash Flow	(27,8)	n.a.	165,5	268,4		83,1	(814,5)	324,6	2.174,3		(11,4)	
	Deuda financiera Neta	706,3	92,6	666,2	(812,6)		2.017,8	716,4	1.535,5	4.150,0		1,4	
	DN/EBITDA (x)	5,3	n.a.	2,6	(1,5)	2,2	9,6	1,3	3,7	1,0	3,9	n.a.	
	Pay-out	0,0%	0,0%	-3,5%	44,2%	10,2%	-2,3%	-35,6%	0,0%	46,7%	2,2%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	n.a.	n.a.	35,4	35,4	n.a.	n.a.	37,0	35,5	36,2	n.a.	
	P/BV (x)	0,3	1,4	2,2	5,1	2,2	1,5	3,8	2,8	6,2	3,6	1,7	
	EV/Ingresos (x)	1,5	0,9	1,5	3,3	1,8	1,3	2,1	2,0	5,9	2,8	0,7	
	EV/EBITDA (x)	9,8	n.a.	11,4	15,6	12,3	36,0	14,9	16,0	18,8	21,4	n.a.	
	EV/EBIT (x)	n.a.	n.a.	n.a.	28,8	28,8	n.a.	19,2	25,0	25,7	23,3	n.a.	
	ROE	n.a.	n.a.	n.a.	11,2	11,2	n.a.	n.a.	6,9	18,2	12,5	n.a.	
	FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	8,9	3,4	6,2	1,4	2,1	6,1	3,1	3,2	n.a.	
	DPA	0,00	0,00	0,08	0,22	0,08	0,04	0,83	0,00	7,28	2,04	0,00	
	Dvd Yield	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	

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

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La

información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEF 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. IEF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
18-Ene-2021	n.a.	4,78	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020 y Revisión de estimaciones	Ana Isabel González García, CIA
02-Dic-2020	n.a.	4,60	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 y Revisión de estimaciones	Ana Isabel González García, CIA
17-Sep-2020	n.a.	3,90	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	Ana Isabel González García, CIA
25-Jun-2020	n.a.	5,10	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	Ana Isabel González García, CIA
13-Ene-2020	n.a.	6,90	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	Ana Isabel González García, CIA
03-Dic-2019	n.a.	7,36	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIA

