

## RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Artículos Textiles, de Confección y Bienes de Lujo

Fecha del informe: 1 sep 2021  
Hora distribución: 13:30

Revisión de estimaciones: A la baja  
Precio de Cierre: EUR 4,49 (31 ago 2021)

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

**Ana Isabel González García, CIIA** – ana.gonzalez@lighthouse-ieaf.com  
+34 915 904 226

## Ajustamos números (2021e y 2022e). Pero se superará el 2019 en 2023e

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	41,6	49,2
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	65,4	77,2
Número de Acciones (Mn)	9,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,00 / 4,24 / 3,41	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación <sup>(2)</sup>	9,5	
Factset / Bloomberg	ADZ-ES / ADZ SM	
Cierre año fiscal	28-Feb	

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

Adolfo Domínguez	31,5
Puig, S.A.	14,8
Libertas 7	10,3
Indumenta Pueri	8,6
Free Float	23,5

### Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2020	2021e	2022e	2023e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,2	9,3	9,3	9,3
Total Ingresos	67,5	94,5	108,3	116,3
EBITDA Rec. <sup>(3)</sup>	-9,3	6,8	10,1	13,8
% Var.	-182,1	172,5	48,9	37,6
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	7,1	9,3	11,9
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	0,5	27,7	18,6	19,6
Beneficio neto	-19,3	-7,5	-0,4	2,0
BPA (EUR)	-2,10	-0,81	-0,04	0,22
% Var.	-132,5	61,3	94,9	632,9
BPA ord. (EUR)	-2,37	-0,23	0,00	0,22
% Var.	n.a.	90,1	101,8	n.a.
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-12,7	0,0	-3,5	-2,1
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	-0,8	4,1	7,6	9,7
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	0,6	0,8	0,7
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	11,8
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	3,1	7,8

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

PER	n.a.	n.a.	n.a.	20,5
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	20,5
P/BV	1,7	2,5	2,6	2,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,97	0,69	0,60	0,56
EV/EBITDA Rec.	n.a.	9,7	6,5	4,7
EV/EBIT	n.a.	n.a.	31,9	11,7
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	0,1	n.a.	n.a.

**MANTENEMOS LA RECUPERACIÓN DE LA FACTURACIÓN PRE-CRISIS EN 2023e** (EUR 116,3Mn; +10,9% TACC +2y, en línea con el sector), con una contribución del canal online de c. 28% de los ingresos 2023e (+7,7p.p. vs. -3y). Soportado en la recuperación del consumo tras la mejora de los principales indicadores: 1) índices de confianza (avances en la vacunación), 2) facturación del sector 1S21 (local) y 3) tasa de ahorro de los hogares (España: 14,8% 2020, c. 2x vs. promedio -10y +3,1p.p. a/a 1T21). La recuperación del turismo internacional, aún lejos de los niveles pre-Covid (c. -85% acumulado a 6M21 vs. 2019; mejora en julio-agosto), será clave (impacta en > 85% de sus puntos de venta).

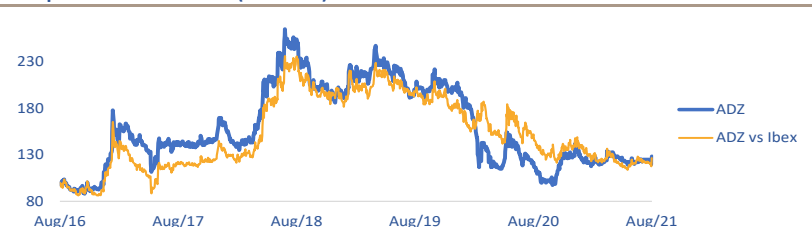
**AUNQUE LA PRESIÓN EN MÁRGENES NOS LLEVA A AJUSTAR (A LA BAJA) EL EBITDA Rec.**, c. -15,8% en promedio 2021e-2022e, tras el menor margen 1T21 (marzo, abril, mayo), y el adelanto de rebajas (a junio 2021). Apuntamos a EUR 6,8Mn EBITDA Rec. 2021e (7,1% EBITDA Rec./Ingresos), con progresiva mejora de la rentabilidad (+4,8p.p. +2y respaldado en las mejoras operativas). ADZ superará los niveles pre-Covid +2y (EUR 13,8Mn 2023e).

Mantenemos la superación del break-even en EBIT en 2022e (EUR 2,0Mn vs. EUR 3,4Mn est. previa), pese al mayor impacto NIIF-16 (reubicaciones estratégicas de puntos de venta aprovechando la debilidad del mercado) y al mayor coste de la reestructuración (EUR -5Mn 2021e, +21,9% vs. estimación previa). Apuntando a EUR 5,6Mn EBIT 2023e con una rentabilidad del 4,8% EBIT/Ingresos (vs. c. 15% del sector).

**TANTEARÁ EL BREAK-EVEN (BN) EN 2022e (EUR -0,2Mn), CON BAJOS NIVELES DE ENDEUDAMIENTO**, (DN/FFPP<= 0,5x), aunque con mayor carga financiera (mix DN 2020: EUR 16,5Mn caja, EUR 15,8Mn deuda). La gestión del circulante será clave.

**2021 SEGUIRÁ SIENDO CLAVE PARA TESTAR LA RESILIENCIA DEL NEGOCIO** (especialmente el 3T) y la eficacia de la estrategia (digitalización), manteniéndose en el “foco” la penetración del canal online y la recuperación de la rentabilidad. Tras los ajustes realizados, ADZ cotizaría a 11,7x EV/EBIT 2023e (en línea con el sector), por lo que el mercado estaría descontando la progresiva recuperación del negocio, y un potencial posicionamiento en M&A sobre ADZ (tendencia creciente en el sector de la moda). El contexto “Covid” ha favorecido a las enseñas de mayor tamaño (según moda.es, la cuota de mercado nacional de los 3 mayores grupos locales, Inditex, Mango y Tendam creció al 40% en 2020), con apetito por crecer inorgánicamente.

### Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	2,7	0,9	5,6	-1,1	-49,4	28,3
vs Ibex 35	0,8	4,3	-16,8	-9,7	-46,3	26,4
vs Small Cap Index	2,3	4,9	-18,5	-5,6	-54,4	-28,5
vs Eurostoxx 50	0,1	-2,9	-17,6	-16,3	-59,1	-7,6
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	7,7	9,5	-19,1	-10,7	-61,1	-6,9

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) 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..

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

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

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

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

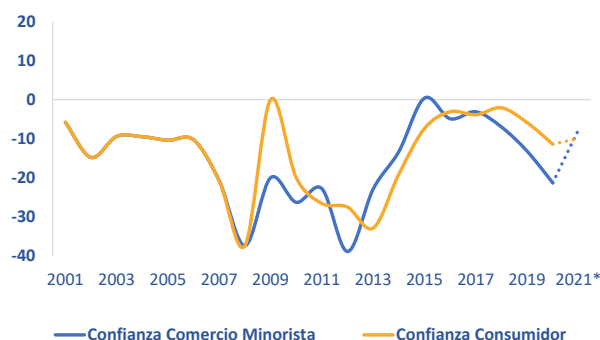
(\*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

## Revisión de estimaciones: a la baja

**Tabla 1. Revisión de estimaciones**

EUR Mn	2021e (Nuevo)	2021e (Previo)	Revisión	2022e (Nuevo)	2022e (Previo)	Revisión	2023e (Nuevo)	2023e (Previo)	Revisión
<b>Total Ingresos</b>	<b>94,5</b>	<b>94,5</b>	<b>0,0%</b>	<b>108,3</b>	<b>108,3</b>	<b>0,0%</b>	<b>116,3</b>	<b>116,3</b>	<b>0,0%</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>6,8</b>	<b>8,9</b>	<b>-24,0%</b>	<b>10,1</b>	<b>10,9</b>	<b>-7,5%</b>	<b>13,8</b>	<b>12,1</b>	<b>14,2%</b>
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>172,5%</i>	<i>195,4%</i>	<i>-22,9 p.p.</i>	<i>48,9%</i>	<i>22,3%</i>	<i>26,6 p.p.</i>	<i>37,6%</i>	<i>11,4%</i>	<i>26,2 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>7,1%</i>	<i>9,4%</i>	<i>-2,3 p.p.</i>	<i>9,3%</i>	<i>10,0%</i>	<i>-0,8 p.p.</i>	<i>11,9%</i>	<i>10,4%</i>	<i>1,5 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>(6,2)</b>	<b>(3,0)</b>	<b>-107,4%</b>	<b>2,0</b>	<b>3,4</b>	<b>-40,4%</b>	<b>5,6</b>	<b>5,3</b>	<b>6,6%</b>
<b>Beneficio Neto</b>	<b>(7,5)</b>	<b>(4,2)</b>	<b>-77,3%</b>	<b>(0,4)</b>	<b>1,1</b>	<b>-135,6%</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4%</b>
<b>Free Cash Flow Rec.</b>	<b>0,0</b>	<b>1,4</b>	<b>-97,4%</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(1,8)</b>	<b>-95,6%</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(1,6)</b>	<b>-30,7%</b>
<b>DN/FFPP</b>	<b>0,3x</b>	<b>0,1x</b>	<b>0,2x</b>	<b>0,5x</b>	<b>0,2x</b>	<b>0,3x</b>	<b>0,5x</b>	<b>0,2x</b>	<b>0,3x</b>

**Gráfico 1. Índices de confianza**



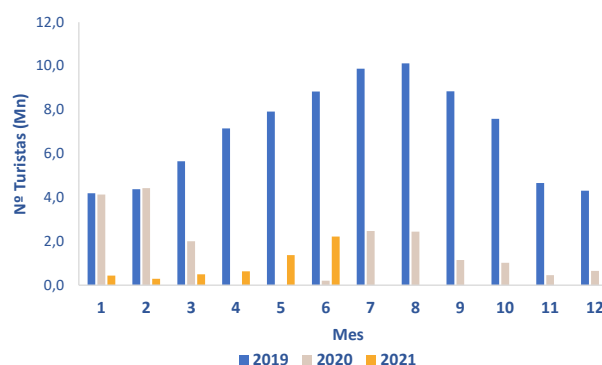
Fuente: Factset

**Gráfico 2. Tasa de ahorro de los hogares (España)**



Fuente: INE

**Gráfico 3. Evolución mensual de la llegada de turistas internacionales a España**



Fuente: INE (datos Frontur a junio 2021)

## Anexo 1. Proyecciones financieras<sup>(1)</sup>

Balance (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e		
Inmovilizado inmaterial	1,6	0,9	0,8	34,9	28,3	28,1	27,8	27,5		
Inmovilizado material	16,6	12,3	10,6	10,6	10,1	10,6	11,4	12,3		
Otros activos no corrientes	8,2	8,5	8,1	0,8	1,2	1,2	1,2	1,2		
Inmovilizado financiero	5,1	5,0	5,2	5,9	4,7	4,7	4,7	4,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	44,4	36,2	36,2	38,0	30,5	30,4	34,4	36,6		
<b>Total activo</b>	<b>75,9</b>	<b>62,9</b>	<b>60,8</b>	<b>90,2</b>	<b>74,8</b>	<b>74,9</b>	<b>79,4</b>	<b>82,3</b>		
Patrimonio neto	59,4	52,3	52,2	44,2	24,0	16,5	16,1	18,1		
Minoritarios	1,1	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	34,2	28,2	28,2	28,2	28,2		
Otros pasivos no corrientes	0,6	0,6	1,0	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4		
Deuda financiera neta	(6,1)	(9,9)	(12,0)	(10,0)	(0,8)	4,1	7,6	9,7		
Pasivo circulante	20,9	19,2	18,9	19,3	20,9	23,6	24,9	23,5		
<b>Total pasivo</b>	<b>75,9</b>	<b>62,9</b>	<b>60,8</b>	<b>90,2</b>	<b>74,8</b>	<b>74,9</b>	<b>79,4</b>	<b>82,3</b>		
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>TACC</b>	
<b>Total Ingresos</b>	<b>113,2</b>	<b>117,0</b>	<b>114,9</b>	<b>117,3</b>	<b>67,5</b>	<b>94,5</b>	<b>108,3</b>	<b>116,3</b>	<b>-12,1%</b>	<b>19,9%</b>
<i>Cto. Total Ingresos</i>	4,4%	3,3%	-1,7%	2,0%	-42,5%	40,1%	14,5%	7,4%		
Coste de ventas	(47,7)	(49,0)	(47,3)	(50,6)	(35,3)	(41,7)	(47,5)	(50,4)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>65,5</b>	<b>68,0</b>	<b>67,6</b>	<b>66,7</b>	<b>32,2</b>	<b>52,9</b>	<b>60,8</b>	<b>65,9</b>	<b>-16,3%</b>	<b>27,0%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	57,8%	58,1%	58,8%	56,9%	47,7%	55,9%	56,1%	56,7%		
Gastos de personal	(42,5)	(39,8)	(38,1)	(36,7)	(22,7)	(27,1)	(31,3)	(32,2)		
Otros costes de explotación	(31,5)	(30,4)	(27,1)	(18,7)	(18,8)	(19,0)	(19,4)	(19,9)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(8,6)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>2,5</b>	<b>11,3</b>	<b>(9,3)</b>	<b>6,8</b>	<b>10,1</b>	<b>13,8</b>	<b>-2,2%</b>	<b>51,6%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	43,2%	74,2%	212,4%	357,2%	-182,1%	172,5%	48,9%	37,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	2,2%	9,7%	n.a.	7,1%	9,3%	11,9%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	(1,2)	-	2,5	(5,0)	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>(8,6)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>1,3</b>	<b>11,3</b>	<b>(6,8)</b>	<b>1,8</b>	<b>10,1</b>	<b>13,8</b>	<b>5,5%</b>	<b>59,2%</b>
Depreciación y provisiones	(4,0)	(2,9)	(1,9)	(2,1)	(2,1)	(1,8)	(1,8)	(1,9)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(8,3)	(8,7)	(6,2)	(6,2)	(6,4)		
<b>EBIT</b>	<b>(12,5)</b>	<b>(5,1)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>1,0</b>	<b>(17,6)</b>	<b>(6,2)</b>	<b>2,0</b>	<b>5,6</b>	<b>-8,9%</b>	<b>32,4%</b>
<i>Cto. EBIT</i>	55,1%	59,5%	88,2%	259,0%	n.a.	64,6%	132,9%	173,5%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	1,9%	4,8%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(1,6)	0,5	(0,9)	(1,7)	(0,8)	(1,9)	(2,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>(12,8)</b>	<b>(6,7)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,0</b>	<b>(19,3)</b>	<b>(7,1)</b>	<b>0,2</b>	<b>3,0</b>	<b>-10,9%</b>	<b>29,2%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	57,5%	47,4%	98,0%	105,3%	n.a.	63,4%	102,4%	n.a.		
Extraordinarios	(0,5)	0,4	1,3	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>(13,2)</b>	<b>(6,3)</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>(19,3)</b>	<b>(7,1)</b>	<b>0,2</b>	<b>3,0</b>	<b>-9,8%</b>	<b>29,2%</b>
Impuestos	(9,7)	(0,4)	(1,5)	(8,2)	(0,0)	(0,4)	(0,5)	(0,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	30,0%		
Minoritarios	0,2	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>(22,7)</b>	<b>(6,9)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(8,3)</b>	<b>(19,3)</b>	<b>(7,5)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>2,0</b>	<b>3,9%</b>	<b>28,2%</b>
<i>Cto. Beneficio neto</i>	-384,8%	69,8%	92,7%	n.a.	-132,5%	61,1%	94,9%	632,9%		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>(12,6)</b>	<b>(6,8)</b>	<b>0,6</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(21,8)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>0,0</b>	<b>2,0</b>	<b>-14,8%</b>	<b>27,9%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	53,3%	45,6%	109,1%	-117,7%	n.a.	90,0%	101,8%	n.a.		
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>TACC</b>	
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>6,8</b>	<b>10,1</b>	<b>13,8</b>	<b>-2,2%</b>	<b>51,6%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(6,2)	(6,2)	(6,4)		
Var. capital circulante						2,8	(2,7)	(3,5)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>3,3</b>	<b>1,2</b>	<b>3,9</b>	<b>-1,1%</b>	<b>34,6%</b>
CAPEX						(2,1)	(2,4)	(2,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,8)	(1,9)	(2,6)		
Impuestos						(0,4)	(0,5)	(0,9)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>0,0</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>0,0%</b>	<b>45,3%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(5,0)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(4,9)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>5,2%</b>	<b>41,1%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>4,9</b>	<b>3,5</b>	<b>2,1</b>		

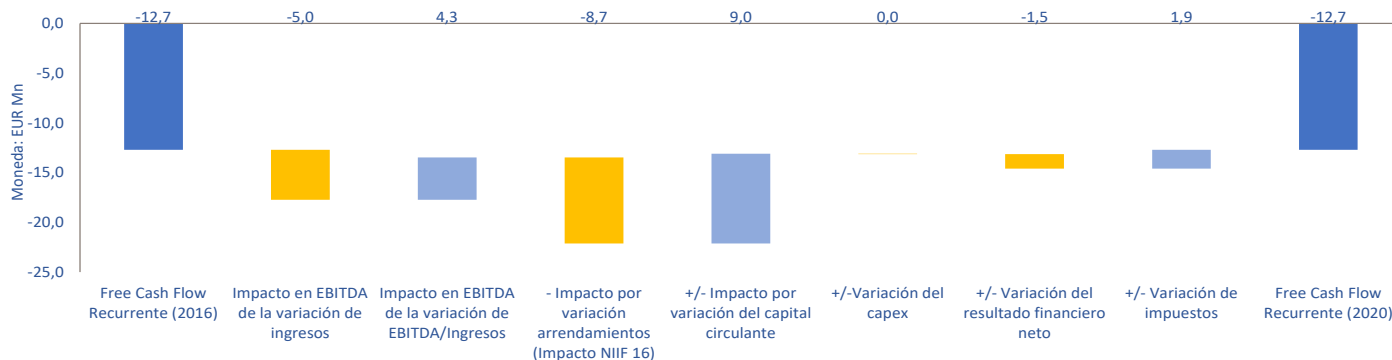
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 9,1Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow<sup>(1)</sup>

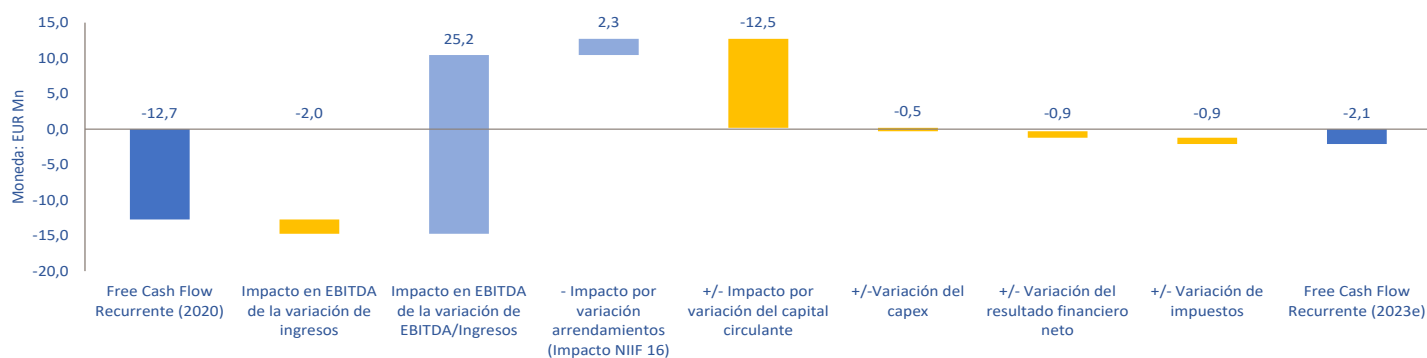
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
								17-20	20-23e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(2,2)</b>	<b>2,5</b>	<b>11,3</b>	<b>(9,3)</b>	<b>6,8</b>	<b>10,1</b>	<b>13,8</b>	<b>-61,6%</b>	<b>51,6%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	74,2%	212,4%	357,2%	-182,1%	172,5%	48,9%	37,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	2,2%	9,7%	<i>n.a.</i>	7,1%	9,3%	11,9%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(8,3)	(8,7)	(6,2)	(6,2)	(6,4)		
+/- Var. Capital circulante	6,5	(0,4)	(1,3)	9,0	2,8	(2,7)	(3,5)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>4,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>(9,0)</b>	<b>3,3</b>	<b>1,2</b>	<b>3,9</b>	<b>-60,1%</b>	<b>34,6%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	149,7%	-50,4%	-16,8%	-610,0%	136,9%	-63,7%	227,6%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	3,6%	1,8%	1,5%	<i>n.a.</i>	3,5%	1,1%	3,4%		
- CAPEX	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(2,0)	(2,1)	(2,4)	(2,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,6)	0,5	(0,9)	(1,7)	(0,8)	(1,9)	(2,6)		
- Impuestos	(0,4)	(1,5)	(0,6)	(0,0)	(0,4)	(0,5)	(0,9)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(12,7)</b>	<b>0,0</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(2,1)</b>	<b><i>n.a.</i></b>	<b>45,3%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	110,2%	-83,7%	<i>n.a.</i>	-452,6%	100,3%	<i>n.a.</i>	40,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	1,1%	0,2%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,0%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(1,2)	-	2,5	(5,0)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	3,2	2,6	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>4,5</b>	<b>1,6</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(10,2)</b>	<b>(4,9)</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(2,1)</b>	<b>-62,0%</b>	<b>41,1%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	135,9%	-64,3%	-242,3%	-343,9%	51,7%	29,0%	40,4%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	3,1%	0,5%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,1%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	10,9%	3,9%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(12,7)</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(12,7)</b>	<b>0,0</b>	<b>(3,5)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,3)	0,0	0,1	(4,8)	(3,7)	1,0	0,7		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	6,6	4,6	8,8	(15,8)	19,8	2,3	3,0		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>6,3</b>	<b>4,7</b>	<b>8,9</b>	<b>(20,7)</b>	<b>16,1</b>	<b>3,3</b>	<b>3,8</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(8,3)	(0,4)	2,4	0,0	(0,2)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	6,5	(6,8)	(1,0)	10,3	(6,2)	(5,5)	(0,9)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>12,8</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>(10,7)</b>	<b>12,3</b>	<b>(2,1)</b>	<b>2,7</b>		
+/- Variación del CAPEX	1,1	0,0	(1,7)	0,5	(0,0)	(0,3)	(0,2)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(1,4)	2,1	(1,4)	(0,8)	0,9	(1,0)	(0,7)		
+/- Variación de impuestos	1,5	(1,1)	1,0	0,5	(0,4)	(0,1)	(0,4)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>14,0</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>(10,4)</b>	<b>12,7</b>	<b>(3,5)</b>	<b>1,4</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>(2,3)</b>	<b>(12,7)</b>	<b>0,0</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(2,1)</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>(5,1)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>1,0</b>	<b>(17,6)</b>	<b>(6,2)</b>	<b>2,0</b>	<b>5,6</b>	<b>-51,3%</b>	<b>32,4%</b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	30,0%	0,0%	0,0%	30,0%	30,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,3)	-	-	(0,6)	(1,7)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(2,2)</b>	<b>2,5</b>	<b>11,3</b>	<b>(9,3)</b>	<b>6,8</b>	<b>10,1</b>	<b>13,8</b>	<b>-61,6%</b>	<b>51,6%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(8,3)	(8,7)	(6,2)	(6,2)	(6,4)		
+/- Var. Capital circulante	6,5	(0,4)	(1,3)	9,0	2,8	(2,7)	(3,5)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>4,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>(9,0)</b>	<b>3,3</b>	<b>1,2</b>	<b>3,9</b>	<b>-60,1%</b>	<b>34,6%</b>
- CAPEX	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(2,0)	(2,1)	(2,4)	(2,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,3)	-	-	(0,6)	(1,7)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>3,4</b>	<b>1,3</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(11,0)</b>	<b>1,3</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>-73,9%</b>	<b>70,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	131,9%	-62,3%	-185,5%	-912,0%	111,4%	-240,8%	84,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	2,9%	1,1%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	1,3%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones	3,2	2,6	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>6,6</b>	<b>3,9</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(11,0)</b>	<b>1,3</b>	<b>(1,8)</b>	<b>(0,3)</b>	<b>-54,2%</b>	<b>70,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	163,0%	-41,3%	-128,0%	-912,0%	111,4%	-240,8%	84,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	5,2%	1,9%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	1,9%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	10,1%	5,9%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	1,9%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		

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.

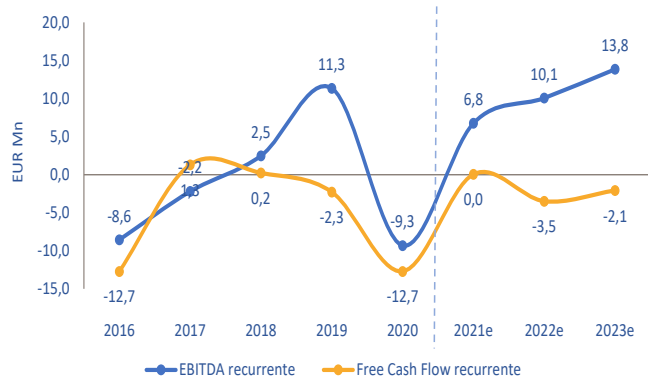
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2020)



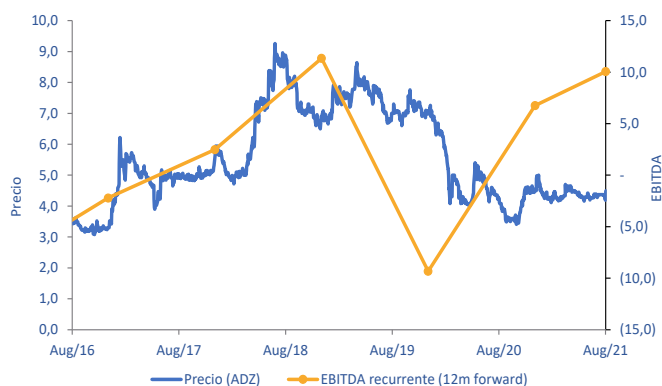
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023e)



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



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



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	41,6	
+ Minoritarios	1,0	Rdos. 12m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	28,2	Rdos. 12m 2020
+ Deuda financiera neta	(0,8)	Rdos. 12m 2020
- Inmovilizado financiero	4,7	Rdos. 12m 2020
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>65,4</b>	

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
Total Ingresos	166,9	156,1	152,1	134,9	124,1	108,4	113,2	117,0	114,9	117,3	67,5	94,5	108,3	116,3	-8,7%	19,9%
Cto. Total ingresos	-6,8%	-6,5%	-2,6%	-11,3%	-8,0%	-12,6%	4,4%	3,3%	-1,7%	2,0%	-42,5%	40,1%	14,5%	7,4%		
EBITDA	10,3	1,6	(5,3)	(2,5)	(1,5)	(17,9)	(8,6)	(2,2)	1,3	11,3	(6,8)	1,8	10,1	13,8	-10,3%	59,2%
Cto. EBITDA	-46,5%	-84,7%	-437,4%	53,1%	40,0%	n.a.	52,1%	74,2%	158,0%	785,6%	-160,1%	126,3%	461,2%	37,6%		
EBITDA/Ingresos	6,1%	1,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,1%	9,7%	n.a.	1,9%	9,3%	11,9%		
Beneficio neto	(4,5)	(9,3)	(23,9)	(10,3)	(11,0)	8,0	(22,7)	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(19,3)	(7,5)	(0,4)	2,0	-15,7%	28,2%
Cto. Beneficio neto	-563,1%	-106,1%	-158,4%	57,1%	-7,5%	172,2%	-384,8%	69,8%	92,7%	n.a.	-132,5%	61,1%	94,9%	632,9%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,0	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3		
BPA (EUR)	-0,49	-1,01	-2,62	-1,12	-1,21	0,87	-2,48	-0,76	-0,05	-0,90	-2,10	-0,81	-0,04	0,22	-15,6%	28,1%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	57,1%	-7,5%	n.a.	n.a.	69,4%	92,9%	n.a.	n.a.	61,3%	94,9%	n.a.		
BPA ord. (EUR)	-0,60	-1,83	-3,62	-1,32	-0,42	-2,98	-1,37	-0,76	0,07	-0,01	-2,37	-0,23	0,00	0,22	-14,7%	27,9%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	-97,5%	63,4%	68,0%	n.a.	53,8%	44,9%	n.a.	n.a.	n.a.	90,1%	n.a.	n.a.		
CAPEX	(9,0)	(6,2)	(0,7)	(1,6)	(2,0)	(2,4)	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(2,0)	(2,1)	(2,4)	(2,5)		
CAPEX/Vtas %	5,4%	4,0%	0,5%	1,2%	1,6%	2,2%	1,8%	0,8%	0,7%	2,2%	3,0%	2,2%	2,2%	2,2%		
Free Cash Flow	5,0	(11,3)	24,9	8,9	(5,3)	24,9	(12,6)	4,5	1,6	(2,3)	(10,2)	(4,9)	(3,5)	(2,1)	-15,0%	41,1%
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	0,5x	14,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-9,4x	-0,9x	n.a.	2,3x	0,8x	0,7x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20,5x		
EV/Vtas (x)	0,53x	0,38x	0,33x	0,48x	0,45x	0,11x	0,31x	0,28x	0,46x	0,35x	0,54x	0,69x	0,60x	0,56x		
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	8,6x	38,1x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	41,1x	3,6x	n.a.	36,5x	6,5x	4,7x		
Comport. Absoluto	-22,4%	-38,5%	-24,1%	44,8%	-12,4%	-30,4%	-4,9%	62,2%	29,7%	2,6%	-35,9%	-1,1%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-6,1%	-29,2%	-20,4%	19,2%	-15,5%	-25,1%	-3,0%	51,0%	52,5%	-8,2%	-24,2%	-9,7%				

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

Nota 2: 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 comparables 2021e

Datos Mercado	Referentes Lujo Asequible					Holdings Retail Especializado					ADZ
	EUR Mn	SMCP SA	Ted Baker PLC	Hugo Boss AG	Burberry Group PLC	Average	PVH Corp	Tapstry	Capri Holdings Ltd	Kering	
Ticker (Factset)	SMCP-FR	TED-GB	BOSS-DE	BRBY-GB		PVH-US	TPR-US	CPRI-US	KER-FR		ADZ-ES
País	France	UK	Germany	UK		USA	USA	UK	France		Spain
Market cap	369,8	331,2	3.261,7	8.760,1		6.334,7	9.549,3	7.277,2	84.198,0		41,6
Enterprise value (EV)	1.178,0	417,2	4.254,7	8.881,2		9.660,0	10.756,1	9.827,9	89.476,4		65,4
Total Ingresos	1.019,1	541,7	2.558,4	3.207,4		7.635,5	5.358,2	4.515,4	16.738,9		94,5
Cto.Total Ingresos	31,2%	32,0%	31,5%	17,4%	28,0%	26,4%	10,1%	31,3%	27,8%	23,9%	40,1%
2y TACC (2021e - 2023e)	8,4%	16,1%	10,4%	6,9%	10,5%	4,9%	3,6%	8,9%	9,2%	6,7%	10,9%
EBITDA	232,6	50,4	525,5	891,9		943,5	1.231,3	924,9	6.063,9		1,8
Cto. EBITDA	37,2%	567,6%	128,8%	10,4%	186,0%	302,8%	10,6%	92,6%	32,6%	109,6%	126,3%
2y TACC (2021e - 2023e)	13,8%	57,0%	16,9%	9,4%	24,3%	6,8%	5,1%	12,2%	11,5%	8,9%	n.a.
EBITDA/Ingresos	22,8%	9,3%	20,5%	27,8%	20,1%	12,4%	23,0%	20,5%	36,2%	23,0%	1,9%
EBIT	51,6	(21,9)	164,0	539,7		646,7	1.028,0	734,5	4.745,5		(6,2)
Cto. EBIT	n.a.	70,7%	230,6%	11,2%	104,2%	n.a.	10,8%	144,2%	51,4%	68,8%	64,6%
2y TACC (2021e - 2023e)	44,5%	n.a.	37,8%	12,8%	31,7%	12,3%	5,9%	13,6%	13,0%	11,2%	70,3%
EBIT/Ingresos	5,1%	n.a.	6,4%	16,8%	9,4%	8,5%	19,2%	16,3%	28,4%	18,1%	n.a.
Beneficio Neto	13,9	(21,0)	91,5	396,5		446,6	798,4	601,7	3.163,7		(7,5)
Cto. Beneficio Neto	113,6%	79,2%	141,7%	-9,5%	81,2%	146,4%	13,0%	n.a.	46,5%	68,6%	61,1%
2y TACC (2021e - 2023e)	97,2%	88,6%	46,3%	11,8%	61,0%	16,3%	6,4%	14,7%	14,5%	13,0%	50,6%
CAPEX/Ventas	5,3%	3,7%	5,1%	7,5%	5,4%	3,4%	3,4%	4,1%	6,3%	4,3%	2,2%
Free Cash Flow	60,5	(59,6)	170,9	422,0		5,8	687,1	491,7	3.018,7		(4,9)
Deuda financiera Neta	792,0	146,5	902,4	(1.239,1)		1.266,4	280,8	603,0	316,8		4,1
DN/EBITDA (x)	3,4	2,9	1,7	(1,4)	1,7	1,3	0,2	0,7	0,1	0,6	0,6
Pay-out	0,0%	0,0%	58,0%	57,2%	28,8%	0,6%	29,6%	0,0%	41,3%	17,9%	0,0%
P/E (x)	23,4	n.a.	36,1	21,9	27,1	14,3	12,2	12,3	26,6	16,4	n.a.
P/BV (x)	0,3	2,1	3,8	4,5	2,7	1,5	3,3	3,1	6,1	3,5	2,5
EV/Ingresos (x)	1,2	0,8	1,7	2,8	1,6	1,3	2,0	2,2	5,3	2,7	0,7
EV/EBITDA (x)	5,1	8,3	8,1	10,0	7,8	10,2	8,7	10,6	14,8	11,1	9,7
EV/EBIT (x)	22,8	n.a.	25,9	16,5	21,7	14,9	10,5	13,4	18,9	14,4	n.a.
ROE	1,5	n.a.	10,4	20,3	10,7	10,3	27,3	25,4	23,0	21,5	n.a.
FCF Yield (%)	16,4	n.a.	5,2	4,8	8,8	0,1	7,2	6,8	3,6	4,4	0,1
DPA	0,00	0,00	0,77	0,56	0,33	0,04	0,85	0,00	10,44	2,83	0,00
Dvd Yield	0,0%	0,0%	1,6%	2,6%	1,1%	0,0%	2,5%	0,0%	1,5%	1,0%	0,0%

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

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

## Anexo 6. Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2021e	2022e	2023e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	1,3	(1,8)	(0,3)	n.a.			
Market Cap	41,6	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-0,8	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2020)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,8%	Coste de la deuda neta			2,6%	3,1%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>2,3%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>2,1%</b>	<b>2,5%</b>	
Risk free rate (rf)	0,3%	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 (estimación propia)			1,0	1,2	
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,2%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>8,8%</b>	<b>11,7%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>10,2%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>8,8%</b>	<b>11,7%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,5%</b>	<b>1,5%</b>	

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

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 21e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
	Factset			21e-23e	21e	21e-23e	21e	21e-23e	21e	21e	21e-23e
SMCP SA	SMCP-FR	369,8	23,4	80,8%	5,1	13,8%	1,2	8,4%	22,8%	16,4%	20,9%
Ted Baker PLC	TED-GB	331,2	n.a.	74,9%	8,3	57,0%	0,8	16,1%	9,3%	n.a.	67,4%
Hugo Boss AG	BOSS-DE	3.261,7	36,1	46,5%	8,1	16,9%	1,7	10,4%	20,5%	5,2%	25,0%
Burberry Group PLC	BRBY-GB	8.760,1	21,9	11,0%	10,0	9,4%	2,8	6,9%	27,8%	4,8%	10,4%
<b>Referentes Lujo Asequible</b>			<b>27,1</b>	<b>53,3%</b>	<b>7,8</b>	<b>24,3%</b>	<b>1,6</b>	<b>10,5%</b>	<b>20,1%</b>	<b>8,8%</b>	<b>30,9%</b>
PVH Corp	PVH-US	6.334,7	14,3	17,8%	10,2	6,8%	1,3	4,9%	12,4%	0,1%	n.a.
Tapestry	TPR-US	9.549,3	12,2	9,9%	8,7	5,1%	2,0	3,6%	23,0%	7,2%	23,8%
Capri Holdings Ltd	CPRI-US	7.277,2	12,3	16,4%	10,6	12,2%	2,2	8,9%	20,5%	6,8%	31,1%
Kering	KER-FR	84.198,0	26,6	14,6%	14,8	11,5%	5,3	9,2%	36,2%	3,6%	16,6%
<b>Holdings Retail Especializado</b>			<b>16,4</b>	<b>14,7%</b>	<b>11,1</b>	<b>8,9%</b>	<b>2,7</b>	<b>6,7%</b>	<b>23,0%</b>	<b>4,4%</b>	<b>23,8%</b>
ADZ	ADZ-ES	41,6	n.a.	50,6%	9,7	n.a.	0,7	10,9%	1,9%	0,1%	35,0%

### Análisis de sensibilidad (2022e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 22e	EBITDA 22e	EV/EBITDA 22e
Max	10,2%	11,0	5,9x
Central	9,3%	10,1	6,5x
Min	8,4%	9,1	7,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 22e		
	EBITDA 22e	2,0%	2,2%
11,0	(2,3)	(2,5)	(2,7)
10,1	(3,3)	(3,5)	(3,7)
9,1	(4,3)	(4,5)	(4,7)

## 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 que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.
12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con [secretaria@ieaf.es](mailto:secretaria@ieaf.es) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://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 IEF 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
01-Sep-2021	n.a.	4,49	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Ana Isabel González García, CIIA
28-Jul-2021	n.a.	4,34	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021	Ana Isabel González García, CIIA
14-Jun-2021	n.a.	4,28	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	Ana Isabel González García, CIIA
29-Abr-2021	n.a.	4,50	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
29-Mar-2021	n.a.	4,20	n.a.	n.a.	Noticia importante	Ana Isabel González García, CIIA
18-Ene-2021	n.a.	4,78	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
02-Dic-2020	n.a.	4,60	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
17-Sep-2020	n.a.	3,90	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
25-Jun-2020	n.a.	5,10	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Ana Isabel González García, CIIA
13-Ene-2020	n.a.	6,90	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
03-Dic-2019	n.a.	7,36	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

