

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Consumo cíclico - Textil

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: 6 nov 2020
Precio de Cierre: EUR 8,40 (5 nov 2020)

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 409 tiendas (vs 447 en 2019) distribuidas en España (371) Italia (13), Portugal (22) y Grecia (3) y una tienda online propia. Su mercado principal es el local (> 85% s/ ingresos 2019).

David López Sánchez – +34 915 904 226
david.lopez@lighthouse-ieaf.com

Lo que "dicen" los números hoy

CRECIMIENTO DE INGRESOS DE UN DÍGITO BAJO (+2,7% TACC 2014-2019), presentando cierta desaceleración durante los últimos tres años (ingresos 2016-2019 planos: -0,5% TACC) resultado de una contracción de los ingresos en 2019 (-7,3% vs 2018). LIW cierra 2019 con una red de 447 tiendas (-3% vs 2018).

CON UNOS MÁRGENES BAJO PRESIÓN, que situaron el EBITDA 2019 ajustado (para excluir el impacto de la NIIF 16; EUR 26,4Mn) en EUR 8,2Mn (Mg. EBITDA 2019 ajustado 5,7% vs 12,5% en 2014). Lo que se traduce en términos de EBITDA ajustado en una caída del 12,2% TACC durante el período 2014-2019 (EBITDA 2014: EUR 15,8Mn).

Y UN INCREMENTO DEL ENDEUDAMIENTO. La Deuda Neta 2019 alcanza los EUR 42,6Mn (vs 27,2Mn en 2014; +57%). El incremento de la deuda neta durante el período analizado se explica esencialmente por el consumo de caja destinado a CAPEX y working capital.

MOMENTUM ¿QUÉ MUESTRAN LOS RESULTADOS MÁS RECIENTES? El shock provocado por el Covid-19 impacta de lleno durante el 1S20, con una caída de ingresos de c. 41% que aleja el EBIT del breakeven hasta EUR -12,3Mn (vs EUR 4Mn en 1S19). Y empuja el nivel de DN hasta EUR 55,9Mn (+31% vs 2019). Los resultados 3T20 muestran cierta recuperación del nivel de ingresos, reduciendo la caída de hasta el 32%.

¿QUÉ NOS DICE HOY EL PRECIO DE LA ACCIÓN? Dada la fortísima caída del precio de la acción (-55,8% YTD), LIW cotizaría hoy ("aparentemente") con un descuento > 50% frente a su sector (estimado en base a un EV/Vtas "teórico"; calculado como el EV/Vtas del sector ajustado por el diferencial de márgenes). La conclusión se mantiene intacta si utilizamos otros múltiplos (descuento de c. 30% vs sector en términos de EV/EBIT). Este ejercicio de valoración tiene como única utilidad (y objetivo) la de poder servir de "indicador de valor" intuitivo. Pero no constituye una valoración "per se".

EN CONCLUSIÓN: ¿QUÉ "DICEN" LOS NÚMEROS?: Pese a que los indicadores de momentum no son favorables (caída de ingresos y contracción de márgenes en 2019, con un nivel de endeudamiento al alza y en un sector sobre el que el Covid-19 impacta de lleno durante el 1S20), los ejercicios teóricos de valoración por múltiplos ajustados por el diferencial de margen vs sector apuntan a una posible "reserva de valor" (que la ausencia de proyecciones financieras impide corroborar).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	14,0	16,6
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	71,7	84,7
Deuda neta (1S20/1S20)	55,9	42,6
Número de Acciones (Mn)	1,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	19,00 / 17,89 / 8,40	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación (%) ⁽²⁾	0,00	
Thomson Reuters / Bloomberg	LIWA.SCT / LIW SM	
Cierre año fiscal	31 dic	

Estructura Accionarial (%)

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

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019
Nº Acciones ajustado	1,7	1,7	1,7	1,7
Ventas	147,7	155,5	156,7	145,3
EBITDA Rec. ⁽³⁾	16,0	21,9	12,5	34,6
% Var	-9,9	36,3	-43,0	178,0
% Mg EBITDA Rec/Ing	10,9	14,1	8,0	23,8
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	17,2	3,2	4,3	32,9
Beneficio neto	5,1	9,6	6,4	0,2
BPA (EUR)	3,06	5,74	3,83	0,12
% Var	-16,2	87,5	-33,2	-96,9
BPA Ord (EUR)	3,68	6,16	4,02	n.a.
% Var	-26,2	67,5	-34,7	n.a.
Free Cash Flow ⁽⁵⁾	2,6	3,4	-2,3	-11,0
Pay-out (%)	16,3	26,1	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,50	1,50	0,00	0,00
Deuda financiera neta	33,4	30,5	32,6	42,6
DN / EBITDA Rec. (x)	2,1	1,4	2,6	1,2
ROE (%)	10,4	17,2	10,2	0,4
ROCE (%)	9,2	13,3	4,5	9,2

Ratios y Múltiplos(x) ⁽⁶⁾

PER	2,7	1,5	2,2	70,8
PER Ordinario	2,3	1,4	2,1	n.a.
P/BV	0,3	0,2	0,2	0,3
Dividend Yield (%)	6,0	17,9	0,0	0,0
EV/Ventas	0,49	0,46	0,46	0,49
EV/EBITDA Rec.	4,5	3,3	5,8	2,1
EV/EBIT	6,8	4,5	12,4	8,3
FCF rec. Yield (%) ⁽⁵⁾	18,7	24,4	n.a.	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver página 8.

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

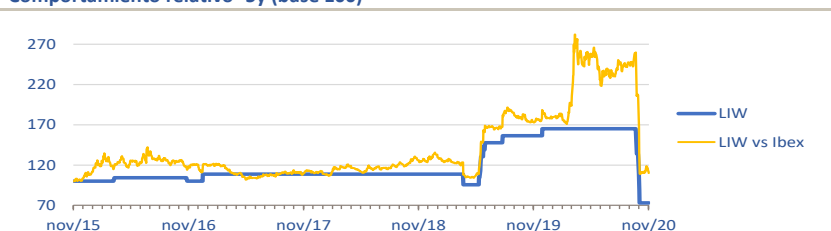
(3) En 2019 el EBITDA es c. EUR 26,4Mn mayor por la aplicación de IFRS 16.

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Retail.

(5) Calculado sobre FCF recurrente. Ver página 7.

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

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-33,3	-55,8	-53,3	-55,8	-32,8	-27,0
vs Ibex 35	-34,2	-55,1	-36,6	-39,0	0,5	10,0
vs Ibex Small Cap Index	-31,6	-57,4	-52,1	-53,9	-37,5	-45,9
vs Eurostoxx 50	-33,2	-55,1	-46,6	-48,5	-22,9	-21,7
vs sector Benchmark ⁽⁴⁾	-33,2	-58,8	-57,7	-56,8	-47,5	-34,0

(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Thomson Reuters 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 "teóricos" de valoración en base a los últimos resultados publicados por la compañía.

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.

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) **MOMENTUM DEL NEGOCIO.** 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.

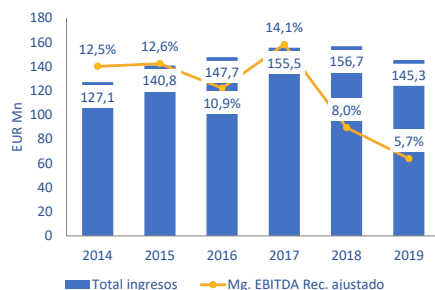
EN CONCLUSIÓN: este informe no es un análisis fundamental convencional (proyecciones financieras, valoración, recomendación). Pero sí persigue ser una herramienta útil para que el inversor conozca más la compañía. Y lo haga a partir de una presentación sistemática de la información disponible. Y, al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

2. Conclusiones

A partir del análisis realizado sobre los “números ciertos” de la Compañía, basado exclusivamente en los estados financieros ya publicados (2014-1S20), destacamos los siguientes puntos:

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

Gráfico 1. Ingresos y Mg. EBITDA (2014-2019)



Nota: Mg. EBITDA 2019 ajustado para excluir el impacto de la aplicación de la NIIF 16 (EUR 26,4Mn).

Gráfico 2. DN vs (CAPEX+WC) / Vtas

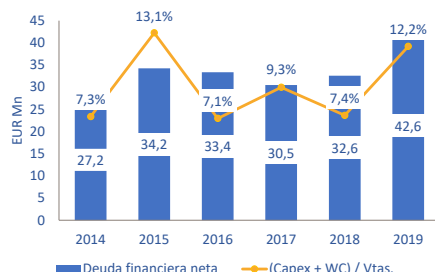
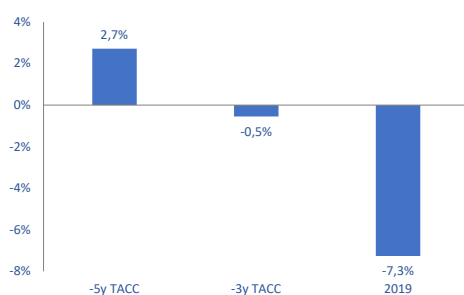


Gráfico 3. Tendencia de Ingresos (-5y, -3y, 2019)



¿Qué ha ocurrido durante el período 2014-2019?

- **Bajo crecimiento de ingresos (+2,7% TACC 2014 - 2019)**, con una cifra de ventas 2019 de EUR 145,3Mn (vs EUR 127,1Mn en 2014), empujada por el crecimiento del número de tiendas de LIW (447 a cierre de 2019 vs 349 en 2014).
- **Con unos márgenes bajo presión (-7p.p. entre 2014-2019 a nivel EBITDA ajustado)**, que situó el EBITDA 2019 ajustado (para excluir el impacto de la NIIF 16; Gráfico 1) en EUR 8,2Mn (Mg. EBITDA 2019 ajustado 5,7% vs 12,5% en 2014), acumulando una caída del 12,2% TACC durante el período 2014-2019 (EBITDA 2014: EUR 15,8Mn).
- **Manteniendo unos niveles de CAPEX elevados (que han limitado la generación de caja)**. Durante el período 2014-2019 LIW mantiene (en media) un CAPEX/Vtas de c. 5,5%. El elevado CAPEX se explica principalmente por el incremento del número de tiendas de LIW (apertura de 98 tiendas durante el período 2014-2019; +30% s/ tiendas 2014), con un CAPEX medio por tienda de c. EUR 350k.
- **Y un endeudamiento creciente**, que situó la Deuda Neta 2019 en EUR 42,6Mn (vs 27,2Mn en 2014; + 57%). El incremento de la deuda neta durante el período se explica esencialmente por el consumo de caja destinado a CAPEX y working capital (impacto acumulado durante el período 2015-2019 de c. EUR 40Mn y EUR 30Mn, respectivamente). La DN/EBITDA ajustado 2019 se situó en 4,9x en 2019 (vs 1,7x en 2014).

¿Cuál ha sido la tendencia?

- **Durante los últimos 3 años el crecimiento se desacelera:** con unos ingresos “planos” durante el período 2016-2019 (Ingresos: -0,5% TACC).
- **¿Y en 2019?** Se interrumpe el crecimiento, cerrando 2019 con una caída de ingresos del 7,3% vs 2018, resultado, en parte, del proceso de reestructuración de la red comercial iniciado por la compañía en 2019 (con el cierre de las tiendas no rentables que reduce en 14 el número de tiendas vs 2018).

En términos de rentabilidad, se constata la pérdida de margen observada (ya) con los resultados 1S19, cerrando el EBITDA 2019 ajustado para excluir el impacto de la aplicación de la NIIF 16 en EUR 8,2Mn (Mg. EBITDA ajustado 5,7%; -2,3p.p. vs 2018), situándose c. 6p.p. por debajo del margen EBITDA medio obtenido durante el período 2014-2018 (11,6%).

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

- **En ingresos:** Durante el período 2014-2019 la compañía mantuvo un diferencial de crecimiento negativo en ingresos de c. 10p.p. vs sus principales comparables, que se incrementó en 2019 hasta > 18p.p., donde el crecimiento de ingresos de sus principales comparables se situó c. 11,5% (vs. caída de ingresos del 7,3% de LIW).

- **En términos de márgenes:** El margen EBIT de la compañía se mantuvo c. 2p.p. por debajo del alcanzado por sus principales comparables durante el período 2014-2019 (media de LIW 8% vs 10% de sus comparables). Sin embargo, este diferencial se incrementa en 2018 y 2019, cuando la pérdida de rentabilidad del negocio de LIW se tradujo en un margen EBIT 2019 del 5,9% (vs media -3y del 6,6%); en un sector en el que sus comparables consiguieron una mejora de 0,3p.p.

Momentum (1S20): ¿Qué muestran los resultados más recientes?

La crisis sanitaria desatada por el Covid-19 ha impactado de lleno en el sector de la moda, suponiendo el cierre temporal de tiendas en los principales países donde opera la compañía (España e Italia) durante el 2T20. Lo que implica que los resultados 1S20 de la compañía se encuentren completamente marcados por el impacto de la pandemia. No obstante, en este contexto, quizás la pregunta más interesante a resolver sea: ¿cómo han respondido los fundamentales de la compañía ante el complicado entorno?:

- **Caída significativa de ingresos (-41% vs 1S19).** El confinamiento impuesto en el 2T por la pandemia resultó en el cierre temporal de los puntos de venta físicos de la compañía, reduciendo los ingresos a EUR 38,7Mn (-41% vs 1S19), reduciendo el número de tiendas a 413 (-7,5% vs 2019).
- **... que hunde el EBIT (EUR -12,7Mn vs EUR 4Mn en 1S19).** La pérdida de rentabilidad se traslada íntegramente al EBIT que, excluyendo el efecto NIIF 16 (impacto de EUR 4,1Mn por el gasto financiero asociado a los pasivos por arrendamientos), se situó en negativo por primera vez durante el período analizado (EBIT 1S20 EUR -12,7Mn vs EUR 4Mn 1S19).
- **Acelerando el consumo de caja (pese a la moderación del CAPEX),** esencialmente como resultado del fortísimo impacto del Covid-19 sobre la actividad de la compañía (Ingresos -41%; EBIT -12,7Mn). La DN 1S20 alcanzó los EUR 55,9Mn (+31% vs 2019), con c. 50% de la misma clasificada a corto plazo (incluyendo EUR 14,5Mn correspondientes a líneas de crédito, que habitualmente son prorrogadas de forma anual). Destacamos que el incremento del endeudamiento se ha producido esencialmente en los préstamos a largo plazo (EUR 30Mn en 1S20 vs EUR 14Mn en 2019).

Gráfico 4. Ingresos (1S20 vs 1S19)

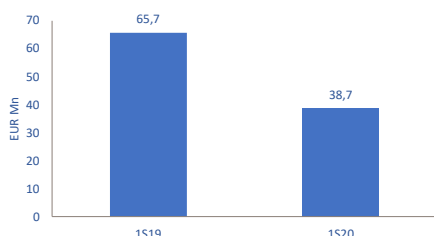


Gráfico 5. EBIT (1S20 vs 1S19)

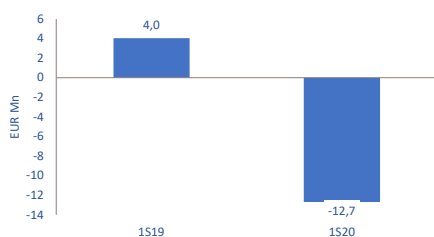
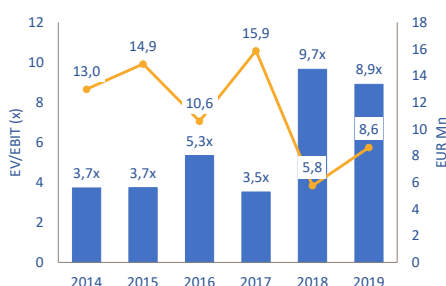


Gráfico 7. Evolución del EV/EBIT vs EBIT (2014-2019)



B) Ejercicios “teóricos” de valoración

En términos relativos (vs peers) la compañía cotizaría (“aparentemente”) con un descuento > 50%, estimado en base a un 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.

La conclusión se mantiene intacta si utilizamos otros múltiplos (descuento de c. 35% vs sector en términos de EV/EBIT). 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”.

En conclusión: ¿Qué “dicen” los números?: La desaceleración de ingresos vista durante el período 2015-2018 tiene su “estrabote” en 2019 (Ingresos: -7,3% vs 2018), con unos márgenes que, si excluimos el impacto de la NIIF 16, continúan bajo presión (Mg. EBITDA 2019 ajustado: 5,7% vs un margen medio de c. 10% durante el período 2014-2018). Pese a que los indicadores de momentum no son favorables (el Covid-19 impacta de lleno sobre el sector), los ejercicios teóricos de valoración por múltiplos ajustados por el diferencial de margen vs sector apuntan a una posible “reserva de valor” (que la ausencia de proyecciones financieras impide corroborar).

3. La compañía en 6 gráficos

Gráfico 1: Ingresos (2014-2019)

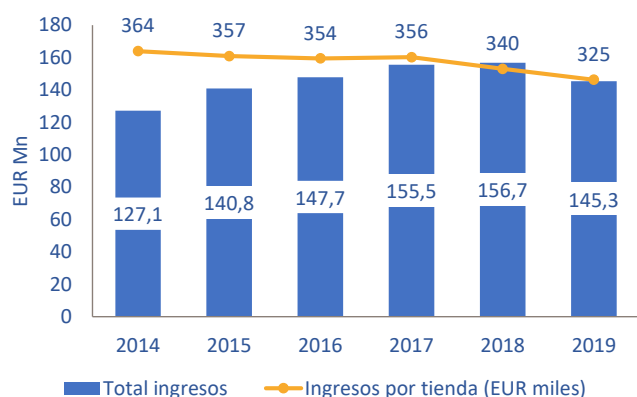


Gráfico 2: Ingresos por geografía (2019)

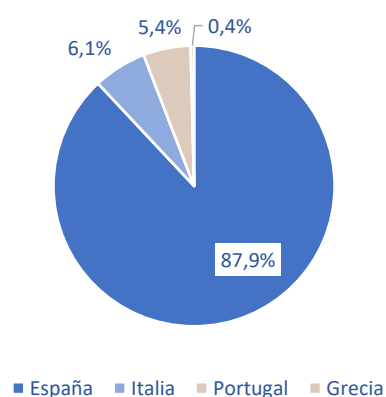


Gráfico 3: Crecimiento Ingresos y Mg. Bruto (y/y)

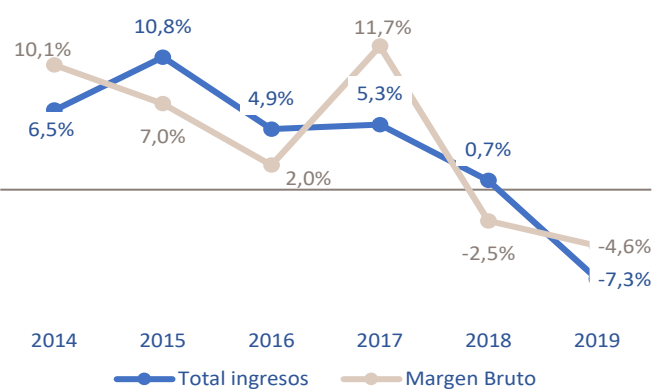


Gráfico 4: EBIT y Beneficio neto (2014-2019)

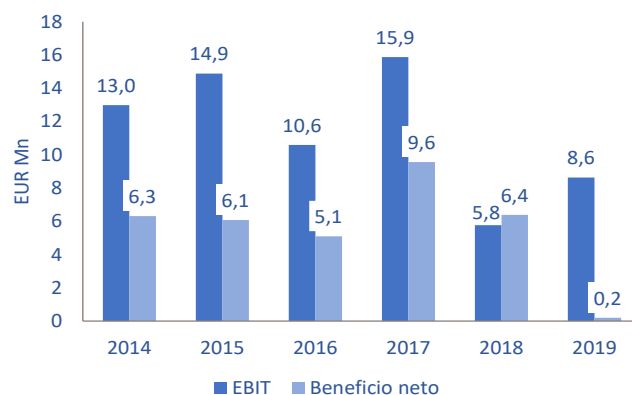


Gráfico 5: Free Cash Flow Rec. vs (CAPEX + WC) / Vtas

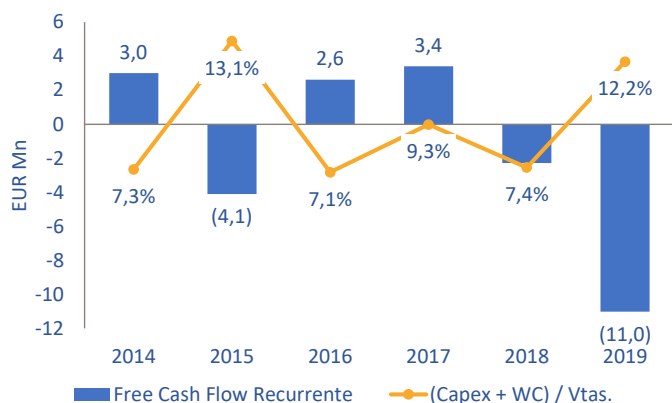
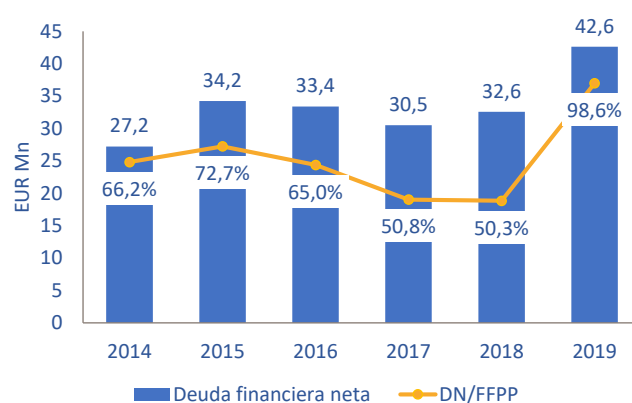


Gráfico 6: Deuda Neta vs DN/FFPP



4. Información financiera básica

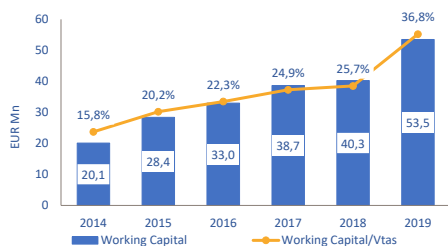
Estados Financieros históricos (2014 - 2019) ⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019		
Inmovilizado inmaterial	1,2	1,9	1,8	1,3	1,2	97,9		
Inmovilizado material	44,6	48,1	47,3	49,8	52,7	48,1		
Otros activos no corrientes	5,3	5,3	5,1	5,4	5,5	12,0		
Inmovilizado financiero	0,6	0,6	0,4	1,0	0,8	1,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	34,5	41,5	44,8	53,5	55,1	64,4		
Total activo	86,1	97,3	99,4	111,0	115,3	224,3		
Patrimonio neto	41,1	47,1	51,3	60,1	64,8	43,2		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	3,4	2,9	2,9	5,5	3,1	4,4		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	123,2		
Deuda financiera neta	27,2	34,2	33,4	30,5	32,6	42,6		
Pasivo circulante	14,4	13,1	11,8	14,9	14,8	10,9		
Total pasivo	86,1	97,3	99,4	111,0	115,3	224,3		
							TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	14-19	16-19
Total ingresos	127,1	140,8	147,7	155,5	156,7	145,3	2,7%	-0,5%
<i>Cto. Total ingresos</i>	<i>6,5%</i>	<i>10,8%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,3%</i>	<i>0,7%</i>	<i>-7,3%</i>		
Coste de ventas	(40,4)	(48,0)	(53,1)	(49,9)	(53,7)	(47,0)		
Margen Bruto	86,7	92,8	94,6	105,7	103,0	98,3	2,5%	1,3%
<i>Margen Bruto (s/Ingresos)</i>	<i>68,2%</i>	<i>65,9%</i>	<i>64,1%</i>	<i>67,9%</i>	<i>65,7%</i>	<i>67,6%</i>		
Gastos de personal	(37,2)	(38,8)	(39,4)	(41,9)	(45,6)	(45,0)		
Otros costes de explotación	(33,7)	(36,2)	(39,2)	(41,9)	(45,0)	(18,7)		
EBITDA recurrente	15,8	17,8	16,0	21,9	12,5	34,6	17,0%	29,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>9,9%</i>	<i>12,5%</i>	<i>-9,9%</i>	<i>36,3%</i>	<i>-43,0%</i>	<i>178,0%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>12,5%</i>	<i>12,6%</i>	<i>10,9%</i>	<i>14,1%</i>	<i>8,0%</i>	<i>23,8%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,6)	(0,1)	-	-	-	-		
Depreciación y provisiones	15,2	17,8	16,0	21,9	12,5	34,6	17,9%	29,3%
Depreciación y provisiones	(4,3)	(4,9)	(5,4)	(6,0)	(6,7)	(7,0)		
Gastos capitalizados	2,1	2,0	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	(19,0)		
EBIT	13,0	14,9	10,6	15,9	5,8	8,6	-7,9%	-6,6%
<i>Cto. EBIT</i>	<i>24,9%</i>	<i>14,6%</i>	<i>-28,8%</i>	<i>49,8%</i>	<i>-63,7%</i>	<i>49,7%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>10,2%</i>	<i>10,6%</i>	<i>7,2%</i>	<i>10,2%</i>	<i>3,7%</i>	<i>5,9%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(3,7)	(5,6)	(2,3)	(2,5)	3,1	(9,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	9,3	9,3	8,3	13,4	8,9	(1,3)	n.a.	n.a.
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>1,9%</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-10,5%</i>	<i>61,6%</i>	<i>-33,8%</i>	<i>-114,6%</i>		
Extraordinarios	(1,2)	(1,1)	(1,4)	(0,9)	(0,4)	1,8		
Beneficio antes de impuestos	8,1	8,2	6,9	12,5	8,5	0,5	-43,5%	-59,2%
Impuestos	(1,8)	(2,1)	(1,8)	(2,9)	(2,1)	(0,3)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>22,0%</i>	<i>25,8%</i>	<i>26,1%</i>	<i>23,4%</i>	<i>24,5%</i>	<i>57,7%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	6,3	6,1	5,1	9,6	6,4	0,2	-50,0%	-66,1%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>4,5%</i>	<i>-3,7%</i>	<i>-16,2%</i>	<i>87,5%</i>	<i>-33,2%</i>	<i>-96,9%</i>		
Beneficio ordinario neto	7,8	6,9	6,1	10,3	6,7	(1,3)	n.a.	n.a.
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>19,8%</i>	<i>-11,1%</i>	<i>-11,3%</i>	<i>67,5%</i>	<i>-34,7%</i>	<i>-119,3%</i>		
							TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	14-19	16-19
EBITDA recurrente	15,8	17,8	16,0	21,9	12,5	34,6	17,0%	29,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	(26,4)		
Var. Capital circulante	(1,7)	(8,3)	(4,6)	(5,7)	(1,6)	(13,3)		
Cash Flow operativo recurrente	14,2	9,5	11,4	16,2	10,9	-5,0	n.a.	n.a.
Capex	(7,6)	(10,2)	(5,9)	(8,8)	(9,9)	(4,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	(1,8)	(1,3)	(1,1)	(1,0)	(1,1)	(1,3)		
Impuestos	(1,8)	(2,1)	(1,8)	(2,9)	(2,1)	(0,3)		
Free Cash Flow Recurrente	3,0	(4,1)	2,6	3,4	(2,3)	(11,0)	n.a.	n.a.
Variación del endeudamiento	(0,5)	7,0	(0,9)	(2,9)	2,1	10,0		
Deuda neta / EBITDA (x)	1,7	1,9	2,1	1,4	2,6	1,2		

Nota 1: En 2019 el EBITDA es c. EUR 26,4Mn mayor por la aplicación de IFRS 16.

Descomponiendo las principales partidas del Balance

Gráfico 1: Working Capital



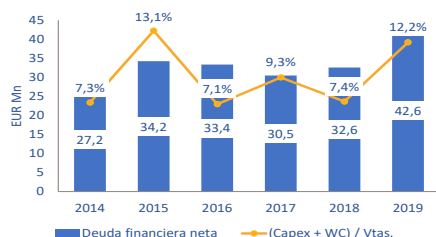
Composición Working Capital

EUR Mn	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Existencias	33,3	39,4	42,3	50,9	48,8	59,1
Clientes	0,8	1,6	2,2	2,0	2,0	1,9
Proveedores	(7,3)	(6,2)	(3,4)	(3,6)	(4,6)	(3,2)
Trade working capital	26,9	34,7	41,2	49,3	46,2	57,7
Otros activos corrientes	0,3	0,5	0,2	0,7	4,3	3,4
Otros pasivos corrientes	(7,1)	(6,8)	(8,5)	(11,3)	(10,2)	(7,7)
Working Capital	20,1	28,4	33,0	38,7	40,3	53,5
(Incremento)/Reduc. Inventarios	(13,6)	(6,1)	(2,9)	(8,5)	2,0	(10,3)
(Incremento)/Reduc. Clientes	(0,8)	(0,7)	(0,7)	0,3	0,0	0,1
Incremento/(Reduc.) Proveedores	(0,8)	(1,0)	(2,9)	0,2	1,0	(1,4)
(Incremento)/Reduc. Otros activos CP	12,2	(0,1)	0,2	(0,5)	(3,6)	0,8
Incremento/(Reduc.) Otros pasivos CP	1,3	(0,3)	1,6	2,8	(1,1)	(2,6)
Impacto en FCF	(1,7)	(8,3)	(4,6)	(5,7)	(1,6)	(13,3)

Working Capital s/Ventas

% s/Ventas	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Existencias	26,2%	28,0%	28,7%	32,7%	31,2%	40,7%
Clientes	0,7%	1,1%	1,5%	1,3%	1,3%	1,3%
Proveedores	5,7%	4,4%	2,3%	2,3%	2,9%	2,2%
Trade working capital	21,2%	24,7%	27,9%	31,7%	29,5%	39,7%
Otros activos corrientes	0,3%	0,3%	0,2%	0,4%	2,7%	2,4%
Otros pasivos corrientes	5,6%	4,9%	5,7%	7,3%	6,5%	5,3%
Working Capital	15,8%	20,2%	22,3%	24,9%	25,7%	36,8%

Gráfico 2: Deuda Neta vs CAPEX/Ventas



Endeudamiento y Liquidez

EUR Mn	2014	2015	2016	2017	2018	2019	1S20
Deuda Financiera a L/P	6,3	8,8	5,0	4,0	5,9	14,0	30,5
Emisión de obligaciones	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Financiera a C/P	27,0	26,9	32,7	31,6	24,1	25,6	22,1
Otros pasivos fros.	0,6	14,5	12,2	9,9	7,1	6,1	10,7
Deuda financiera bruta	33,9	50,2	49,9	45,5	37,2	45,7	63,3
Caja	6,0	15,2	16,0	14,5	4,2	3,0	7,4
Inversiones a c/p	0,6	0,8	0,5	0,4	0,4	0,1	-
Caja y Equivalentes	6,6	15,9	16,5	15,0	4,6	3,1	7,4
Deuda financiera Neta	27,2	34,2	33,4	30,5	32,6	42,6	55,9
DN/EBITDA (x)*	1,7x	1,9x	2,1x	1,4x	2,6x	1,2x	n.a.
DN/FFPP (%)	66,2%	72,7%	65,0%	50,8%	50,3%	98,6%	183,3%
Vencimientos deuda financiera bruta							
Inferior a un año	27,0	26,9	32,7	31,6	24,1	25,6	22,1
Entre uno y cinco años	6,8	23,3	17,2	13,9	13,0	20,1	41,2
Superior a cinco años	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

* DN/EBITDA 1S20 calculada sobre EBITDA LTM.

Gráfico 3: Market Cap. vs EV



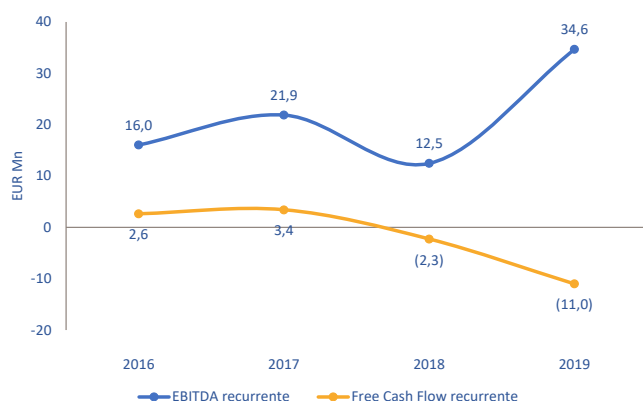
Evolución del Enterprise Value (EV) medio (2014-2019)

Enterprise Value	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Ult. Cierre*
Precio acción (medio)	10,00	11,02	11,73	12,50	16,23	11,23	8,40
Market Cap (medio)	18,3	18,6	19,7	20,8	20,8	25,9	14,0
+ Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Provisiones y otros pasivos a LP	4,2	3,1	2,9	4,2	4,3	3,7	3,0
+ Deuda financiera neta	27,5	30,7	33,8	31,9	31,5	37,6	55,9
- Inmovilizado financiero	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,9	-1,3	-1,2
+/- Otros ajustes al EV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value	49,4	51,9	55,9	56,3	55,8	65,9	71,7

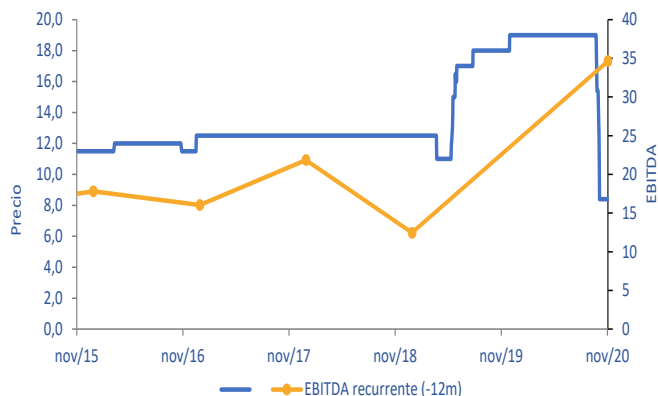
* Ejercicio en curso conforme a los últimos datos disponibles. Precio por acción y Mkt. Cap. a fecha de este informe.

Detalle del Free Cash Flow recurrente y evolución

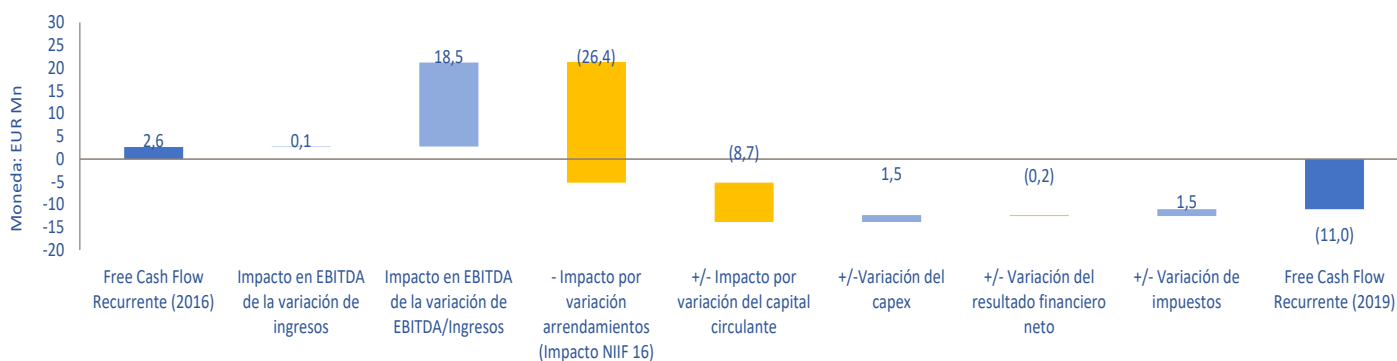
Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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

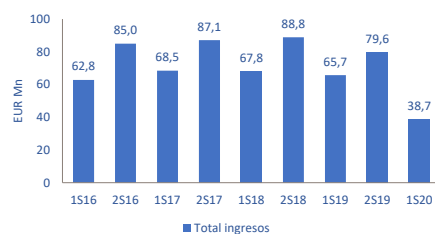


Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2019)



Estacionalidad y tendencias

Gráfico 4: Evolución semestral de Ingresos



P&L Semestrales: Estacionalidad

P&L Semestral (EUR Mn)	1S16	2S16	1S17	2S17	1S18	2S18	1S19	2S19	1S20
Total ingresos	62,8	85,0	68,5	87,1	67,8	88,8	65,7	79,6	38,7
Cto. Ingresos (YoY)	n.a.	4,3%	9,1%	2,5%	-0,9%	2,0%	-3,2%	-10,4%	-41,1%
EBITDA recurrente	7,0	9,0	5,8	16,1	4,4	8,1	17,5	17,1	-0,6
Cto. EBITDA Rec. (YoY)	n.a.	-23,1%	-16,9%	77,4%	-24,1%	-49,8%	297,3%	112,7%	-103,5%
EBITDA rec. / Ingresos	11,1%	10,7%	8,5%	18,4%	6,5%	9,1%	26,7%	21,5%	n.a.
EBITDA	7,0	9,0	5,8	16,1	4,4	8,1	17,5	17,1	-0,6
Cto. EBITDA (YoY)	n.a.	-23,1%	-16,9%	77,4%	-24,1%	-49,8%	297,3%	112,7%	-103,5%
EBIT	3,3	5,9	2,7	12,2	1,0	4,4	4,0	4,6	-12,7
Cto. EBIT (YoY)	n.a.	-30,2%	-17,7%	107,6%	-64,6%	-64,2%	318,2%	4,9%	-415,1%
EBIT / Ingresos	5,3%	6,9%	4,0%	14,1%	1,4%	4,9%	6,1%	5,8%	n.a.
Beneficio neto	2,7	2,4	2,4	7,1	1,8	4,6	1,4	-1,2	-12,7
Cto. Beneficio neto	n.a.	-29,4%	-7,8%	190,8%	-25,4%	-35,9%	-22,8%	-126,5%	n.a.

5. "Todos los números"

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	TACC	
							14-19	16-19
MARKET DATA								
Precio por acción	10,00	11,50	12,50	12,50	19,00	11,45		
Capitalización (EUR Mn)	18,3	19,2	20,8	20,8	20,8	31,7		
Volumen medio anual (EUR Mn)	0,04	0,06	0,03	0,04	0,05	0,03		
Comportamiento								
Absoluto	90,5%	0,0%	15,0%	8,7%	0,0%	52,0%	2,7%	-2,9%
vs Ibex 35	83,8%	7,7%	17,4%	1,2%	17,6%	35,9%		
vs Sector benchmark	93,8%	-9,1%	20,7%	9,6%	10,1%	11,0%		
MÉTRICAS POR ACCIÓN								
Nº Acciones ajustado	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67	0,0%	0,0%
BPA (EUR)	3,79	3,65	3,06	5,74	3,83	0,12	-50,0%	-66,1%
Book value por acción (reportado)	24,66	28,27	30,81	36,04	38,90	25,92	1,0%	-5,6%
FCF Rec. por acción	1,80	-2,46	1,57	2,05	-1,36	-6,61	n.a.	n.a.
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,50	1,50	0,00	0,00	n.a.	-100,0%
% pay-out	0,0%	0,0%	16,3%	26,1%	0,0%	0,0%		
ENTERPRISE VALUE (EUR Mn)								
Capitalización (EUR Mn)	18,3	19,2	20,8	20,8	20,8	31,7	11,6%	15,0%
+ Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
+ Provisiones y otros pasivos a LP	3,4	2,9	2,9	5,5	3,1	4,4		
+ Deuda financiera neta	27,2	34,2	33,4	30,5	32,6	42,6		
- Inmovilizado financiero	-0,6	-0,6	-0,4	-1,0	-0,8	-1,8		
(-) Enterprise value (cierre)	48,4	55,7	56,7	55,9	55,7	76,9	9,7%	10,7%
KEY FINANCIAL METRICS								
Crecimiento (a/a)								
Total ingresos	6,5%	10,8%	4,9%	5,3%	0,7%	-7,3%		
EBITDA recurrente	9,9%	12,5%	-9,9%	36,3%	-43,0%	178,0%		
EBIT	24,9%	14,6%	-28,8%	49,8%	-63,7%	49,7%		
Beneficio antes de impuestos	-3,2%	1,4%	-15,8%	80,9%	-32,3%	-94,5%		
Beneficio neto	4,5%	-3,7%	-16,2%	87,5%	-33,2%	-96,9%		
BPA (EUR)	4,4%	-3,7%	-16,2%	87,5%	-33,2%	-96,9%		
Márgenes (s/Ingresos)								
EBITDA recurrente	12,5%	12,6%	10,9%	14,1%	8,0%	23,8%		
Margen Bruto	68,2%	65,9%	64,1%	67,9%	65,7%	67,6%		
EBIT	10,2%	10,6%	7,2%	10,2%	3,7%	5,9%		
Beneficio antes de impuestos	6,4%	5,8%	4,7%	8,0%	5,4%	0,3%		
Beneficio neto	5,0%	4,3%	3,5%	6,1%	4,1%	0,1%		
Beneficio ordinario neto	6,1%	4,9%	4,1%	6,6%	4,3%	n.a.		
Otros datos financieros básicos								
Tasa impositiva (>0 ingreso)	22,0%	25,8%	26,1%	23,4%	24,5%	57,7%		
Capex/Vtas	6,0%	7,3%	4,0%	5,7%	6,3%	3,1%		
Working Capital/Vtas	15,8%	20,2%	22,3%	24,9%	25,7%	36,8%		
Capital Empleado/Vtas	56,0%	59,4%	59,0%	61,2%	63,6%	60,8%		
Deuda neta/EBITDA	1,7x	1,9x	2,1x	1,4x	2,6x	1,2x		
Deuda neta/Equity	66,2%	72,7%	65,0%	50,8%	50,3%	98,6%		
Activos (ex-caja)/Equity	2,1x	2,1x	1,9x	1,8x	1,8x	5,2x		
ROE (reportado)	16,7%	13,8%	10,4%	17,2%	10,2%	0,4%		
ROCE (reportado)	14,7%	14,3%	9,2%	13,3%	4,5%	9,2%		
WACC	5,8%	4,8%	4,1%	4,3%	4,5%	4,4%		
BALANCE (EUR Mn)								
Activo fijo e intangible	45,8	50,0	49,1	51,0	53,9	146,1		
Working capital	20,1	28,4	33,0	38,7	40,3	53,5		
Activos totales (ex-caja)	86,1	97,3	99,4	111,0	115,3	224,3		
Equity	41,1	47,1	51,3	60,1	64,8	43,2		
Deuda neta / (caja)	27,2	34,2	33,4	30,5	32,6	42,6		
Capital Empleado	71,2	83,7	87,2	95,1	99,7	88,4		
CUENTA DE RESULTADOS (EUR Mn)								
Total ingresos	127,1	140,8	147,7	155,5	156,7	145,3	2,7%	-0,5%
EBITDA recurrente	15,8	17,8	16,0	21,9	12,5	34,6	17,0%	29,3%
Depreciación y provisiones	-4,3	-4,9	-5,4	-6,0	-6,7	-7,0		
EBIT	13,0	14,9	10,6	15,9	5,8	8,6	-7,9%	-6,6%
Resultado financiero neto	-3,7	-5,6	-2,3	-2,5	3,1	-9,9		
Beneficio antes de impuestos	8,1	8,2	6,9	12,5	8,5	0,5	-43,5%	-59,2%
Tasa impositiva (>0 ingreso)	-1,8	-2,1	-1,8	-2,9	-2,1	-0,3		
Minoritarios y discontinuadas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Beneficio neto	6,3	6,1	5,1	9,6	6,4	0,2	-50,0%	-66,1%
Beneficio ordinario neto	7,8	6,9	6,1	10,3	6,7	-1,3	n.a.	n.a.
CASH-FLOW (EUR Mn)								
EBITDA recurrente	15,8	17,8	16,0	21,9	12,5	34,6		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-26,4		
Var. Capital circulante	-1,7	-8,3	-4,6	-5,7	-1,6	-13,3		
Capex	-7,6	-10,2	-5,9	-8,8	-9,9	-4,5		
Impuestos	-1,8	-2,1	-1,8	-2,9	-2,1	-0,3		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-3,7	-5,6	-2,3	-2,5	3,1	-9,9		
Rec. Free Cash Flow to Equity (FCFE)	3,0	-4,1	2,6	3,4	-2,3	-11,0	n.a.	n.a.
Rec. Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	3,7	-4,5	2,7	3,6	-0,5	-9,5	n.a.	n.a.
RATIOS Y MÚLTIPLOS								
Múltiplos sobre equity								
PER	2,9x	3,2x	4,1x	2,2x	3,3x	n.a.		
PER Ordinario	2,4x	2,8x	3,4x	2,0x	3,1x	n.a.		
P/BV	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x	0,7x		
FCFE yield	16,4%	n.a.	12,6%	16,4%	n.a.	n.a.		
Dividend Yield (%)	0,0%	0,0%	4,0%	12,0%	0,0%	0,0%		
Múltiplos sobre EV								
EV/Ventas	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,5x		
EV/EBITDA	3,1x	3,1x	3,5x	2,6x	4,5x	2,2x		
EV/EBIT	3,7x	3,7x	5,3x	3,5x	9,7x	8,9x		
EV/CE	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,9x		
FCFF yield (to EV)	7,7%	-8,2%	4,8%	6,5%	-0,9%	-12,3%		

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

6. Inputs de valoración

Principales comparables en detalle: ratios y múltiplos (2020e)

EUR Mn		JD Sports	LPPP	OVS SpA	N Brown	Superdry	Basic Net	FNG NV	Apranga	Average
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	JD.L	LPPP.WA	OVS.MI	BWNG.L	SDRY.L	BCNT.MI	FNG.BR	APG1L.VL	
	País	USA	UK	Italy	USA	ited Kingdo	Italy	Belgium	Lithuania	
	Market cap	8.039,4	2.665,5	184,5	279,7	144,6	170,6	38,9	86,1	
	Enterprise value (EV)	9.347,9	3.172,5	1.497,0	840,0	460,6	250,8	257,8	120,4	
Información financiera básica	Total Ingresos	6.455,6	1.825,5	1.031,4	780,0	655,8	n.a.	n.a.	181,0	
	Cto.Total Ingresos	-11,2%	-20,8%	-25,0%	-21,8%	-18,5%	n.a.	n.a.	-11,7%	-18,2%
	2y TACC (2020e - 2022e)	10,3%	18,8%	14,3%	5,6%	12,3%	n.a.	n.a.	2,1%	10,6%
	EBITDA	944,4	279,1	158,7	96,4	65,3	n.a.	n.a.	n.a.	
	Cto. EBITDA	-20,1%	-40,8%	-47,7%	-64,6%	7,6%	n.a.	n.a.	n.a.	-33,1%
	2y TACC (2020e - 2022e)	16,2%	27,7%	20,3%	6,6%	29,5%	n.a.	n.a.	n.a.	20,1%
	EBITDA/Ingresos	14,6%	15,3%	15,4%	12,4%	10,0%	n.a.	n.a.	n.a.	13,5%
	Beneficio Neto	244,5	(0,3)	(16,3)	28,8	(24,2)	n.a.	n.a.	2,5	
	Cto. Beneficio Neto	-18,1%	n.a.	-88,4%	-9,7%	-85,2%	n.a.	n.a.	-72,9%	-54,9%
	2y TACC (2020e - 2022e)	39,2%	n.a.	n.a.	30,0%	n.a.	n.a.	n.a.	11,4%	26,8%
	Capex	179	144,2	32,7	22,0	15,9	n.a.	n.a.	1,6	
	CAPEX/Ventas	2,8%	7,9%	3,2%	2,8%	2,4%	n.a.	n.a.	0,9%	3,3%
	Free Cash Flow	216,3	(110,2)	(151,8)	n.a.	(12,8)	n.a.	n.a.	n.a.	
	Deuda financiera Neta	(705,8)	482,5	453,1	431,8	17,6	n.a.	n.a.	n.a.	
DN/EBITDA (x)	(0,7)	1,7	2,9	4,5	0,3	n.a.	n.a.	n.a.	1,7	
Múltiplos y Ratios	Acciones en circulación	973,2	1,8	226,2	288,7	82,0	53,7	10,0	55,3	
	Pay-out	1,8%	0,0%	0,0%	0,0%	-1,6%	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%
	P/E (x)	32,7	n.a.	n.a.	6,8	n.a.	n.a.	n.a.	31,4	23,7
	P/BV (x)	5,6	3,7	0,2	0,8	0,8	n.a.	n.a.	n.a.	2,2
	EV/Ingresos (x)	1,4	1,7	1,5	1,1	0,7	n.a.	n.a.	0,7	1,2
	EV/EBITDA (x)	9,9	11,4	9,4	8,7	7,1	n.a.	n.a.	n.a.	9,3
	ROE (%)	17,3	0,6	(1,4)	8,0	(48,9)	n.a.	n.a.	4,2	(3,4)
	FCF Yield (%)	2,7	(4,1)	(82,3)	n.a.	(9,0)	n.a.	n.a.	n.a.	(23,2)
DPA	0,0	-	-	-	0,0	n.a.	n.a.	-	0,0	
Precio de cierre	8,4	1.456,1	0,8	0,6	1,8	2,8	3,5	1,6		
Dvd Yield	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	n.a.	n.a.	0,0%	0,1%	

Múltiplos: Sector Textil y Complementos (Backward-looking)

EUR Mn	Ticker (Reuters)	Market cap	PER 2019	BPA 19-21e TACC	P/BV 2019	ROE 2019	EV/EBITDA 2019	EBITDA 19-21e TACC	EV/Vtas 2019	Vtas 19-21e TACC	Mg. EBIT 2019	FCFE yield 2019	FCFE 19-21e TACC
JD Sports Fashion PLC	JD.L	8.039	32,5x	15,9%	7,1x	31,3%	9,7x	-0,8%	1,6x	-0,1%	8,9%	6,3%	-21%
LPP SA	LPPP.WA	2.666	36,9x	-49,6%	5,5x	21,8%	8,7x	-16,2%	1,8x	-4,6%	9,4%	2,4%	n.a.
OVS SpA	OVS.MI	184	n.a.	n.a.	0,5x	-16,8%	5,3x	-20,6%	1,2x	-2,2%	6,6%	5,7%	114%
N Brown Group PLC	BWNG.L	280	6,0x	4,5%	1,5x	11,4%	2,9x	-37,4%	0,8x	-9,7%	23,8%	n.a.	n.a.
Superdry PLC	SDRY.L	145	n.a.	n.a.	1,6x	-90,2%	7,4x	24,8%	0,6x	-3,7%	-4,8%	n.a.	n.a.
Basic Net SpA	BCNT.MI	171	13,3x	n.a.	2,4x	25,0%	8,3x	n.a.	1,4x	n.a.	12,4%	6,5%	n.a.
FNG NV	FNG.BR	39	2,8x	n.a.	0,6x	7,7%	2,3x	n.a.	0,4x	n.a.	5,4%	n.a.	n.a.
Apranga APB	APG1L.VL	86	12,6x	-45,3%	2,1x	19,1%	5,8x	n.a.	0,9x	-5,3%	5,8%	n.a.	n.a.
Media			17,3x	-18,6%	2,7x	1,2%	6,3x	-10,0%	1,1x	-4,3%	8,4%	5,2%	46,3%
Mediana			12,9x	-20,4%	1,9x	15,2%	6,6x	-16,2%	1,0x	-4,1%	7,7%	6,0%	46,3%
Liwe Espanola SA	LIWA.SCT	14,0	n.a.	n.a.	0,7x	0,4%	2,2x	n.a.	0,5x	n.a.	5,9%	-12,3%	n.a.

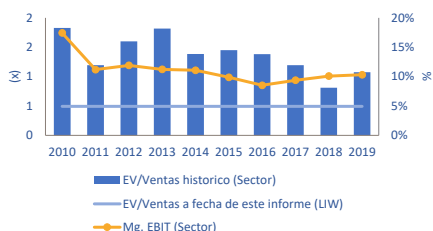
Nota: Múltiplos históricos (backward-looking) calculados con precios de cotización a cierre del ejercicio. Mkt. Cap. a fecha de este informe.

Múltiplos: Sector Textil y Complementos (Forward-Looking)

EUR Mn	Ticker (Reuters)	Market cap	PER 2020e	BPA 20e-22e TACC	P/BV 2020e	ROE 2020e	EV/EBITDA 2020e	EBITDA 20e-22e TACC	EV/Vtas 2020e	Vtas 20e-22e TACC	Mg. EBIT 2020e	FCFE yield 2020e	FCFE 20e-22e TACC
JD Sports Fashion PLC	JD.L	8.039	32,7x	37,2%	6,3x	17,3%	9,9x	16,2%	1,4x	10,3%	6,0%	2,7%	44%
LPP SA	LPPP.WA	2.666	n.a.	517,6%	5,0x	0,6%	11,4x	27,7%	1,7x	18,8%	2,2%	n.a.	n.a.
OVS SpA	OVS.MI	184	n.a.	n.a.	0,6x	-1,4%	9,4x	20,3%	1,5x	14,3%	2,9%	n.a.	n.a.
N Brown Group PLC	BWNG.L	280	6,8x	19,1%	2,2x	8,0%	8,7x	6,6%	1,1x	5,6%	7,8%	n.a.	n.a.
Superdry PLC	SDRY.L	145	n.a.	n.a.	2,5x	-48,9%	7,1x	29,5%	0,7x	12,3%	-3,2%	n.a.	n.a.
Basic Net SpA	BCNT.MI	171	n.a.	n.a.	NaN	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FNG NV	FNG.BR	39	n.a.	n.a.	NaN	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Apranga APB	APG1L.VL	86	31,4x	9,5%	NaN	4,2%	n.a.	n.a.	0,7x	2,1%	2,4%	n.a.	n.a.
Media			23,7x	145,9%	3,3x	-3,4%	9,3x	20,1%	1,2x	10,6%	3,0%	2,7%	43,6%
Mediana			31,4x	28,2%	2,5x	2,4%	9,4x	20,3%	1,3x	11,3%	2,6%	2,7%	43,6%

Ejercicios "teóricos" de valoración por múltiplos

Gráfico 1: Inputs valoración en base a EV/Ventas

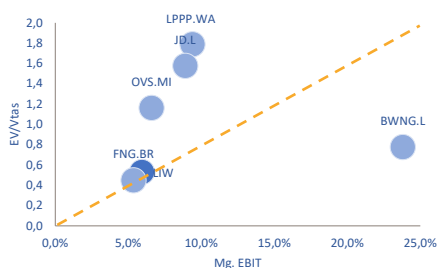


Ejercicio "Teórico" de valoración en base a EV/Ventas (2019) (*)

Inputs de valoración	2019		
Margen EBIT sector	10,3%	EV/Vtas Compañía Teórico	0,8
Margen EBIT Compañía	5,9%	* Vtas 2019	145,3
Factor de Ajuste	0,58	Valoración EV Compañía	114,8
EV/Vtas Sector (media -10y)	1,4	- Minoritarios	-
* Factor de Ajuste	0,58	- Provisiones y otros pasivos a LP	3,0
= EV/Vtas Compañía Teórico	0,8	- Deuda financiera neta	55,9
vs EV/Vtas Compañía 2019 "Real"	0,5	+ Inmovilizado financiero	1,2
Prima / (Descuento) s/ EV/Vtas	-37,6%	+/- Otros ajustes al EV	-
		= Valoración Equity Compañía (**)	57,2
		vs Mkt Cap a Fecha de este Informe	14,0
		Prima / (Descuento)	-75,5%

Sensibilidades: EV/Vtas teórico ante cambios en el Mg. EBIT y prima (descuento) s/ EV/Vtas sector (*)

Gráfico 2: LIW vs Peers (2019)



A) EV/Vtas teórico

Prima EV/Vtas	Mg. EBIT		
	4,9%	5,9%	6,9%
-10%	0,6	0,7	0,8
0%	0,7	0,8	0,9
10%	0,7	0,9	1,0

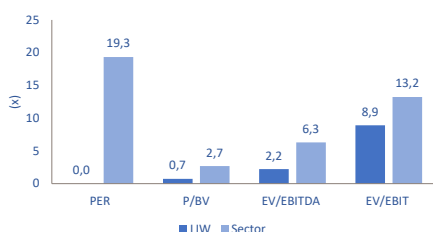
B) Prima / (Descuento)

Prima EV/Vtas	Mg. EBIT		
	4,9%	5,9%	6,9%
-10%	-50,5%	-69,3%	-77,8%
0%	-63,0%	-75,5%	-81,7%
10%	-70,4%	-79,6%	-84,4%

(*) 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 1S20.

Gráfico 3: Múltiplos de valoración históricos (2019)



Otros Múltiplos y ratios de valoración vs sector (2019)

	Múltiplos sobre equity		Múltiplos sobre EV		Free Cash Flow Yield
	PER	P/BV	EV/EBITDA	EV/EBIT	FCF to Equity
LIW	n.a.	0,7	2,2	8,9	n.a.
Sector	19,3	2,7	6,3	13,2	5,2%
Prima / Descuento	n.a.	-72,5%	-64,7%	-32,6%	n.a.

(*) Múltiplos históricos de la compañía y su sector calculados con precios de cierre del ejercicio.

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 el análisis de los estados financieros históricos de la compañía (sin elaborar proyecciones financieras), 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 (10) 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.

Lighthouse puede hacer un envío del borrador del informe a la compañía con el único propósito de que ésta pueda corregir errores objetivos.

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 IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

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

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

Histórico de recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
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

