

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: 7 nov 2019
Precio de Cierre: EUR 18,00 (6 nov 2019)

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 465 tiendas (vs 451 en 2018) distribuidas en España (402) Italia (35), Portugal (26) y Grecia (2) y una tienda online propia. Su mercado principal es el local (> 85% s/ ingresos 2018).

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

Lo que "dicen" los números (1S19)

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	30,0	33,4
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	69,5	77,4
Deuda neta (1S19/2S18)	41,7	32,6
Número de Acciones (Mn)	1,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	18,00 / 16,15 / 11,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación (%) ⁽²⁾	2,27	
Thomson Reuters / Bloomberg	LIWA.SCT / LIW SM	
Cierre año fiscal	31 dic	

Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración ⁽⁷⁾	86,5
Free Float	13,5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018
Nº Acciones ajustado	1,67	1,67	1,67	1,67
Ventas	140,8	147,7	155,5	156,7
EBITDA Rec.	17,8	16,0	21,9	12,5
% Var	12,5	-9,9	36,3	-43,0
% Mg EBITDA Rec/Ing	12,6	10,9	14,1	8,0
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	6,4	7,7	-0,8	6,3
Beneficio neto	6,1	5,1	9,6	6,4
BPA (EUR)	3,65	3,06	5,74	3,83
% Var	-3,7	-16,2	87,5	-33,2
BPA Ord (EUR)	3,71	3,11	5,74	3,83
% Var	-10,7	-16,4	84,7	-33,2
Free Cash Flow ⁽⁴⁾	-8,4	1,4	2,0	2,0
Pay-out (%)	0,0	16,3	26,1	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,50	1,50	0,00
Deuda financiera neta	34,2	33,4	30,5	32,6
DN / EBITDA Rec. (x)	1,9	2,1	1,4	2,6
ROE (%)	13,8	10,4	17,2	10,2
ROCE (%)	13,4	8,1	12,6	4,1

Ratios y Múltiplos(x) ⁽⁵⁾

PER	4,9	5,9	3,1	4,7
PER Ordinario	4,8	5,8	3,1	4,7
P/BV	0,6	0,6	0,5	0,5
Dividend Yield (%)	0,0	2,8	8,3	0,0
EV/Ventas	0,49	0,47	0,45	0,44
EV/EBITDA Rec.	3,9	4,3	3,2	5,6
FCF rec. Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	4,6	6,6	6,6

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

- (1) Para detalle del cálculo ver página 8.
- (2) Volumen total intermediado en el valor (Mn EUR) -12m vs Mkt Cap. Representa el % de la capitalización que ha sido negociado -12m.
- (3) Sector Benchmark: Stoxx Europe 600 Retail.
- (4) Calculado sobre FCF recurrente. Ver página 7.
- (5) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.
- (6) vs Stoxx Europe 600 Retail.
- (7) Representado por la familia Pardo (76,8%) y F.F. Bernabé (CEO; 9,7%).

CRECIMIENTO DE INGRESOS RAZONABLE (+5,6% TACC 2013-2018) que ha presentado cierta desaceleración durante los últimos tres años (+3,6% TACC 2015-2018) hasta alcanzar un crecimiento reducido en 2018 (+0,7% vs 2017).

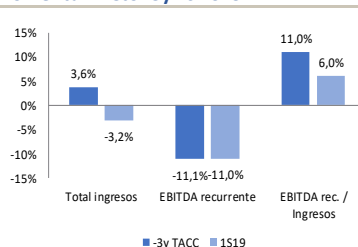
CON UN DETERIORO DEL MARGEN EBITDA (8% S/INGRESOS 2018) de c. 4p.p. (vs 2013) que situó el EBITDA 2018 en EUR 12,5Mn (-2,8% TACC 2013-2018 vs crecimiento de c. 10% del sector durante el mismo período).

Y UNA GENERACIÓN DE VALOR REDUCIDA: la rentabilidad del negocio medida a través del ROCE ha mantenido una desaceleración continuada desde el máximo alcanzado en 2015 (13,4%) hasta el 4,2% de 2018, con un ROCE medio -3y del 8,3% (vs 10,3% -5y). La caída del ROCE en 2018 sitúa el diferencial ROCE - WACC en negativo (-0,8p.p. vs +4,9p.p. alcanzado en 2013) frente a un sector en el que la creación de valor es clara.

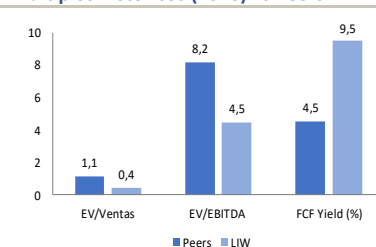
MOMENTUM (1S19) ¿QUÉ MUESTRAN LOS RDOS. MÁS RECIENTES? Aunque el negocio presenta una estacionalidad significativa (c. 60% ingresos en el 2S) durante el 1S19 se incrementa la caída de ingresos observada durante 2018 (-3,2% vs 1S18) que alcanza el -11,2% a nivel EBITDA, con un Mg. EBITDA que continúa bajo presión (6% excluyendo el impacto IFRS 16 vs media -3y del 11%).

EN CONCLUSIÓN: ¿QUÉ "DICEN" LOS NÚMEROS?: Desaceleración en ingresos y contracción significativa del EBITDA (c.20% -3y). Con unos márgenes que, si excluimos el impacto de la IFRS 16, continúan bajo presión (Mg. EBITDA 1S19: 6% vs 6,5% alcanzado durante el 1S18). Pese a que los indicadores de momentum no son favorables, los *ejercicios teóricos* de valoración realizados (múltiplos, DCF s/EBIT neto 2018) apuntan a una posible "reserva de valor" (que la ausencia de proyecciones financieras impide corroborar).

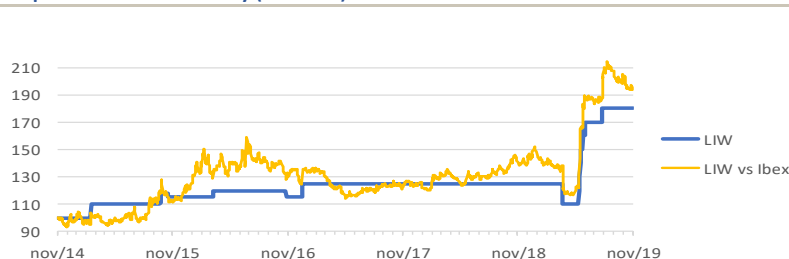
Momentum: Cto -3y vs 1S19



Múltiplos históricos (2018) vs Peers



Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	0,0	0,0	44,0	44,0	56,5	80,0
vs Ibex 35	-4,8	-5,5	37,5	30,6	46,1	94,1
vs Ibex Small Cap Index	-4,0	-4,5	43,4	31,1	6,3	21,7
vs Eurostoxx 50	-6,0	-7,9	26,3	17,9	26,2	49,0
vs sector Benchmark ⁽⁶⁾	-6,2	-9,2	27,2	13,8	31,2	36,2

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

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

Índice de Contenidos

1. Propósito de este informe

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

2. Conclusiones

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

3. La compañía en 6 gráficos

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

4. Información financiera básica

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

5. "Todos los números"

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

6. Inputs de valoración

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

1. Propósito de este informe

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

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

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

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

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

- 4) **INDICADORES DE MOMENTUM DEL NEGOCIO.** Obtenidos analizando los resultados del último semestre por comparación con el comportamiento histórico de la cía (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.

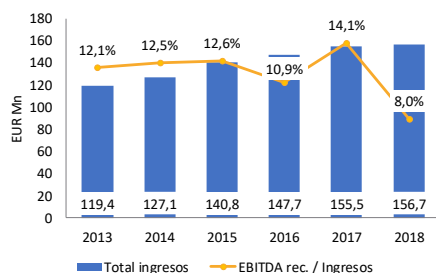
EN CONCLUSIÓN: este informe no es un análisis fundamental convencional (proyecciones financieras, valoración, recomendación). Pero sí persigue ser una herramienta útil para que el inversor conozca más la compañía. Y lo haga a partir de una presentación sistemática de la información disponible. Y, al 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 (2013-1S19), 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 EBITDA Mg. (2013-2018)



¿Qué ha ocurrido durante el período 2013-2018?

- **Crecimiento de ingresos razonable (+5,6% TACC 2013 - 2018)**, con una cifra de ventas 2018 de EUR 156,7Mn (vs EUR 119,4Mn en 2013), empujada por el crecimiento del número de tiendas de LIW (461 a cierre de 2018 vs 319 en 2013).
- **Pero con una caída significativa de márgenes (-4,1p.p. entre 2013-2018)**, que situó el EBITDA 2018 en EUR 12,5Mn (Mg. EBITDA 8,0% vs 12,1% en 2013), acumulando una caída del 2,8% TACC durante el período 2013-2018.
- **Con un CAPEX elevado (80% s/ EBITDA 2018), que ha limitado la generación de caja** (FCF Rec. acumulado durante el período 2013 – 2018 de EUR -2Mn), y se ha mantenido (en media) en el 6% s/Vtas durante el período 2013-2018. El elevado CAPEX se explica principalmente por el incremento del número de tiendas de LIW (apertura de 142 tiendas durante el período 2013-2018; + 50% s/ tiendas 2013), con un CAPEX medio por tienda de c. EUR 350k.
- **Y un endeudamiento creciente**, que situó la Deuda Neta 2018 en EUR 32,6Mn (vs 27,7Mn en 2013; + 18%). El incremento de la deuda neta se explica principalmente por el mayor uso de líneas de crédito (saldo dispuesto de EUR 7,1Mn en 2018 mientras que en 2013 no tenía dispuesto ningún importe de las líneas de crédito concedidas). La DN/EBITDA se situó en 2,6x en 2018 (vs 1,9x 2013).

Gráfico 2. DN vs CAPEX/Vtas (2013-2018)

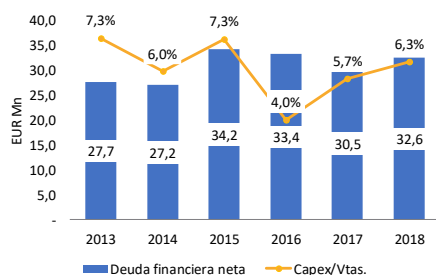
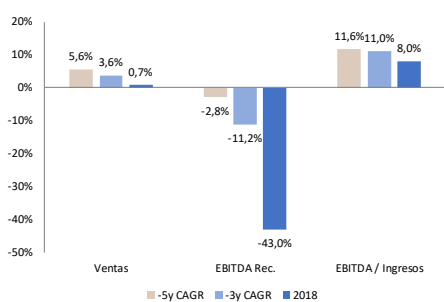


Gráfico 3. Tendencias: -5y, -3y y 2018



¿Cuál ha sido la tendencia?

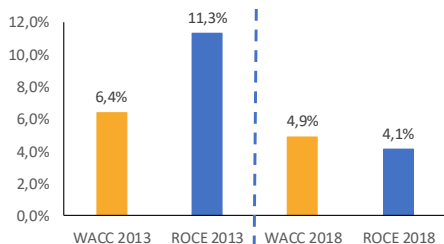
- **Durante los últimos 3 años el crecimiento se desacelera:** Crecimiento de ingresos del 3,6% TACC 2015-2018 (vs 5,6% TACC 2013-2018). Con una caída del EBITDA significativa (-11,1% TACC 2015-2018 vs -2,1% TACC -5y).

Destaca la pérdida de rentabilidad medida a través del ROCE, desde el 13,4% alcanzado en 2015 (máximo de los últimos 3 años) hasta el 4,9% de 2018.

- **¿Y en 2018?** Se mantiene la desaceleración de ingresos observada durante el período 2015-2018, cerrando 2018 con un crecimiento muy reducido del 0,7% vs 2017 (a pesar del incremento del 5,5% del número de tiendas; +24 vs 2017).

En términos de rentabilidad, destaca la caída significativa del margen EBITDA desde el 14,1% en 2017 (EBITDA c. EUR 22Mn) hasta el 8,0% en 2018 (EBITDA EUR 12,5Mn; -43% vs 2017), situándose c. 4,5p.p. por debajo del margen EBITDA medio obtenido durante el período 2013-2017 (12,4%).

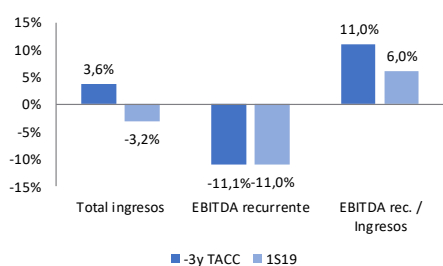
Gráfico 4. Creación de valor: ROCE vs WACC



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

- **En ingresos:** Durante el período 2013-2018 la compañía mantuvo un diferencial de crecimiento negativo en ingresos de c. 5p.p. vs sus principales comparables, que se incrementa durante 1S19 (-11p.p.), donde el crecimiento de ingresos de sus principales comparables se situó c. 7,5% (vs. caída de ingresos del 3,2% de LIW).

Gráfico 5. Momentum: 1S19 vs cto. -3y TACC

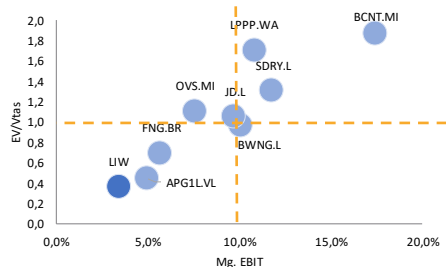


Momentum (1S19): ¿Qué muestran los resultados más recientes?

Para interpretar los resultados 1S19 es importante tener en cuenta la estacionalidad del negocio, que genera c. 60% de sus ingresos durante el 2S. De los resultados del 1S19 sacamos las siguientes conclusiones:

- **En términos de márgenes:** El margen EBIT de la compañía se mantuvo c. 1,5 p.p. por debajo del alcanzado por sus principales comparables durante el período 2013-2017 (media de LIW 8,6% vs 10,1% de sus peers). Sin embargo, este diferencial se incrementa en 2018, cuando la pérdida de rentabilidad del negocio de LIW se tradujo en un margen EBIT del 3,4% (vs media -3y del 6,5%); en un sector en el que sus comparables consiguieron una mejora de c. 1p.p.
- **Caída de ingresos:** -3,2% vs 1S18, que confirma la situación anticipada por la desaceleración del crecimiento de ingresos vista durante los últimos 3 años. Los ingresos del 1S19 se situaron en EUR 65,7Mn (vs EUR 67,8Mn 1S18), con un incremento de 4 nuevas tiendas frente al cierre 2018 (14 aperturas durante los últimos 12 meses; inferior a la media anual -5y de c. 25 aperturas/año).
- **Con una reducción significativa del EBITDA (-11% vs 1S18),** que, excluyendo el efecto del nuevo tratamiento contable por la aplicación de la NIIF 16 (impacto en EBITDA de EUR 13,6Mn) se situó en EUR 3,9Mn (Margen EBITDA del 6,0% vs 6,5% 1S18). 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 1S19 -EUR 0,1Mn vs EUR 1Mn 1S18).
- **Y un incremento del apalancamiento (+30% vs 2018):** explicado principalmente por el mayor uso de líneas de crédito (EUR 14,6Mn vs EUR 7,1Mn en 2018). La DN 1S19 alcanzó los EUR 41,7Mn (DN/EBITDA 2018: > 3x; vs media de 2,3x sus peers), con un 80% de la misma clasificada a corto plazo (incluyendo EUR 14,6Mn correspondientes a líneas de crédito, que habitualmente son prorrogadas de forma anual).

Gráfico 6. LIW vs Peers (2018)

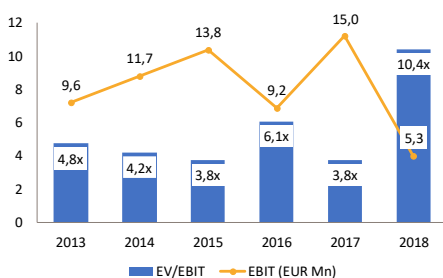


B) Ejercicios “teóricos” de valoración

En términos relativos (vs peers) la compañía cotizaría (“aparentemente”) con un descuento del 21%, estimado en base al EV/Vtas “teórico” de LIW. La infravaloración se mantendría en términos de EV/EBITDA (4,5x s/ EBITDA 2018; descuento del 45% frente a sus principales comparables), aunque se reduce en términos de EV/EBIT (descuento del 10%).

En términos absolutos (descuento de flujos 2018), la compañía cotizaría con un descuento (“aparente”) del 32%, calculado a través del EBIT neto 2018 (G del 1,5%; WACC 4,8%). La reducción del ROCE hasta niveles del 4,1% en 2018 (vs 13,4% alcanzado en 2015) implica un diferencial ROCE – WACC negativo de 0,8p.p., provocado por la rentabilidad actual del negocio, que se confirma con los resultados 1S19 y que la ausencia de proyecciones financieras impide corroborar.

Gráfico 7. Evolución del EV/EBIT vs EBIT (2013-2018)



EN CONCLUSIÓN: ¿QUÉ “DICEN” LOS NÚMEROS?: Desaceleración en ingresos y contracción significativa del EBITDA (c.20% -3y). Con unos márgenes que, si excluimos el impacto de la IFRS 16, continúan bajo presión (Mg. EBITDA 1S19: 6% vs 6,5% alcanzado durante el 1S18). Pese a que los indicadores de momentum no son favorables, los ejercicios teóricos de valoración realizados (múltiplos, DCF s/EBIT neto 2018) apuntan a una posible “reserva de valor” (que la ausencia de proyecciones financieras impide corroborar).

3. La compañía en 6 gráficos

Gráfico 1: Ingresos vs Ingresos por tienda

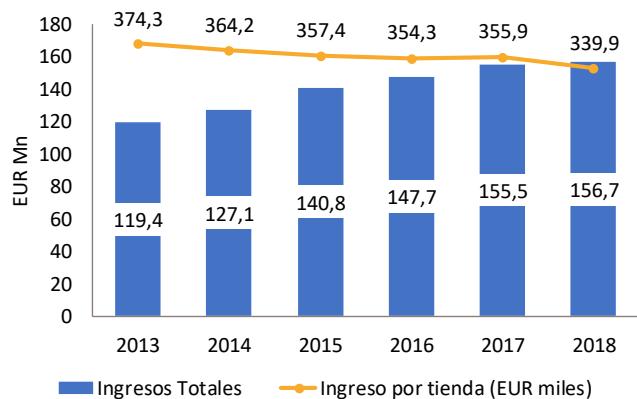


Gráfico 2: Ingresos por geografía (2018)

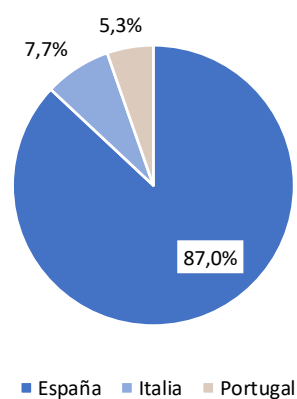


Gráfico 3: EBITDA Rec. vs Mg. EBITDA

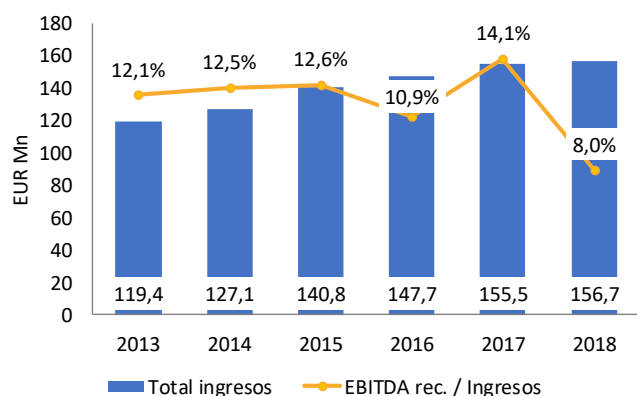


Gráfico 4: Crecimiento Ingresos y EBITDA (y/y)

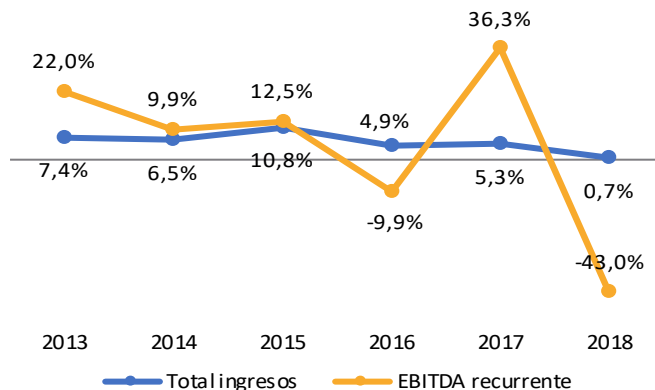


Gráfico 5: Free Cash Flow Rec. vs CAPEX/Vtas

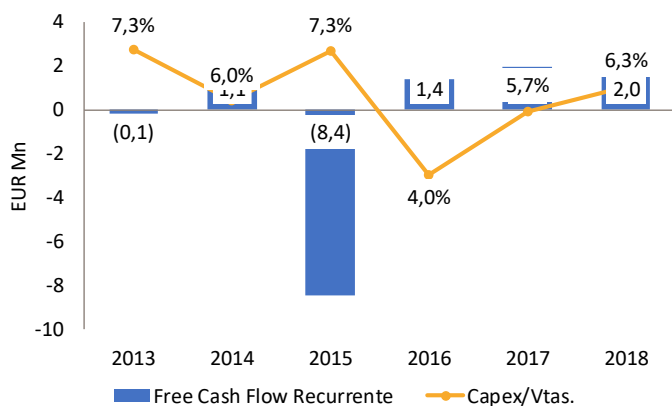
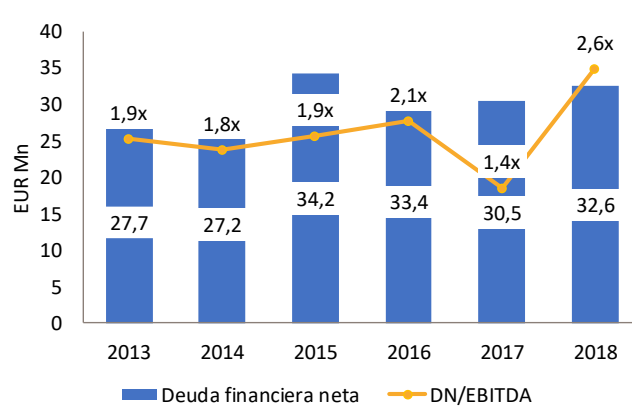


Gráfico 6: Deuda Neta vs DN/EBITDA

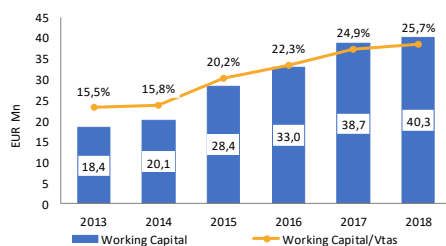


4. Información financiera básica
Estados Financieros históricos (2013 - 2018)

Balance (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018		
Inmovilizado inmaterial	1,0	1,2	1,9	1,8	1,3	1,2		
Inmovilizado material	42,7	44,6	48,1	47,3	49,8	52,7		
Otros activos no corrientes	4,5	5,3	5,3	5,1	5,4	5,5		
Inmovilizado financiero	0,6	0,6	0,6	0,4	1,0	0,8		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	32,3	34,5	41,5	44,8	53,5	55,1		
Total activo	81,1	86,1	97,3	99,4	111,0	115,3		
Patrimonio neto	34,6	41,1	47,1	51,3	60,1	64,8		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	4,9	3,4	2,9	2,9	5,5	3,1		
Deuda financiera neta	27,7	27,2	34,2	33,4	30,5	32,6		
Pasivo circulante	13,9	14,4	13,1	11,8	14,9	14,8		
Total pasivo	81,1	86,1	97,3	99,4	111,0	115,3		
							TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	13-18	15-18
Total ingresos	119,4	127,1	140,8	147,7	155,5	156,7	5,6%	3,6%
<i>Cto. Total ingresos</i>	7,4%	6,5%	10,8%	4,9%	5,3%	0,7%		
Coste de ventas	(40,6)	(40,4)	(48,0)	(53,1)	(49,9)	(53,7)		
Margen Bruto	78,8	86,7	92,8	94,6	105,7	103,0	5,5%	3,5%
<i>Margen Bruto (s/Ingresos)</i>	66,0%	68,2%	65,9%	64,1%	67,9%	65,7%		
Gastos de personal	(32,4)	(37,2)	(38,8)	(39,4)	(41,9)	(45,6)		
Otros costes de explotación	(32,0)	(33,7)	(36,2)	(39,2)	(41,9)	(45,0)		
EBITDA recurrente	14,4	15,8	17,8	16,0	21,9	12,5	-2,8%	-11,2%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	22,0%	9,9%	12,5%	-9,9%	36,3%	-43,0%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	12,1%	12,5%	12,6%	10,9%	14,1%	8,0%		
Gastos de reestructuración	-	-	-	-	-	-		
Otros ingresos / gastos no recurrentes	0,2	(0,6)	(0,1)	-	-	-		
EBITDA	14,6	15,2	17,8	16,0	21,9	12,5	-3,1%	-11,1%
<i>Cto. EBITDA</i>	22,7%	4,3%	16,9%	-9,7%	36,3%	-43,0%		
<i>EBITDA/Ingresos</i>	12,2%	12,0%	12,6%	10,9%	14,1%	8,0%		
Depreciación y provisiones	(5,0)	(5,5)	(6,0)	(6,8)	(6,9)	(7,1)		
Gastos capitalizados	-	2,1	2,0	-	-	-		
EBIT	9,6	11,7	13,8	9,2	15,0	5,3	-11,1%	-27,1%
<i>Cto. EBIT</i>	21,3%	22,3%	17,6%	-33,4%	62,5%	-64,2%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	8,0%	9,2%	9,8%	6,2%	9,6%	3,4%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,3)	(3,7)	(5,6)	(2,3)	(2,5)	3,1		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	8,4	8,1	8,2	6,9	12,5	8,5	0,2%	1,0%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	35,1%	-3,2%	1,4%	-15,8%	80,9%	-32,3%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	8,4	8,1	8,2	6,9	12,5	8,5	0,2%	1,0%
Impuestos	(2,3)	(1,8)	(2,1)	(1,8)	(2,9)	(2,1)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	27,7%	22,0%	25,8%	26,1%	23,4%	24,5%		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	6,0	6,3	6,1	5,1	9,6	6,4	1,1%	1,6%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	38,4%	4,5%	-3,7%	-16,2%	87,5%	-33,2%		
Beneficio ordinario neto	6,1	6,8	6,2	5,2	9,6	6,4	0,8%	1,0%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	34,0%	10,8%	-9,1%	-16,4%	84,7%	-33,2%		
							TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	13-18	15-18
EBITDA recurrente	14,4	15,8	17,8	16,0	21,9	12,5	-2,8%	-11,2%
Var. Capital circulante	(2,3)	(1,7)	(8,3)	(4,6)	(5,7)	(1,6)		
Cash Flow operativo recurrente	12,1	14,2	9,5	11,4	16,2	10,9	-2,2%	4,4%
Capex	(8,7)	(7,6)	(10,2)	(5,9)	(8,8)	(9,9)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	(1,3)	(3,7)	(5,6)	(2,3)	(2,5)	3,1		
Impuestos	(2,3)	(1,8)	(2,1)	(1,8)	(2,9)	(2,1)		
Free Cash Flow Recurrente	(0,1)	1,1	(8,4)	1,4	2,0	2,0	n.a.	n.a.
Variación del endeudamiento	(2,2)	(0,5)	7,0	(0,9)	(2,9)	2,1		
Deuda neta / EBITDA (x)	1,9	1,7	1,9	2,1	1,4	2,6		

Descomponiendo las principales partidas del Balance

Gráfico 1: Working Capital



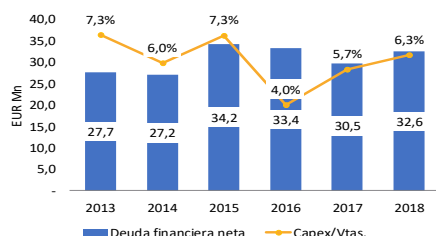
Composición Working Capital

EUR Mn	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Existencias	19,7	33,3	39,4	42,3	50,9	48,8
Clientes	0,0	0,8	1,6	2,2	2,0	2,0
Proveedores	(8,0)	(7,3)	(6,2)	(3,4)	(3,6)	(4,6)
Trade working capital	11,7	26,9	34,7	41,2	49,3	46,2
Otros activos corrientes	12,6	0,3	0,5	0,2	0,7	4,3
Otros pasivos corrientes	(5,9)	(7,1)	(6,8)	(8,5)	(11,3)	(10,2)
Working Capital	18,4	20,1	28,4	33,0	38,7	40,3
(Incremento)/Reduc. Inventarios	9,0	(13,6)	(6,1)	(2,9)	(8,5)	2,0
(Incremento)/Reduc. Clientes	(0,0)	(0,8)	(0,7)	(0,7)	0,3	0,0
Incremento/(Reduc.) Proveedores	0,7	(0,8)	(1,0)	(2,9)	0,2	1,0
(Incremento)/Reduc. Otros activos CP	(12,4)	12,2	(0,1)	0,2	(0,5)	(3,6)
Incremento/(Reduc.) Otros pasivos CP	0,5	1,3	(0,3)	1,6	2,8	(1,1)
Impacto en FCF	(2,3)	(1,7)	(8,3)	(4,6)	(5,7)	(1,6)

Working Capital s/Ventas

% s/Ventas	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Existencias	16,5%	26,2%	28,0%	28,7%	32,7%	31,2%
Clientes	0,0%	0,7%	1,1%	1,5%	1,3%	1,3%
Proveedores	6,7%	5,7%	4,4%	2,3%	2,3%	2,9%
Trade working capital	9,8%	21,2%	24,7%	27,9%	31,7%	29,5%
Otros activos corrientes	10,5%	0,3%	0,3%	0,2%	0,4%	2,7%
Otros pasivos corrientes	4,9%	5,6%	4,9%	5,7%	7,3%	6,5%
Working Capital	15,5%	15,8%	20,2%	22,3%	24,9%	25,7%

Gráfico 2: Deuda Neta vs CAPEX/Ventas

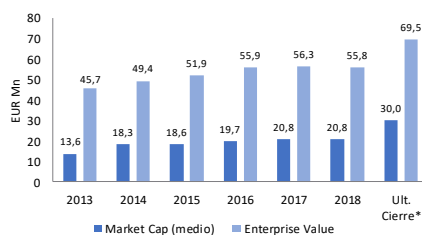


Endeudamiento y Liquidez

EUR Mn	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1S19
Deuda Financiera a L/P	13,1	6,3	8,8	5,0	4,0	5,9	11,7
Emisión de obligaciones	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Financiera a C/P	21,6	27,0	26,9	32,7	31,6	24,1	24,7
Otros pasivos fros.	1,6	0,6	14,5	12,2	9,9	7,1	14,6
Deuda financiera bruta	36,3	33,9	50,2	49,9	45,5	37,2	51,0
Caja	8,1	6,0	15,2	16,0	14,5	4,2	8,9
Inversiones a c/p	0,5	0,6	0,8	0,5	0,4	0,4	0,4
Caja y Equivalentes	8,6	6,6	15,9	16,5	15,0	4,6	9,3
Deuda financiera Neta*	27,7	27,2	34,2	33,4	30,5	32,6	41,7
DN/EBITDA	1,9x	1,7x	1,9x	2,1x	1,4x	2,6x	n.a.
DN/FFPP	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,5x	0,5x	0,9x
Vencimientos deuda financiera bruta							
Inferior a un año	23,1	27,6	41,4	44,9	41,4	31,2	39,3
Entre uno y cinco años	13,1	6,3	8,8	5,0	4,0	5,9	11,7
Superior a cinco años	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

*La Deuda financiera Neta correspondiente al 1S19 no incluye el efecto del nuevo tratamiento contable de los arrendamientos operativos (NIIF 16) por importe de EUR 146Mn.

Gráfico 3: Market Cap. vs EV



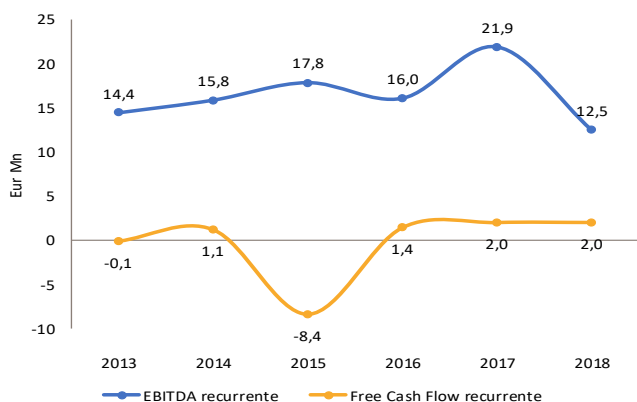
Evolución del Enterprise Value (EV) medio (2013-2018)

Enterprise Value	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Ult. Cierre*
Precio acción (medio)	7,41	10,00	11,02	11,73	12,50	12,50	18,00
Market Cap (medio)	13,6	18,3	18,6	19,7	20,8	20,8	30,0
+ Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Provisiones y otros pasivos a LP	3,9	4,2	3,1	2,9	4,2	4,3	3,1
+ Deuda financiera neta	28,8	27,5	30,7	33,8	31,9	31,5	41,7
- Inmovilizado financiero	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,9	-5,3
+/- Otros ajustes al EV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value	45,7	49,4	51,9	55,9	56,3	55,8	69,5

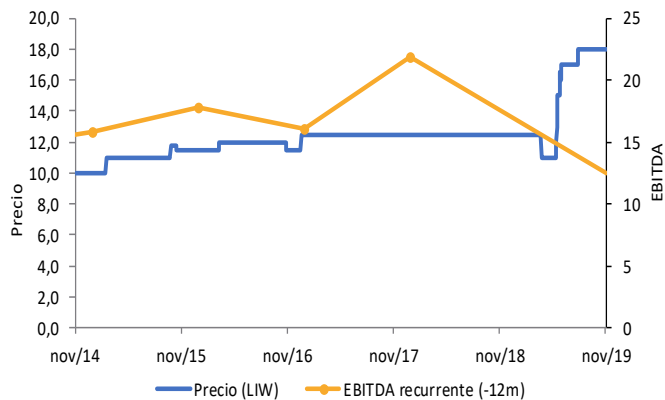
*Ejercicio en curso conforme a los últimos datos disponibles

Detalle del Free Cash Flow recurrente y evolución

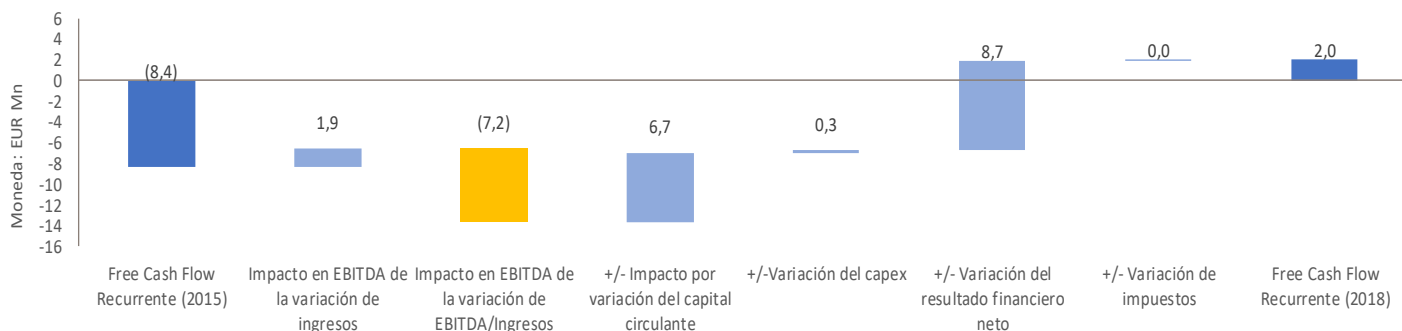
Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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

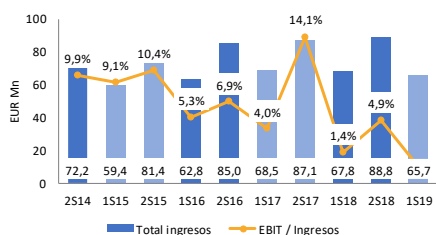


Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2018)



Estacionalidad y tendencias

Gráfico 4: Evolución semestral de Ingresos y Margen EBIT



P&L Semestrales: Estacionalidad

P&L Semestral (EUR Mn)	2S14	1S15	2S15	1S16	2S16	1S17	2S17	1S18	2S18	1S19
Total ingresos	72,2	59,4	81,4	62,8	85,0	68,5	87,1	67,8	88,8	65,7
Cto. Ingresos (YoY)	n.a.	n.a.	12,7%	5,7%	4,3%	9,1%	2,5%	-0,9%	2,0%	-3,2%
EBITDA recurrente	10,9	7,1	10,8	7,0	9,0	5,8	16,1	4,4	8,1	3,9
Cto. EBITDA Rec. (YoY)	n.a.	n.a.	-1,0%	-0,9%	-15,9%	-16,9%	77,4%	-24,1%	-49,8%	-11,0%
EBITDA rec. / Ingresos	15,0%	11,9%	13,2%	11,1%	10,7%	8,5%	18,4%	6,5%	9,1%	6,0%
EBITDA	10,9	7,1	10,8	7,0	9,0	5,8	16,1	4,4	8,1	3,9
Cto. EBITDA (YoY)	n.a.	n.a.	-1,0%	-0,9%	-15,9%	-16,9%	77,4%	-24,1%	-49,8%	-11,0%
EBIT	7,1	5,4	8,4	3,3	5,9	2,7	12,2	1,0	4,4	-0,1
Cto. EBIT (YoY)	n.a.	n.a.	18,7%	-38,4%	-30,2%	-17,7%	107,6%	-64,6%	-64,2%	-108,0%
EBIT / Ingresos	9,9%	9,1%	10,4%	5,3%	6,9%	4,0%	14,1%	1,4%	4,9%	-0,1%
Beneficio neto	3,7	2,6	3,5	2,7	2,4	2,4	7,1	1,8	4,6	1,4
Cto. Beneficio neto (YoY)	n.a.	n.a.	-7,3%	1,5%	-29,4%	-7,8%	190,8%	-25,4%	-35,9%	-22,8%

** A efectos comparativos, excluimos del EBITDA y EBIT 1S19 el efecto del nuevo tratamiento contable de los arrendamientos operativos (impacto negativo de EUR 13,6Mn s/EBITDA y EUR 4,1Mn s/EBIT reportados)

Análisis de Tendencias

y/y change	2013	2014	2015	2016	2017	2018	1S18	1S19
Total ingresos	7,4%	6,5%	10,8%	4,9%	5,3%	0,7%	-0,9%	-3,2%
EBITDA recurrente	22,0%	9,9%	12,5%	-9,9%	36,3%	-43,0%	-24,1%	-11,0%
EBITDA rec. / Ingresos (p.p.)	1,4	0,4	0,2	(1,8)	3,2	(6,1)	(2,0)	(0,5)
EBIT	21,3%	22,3%	17,6%	-33,4%	62,5%	-64,2%	-64,6%	-108,0%
EBIT / Ingresos (p.p.)	0,9	1,2	0,6	(3,6)	3,4	(6,2)	(2,6)	(1,5)
Beneficio neto	38,4%	4,5%	-3,7%	-16,2%	87,5%	-33,2%	-25,4%	-22,8%
Deuda financiera neta	-7,4%	-1,8%	25,9%	-2,5%	-8,6%	6,8%		
Deuda neta / EBITDA (x)	-0,6x	-0,2x	0,2x	0,2x	-0,7x	1,2x		

5. "Todos los números"

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	TACC	
							13-18	15-18
MARKET DATA								
Precio (medio anual)	7,41	10,00	11,02	11,73	12,50	12,50		
Capitalización EUR Mn (media anual)	13,6	18,3	18,6	19,7	20,8	20,8		
Comportamiento								
Absoluto	0,0%	90,5%	0,0%	15,0%	8,7%	0,0%	11,0%	4,3%
vs Ibex 35	-17,6%	83,8%	7,7%	17,4%	1,2%	17,6%		
vs Sector benchmark	-18,6%	93,8%	-9,1%	20,7%	9,6%	10,1%		
MÉTRICAS POR ACCIÓN								
Nº Acciones ajustado	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67	0,0%	0,0%
BPA (EUR)	3,63	3,79	3,65	3,06	5,74	3,83	1,1%	1,6%
Book value por acción (reportado)	20,80	24,66	28,27	30,81	36,04	38,90	13,3%	11,2%
FCF Rec. por acción	-0,09	0,69	-5,06	0,83	1,18	1,18	n.a.	n.a.
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,50	1,50	0,00	n.a.	n.a.
% pay-out	0,0%	0,0%	0,0%	16,3%	26,1%	0,0%		
ENTERPRISE VALUE medio anual (EUR Mn)								
Capitalización EUR Mn (media anual)	13,6	18,3	18,6	19,7	20,8	20,8	9,0%	3,9%
+ Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
+ Provisiones y otros pasivos a LP	3,9	4,2	3,1	2,9	4,2	4,3		
+ Deuda financiera neta	28,8	27,5	30,7	33,8	31,9	31,5		
- Inmovilizado financiero	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-0,7	-0,9		
(=) Enterprise value (medio anual)	45,7	49,4	51,9	55,9	56,3	55,8	4,1%	2,4%
KEY FINANCIAL METRICS								
Crecimiento (a/a)								
Total ingresos	7,4%	6,5%	10,8%	4,9%	5,3%	0,7%		
EBITDA recurrente	22,0%	9,9%	12,5%	-9,9%	36,3%	-43,0%		
EBIT	21,3%	22,3%	17,6%	-33,4%	62,5%	-64,2%		
Beneficio antes de impuestos	35,1%	-3,2%	1,4%	-15,8%	80,9%	-32,3%		
Beneficio neto	38,4%	4,5%	-3,7%	-16,2%	87,5%	-33,2%		
BPA (EUR)	38,4%	4,4%	-3,7%	-16,2%	87,5%	-33,2%		
Márgenes (s/Ingresos)								
EBITDA recurrente	12,1%	12,5%	12,6%	10,9%	14,1%	8,0%		
Margen Bruto	66,0%	68,2%	65,9%	64,1%	67,9%	65,7%		
EBIT	8,0%	9,2%	9,8%	6,2%	9,6%	3,4%		
Beneficio antes de impuestos	7,0%	6,4%	5,8%	4,7%	8,0%	5,4%		
Beneficio neto	5,1%	5,0%	4,3%	3,5%	6,1%	4,1%		
Beneficio ordinario neto	5,1%	5,4%	4,4%	3,5%	6,1%	4,1%		
Otros datos financieros básicos								
Tasa impositiva (>0 ingreso)	27,7%	22,0%	25,8%	26,1%	23,4%	24,5%		
Capex/Vtas	7,3%	6,0%	7,3%	4,0%	5,7%	6,3%		
Working Capital/Vtas	15,5%	15,8%	20,2%	22,3%	24,9%	25,7%		
Capital Empleado/Vtas	55,8%	56,0%	59,4%	59,0%	61,2%	63,6%		
Deuda neta/EBITDA	1,9x	1,7x	1,9x	2,1x	1,4x	2,6x		
Deuda neta/Equity	80,0%	66,2%	72,7%	65,0%	50,8%	50,3%		
Activos (ex-caja)/Equity	2,3x	2,1x	2,1x	1,9x	1,8x	1,8x		
ROE (reportado)	19,1%	16,7%	13,8%	10,4%	17,2%	10,2%		
ROCE (reportado)	11,3%	13,3%	13,4%	8,1%	12,6%	4,1%		
WACC	6,4%	6,0%	4,9%	4,2%	4,7%	4,9%		
BALANCE (EUR Mn)								
Activo fijo e intangible	43,7	45,8	50,0	49,1	51,0	53,9		
Working capital	18,4	20,1	28,4	33,0	38,7	40,3		
Activos totales (ex-caja)	81,1	86,1	97,3	99,4	111,0	115,3		
Equity	34,6	41,1	47,1	51,3	60,1	64,8		
Deuda neta / (caja)	27,7	27,2	34,2	33,4	30,5	32,6		
Capital Empleado	66,7	71,1	83,7	87,2	95,1	99,7		
CUENTA DE RESULTADOS (EUR Mn)								
Total ingresos	119,4	127,1	140,8	147,7	155,5	156,7	5,6%	3,6%
EBITDA recurrente	14,4	15,8	17,8	16,0	21,9	12,5	-2,8%	-11,2%
Depreciación y provisiones	-5,0	-5,5	-6,0	-6,8	-6,9	-7,1		
EBIT	9,6	11,7	13,8	9,2	15,0	5,3	-11,1%	-27,1%
Resultado financiero neto	-1,3	-3,7	-5,6	-2,3	-2,5	3,1		
Beneficio antes de impuestos	8,4	8,1	8,2	6,9	12,5	8,5	0,2%	1,0%
Tasa impositiva (>0 ingreso)	-2,3	-1,8	-2,1	-1,8	-2,9	-2,1		
Minoritarios y discontinuadas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Beneficio neto	6,0	6,3	6,1	5,1	9,6	6,4	1,1%	1,6%
Beneficio ordinario neto	6,1	6,8	6,2	5,2	9,6	6,4	0,8%	1,0%
CASH-FLOW (EUR Mn)								
EBITDA recurrente	14,4	15,8	17,8	16,0	21,9	12,5		
Var. Capital circulante	-2,3	-1,7	-8,3	-4,6	-5,7	-1,6		
Capex	-8,7	-7,6	-10,2	-5,9	-8,8	-9,9		
Impuestos	-2,32	-1,78	-2,12	-1,80	-2,92	-2,07		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-1,3	-3,7	-5,6	-2,3	-2,5	3,1		
Rec. Free Cash Flow to Equity (FCFE)	-0,1	1,1	-8,4	1,4	2,0	2,0	n.a.	n.a.
Rec. Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	1,0	4,0	-4,1	3,2	3,9	-0,4	n.a.	-55,2%
CUENTA DE RESULTADOS (EUR Mn)								
Múltiplos sobre equity								
PER	2,2x	2,9x	3,1x	3,9x	2,2x	3,3x		
PER Ordinario	2,2x	2,7x	3,0x	3,8x	2,2x	3,3x		
P/BV	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x		
FCFE yield	n.a.	6,3%	n.a.	7,0%	9,4%	9,5%		
Dividend Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	4,2%	12,0%	0,0%		
Múltiplos sobre EV								
EV/Ventas	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x	0,4x		
EV/EBITDA	3,2x	3,1x	2,9x	3,5x	2,6x	4,5x		
EV/EBIT	4,8x	4,2x	3,8x	6,1x	3,8x	10,4x		
EV/CE	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x		
FCFF yield (to EV)	2,2%	8,1%	-8,0%	5,7%	6,9%	-0,7%		

6. Inputs de valoración

Principales comparables en detalle: ratios y múltiplos (2019e)

	EUR Mn	Basic Net SpA	Apranga APB	N Brown	OVS SpA	FNG NV	LPP SA	JD Sports	Superdry PLC	Average
Datos Mercado	Ticker (Reuters)	JD.L	LPPP.WA	OVS.MI	BWNG.L	SDRY.L	BCNT.MI	FNG.BR	APG1L.VL	
	Pais	UK	Poland	Italy	UK	UK	Italy	Belgium	Lithuania	
	Market cap	8.404,9	3.617,9	417,6	401,4	405,2	308,9	160,3	115,7	
	Enterprise value (EV)	10.935,4	4.178,6	1.713,8	968,6	364,9	392,8	378,7	186,9	
Información financiera básica	Total Ingresos	6.654,5	2.178,0	1.390,2	1.037,0	1.008,2	228,0	605,7	201,3	
	Cto.Total Ingresos	23,5%	16,1%	-4,6%	-2,3%	-0,2%	46,5%	18,3%	7,5%	13,1%
	2y TACC (2019e - 2021e)	8,9%	11,9%	2,2%	2,1%	1,8%	n.a.	15,7%	3,2%	6,5%
	EBITDA	635,9	296,7	147,0	153,7	100,4	37,0	83,0	n.a.	
	Cto. EBITDA	12,6%	3,7%	-4,4%	-44,0%	-5,0%	12,0%	60,0%	n.a.	5,0%
	2y TACC (2019e - 2021e)	10,7%	12,0%	16,5%	2,7%	9,9%	n.a.	16,5%	n.a.	11,4%
	EBITDA/Ingresos	9,6%	13,6%	10,6%	14,8%	10,0%	16,2%	13,7%	n.a.	12,6%
	Beneficio Neto	370,7	156,3	53,2	74,9	40,6	24,0	20,7	8,4	
	Cto. Beneficio Neto	22,8%	32,7%	110,1%	n.a.	n.a.	14,2%	79,1%	11,0%	45,0%
	2y TACC (2019e - 2021e)	12,1%	11,5%	8,1%	6,3%	18,9%	n.a.	28,3%	1,8%	12,4%
	Capex	230	208,1	50,1	43,5	28,2	n.a.	22,0	n.a.	
	CAPEX/Ventas	3,4%	9,6%	3,6%	4,2%	2,8%	n.a.	3,6%	n.a.	4,5%
	Free Cash Flow	256,5	72,4	59,1	30,4	38,6	n.a.	18,8	n.a.	
	Deuda financiera Neta	(312,3)	(194,5)	316,7	541,4	(64,6)	45,0	187,0	n.a.	
DN/EBITDA (x)	(0,5)	(0,7)	2,2	3,5	(0,6)	1,2	2,3	n.a.	1,1	
Acciones en circulación	973,2	1,8	226,8	284,4	81,9	51,9	10,0	55,3		
Pay-out	5,6%	15,5%	7,8%	33,8%	35,4%	28,1%	0,0%	n.a.	18,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	22,5	23,7	7,7	5,2	10,2	13,0	7,5	13,9	13,0
	P/BV (x)	6,3	4,5	0,5	1,0	1,3	2,4	0,5	n.a.	2,3
	EV/Ingresos (x)	1,6	1,9	1,2	0,9	0,4	1,7	0,6	0,9	1,2
	EV/EBITDA (x)	17,2	14,1	11,7	6,3	3,6	10,6	4,6	n.a.	9,7
	ROE	28,6	20,5	5,7	20,4	9,6	19,6	6,4	14,6	15,7
	FCF Yield (%)	3,1	2,0	14,2	7,6	9,5	n.a.	11,7	n.a.	8,0
	DPA	0,0	13,2	0,0	0,1	0,2	0,1	-	n.a.	1,9
	Precio de cierre	8,6	1.951,3	1,8	1,4	4,9	5,1	14,3	2,1	
	Dvd Yield	0,2%	0,7%	1,0%	6,3%	3,6%	2,6%	0,0%	n.a.	2,1%

Múltiplos: Sector Textil y Complementos (Backward-looking)

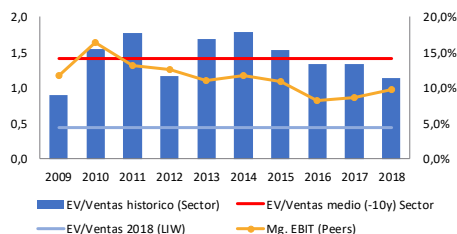
Compañía	Ticker (Reuters)	Market cap	PER 2018	BPA 18-20e TACC	P/BV 2018	ROE 2018	EV/EBITDA 2018	EBITDA 18-20e TACC	EV/Vtas 2018	Vtas 18-20e TACC	Mg. EBIT 2018	FCFE yield 2018	FCFE 18-20e TACC
JD Sports Fashion PLC	JD.L	8.405	17,0x	17,8%	3,9x	38,2%	8,9x	11,4%	0,9x	17,0%	8,0%	2,3%	29%
LPP SA	LPPP.WA	3.618	28,5x	22,3%	5,6x	27,3%	11,1x	8,5%	1,7x	14,9%	10,9%	-0,1%	n.a.
OVS SpA	OVS.MI	418	11,8x	49,1%	0,3x	3,8%	4,4x	1,1%	0,5x	-0,8%	6,1%	6,4%	61%
N Brown Group PLC	BWNG.L	401	n.a.	n.a.	0,8x	-14,9%	3,2x	-24,5%	0,8x	-0,6%	22,6%	-28,0%	n.a.
Superdry PLC	SDRY.L	405	n.a.	n.a.	0,9x	-25,5%	4,4x	3,1%	0,5x	0,3%	5,7%	-32,9%	n.a.
Basic Net SpA	BCNT.MI	309	10,9x	3,1%	2,4x	24,2%	8,8x	15,4%	1,9x	25,2%	17,5%	6,7%	79%
FNG NV	FNG.BR	160,3	15,3x	49,4%	0,6x	4,8%	6,8x	42,7%	0,7x	22,9%	5,7%	4,5%	124%
Apranga APB	APG1L.VL	115,7	11,7x	8,1%	1,7x	16,1%	5,2x	167,2%	0,4x	5,9%	5,0%	-3,8%	n.a.
Media			15,9x	25,0%	2,0x	9,2%	6,6x	28,1%	0,9x	10,6%	10,2%	-5,6%	73,1%
Mediana			13,6x	20,0%	1,3x	10,4%	6,0x	10,0%	0,8x	10,4%	7,1%	1,1%	69,9%
LIWE	LIWA.SCT	30	3,3x	n.a.	0,3x	10,2%	4,5x	n.a.	0,4x	n.a.	3,4%	-0,7%	n.a.

Múltiplos: Sector Textil y Complementos (Forward-Looking)

Compañía	Ticker (Reuters)	Market cap	PER 2019e	BPA 19e-21e TACC	P/BV 2019e	ROE 2019e	EV/EBITDA 2019e	EBITDA 19e-21e TACC	EV/Vtas 2019e	Vtas 19-21e TACC	Mg. EBIT 2019e	FCFE yield 2019e	FCFE 19e-21e TACC
JD Sports Fashion PLC	JD.L	8.405	22,5x	12,2%	6,3x	28,6%	17,2x	10,7%	1,6x	8,9%	8,0%	3,1%	20%
LPP SA	LPPP.WA	3.618	23,7x	13,3%	4,5x	20,5%	14,1x	12,0%	1,9x	11,9%	9,6%	2,0%	32%
OVS SpA	OVS.MI	418	7,7x	6,8%	0,5x	5,7%	11,7x	16,5%	1,2x	2,2%	6,4%	14,2%	15%
N Brown Group PLC	BWNG.L	401	5,2x	5,2%	1,0x	20,4%	6,3x	2,7%	0,9x	2,1%	11,2%	7,6%	20%
Superdry PLC	SDRY.L	405	10,2x	19,6%	1,3x	9,6%	3,6x	9,9%	0,4x	1,8%	6,2%	9,5%	-1%
Basic Net SpA	BCNT.MI	309	13,0x	n.a.	2,4x	19,6%	10,6x	n.a.	1,7x	n.a.	13,6%	n.a.	n.a.
FNG NV	FNG.BR	160	7,5x	20,7%	0,5x	6,4%	4,6x	16,5%	0,6x	15,7%	6,7%	11,7%	44%
Apranga APB	APG1L.VL	116	13,9x	3,3%	n.a.	14,6%	n.a.	n.a.	0,9x	3,2%	n.a.	n.a.	n.a.
Media			13,0x	11,6%	2,3x	15,7%	9,7x	11,4%	1,2x	6,5%	8,8%	8,0%	21,8%
Mediana			11,6x	12,2%	1,3x	17,1%	10,6x	11,4%	1,1x	3,2%	8,0%	8,5%	20,3%

Ejercicios "teóricos" de valoración por múltiplos

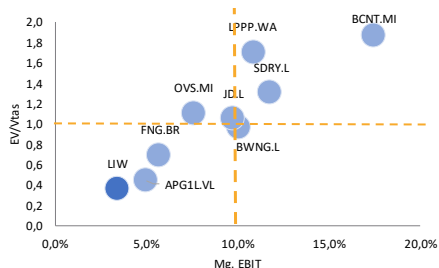
Gráfico 1: Inputs valoración en base a EV/Ventas



Ejercicio "Teórico" de valoración en base a EV/Ventas (2018) (*)

Inputs de valoración	2018		
Margen EBIT sector	9,8%	EV/Vtas Compañía Teórico	0,5
Margen EBIT Compañía	3,4%	* Vtas 2018	156,7
Factor de Ajuste	0,35	Valoración EV/Compañía	77,3
		- Minoritarios	-
EV/Vtas Sector (media -10y)	1,4	- Provisiones y otros pasivos a LP	3,1
* Factor de Ajuste	0,35	- Deuda financiera neta	41,7
= EV/Vtas Compañía Teórico	0,49	+ Inmovilizado financiero	5,3
vs EV/Vtas Compañía 2018 "Real"	0,36	+/- Otros ajustes al EV	-
Prima / (Descuento) s/ EV/Vtas	-27,9%	= Valoración Equity Compañía (*)	37,8
		vs Mkt Cap a Fecha de este Informe	30,0
		Prima / (Descuento)	-20,7%

Gráfico 2: LIW vs Peers (2018)

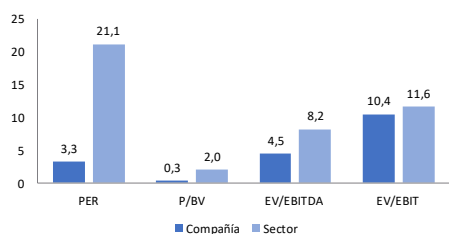


Sensibilidades: EV/Vtas teórico ante cambios en el Mg. EBIT y prima (descuento) s/ EV/Vtas sector (*)

A) EV/Vtas teórico					B) Prima / (Descuento)				
Prima EV/Vtas	Mg. EBIT				Prima EV/Vtas	Mg. EBIT			
		3,1%	3,4%	3,7%			3,1%	3,4%	3,7%
	-10%	0,41	0,44	0,48		-10%	25,1%	-0,3%	-17,2%
0%	0,45	0,49	0,54	0%	-3,3%	-20,7%	-32,8%		
10%	0,50	0,54	0,59	10%	-21,2%	-34,2%	-43,4%		

(*) 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).

Gráfico 3: Múltiplos de valoración (2018)



Otros Múltiplos y ratios de valoración vs sector (2018)

	Múltiplos sobre equity		Múltiplos sobre EV		Free Cash Flow Yield
	PER	P/BV	EV/EBITDA	EV/EBIT	FCF to Equity
Compañía	3,3	0,3	4,5	10,4	9,5%
Sector	21,1	2,0	8,2	11,6	4,5%
Prima / Descuento	-84,6%	-84,1%	-45,1%	-9,8%	-109,9%

Ejercicios "teóricos" de valoración por descuento de flujos

Cálculo del WACC (A fecha de este informe)

Deuda financiera neta		Deuda bancaria neta de Caja (1S19)		Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	2,8%	Coste de la deuda neta		1,8%	3,8%
Tasa fiscal efectiva (T)	20,0%	T (Tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)		=	=
Coste de la Deuda Neta	2,2%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)		1,4%	3,0%
Risk free rate (rf)	0,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)		=	=
Equity risk premium	7,0%	R (estimación propia)		6,0%	7,5%
Beta (B)	1,1	B (Thomson Reuters)		1,0	1,2
Coste del Equity	8,3%	Ke = Rf + (R*B)		6,5%	9,6%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	41,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)		=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	58,1%	D		=	=
WACC	4,8%	WACC = Kd*D + Ke*E		3,6%	5,8%

Hipótesis básicas (2018)

EBIT 2018	5,3
Tasa fiscal normalizada (T)	20,0%
Tasa de crecimiento l/p (G)	1,5%
ROCE 2018	4,1%
WACC (a la fecha de este informe) (*)	4,8%
Factor de Corrección s/EBIT Neto	= 1 - (G / ROCE)
Factor de Corrección Aplicado	63,8%

Valoración absoluta "teórica" (s/EBIT Neto)

Valor teórico en base a EBIT Neto 2018 = EBIT (1-t)*Factor de Corrección / (WACC - G)

EV teórico (a fecha de este informe)	83,7
- Deuda financiera neta (actual)	41,7
- Minoritarios	0,0
- Provisiones y otros pasivos a LP	3,1
+/- Otros ajustes al EV	0,0
+ Inmovilizado financiero	5,3
= Valoración Equity Compañía (*)	44,2
vs Mkt Cap a Fecha de este Informe	30,0
Prima / (Descuento)	-32,2%

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

Múltiplos implícitos (2018)

Múltiplo	Sector	Compañía	Prima / Descuento
EV/Ventas	1,1	0,5	-53,0%
EV/EBITDA	8,2	6,7	-17,6%
EV/EBIT	11,6	15,7	35,4%
P/BV	2,0	0,7	-66,3%
PER	21,1	6,9	-67,2%

Análisis de sensibilidad

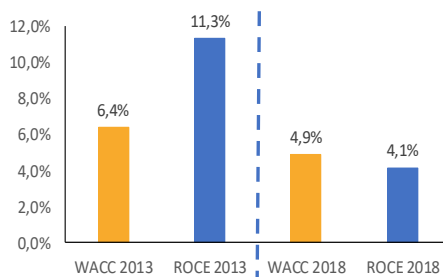
A) Valor "teórico" del Equity (EUR Mn)

ROCE	Tasa de crecimiento l/p (G)		
	1,0%	1,5%	2,0%
3,7%	43,9	39,1	32,7
4,1%	46,8	44,2	40,7
4,5%	49,2	48,4	47,3

B) Prima / (Descuento)

ROCE	Tasa de crecimiento l/p (G)		
	1,0%	1,5%	2,0%
3,7%	-31,6%	-23,4%	-8,3%
4,1%	-35,9%	-32,2%	-26,3%
4,5%	-39,1%	-38,0%	-36,5%

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



Crecimiento y momentum: datos para valorar el nivel de crecimiento vs Sector. Y el Momentum (1S19) del negocio

Gráfico 4: Diferenciales de crecimiento (Vtas)

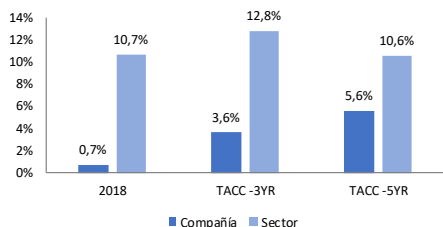


Gráfico 5: Indicadores de momentum (cto. 1S19 vs 1S18)

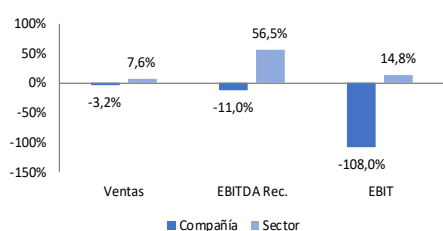
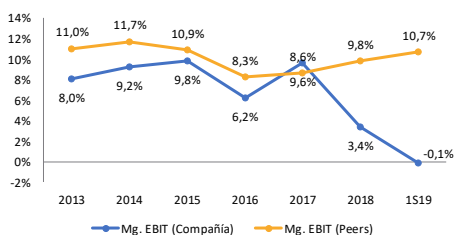


Gráfico 6: Mg EBIT. Evolución histórica



Nota: El margen EBIT 1S19 de la compañía excluye el impacto de la NIIF 16 (EUR 4,1Mn). Incluyendo el efecto de la NIIF 16, el Mg. EBIT de LIW ascendería a 6,1%.

Diferenciales de crecimiento compañía vs sector

	Total Ingresos			EBITDA			EBIT		
	2018	TACC -3YR	TACC -5YR	2018	TACC -3YR	TACC -5YR	2018	TACC -3YR	TACC -5YR
Compañía	0,7%	3,6%	5,6%	-43,0%	-11,2%	-2,8%	-64,2%	-27,1%	-11,1%
Sector	10,7%	12,8%	10,6%	21,5%	9,9%	9,6%	30,0%	10,2%	10,6%
Spread (p.p.)	(9,9)	(9,2)	(5,0)	(64,5)	(21,1)	(12,5)	(94,3)	(37,3)	(21,7)

Indicadores de momentum

	Compañía			Sector Avg			Sector
	1S19	2018	Difer.	1S19	2018	Difer.	TACC 18-20e
Ventas	-3,2%	0,7%	(3,9)	7,6%	10,7%	(3,0)	11,5%
EBITDA Rec.	-11,0%	-43,0%	32,0	56,5%	21,5%	35,0	10,1%
EBITDA / Ingresos	6,0%	8,0%	(0,0)	17,1%	13,5%	3,6	(0,1)
EBIT	-108,0%	-64,2%	(43,8)	14,8%	30,0%	(15,2)	6,4%
EBIT / Ingresos	-0,1%	3,4%	(0,0)	10,7%	9,8%	0,9	(0,3)

Crecimiento histórico vs indicadores de momentum

Spread vs Sector (p.p.)	Var. -5yr	Var. -3yr	2018	1S19
Ventas	(5,0)	(9,2)	(9,9)	(10,8)
EBITDA Rec.	(12,5)	(21,1)	(64,5)	(67,5)
EBITDA / Ingresos	(2,5)	(2,9)	(5,6)	(11,2)
EBIT	(21,7)	(37,3)	(94,3)	(122,8)
EBIT / Ingresos	(3,4)	(5,3)	(6,4)	(10,8)

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

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 I.E.A.F. Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial I.E.A.F. 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. I.E.A.F. Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

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

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

Histórico de recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
07-Nov-2019	n.a.	18,00	n.a.	n.a.	Análisis de Estados Financieros Históricos	David López Sánchez