

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Artículos Textiles, de Confección y Bienes de Lujo

Fecha del informe: 14 jun 2021
Hora distribución: 11:15

Revisión de estimaciones: Al alza
Precio de Cierre: EUR 4,28 (11 jun 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

ADZ gana momentum: 2021, recuperación, break-even (+1y) y vuelta al EBITDA 2019 (+2y)

EL SECTOR DE LA MODA HA SIDO UNO DE LOS MÁS IMPACTADOS POR LA CRISIS DEL COVID-19. 2020 se saldó con una contracción histórica de la facturación (c. -40% LFL en el mercado local). La industria acumula 3 temporadas afectadas por la crisis, debilitándola más aun (muchas cías ya tenían balances estresados antes del Covid).

AUNQUE LA INCERTIDUMBRE SIGUE SIENDO ELEVADA, ALGUNOS INDICADORES INVITAN AL OPTIMISMO: 1) mejora de los índices de confianza, anticipando la progresiva recuperación de la normalidad conforme progresa la inmunización poblacional (vacunas), 2) recuperación de la facturación del sector (local) en mayo y 3) tasa de ahorro de los hogares (España) en máximos (c. 2x vs. promedio -10y), tras la contracción del consumo en 2020, y que respaldará la recuperación del consumo.

HEMOS AJUSTADO (AL ALZA) NUESTRAS ESTIMACIONES, La revisión es más limitada a nivel de ingresos (colaterales de la reestructuración y menor contribución del turismo). Mientras 2021 será clave para testar la resiliencia del negocio (y la eficacia de la estrategia), apuntamos a 2023e para recuperar la facturación pre-Crisis (EUR 116,3Mn; +10,9% TACC +2y, en línea con el sector). El efecto de la reestructuración será más evidente en el EBIT, que tendrá en 2022e su punto de inflexión (EUR 3,4Mn).

ADELANTANDO (+1Y) EL BREAK-EVEN (BN) Y CONSERVANDO LA FORTALEZA DEL BALANCE (0,2x DN/FFPP 2023e). A pesar de la mayor carga financiera, el BN debería alcanzar el break-even en 2022e (EUR 1,1Mn BN).

Y CON EL “FOCO” EN LA PENETRACIÓN DEL CANAL ONLINE Y LA RECUPERACIÓN DE LA RENTABILIDAD. El canal online generará c. 28% de los ingresos 2023e (+7,7p.p. vs. -3y; apoyado en su novedoso servicio ADN), y siendo su penetración uno de los principales retos (por la capacidad de acceder a público más joven). Las mejoras operativas implementadas (RFID) también respaldarán la mejora de rentabilidad (4,5% EBIT/Ingresos 2023e), aún lejana vs. el sector (c. 15%), justificando el diferencial existente en múltiplos (0,7x EV/Ingresos 2021e vs. c. 2x del sector).

Aún así, la confluencia de: 1) modelo de negocio (nicho, público joven, canal on line, sostenibilidad), 2) pequeño tamaño, 3) solidez de balance, 3) bajos múltiplos y 4) perspectiva de vuelta al crecimiento, abrirían una opción teórica de M&A (tendencia creciente en el sector de la moda) sobre ADZ.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	39,7	48,1
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	63,5	76,8
Número de Acciones (Mn)	9,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,38 / 4,32 / 3,41	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽²⁾	12,0	
Refinitiv / Bloomberg	ADZ.MC / ADZ SM	
Cierre año fiscal	28-Feb	

Estructura Accionarial (%)⁽⁷⁾

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

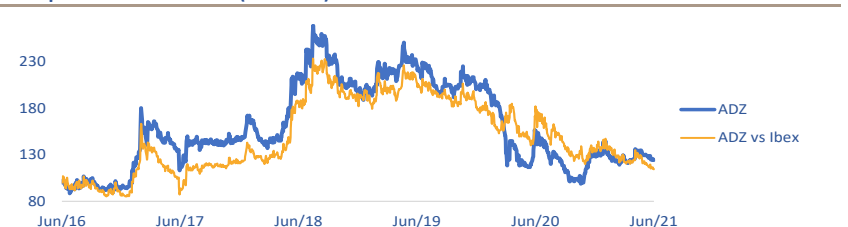
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	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. ⁽³⁾	-9,3	8,9	10,9	12,1
% Var.	-182,1	195,4	22,3	11,4
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	9,4	10,0	10,4
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	-1,2	26,4	18,8	21,1
Beneficio neto	-19,3	-4,2	1,1	2,0
BPA (EUR)	-2,10	-0,46	0,12	0,22
% Var.	-132,5	78,2	125,2	87,3
BPA ord. (EUR)	-2,37	0,00	0,12	0,22
% Var.	n.a.	99,8	n.a.	79,2
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-12,7	1,4	-1,8	-1,6
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	1,9	3,7	5,3
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	0,2	0,3	0,4
ROE (%)	n.a.	n.a.	5,3	9,2
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	5,0	7,2

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	37,2	19,9
PER Ordinario	n.a.	n.a.	35,6	19,8
P/BV	1,7	2,0	1,9	1,7
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,94	0,67	0,59	0,55
EV/EBITDA Rec.	n.a.	7,1	5,8	5,2
EV/EBIT	n.a.	n.a.	18,4	12,1
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	3,5	n.a.	n.a.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	-4,5	0,0	-20,4	-5,7	-42,8	24,1
vs Ibxex 35	-6,7	-6,6	-37,1	-17,3	-38,5	14,4
vs Ibxex Small Cap Index	-9,4	-1,4	-47,2	-15,0	-49,7	-38,3
vs Eurostoxx 50	-8,6	-6,8	-39,4	-18,8	-51,7	-12,5
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-9,4	-11,0	-44,9	-21,7	-56,8	-23,6

(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.

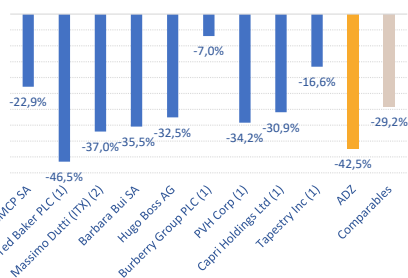
(7) Otros: La Previsión Mallorquina de Seguros 7,6%, Ibercapital Magnum, SICAV S.A 3,2%, Autocartera 0,6%

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

Revisión de estimaciones: Al alza

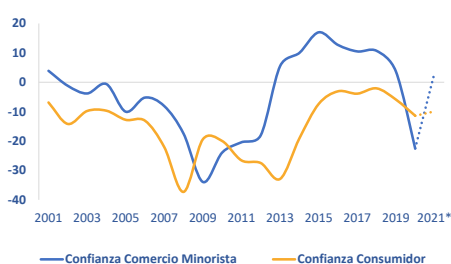
A priori, lo peor de la crisis habría quedado atrás. En 2021, la velocidad para recuperar la facturación será clave

Gráfico 1. Var. Ingresos 2020 comparables vs. 2019



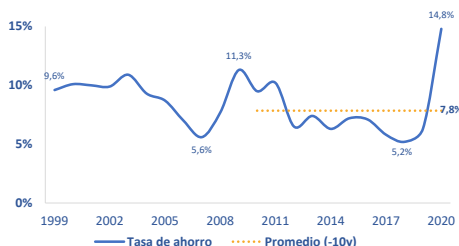
Fuentes: Compañías

Gráfico 2. Confianza empresarial (comercio minorista) vs. confianza del consumidor (ES)



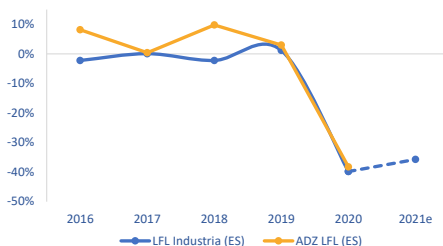
Fuentes: Refinitiv e INE

Gráfico 3. Tasa de ahorro de los hogares sobre la renta disponible (ES)



Fuente: INE

Gráfico 4. Var. Ingresos LFL ADZ vs. sector (ES)



Fuentes: ACOTEX y ADZ

El sector moda ha sido uno de los más afectados por las crisis del Covid (impacto inmediato derivado de cierres y confinamientos). 2020 se saldó con un -39,8% a/a en la facturación LFL (superficie comparable) de la industria local, acusando la caída en el consumo (-12% a/a). La crisis ha impactado de lleno en el P/L de ADZ: -42,5% a/a en ingresos (c. -40% ex-forex), con -39,2% LFL (su ejercicio económico abarca del 1 de marzo – al 28- febrero).

La crisis del Covid-19 ha acelerado la digitalización de la industria. España (c. 80% de los ingresos de ADZ 2020) habría liderado el crecimiento del e-commerce (c.+35% a/a en 2020, según e-marketer, vs. c. +25% en Europa). Según el Estudio anual de eCommerce, el 70% de la población ha realizado compras online en 2020 (el 60% en artículos de moda). Aun así, el repunte del e-commerce durante la pandemia, no ha podido compensar el desplome de la facturación.

¿Qué se puede esperar Post-Covid?

El progresivo levantamiento de las restricciones que acompaña al avance en los programas de inmunización poblacional (vacunas), permitirá recuperar la “normalidad”. Un proceso que tiene su reflejo en la recuperación de la confianza (la del comercio minorista, en España, giró a positivo en mayo, por primera vez desde que se iniciase la crisis).

Además, la caída resultante en el consumo en 2020 tiene una vertiente positiva. La acumulación del ahorro en los hogares se situó en máximos desde el año 2009: 14,8% de la renta disponible (vs. un promedio del 7,8% -10y), reforzando un escenario de recuperación del consumo que tendría en el 2S21 el punto de partida.

No obstante, prolongación de la pandemia dejará secuelas en la economía. El Banco de España ha reducido su previsión de crecimiento del PIB 2021e (+6,0%, -0,8p.p. vs. su previsión anterior), lo que impactará en el consumo. En este contexto, cabe preguntarse a qué velocidad podrá recuperarse lo perdido en 2020.

La incertidumbre sigue siendo elevada para la industria

Tras el débil comportamiento de la industria (España) desde principios de año, la mejora registrada en mayo (-15,1% LFL vs. 2019, las tiendas permanecieron cerradas en 2020), ha reducido la contracción al -35,7% LFL acumulado (+4,7p.p. vs. el acumulado a abril), propiciando cierto optimismo en la industria. Aunque sin ser comparable, Inditex ha registrado +49,6% a/a en ingresos 1T21 (con c. +60% a/a en el canal online), habiendo recuperado los niveles de facturación pre-Crisis en mayo.

No obstante, la mayor o menor dependencia del turismo de las diferentes marcas (al que están más expuestos los productos de alta gama; presencia en capitales turísticas) afectará a la velocidad de la recuperación. Aunque España espera recuperar en 2021 c. 50% del turismo recibido pre-Covid (elevada dependencia del turismo británico), su recuperación total podría retrasarse hasta 2023.

Además, el patrón de la recuperación será diferente por países (ritmo de los programas de vacunación, rebrotes e incidencia de nuevas variantes). La consultora McKinsey & Co espera que la facturación del sector en Europa sea entre el 12% y el 24% inferior a la registrada en 2019.

Por lo que habrá que esperar (2023) para que ADZ recupere la facturación pre-Covid

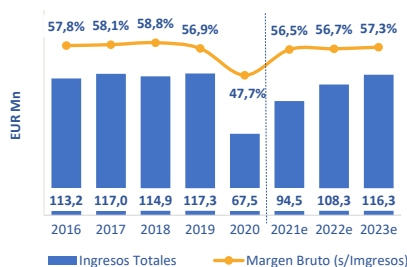
Nuestras estimaciones para ADZ contemplan una importante recuperación de los ingresos en el 2S21. Mientras que el desfase de su calendario económico vs. el año natural jugará a su favor, el menor turismo, y los rebrotes del Covid-19 en mercados de referencia (Japón) lastrarán el crecimiento. La facturación alcanzará EUR 94,5Mn 2021e (80,6% vs. 2019), acercándose a los niveles pre-Covid +2y (EUR 116,3Mn 2023e, TACC +10,9% +2y, en línea con

el sector). El crecimiento estará respaldado por la mayor penetración del canal online (28% de los ingresos 2023e; +7,3p.p. vs. -3y). El crecimiento de este canal es clave para ADZ, dada su capacidad para ampliar su público y de rejuvenecer su cartera de clientes (un aspecto clave para la industria). Adicionalmente, diferentes estudios muestran una tasa de conversión del tráfico online superior al registrado en tienda física.

Aunque, será factible superar el break-even (BN) +1y, gracias a la reestructuración...

La actual crisis ha vuelto a estresar a la industria de la moda. Acumula 3 temporadas afectadas por la pandemia, que han elevado los excedentes en inventarios y debilitado a las marcas de menores retornos y elevado endeudamiento. Tras la caída de la facturación en 2020, el sector local acumula -35,7% LFL a mayo, dificultando la capacidad de hacer frente a los salarios (representan c. 28%-40% de su facturación).

Gráfico 5. Ingresos vs. margen bruto (ADZ)

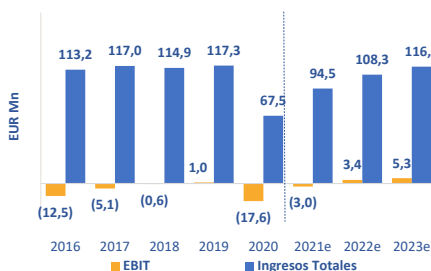


La carga salarial representó el 33,7% de los ingresos 2020 de ADZ (vs. un promedio de c. 31% pre-Covid). El contexto actual ha obligado a ADZ a reducir su plantilla en 259 trabajadores en 2021 (c. 25% del total; 110 en servicios centrales, la mayoría prejubilaciones). El proceso le permitirá reducir el coste en c. EUR 5,0Mn +1y, aunque será incompatible con la prolongación de los ERTes (2S21; lo que explica el aumento del gasto por este concepto en 2021e). El coste de la reestructuración ascenderá a EUR 4,1Mn impactando íntegramente en 2021e.

...y la consolidación de algunas tendencias manifestadas durante pandemia

La permanencia o no de los cambios en los hábitos de consumo percibidos durante la pandemia no se podrá constatar hasta que se recupere la total normalidad (2023?). No obstante, es previsible que el impulso del e-commerce (principal tendencia) se mantenga en el l/p. El Observatorio de Retail (España) apunta a +65% a/a 1T21 en el tráfico on-line (vs. +58% a nivel mundial), confirmando la tendencia iniciada en 2020.

Gráfico 6. Ingresos vs. EBIT (ADZ)



Por otro lado, el contexto actual estaría permitiendo al sector renegociar las condiciones contractuales con proveedores. Este proceso debería reflejarse en una mejora del margen bruto, que esperamos se acerque a los niveles pre-Covid (56,5% 2021e para ADZ, -0,3p.p. vs. 2019) y en la continuidad de la dilatación de los plazos de pago (c/p). Adicionalmente, la creciente contribución del negocio digital en el sector, podría replantear las necesidades de puntos de venta físicos, favoreciendo el potencial abaratamiento de los arrendamientos (l/p).

Como resultado, 2022e será un año de inflexión a nivel operativo (EUR 3,4Mn EBIT), que debería permitir alcanzar el break-even en el BN (EUR 1,1Mn 2022e). La mejora de la rentabilidad continuará, alcanzando 4,5% EBIT/Ingresos 2023e, aún lejos del c. 15% del sector.

Tabla 1. Principales magnitudes consolidadas

EUR Mn	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ingresos Totales	114,9	117,3	67,5	94,5	108,3	116,3
Var. (%)	-1,7%	2,0%	-42,5%	40,1%	14,5%	7,4%
Otros ingresos	3,0	2,4	1,5	1,5	1,5	1,5
Var. (%)	-7,7%	-19,7%	-39,1%	2,5%	0,0%	0,0%
Ventas totales	111,9	114,9	66,0	93,0	106,8	114,8
Var. (%)	-1,6%	2,6%	-42,6%	41,0%	14,8%	7,5%
Online s/Ventas	7,8%	9,5%	20,7%	22,7%	25,9%	28,0%
Margen Bruto	67,6	66,7	32,2	53,4	61,4	66,6
Margen Bruto (s/Ingresos)	58,8%	56,9%	47,7%	56,5%	56,7%	57,3%
EBITDA Rec.	2,5	11,3	(9,3)	8,9	10,9	12,1
EBITDA Rec. mg	2,2%	9,7%	n.a.	9,4%	10,0%	10,4%
EBITDA	1,3	11,3	(6,8)	4,8	10,9	12,1
Mg. EBITDA	1,1%	9,7%	n.a.	5,1%	10,0%	10,4%
EBIT	(0,6)	1,0	(17,6)	(3,0)	3,4	5,3
EBIT Mg.	n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	3,2%	4,5%
Total Puntos de venta	391	390	342	352	364	366
Puntos de venta en gestión directa (%)	66,2%	67,7%	74,9%	72,7%	70,9%	71,0%

Nota: la ampliación de puntos de venta está relacionada con la expansión del negocio en México de la mano de Palacio del Hierro.

Gráfico 7. Impactos en el FCF (2021e)

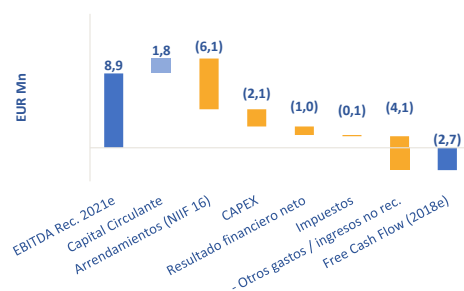
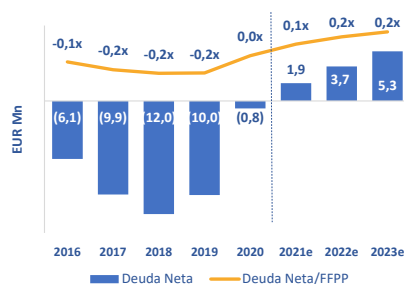


Gráfico 8. DN vs DN/FFPP



Aumentará el endeudamiento, aunque se mantendrá en niveles razonables

La crisis Covid ha consumido prácticamente el excedente de caja de ADZ (EUR 0,8Mn caja neta 2020 vs. EUR 10,0Mn -1y). Ésta ha aprovechado las facilidades financieras desplegadas por el Covid-19 para aumentar la liquidez (EUR 15,7 Mn deuda bruta 2020), siendo previsible que se acoja a la renegociación de los vencimientos (ampliación del plazo de carencia hasta 2022, +1y).

Por otro lado, la gestión del circulante será clave. La ratio inventarios/ingresos se elevó al 33% 2020 (+10p.p. a/a), siendo previsible la recuperación de los niveles pre-Covid (c/p). La industria, inmersa en una crisis de excedente de inventarios (2020), está girando hacia un modelo de producción más “corta” y local, que minore dicho riesgo. Esperamos la normalización del periodo de cobro a clientes (ampliado en 2020 por los cambios realizados en México), y que se prolongue (+1y) la dilatación del pago a proveedores (favorecido por el actual contexto).

Adicionalmente, la expansión del comercio digital a nivel global pone de manifiesto la necesidad de inversión en dicho canal (entorno más competitivo), a fin de atraer a un consumidor menos “fiel”. Elevamos el CAPEX a EUR c.2Mn/año (+2x vs. estimación anterior), alineándolo con el nivel registrado en 2020.

Como resultado, la DN alcanzará EUR 5,3Mn 2023e (vs. caja neta 2020), elevando la carga financiera del Grupo (nuestras proyecciones no incorporan impactos por divisa; en 2020 fue de EUR -0,9Mn). Aun así, el endeudamiento se mantendrá en niveles razonables (0,2x DN/FFPP y 0,8x DN/EBITDA Rec. ajustado por el impacto de la NIIF-16 en 2023e).

Y con un aumento del M&A (sector moda) que perdurará (l/p)

La crisis del Covid-19 ha propiciado numerosas quiebras (JC Penney, Neiman Marcus,...entre las más sonadas) y movimientos de concentración (finales 2020), aprovechando la caída de los múltiplos del sector (c. -50% vs. principios de año). Según la consultora Price Waterhouse, el 4T20 habría registrado un aumento de c. 20% en el valor de la actividad de M&A (Permira/Golden Goose, Moncler/Stone Island,...entre otros), habiéndose constatado una expansión en múltiplos en las operaciones más recientes.

La adquisición de Supreme por VF Corporation (propietario de Timberland, Vans y The North Face) por USD 2,1Bn (ventas Supreme 2020 < USD 0,5Bn), podría considerarse una referencia. La transacción se habría realizado a c. 2x los múltiplos pagados -3y (en 2017 Supreme vendió una participación del 50% Grupo Carlyle por USD 0,5Bn).

El resurgir del M&A en 2020 (c. USD 20Bn; 15,8Bn en la adquisición de Tiffany por LVMH) tiene visos de continuar (2021): dificultades financieras que atraviesa buena parte de la industria, bajo coste de la deuda y concentración del consumo en un menor número de marcas “ganadoras”, que podría favorecer la venta de activos. Lo que no pasa desapercibido para un private equity ávido para invertir, y que tendría en la mira al sector del lujo y de moda de alta gama.

Además, la intensificación de la competencia (inherente al comercio digital), favorecería a las compañías de mayor tamaño, con mayor capacidad de inversión. No obstante, el interés de la industria se ha reorientado hacia el consumidor más “joven” (una estrategia a la que se ha unido ADZ).

En conclusión: estimamos una recuperación más rápida de la esperada. Vuelta al crecimiento (2021), break-even (2022) y recuperar el EBITDA 2019 en 2023

Aunque la incertidumbre sigue siendo elevada para la industria (velocidad y eficacia de la vacunación ante nuevas variantes del Covid-19), los datos más recientes podrían indicar una recuperación más rápida que la anticipada, aunque no exenta de volatilidad. Además, la progresiva recuperación del turismo (a partir del 2S21) respaldará la recuperación del negocio. No obstante, el turismo no recuperará los niveles pre-Covid (2019) hasta el 2023.

Hemos ajustado ligeramente al alza nuestras estimaciones de ingresos c. +2% en promedio (ver tabla 2), incorporando una TACC del +10,9% TACC +2y, en línea con el promedio de sus competidores, siendo clave la velocidad en la recuperación de la facturación en 2021. La mejora será más evidente en el EBIT (menor carga salarial y mejoras operativas) que cambiará de signo

en 2022e (EUR 3,4Mn), aunque se trasladará en menor medida al resultado (mayor carga financiera).

El principal reto del Grupo es recuperar cuota de mercado (apostando por el canal online) y los retornos dejados atrás antes de la Gran Crisis (2007). ADZ debería alcanzar 4,5% EBIT/Ingresos 2023e, c. 1/3 vs. el sector, lo que explica su importante descuento (cotiza a 0,7x EV/Ingresos 2021e vs. c. 2x del sector), un diferencial que debería estrecharse (l/p) conforme se vayan materializando las mejoras esperadas.

Pero es obvio que, de confirmarse la recuperación (2S21), ADZ gana momentum:

- Se afianza la idea de punto de inflexión en 2021, con vuelta al crecimiento, y una expectativa razonable de recuperar niveles de EBITDA 2019 en dos años.
- El modelo de negocio (nicho, público joven, canal on line, sostenibilidad), el pequeño tamaño y la solidez de balance abren una opción teórica de M&A sobre ADZ.
- La compañía sigue muy por debajo del sector en múltiplos, lo que indicaría que todo lo anterior está fuera del precio. No ha cotizado aún.

Tabla 2. Revisión de estimaciones

EUR Mn	2021e (Nuevo)	2021e (Previo)	Revisión	2022e (Nuevo)	2022e (Previo)	Revisión	2023e (Nuevo)
Total Ingresos	94,5	93,2	1,4%	108,3	105,2	2,9%	116,3
EBITDA (Recurrente)	8,9	1,6	464,3%	10,9	9,2	17,9%	12,1
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>195,4%</i>	<i>223,9%</i>	<i>-28,5 p.p.</i>	<i>22,3%</i>	<i>407,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>11,4%</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>9,4%</i>	<i>1,7%</i>	<i>7,7 p.p.</i>	<i>10,0%</i>	<i>8,8%</i>	<i>1,3 p.p.</i>	<i>10,4%</i>
EBIT	(3,0)	(7,6)	60,4%	3,4	(0,0)	n.a.	5,3
Beneficio Neto	(4,2)	(9,2)	53,9%	1,1	(2,8)	137,9%	2,0
Free Cash Flow Rec.	1,4	(8,1)	117,1%	(1,8)	(2,3)	22,5%	(1,6)
DN/FFPP	0,1x	0,2x	-0,1x	0,2x	0,8x	-0,6x	0,2x

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

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	30,9	35,0	37,2		
Total activo	75,9	62,9	60,8	90,2	74,8	75,4	80,0	82,9		
Patrimonio neto	59,4	52,3	52,2	44,2	24,0	19,8	20,8	22,8		
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)	1,9	3,7	5,3		
Pasivo circulante	20,9	19,2	18,9	19,3	20,9	23,0	24,7	23,9		
Total pasivo	75,9	62,9	60,8	90,2	74,8	75,4	80,0	82,9		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
Total Ingresos	113,2	117,0	114,9	117,3	67,5	94,5	108,3	116,3	-12,1%	19,9%
<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)	(41,1)	(46,8)	(49,7)		
Margen Bruto	65,5	68,0	67,6	66,7	32,2	53,4	61,4	66,6	-16,3%	27,4%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	57,8%	58,1%	58,8%	56,9%	47,7%	56,5%	56,7%	57,3%		
Gastos de personal	(42,5)	(39,8)	(38,1)	(36,7)	(22,7)	(25,5)	(31,3)	(34,9)		
Otros costes de explotación	(31,5)	(30,4)	(27,1)	(18,7)	(18,8)	(19,0)	(19,3)	(19,6)		
EBITDA recurrente	(8,6)	(2,2)	2,5	11,3	(9,3)	8,9	10,9	12,1	-2,2%	48,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	43,2%	74,2%	212,4%	357,2%	-182,1%	195,4%	22,3%	11,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	2,2%	9,7%	n.a.	9,4%	10,0%	10,4%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	(1,2)	-	2,5	(4,1)	-	-		
EBITDA	(8,6)	(2,2)	1,3	11,3	(6,8)	4,8	10,9	12,1	5,5%	55,7%
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)	(6,1)	(5,6)	(5,0)		
EBIT	(12,5)	(5,1)	(0,6)	1,0	(17,6)	(3,0)	3,4	5,3	-8,9%	32,0%
<i>Cto. EBIT</i>	55,1%	59,5%	88,2%	259,0%	n.a.	82,9%	214,6%	52,8%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	3,2%	4,5%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(1,6)	0,5	(0,9)	(1,7)	(1,0)	(1,7)	(2,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(12,8)	(6,7)	(0,1)	0,0	(19,3)	(4,0)	1,7	3,0	-10,9%	29,2%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	57,5%	47,4%	98,0%	105,3%	n.a.	79,1%	142,6%	73,8%		
Extraordinarios	(0,5)	0,4	1,3	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(13,2)	(6,3)	1,2	0,0	(19,3)	(4,0)	1,7	3,0	-9,8%	29,2%
Impuestos	(9,7)	(0,4)	(1,5)	(8,2)	(0,0)	(0,1)	(0,6)	(0,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	32,9%	30,1%		
Minoritarios	0,2	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(22,7)	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(19,3)	(4,2)	1,1	2,0	3,9%	28,1%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	-384,8%	69,8%	92,7%	n.a.	-132,5%	78,1%	125,2%	87,3%		
Beneficio ordinario neto	(12,6)	(6,8)	0,6	(0,1)	(21,8)	(0,0)	1,1	2,0	-14,8%	27,9%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	53,3%	45,6%	109,1%	-117,7%	n.a.	99,8%	n.a.	79,2%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	16-20	20-23e
EBITDA recurrente						8,9	10,9	12,1	-2,2%	48,9%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(6,1)	(5,6)	(5,0)		
Var. capital circulante						1,8	(2,4)	(3,0)		
Cash Flow operativo recurrente						4,6	2,9	4,1	-1,1%	35,0%
CAPEX						(2,1)	(2,4)	(2,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,0)	(1,7)	(2,3)		
Impuestos						(0,1)	(0,6)	(0,9)		
Free Cash Flow Recurrente						1,4	(1,8)	(1,6)	0,0%	49,9%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(4,1)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(2,7)	(1,8)	(1,6)	5,2%	46,1%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						2,7	1,8	1,6		

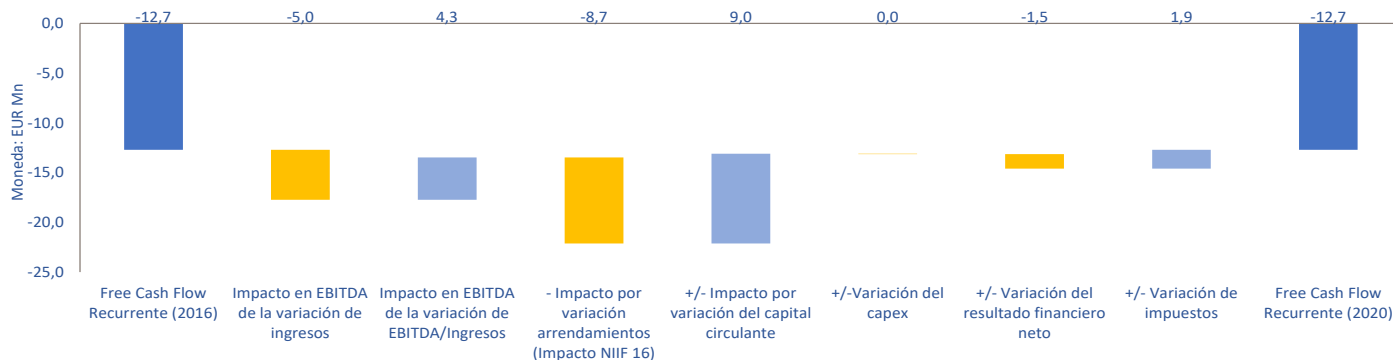
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 9,1Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

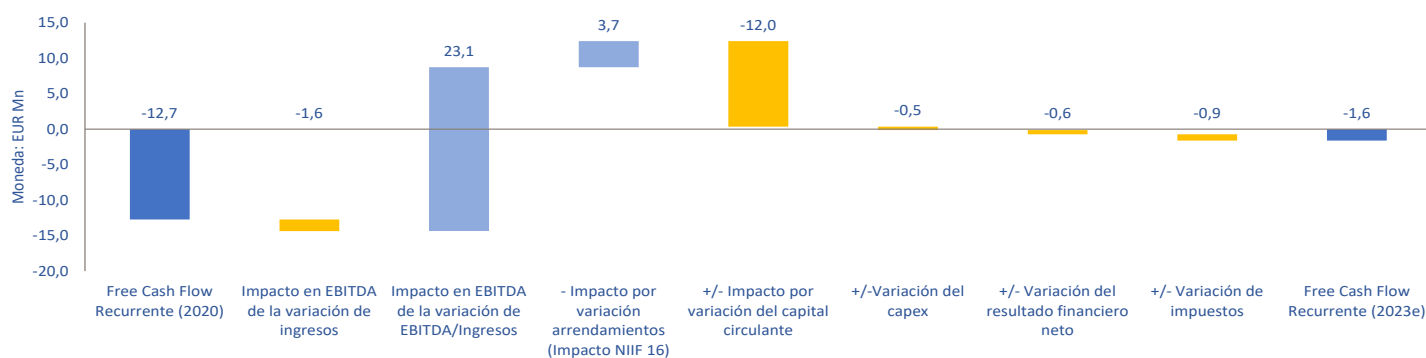
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC	
								17-20	20-23e
EBITDA recurrente	(2,2)	2,5	11,3	(9,3)	8,9	10,9	12,1	-61,6%	48,9%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	74,2%	212,4%	357,2%	-182,1%	195,4%	22,3%	11,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	2,2%	9,7%	n.a.	9,4%	10,0%	10,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(8,3)	(8,7)	(6,1)	(5,6)	(5,0)		
+/- Var. Capital circulante	6,5	(0,4)	(1,3)	9,0	1,8	(2,4)	(3,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	4,3	2,1	1,8	(9,0)	4,6	2,9	4,1	-60,1%	35,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	149,7%	-50,4%	-16,8%	-610,0%	151,4%	-38,0%	43,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	3,6%	1,8%	1,5%	n.a.	4,9%	2,6%	3,5%		
- 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)	(1,0)	(1,7)	(2,3)		
- Impuestos	(0,4)	(1,5)	(0,6)	(0,0)	(0,1)	(0,6)	(0,9)		
= Free Cash Flow recurrente	1,3	0,2	(2,3)	(12,7)	1,4	(1,8)	(1,6)	n.a.	49,9%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	110,2%	-83,7%	n.a.	-452,6%	110,9%	-228,8%	10,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	1,1%	0,2%	n.a.	n.a.	1,5%	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(1,2)	-	2,5	(4,1)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	3,2	2,6	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	4,5	1,6	(2,3)	(10,2)	(2,7)	(1,8)	(1,6)	-62,0%	46,1%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	135,9%	-64,3%	-242,3%	-343,9%	73,8%	33,1%	10,9%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	3,3%	0,5%	n.a.	n.a.	3,5%	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	11,4%	4,1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(12,7)	1,3	0,2	(2,3)	(12,7)	1,4	(1,8)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,3)	0,0	0,1	(4,8)	(3,7)	1,3	0,8		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	6,6	4,6	8,8	(15,8)	21,9	0,7	0,4		
= Variación EBITDA recurrente	6,3	4,7	8,9	(20,7)	18,2	2,0	1,2		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(8,3)	(0,4)	2,6	0,4	0,6		
+/- Impacto por variación del capital circulante	6,5	(6,8)	(1,0)	10,3	(7,2)	(4,2)	(0,6)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	12,8	(2,1)	(0,4)	(10,7)	13,6	(1,8)	1,3		
+/- 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)	0,7	(0,7)	(0,6)		
+/- Variación de impuestos	1,5	(1,1)	1,0	0,5	(0,1)	(0,4)	(0,3)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	14,0	(1,1)	(2,5)	(10,4)	14,1	(3,2)	0,2		
Free Cash Flow Recurrente	1,3	0,2	(2,3)	(12,7)	1,4	(1,8)	(1,6)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(5,1)	(0,6)	1,0	(17,6)	(3,0)	3,4	5,3	-51,3%	32,0%
* 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)	-	-	(1,0)	(1,6)		
EBITDA recurrente	(2,2)	2,5	11,3	(9,3)	8,9	10,9	12,1	-61,6%	48,9%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(8,3)	(8,7)	(6,1)	(5,6)	(5,0)		
+/- Var. Capital circulante	6,5	(0,4)	(1,3)	9,0	1,8	(2,4)	(3,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	4,3	2,1	1,8	(9,0)	4,6	2,9	4,1	-60,1%	35,0%
- CAPEX	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(2,0)	(2,1)	(2,4)	(2,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	(0,3)	-	-	(1,0)	(1,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	3,4	1,3	(1,1)	(11,0)	2,6	(0,5)	0,0	-73,9%	26,0%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	131,9%	-62,3%	-185,5%	-912,0%	123,2%	-120,8%	100,7%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	2,9%	1,1%	n.a.	n.a.	2,7%	n.a.	0,0%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	3,2	2,6	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	6,6	3,9	(1,1)	(11,0)	2,6	(0,5)	0,0	-54,2%	26,0%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	163,0%	-41,3%	-128,0%	-912,0%	123,2%	-120,8%	100,7%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	5,3%	2,0%	n.a.	n.a.	4,0%	n.a.	0,0%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	10,4%	6,1%	n.a.	n.a.	4,0%	n.a.	0,0%		

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.

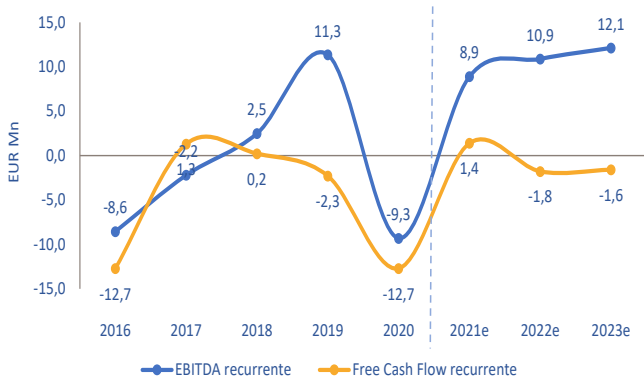
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2016 - 2020)



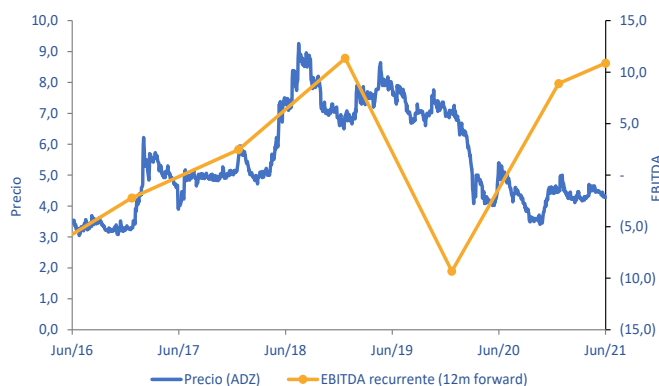
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2023e)



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	39,7	
+ 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		
Enterprise Value (EV)	63,5	

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)	4,8	10,9	12,1	-10,3%	55,7%
Cto. EBITDA	-46,5%	-84,7%	-437,4%	53,1%	40,0%	n.a.	52,1%	74,2%	158,0%	785,6%	-160,1%	170,8%	125,3%	11,4%		
EBITDA/Ingresos	6,1%	1,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,1%	9,7%	n.a.	5,1%	10,0%	10,4%		
Beneficio neto	(4,5)	(9,3)	(23,9)	(10,3)	(11,0)	8,0	(22,7)	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(19,3)	(4,2)	1,1	2,0	-15,7%	28,1%
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%	78,1%	125,2%	87,3%		
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	-0,46	0,12	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.	78,2%	n.a.	87,3%		
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	0,00	0,12	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.	99,8%	n.a.	79,2%		
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)	(2,7)	(1,8)	(1,6)	-15,0%	46,1%
DN/EBITDA (x) (2)	0,5x	14,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-9,4x	-0,9x	n.a.	0,4x	0,3x	0,4x		
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.	37,2x	19,9x	
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	0,67x	0,59x	0,55x		
EV/EBITDA (x) (2)	8,6x	38,1x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	41,1x	3,6x	n.a.	13,1x	5,8x	5,2x		
Comport. Absoluto	-22,4%	-38,5%	-24,1%	44,8%	-12,4%	-30,4%	-4,9%	62,2%	29,7%	2,6%	-35,9%	-5,7%				
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%	-17,3%				

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).

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. Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2021e	2022e	2023e	Perpetuo (1)	
Free Cash Flow "To the Firm"	2,6	(0,5)	0,0	n.a.	
Market Cap	39,7	A la fecha de este informe			
Deuda financiera neta	-0,8	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2020)			
					Inputs favorables
Coste de la deuda	2,9%	Coste de la deuda neta			2,6%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=
Coste de la deuda neta	2,3%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			2,1%
Risk free rate (rf)	0,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0
Coste del Equity	10,3%	Ke = Rf + (R * B)			8,9%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=
WACC	10,3%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,9%
G "Razonable"	2,0%				2,5%
					11,8%
					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.

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	11,0%	12,0	5,3x
Central	10,0%	10,9	5,8x
Min	9,0%	9,8	6,5x

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 22e		
EBITDA 22e	2,0%	2,2%	2,4%
12,0	(0,5)	(0,7)	(0,9)
10,9	(1,6)	(1,8)	(2,0)
9,8	(2,7)	(2,9)	(3,1)

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 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, IEF 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
14-Jun-2021	n.a.	4,28	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	Ana Isabel González García, CIIA
10-Jun-2021	n.a.	4,28	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	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

