

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Textiles, Apparel & Luxury Goods

Fecha del informe: 28 nov 2022
Hora distribución: 8:15

Resultados 6m 2022 - Subimos estimaciones
Precio de Cierre: EUR 4,03 (25 nov 2022)

Resultados 6m 2022

Opinión ⁽¹⁾: Por encima de lo esperado

Impacto ⁽¹⁾: Subimos estimaciones

Luis Esteban Arribas – luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

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.

Empieza "otro partido": vuelven los números de 2019, el crecimiento y la mejora de márgenes

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	37,4	38,9
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	69,2	72,0
Número de Acciones (Mn)	9,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,39 / 3,83 / 3,35	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación ⁽³⁾	6,5	
Factset / Bloomberg	ADZ-ES / ADZ SM	
Cierre año fiscal	28-feb	

Estructura Accionarial (%)⁽⁷⁾

Adolfo Domínguez	31,5
Puig, S.A.	14,8
Libertas 7	10,3
Indumentaria Pueri	9,1
Free Float	22,3

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2021	2022e	2023e	2024e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,2	9,3	9,3	9,3
Total Ingresos	94,7	114,2	119,5	125,3
EBITDA Rec.	6,0	11,1	13,8	16,8
% Var.	164,1	85,8	24,7	21,4
% EBITDA Rec./Ing.	6,3	9,7	11,6	13,4
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	58,0	14,6	9,1	11,5
Beneficio neto	-9,3	-1,9	0,3	2,5
BPA (EUR)	-1,00	-0,21	0,03	0,27
% Var.	52,1	79,1	113,0	892,2
BPA ord. (EUR)	-0,48	-0,19	0,03	0,27
% Var.	79,7	60,3	114,3	892,2
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	0,3	-5,7	-2,0	0,7
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	1,7	8,8	12,5	13,6
DN / EBITDA Rec.(x)	0,3	0,8	0,9	0,8
ROE (%)	n.a.	n.a.	1,9	16,7
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	6,3	15,3	23,1

FUERTE CRECIMIENTO EN INGRESOS 1S22: EUR 50,3MN; +26,2% VS 1S21) POR EL AUMENTO DE LAS VENTAS POR TIENDA ... ADZ cierra el 1S22 con unos ingresos por encima del 1S21 (+26,2%), crecimiento LFL 21%. Por geografía: Europa (+25,1%) e Internacional (+32%). El crecimiento se explica, esencialmente, por: i) relocalización de sus puntos de venta (tras consolidar su red comercial en 345 tiendas en el 1S22; -3 vs 2021), ii) vuelta a la normalidad en todos sus mercados (excepto Japón) y iii) capacidad real de traspasar la inflación a sus precios.

...QUE EL APALANCAMIENTO OPERATIVO TRASLADA CON FUERZA AL EBITDA 1S22 (EUR 4,3MN). El aumento en el margen bruto (+5,4p.p. vs 1S21) producido por el alza de los precios y el efecto de la reestructuración de 2021, han disparado el Mg. EBITDA rec. hasta 8,5% (vs -0,7% en 2021). Lo que consolida la idea de una vuelta a niveles de EBITDA de 2019. Pero el peso del gasto por arrendamientos (NIIF 16) impide superar el break-even en EBIT (EUR -0,7Mn).

REVISAMOS NUESTRAS ESTIMACIONES AL ALZA. Ante unos buenos resultados, subimos nuestras estimaciones, hoy nuestro escenario central apunta a niveles de Ingresos 2022e de EUR 114,2Mn (+5,5% vs estimación anterior) y un EBITDA 2022e de EUR 11,1Mn (+10,3% vs estimación previa).

LA INVERSIÓN TIENE SU REFLEJO EN EL AUMENTO DE DEUDA NETA, AUNQUE MANTENIENDO UN BAJO APALANCAMIENTO. La DN 1S22 se sitúa en EUR 8,8Mn (vs EUR 1,7Mn 2021) consecuencia de la inversión en CAPEX (EUR 2,2Mn en el 1S22) para la mejora de eficiencia y las necesidades de circulante. Esperamos que la DN se mantenga estable a cierre de 2022e (EUR 8,8Mn).

ADZ “REAPARECE” COMO UN RETAILER RENTABLE Y ESPECIALMENTE CAPAZ DE CRECER EN ESTE CONTEXTO. El “equity story” de ADZ, hoy pivota sobre tres variables: i) Crecimiento en ingresos (optimización de puntos de venta y mejora del online; 15% s/Vtas 2024e), ii) mejora de márgenes (por la capacidad de apalancar la estructura a un escenario de crecimiento de ingresos) y iii) una DN asumible (aunque habrá que esperar a 2024e para la generación de FCF positivo). El precio de la acción ha caído un -44% desde 2019, dejando a ADZ con múltiplos sectorialmente (¿objetivamente?) atractivos: EV/EBITDA < 6,2x (sector >10,6x) y EV/Vtas 0,6x (sector > 2,7x). Los bajos múltiplos no podrían explicarse por el crecimiento esperado: TACC EBITDA 2022e-2024e, +23%. Lo que quizá señala una oportunidad.

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	14,8
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	14,8
P/BV	2,4	2,8	2,7	2,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,73	0,61	0,58	0,55
EV/EBITDA Rec.	11,6	6,2	5,0	4,1
EV/EBIT	n.a.	n.a.	19,1	10,6
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	0,9	n.a.	n.a.	1,9

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	6,3	-3,8	-2,2	6,1	-44,0	-19,6
vs Ibxex 35	-1,5	-6,4	2,2	9,8	-38,0	-3,9
vs Ibxex Small Cap Index	-6,5	-3,3	5,5	15,5	-49,6	-32,6
vs Eurostoxx 50	-3,8	-10,8	5,6	15,0	-47,6	-27,3
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-5,7	-9,7	20,2	30,2	-57,1	-51,9

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Europe Apparel & Footwear.

(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 6,9%, Ibercapital Magnum, SICAV S.A 4,5%, Autocartera 0,6%

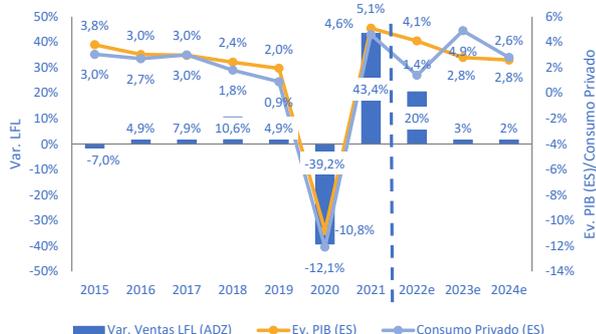
(*) Salvo que se indique expresamente, todos los datos de este informe tienen como fuente: La Compañía, Factset y Lighthouse.

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

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

La compañía en 8 gráficos

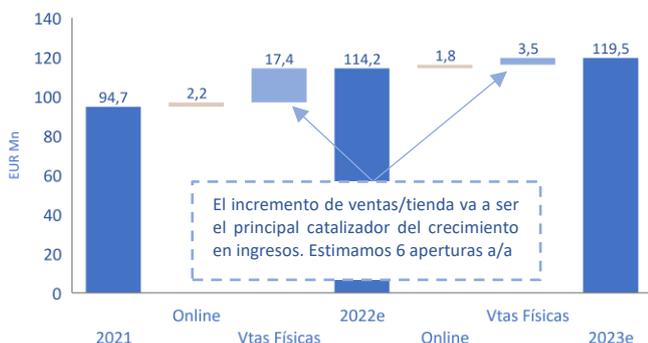
El sector en el que opera ADZ está caracterizado por una elevada ciclicidad



El redimensionamiento de la superficie comercial eleva la rentabilidad por centro (impulsada por el online: 13,8% s/Ingresos 21)...



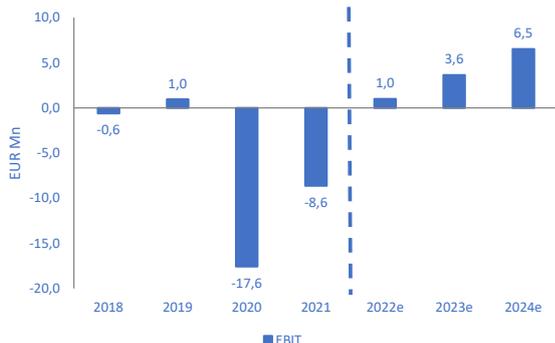
...principal driver sobre el que se basa nuestro crecimiento en ingresos para 2022e y 2023e (superando el 2019 "ya" en 2023)



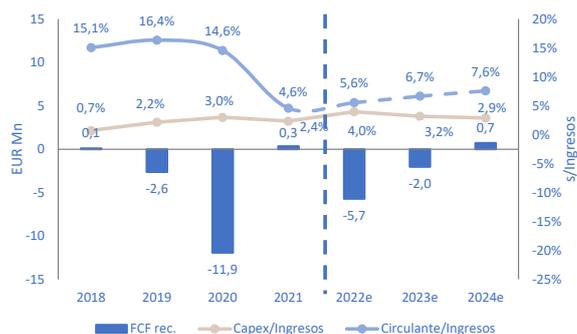
El foco en la reducción de costes permitirá a ADZ apalancarse sobre su estructura



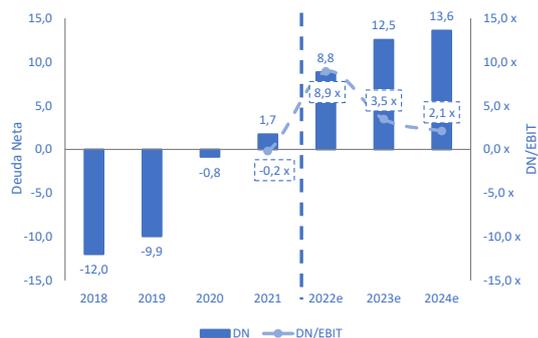
El crecimiento en ingresos (+9,8% TACC 21-24e) y la contención de costes empujarán el EBIT 24e hasta EUR 6,5Mn (vs EUR 1Mn en 2019)



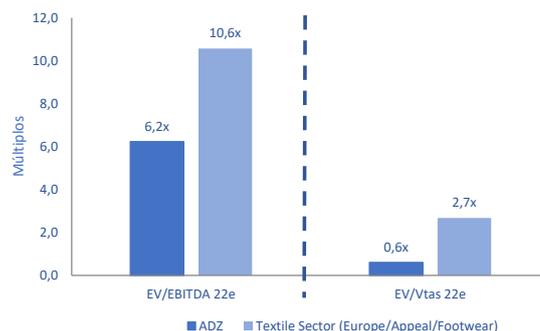
Lo que hará posible superar break-even en 2024e, pese a la intensificación del CAPEX y el circulante



El consumo de caja estimado hasta 2024 elevará la DN 2024e hasta EUR 13,6Mn (DN/EBIT 24e 2,1x)



Cotizando a unos múltiplos atractivos EV/EBITDA 22e 6,2x y EV/Vtas 22e 0,6x (EV/EBITDA 22e 10,6x y EV/Vtas 22e 2,7x del sector)



Resultados 6m 2022
Subimos estimaciones

Rdos 1S22. Ajustamos estimaciones al alza. ADZ se posiciona como una historia de crecimiento rentable

Gráfico 1. Evolución del PIB vs Consumo Privado vs Var. Ingresos LFL (ADZ)



Fuentes: BDE.

Nota: Ventas LFL está referenciado al eje de la izquierda. El PIB y el consumo privado está referenciado al eje de la derecha.

ADZ ha publicado resultados 1S22 por encima de lo esperado. El crecimiento mostrado en ingresos (EUR 50,3Mn; +26,2% vs 1S21; +21% LFL) se explica por 3 razones: i) el efecto del plan de relocalización de sus tiendas, ii) la vuelta a la normalidad en casi todas las geografías en las que opera (excepto Japón) y iii) la fortaleza de la demanda, por el reconocimiento de marca, que le ha permitido traspasar los efectos de la inflación a sus precios.

Durante el 1S22 ADZ consolida la estabilización de su red comercial de puntos de venta en 345 (-3 desde cierre de 2021). La estrategia de ADZ pasa por un fuerte crecimiento en las ventas por punto de venta (+26,9% vs 1S21) y el online (13,8% s/Ingresos en 2021). Durante el 1S22, las ventas internacionales (+32%) han tenido un crecimiento superior al de las ventas en Europa (+25,1%), aunque estas últimas siguen suponiendo c. 73% del total.

Tabla 1. Resultados 1S22

EUR Mn	6m22 Real	6m21	6m22 Real vs 6m21	6m19	6m22 Real vs 6m19	2022e	2022e vs 2021	2T22	2T22 vs 2T21
Total Ingresos	50,3	39,9	26,2%	53,6	-6,0%	114,2	20,6%	30,9	22,2%
Ventas	49,6	39,1	27,0%	52,5	-5,5%	111,9	21,4%	30,4	24,4%
Europa	36,4	29,1	25,1%	38,5	-5,5%	81,0	18,4%		
International	13,2	10,0	32,0%	14,0	-5,7%	30,9	30,2%		
Otros ingresos	0,7	0,8	-10,9%	0,5	61,5%	2,3	-10,0%	0,5	-43%
Margen Bruto	30,1	21,7	38,8%	30,3	-0,6%	64,0	18,1%	16,5	37,9%
Mg. Bruta/Ingresos	59,8%	54,4%	5,4 p.p.	56,5%	3,3 p.p.	56,1%	-1,2 p.p.	-9,7%	-1,2 p.p.
EBITDA (Recurrente)	4,3	0,3	n.a.	3,3	28,0%	11,1	85,8%	3,4	34,1%
EBITDA Rec. / Ingresos	8,5%	0,7%	7,8 p.p.	6,2%	2,3 p.p.	9,7%	3,4 p.p.	11,0%	1,0 p.p.
EBITDA	4,3	-5,6	177,0%	3,3	28,0%	11,1	n.a.	3,4	347,8%
EBITDA / Ingresos	8,5%	-13,9%	22,4 p.p.	6,2%	2,3 p.p.	9,7%	9,3 p.p.	11,0%	8,0 p.p.
EBIT	-0,7	-9,9	93,0%	-0,9	19,9%	1,0	111,5%	0,9	158%
BAI	-2,2	-10,8	80,0%	-1,4	-57,9%	-1,9	79,0%	0,0	99%
BN	-2,7	-10,8	74,9%	-1,8	-51,3%	-1,9	79,0%	-0,5	76%
BN ordinario	-2,7	-4,9	45,1%	-1,8	-51,3%	-1,8	60,1%	-0,5	-39%
Puntos de venta	345	347	-1%	386	-11%	351	1%		
Deuda Neta	8,8	6,9	27%	-9,1	n.a.	8,8	n.a.		

El margen bruto se incrementa en c.5p.p. vs 1S21 (aunque el primer semestre no es significativo por la ausencia de descuentos) y (todavía) no tiene en cuenta el efecto de la apreciación del dólar frente al euro, que esperamos empiece a ser visible a partir del 3T22 con la colección de otoño. Sin embargo, la lectura más interesante debe verse en el EBITDA, que recoge la disminución en el gasto de personal (-17% vs 1S21) tras el ERE presentado en 2021, lo que explica la mejora en EBITDA/Vtas (Mg. EBITDA 8,5%) por encima de niveles de 2019 (+28% vs 1S19) confirmando nuestro escenario central de vuelta a niveles pre-Covid 19 para final de año.

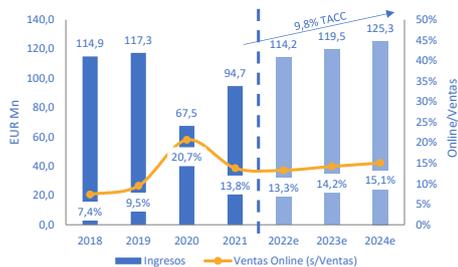
Por debajo del EBITDA, el efecto de los arrendamientos y la amortización impide la superación del break-even en EBIT semestral (aunque sí en el 2T22 estanco: EUR 0,9 Mn). En el 1S22, destacan los gastos financieros que ascienden a EUR 1,4Mn (+63,4% vs 1S21) recogiendo el efecto divisa (57% del gasto financiero total).

El repunte de la Deuda Neta 1S22 (EUR 8,8Mn vs EUR 1,7Mn a cierre 2021) se explica por la inversión de la compañía en CAPEX (EUR 2,1Mn el 1S22 vs EUR 0,6Mn 1S21), con generación negativa de FCF en el primer semestre. Nuestro escenario central prevé niveles de Deuda Neta similares (EUR 8,8Mn) para el final del ejercicio (DN/FFPP 22e 1,2x) lo que supone una estructura de capital poco presionada y con margen para continuar invirtiendo.

El deterioro “macro” impedirá superar el 2019 en 2022e, pero el comportamiento del 1S22 refuerza la idea de estar en el “camino correcto”

Los principales retos a los que se enfrenta ADZ en nuestra opinión son: i) mantener un crecimiento sostenido (+9,8% TACC 2021-2024e) pese a tener la macro en contra (inflación, cortes en las cadenas de suministro, menor consumo) y ii) mejorar la rentabilidad (Mg. EBIT 3% en 2023e). Tras los resultados 1S22 aupados por el incremento de las ventas por tienda y la capacidad de apalancar sus gastos operativos tras las reestructuraciones llevadas a cabo en los ejercicios pasados hacen que planteemos una revisión de nuestras estimaciones 2022e-2024e:

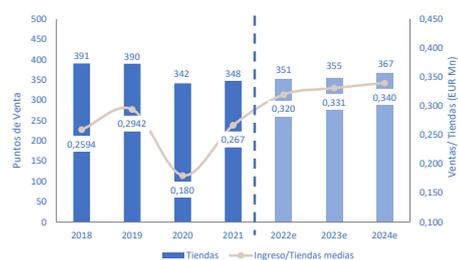
Gráfico 2. Ingresos vs Online (s/ventas) 2018-2024e



- **Niveles de Ingresos pre-Covid “a la vista” (Ingresos 2022e: EUR 114,2Mn; +5,5% vs estimación anterior)...** Los resultados del 1S22 (Ingresos +26,2% vs 1S21) y la mejora en las ventas por tienda (+26,9%) nos llevan a revisar al alza nuestras estimaciones de ingresos 2022e. El reconocimiento de la marca ha permitido a ADZ repercutir la subida de costes a sus precios sin penalizar la demanda.

Nuestro escenario central asume un ritmo de aperturas de 6 puntos de venta a/a (franquicias, principalmente) hasta 2024e. A lo que hay que añadir la evolución del canal online (c. 13,8% s/Ingresos 2021 vs 9,5% en 2019) que mejora las ventas por geografía, aunque aún está lejos de igualar el peso que tiene en sus principales competidores (media de 20% del sector; 25,5% Inditex). Nuestras estimaciones recogen un aumento hasta c.15% en 2024e, (y, por tanto, por debajo del benchmark sectorial, que vendría explicado por el mayor peso del cliente “senior” de ADZ).

Gráfico 3. Tiendas vs Ventas/Tiendas Medias (2018-2024e)



Todo lo anterior, nos lleva a unos ingresos 2024e (escenario no agresivo en aperturas) de EUR 125,3Mn (+9,8% TACC 2021-2024e) que incluyen la renovación del contrato para la producción de perfumes y cosméticos con Puig (c.15% de participación en el capital). La ciclicidad de la industria hace que el reconocimiento de marca, y la expansión a nuevas geografías sean los principales drivers del crecimiento para ADZ junto con el online (TACC 2021-2024e +13,3%; +3,5 p.p. sobre el crecimiento de ventas totales).

- **... que sumados a las reestructuraciones realizadas, empujan el EBITDA 2022e (EUR 11,1Mn; +10,3% vs estimación anterior).** La estrategia de marca (premium) ha permitido a ADZ proteger el margen en el 1S22 (+5p.p. vs 1S21), pero nuestro modelo recoge un menor margen bruto en el 2022e (-1,2 p.p. vs 2021) por la combinación del dólar, inflación y descuentos de final de temporada.

Gráfico 4. EBITDA rec. vs Opex/Ingresos (2018-2024e)



Estimamos una recuperación en el Mg. EBITDA 2022e (9,7%) gracias a la reestructuración de 2021. Lo que nos lleva a un EBITDA 2022e de EUR 11,1Mn (+85,8% vs 2021) cercano a 2019 (EUR 11,3Mn). En 2024e, el control de gasto de personal y el apalancamiento operativo del negocio (en un contexto de fuerte de crecimiento en ingresos) llevarían a multiplicar c.2x el Mg. EBITDA de 2021 (Mg. EBITDA 2024e 13,4%).

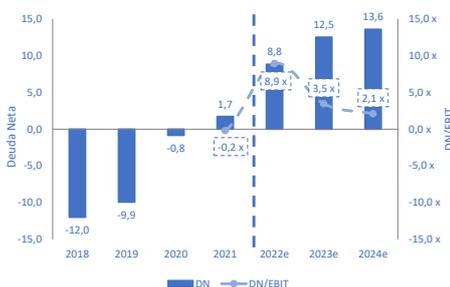
- **El gasto por arrendamientos (NIIF 16) mantendrán el EBIT bajo presión.** Estimamos una vuelta del gasto por arrendamientos a niveles de 2019 (EUR 8,7Mn), por el fin de las bonificaciones de Covid-19 y la firma de nuevos contratos, que mantendrán el EBIT bajo presión en los siguientes ejercicios.

Gráfico 5. EBIT vs NIIF 16 (2018-2024e)



- **Vuelta al Beneficio Neto positivo “ya” en 2023e.** Por debajo del EBIT estimamos un gasto financiero elevado, esencialmente por el alza de tipos y las pérdidas derivadas del tipo de cambio. Estimamos una tasa fiscal del 15% para el 2023e y 2024e por la aplicación de BINS acumuladas durante el 2019 y 2020. El crecimiento en ingresos y la mejora en la rentabilidad harán posible superar el break-even en BN en 2023e (EUR 0,3Mn).

Gráfico 6. DN/EBIT (2018-2024e)



- **Un endeudamiento bajo control (DN/FFPP 2022e 1,2x).** La gestión del Covid-19, y el uso de micro colecciones para mejorar la eficiencia de los inventarios ha permitido reducir el ratio de circulante/ventas hasta c. 5% (vs 14,6% en 2019) que esperamos se sitúe en el 7% en 2024e. El aumento del CAPEX en el 1S22 nos lleva a estimar una inversión del 4% s/Ingreso al año (vs 4,5% del sector). Nuestro escenario contempla un aumento de la DN 2024e hasta EUR 13,6Mn (DN/FFPP 2024e 0,8x). No estimamos un FCF positivo hasta 2024e (EUR 0,7Mn), aunque dependiente del éxito de la estrategia comercial, gestión de inventarios y de la inversión.

Tabla 2. Revisión de estimaciones (2022e-2024e)

EUR Mn	2022e (Nuevo)	2022e	Revisión (%)	2023e (Nuevo)	2023e	Revisión (%)	2024e (Nuevo)
Total Ingresos	114,2	108,3	5,5%	119,5	116,3	2,8%	125,3
EBITDA (Recurrente)	11,1	10,1	10,3%	13,8	13,8	0,0%	16,8
EBITDA Rec. / Ventas	9,7%	9,3%	0 p.p.	11,6%	11,9%	0 p.p.	13,4%
EBIT	1,0	2,0	-51,6%	3,6	5,6	-35,2%	6,5
Beneficio Neto	-1,9	-0,4	-411,9%	0,3	2,0	-87,4%	2,5
Free Cash Flow (Rec.)	-5,7	-3,5	-63,6%	-2,0	-2,1	2,6%	0,7
DN / EBITDA	0,8x	0,8x	0,0x	0,9x	0,7x	0,2x	0,8x

2022e es para ADZ, su nuevo punto de inflexión

Tras una larga reestructuración que ha llevado a ADZ a reducir su estructura drásticamente (-127 tiendas -5y), el año 2019 se convirtió en el primer año para “testear” el resultado de su estrategia. Esa idea se vio más tarde lastrada por la crisis del Covid-19. Por lo que 2022e se convierte en su “nuevo” punto de inflexión, una vez recuperado el nivel ingresos prepandemia.

En un escenario en el que la macro juega claramente en contra, tanto por el estancamiento de la inflación en niveles de c.8% como por el alza de tipos y PIB a la baja, el “equity story” de ADZ pivota sobre tres variables: i) Crecimiento en ingresos (por la optimización de puntos de venta, y del online), ii) mejora de márgenes (ya vista en el 1S22, y que nos indica la capacidad de apalancar la estructura en un escenario de crecimiento de ingresos) y iii) una DN asumible (aunque habrá que esperar a 2024e para la generación de FCF positivo).

¿Qué nos dicen hoy los números de ADZ?

La “foto” actual sitúa ADZ como una empresa que recupera en 2022e su nivel pre-covid. Marcada por una profunda reestructuración y pérdidas durante casi una década que le han llevado a cotizar a múltiplos objetivamente muy bajos: EV/EBITDA < 6,2x (sector >10,6x) y EV/Vtas 0,6x (sector > 2,7x).

Tras los resultados 1S22, ADZ ha vuelto a ganar *momentum*, en un entorno incierto, en el que los pequeños jugadores (con reconocimiento de marca) de la industria se están viendo beneficiados frente a los más grandes. El posicionamiento de “lujo asequible” es una de las ventajas que ofrece hoy ADZ. El precio de la acción ha caído un -44% desde 2019 (-3y) pero, de manera muy simple, cabe señalar que los niveles de ventas y EBITDA son hoy casi idénticos a los vistos hace 3 años. El hecho es que, en base a nuestros números, el fuerte descuento en múltiplos vs “ADZ 2019” no puede explicarse por el crecimiento esperado (TACC EBITDA 2022e-2024e +23%). Lo que quizá señala una oportunidad.

Tabla 3. 2022e vs 2019

	2022e	2019	Var.
Ingresos	114,2	117,3	-2,6%
EBITDA	11,1	11,3	-2,2%
Mg. EBITDA	9,7%	9,7%	0,0 p.p.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2022e	2023e	2024e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(4,2)	(0,9)	2,0	n.a.			
Market Cap	37,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	8,8	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,5%	Coste de la deuda neta			5,3%	5,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,2%	4,6%	
Risk free rate (rf)	3,0%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,2	
Coste del Equity	9,6%	Ke = Rf + (R * B)			8,5%	10,8%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	81,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	19,0%	D			=	=	
WACC	8,6%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,6%	9,6%	
G "Razonable"	1,5%				2,0%	1,5%	

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 22e	BPA 22e-24e	EV/EBITDA 22e	EBITDA 22e-24e	EV/Vtas. 22e	Ingresos 22e-24e	EBITDA/Vtas. 22e	FCF Yield 22e	FCF 22e-24e	
Burberry Group PLC	BRBY-GB	9.466,0	17,9	6,2%	9,0	5,2%	2,7	5,8%	30,6%	5,7%	10,5%	
Hugo Boss AG	BOSS-DE	3.670,7	17,5	14,7%	6,2	7,9%	1,2	6,0%	19,8%	5,1%	41,7%	
Salvatore Ferragamo SpA	SFER-IT	2.717,5	37,8	3,6%	9,8	4,2%	2,3	8,0%	23,6%	3,5%	-4,1%	
SMCP SA	SMCP-FR	526,1	10,4	21,0%	4,6	8,3%	1,1	6,2%	22,9%	10,1%	30,1%	
Referentes de Lujo Asequible				20,9	11,4%	7,4	6,4%	1,8	6,5%	24,2%	6,1%	19,6%
Kering	KER-FR	68.051,1	16,7	8,3%	10,0	8,0%	3,5	7,3%	35,4%	5,5%	10,4%	
Tapestry	TPR-US	8.583,5	11,8	10,7%	8,2	1,1%	1,7	1,7%	21,2%	8,5%	14,9%	
Capri Holdings Ltd	CPRI-US	6.596,5	7,8	8,3%	8,2	4,7%	1,8	5,1%	21,5%	n.a.	3,7%	
PVH Corp	PVH-US	3.966,0	8,0	14,4%	6,6	6,9%	0,8	3,9%	12,2%	n.a.	n.a.	
Holdings Retail Especializado				11,1	10,4%	8,2	5,2%	2,0	4,5%	22,6%	7,0%	9,7%
ADZ	ADZ-ES	37,4	n.a.	81,4%	6,2	23,0%	0,6	4,8%	9,7%	n.a.	45,7%	

Análisis de sensibilidad (2023e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 23e	EBITDA 23e	EV/EBITDA 23e
Max	12,8%	15,3	4,5x
Central	11,6%	13,8	5,0x
Min	10,4%	12,4	5,6x

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 23e		
EBITDA 23e	2,9%	3,2%	3,5%
15,3	(0,2)	(0,6)	(1,0)
13,8	(1,7)	(2,0)	(2,4)
12,4	(3,1)	(3,5)	(3,8)

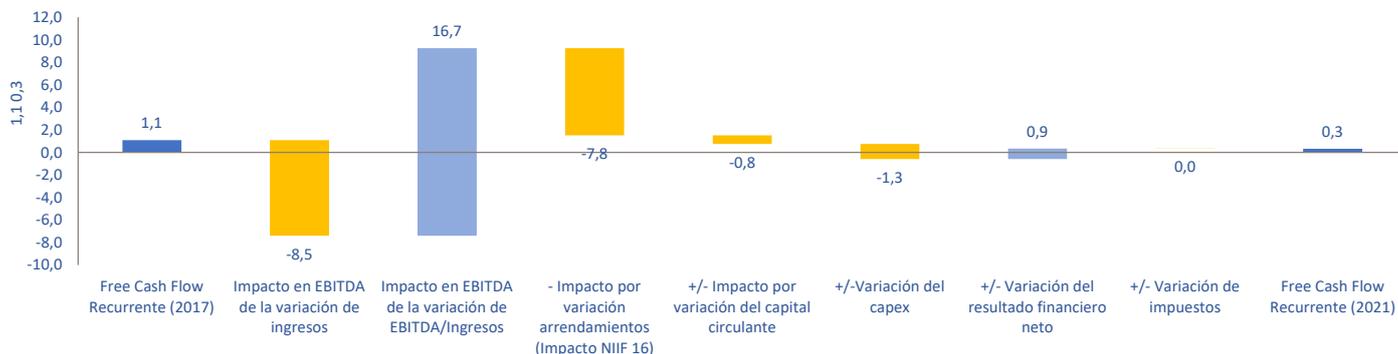
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e		
Inmovilizado inmaterial	0,9	0,8	34,9	28,3	27,8	27,1	26,3	25,6		
Inmovilizado material	11,5	10,1	10,2	9,7	7,5	11,4	14,4	17,3		
Otros activos no corrientes	8,5	8,1	0,7	1,2	2,4	2,4	2,4	2,4		
Inmovilizado financiero	5,8	5,7	5,9	4,7	5,7	5,7	5,7	5,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	36,2	36,2	38,0	30,6	26,5	32,5	33,7	34,9		
Total activo	62,9	60,8	89,6	74,5	69,8	79,0	82,6	85,8		
Patrimonio neto	52,3	52,2	44,2	24,0	15,5	13,6	13,8	16,3		
Minoritarios	0,7	0,8	0,9	1,0	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	1,0	1,5	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5		
Otros pasivos no corrientes	-	-	34,2	28,2	29,0	29,0	29,0	29,0		
Deuda financiera neta	(9,9)	(12,0)	(9,9)	(0,8)	1,7	8,8	12,5	13,6		
Pasivo circulante	19,2	18,9	18,8	20,7	22,1	26,2	25,8	25,4		
Total pasivo	62,9	60,8	89,6	74,5	69,8	79,0	82,6	85,8		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
Total Ingresos	117,0	114,9	117,3	67,5	94,7	114,2	119,5	125,3	-5,2%	9,8%
<i>Cto. Total Ingresos</i>	<i>3,3%</i>	<i>-1,7%</i>	<i>2,0%</i>	<i>-42,5%</i>	<i>40,3%</i>	<i>20,6%</i>	<i>4,6%</i>	<i>4,9%</i>		
Coste de ventas	(49,0)	(47,3)	(50,6)	(35,3)	(40,5)	(50,2)	(51,8)	(53,5)		
Margen Bruto	68,0	67,6	66,7	32,2	54,2	64,0	67,7	71,8	-5,5%	9,8%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>58,1%</i>	<i>58,8%</i>	<i>56,9%</i>	<i>47,7%</i>	<i>57,3%</i>	<i>56,1%</i>	<i>56,6%</i>	<i>57,3%</i>		
Gastos de personal	(39,8)	(36,9)	(36,7)	(22,7)	(28,7)	(32,3)	(32,9)	(33,7)		
Otros costes de explotación	(30,4)	(28,4)	(18,7)	(18,8)	(19,5)	(20,6)	(20,9)	(21,3)		
EBITDA recurrente	(2,2)	2,4	11,3	(9,3)	6,0	11,1	13,8	16,8	47,4%	41,2%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>75,7%</i>	<i>207,9%</i>	<i>378,3%</i>	<i>-182,1%</i>	<i>164,1%</i>	<i>85,8%</i>	<i>24,7%</i>	<i>21,4%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,1%</i>	<i>9,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>6,3%</i>	<i>9,7%</i>	<i>11,6%</i>	<i>13,4%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	(1,2)	-	2,5	(5,6)	-	-	-		
EBITDA	(2,2)	1,2	11,3	(6,8)	0,4	11,1	13,8	16,8	21,4%	n.a.
Depreciación y provisiones	(2,9)	(1,8)	(1,5)	(2,1)	(1,2)	(1,4)	(1,5)	(1,6)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	(8,9)	(8,7)	(7,8)	(8,7)	(8,7)	(8,7)		
EBIT	(5,1)	(0,6)	1,0	(17,6)	(8,6)	1,0	3,6	6,5	-14,2%	40,2%
<i>Cto. EBIT</i>	<i>61,0%</i>	<i>88,2%</i>	<i>259,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>50,9%</i>	<i>111,5%</i>	<i>266,4%</i>	<i>79,2%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,9%</i>	<i>3,0%</i>	<i>5,2%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,6)	0,5	(0,9)	(1,7)	(1,4)	(2,8)	(3,3)	(3,5)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(6,7)	(0,1)	0,0	(19,3)	(10,0)	(1,8)	0,3	3,0	-10,6%	31,9%
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>49,3%</i>	<i>98,0%</i>	<i>105,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>47,9%</i>	<i>82,4%</i>	<i>116,9%</i>	<i>892,2%</i>		
Extraordinarios	0,4	1,3	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(6,3)	1,2	0,0	(19,3)	(10,0)	(1,8)	0,3	3,0	-12,4%	31,9%
Impuestos	(0,4)	(1,5)	(8,2)	(0,0)	0,8	(0,2)	(0,0)	(0,4)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>15,0%</i>	<i>15,0%</i>		
Minoritarios	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(19,3)	(9,3)	(1,9)	0,3	2,5	-7,8%	31,5%
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>69,8%</i>	<i>92,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-132,5%</i>	<i>52,1%</i>	<i>79,0%</i>	<i>113,0%</i>	<i>892,2%</i>		
Beneficio ordinario neto	(6,8)	0,6	(0,1)	(21,8)	(4,4)	(1,8)	0,3	2,5	10,2%	36,9%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>47,6%</i>	<i>109,1%</i>	<i>-117,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>79,7%</i>	<i>60,1%</i>	<i>114,3%</i>	<i>892,2%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
EBITDA recurrente						11,1	13,8	16,8	47,4%	41,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(8,7)	(8,7)	(8,7)		
Var. capital circulante						(2,0)	(1,6)	(1,5)		
Cash Flow operativo recurrente						0,4	3,5	6,6	-2,1%	20,9%
CAPEX						(4,6)	(3,8)	(3,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,4)	(1,7)	(1,8)		
Impuestos						(0,2)	(0,0)	(0,4)		
Free Cash Flow Recurrente						(5,7)	(2,0)	0,7	-25,6%	28,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(5,7)	(2,0)	0,7	-33,9%	28,8%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						5,7	2,0	(0,7)		

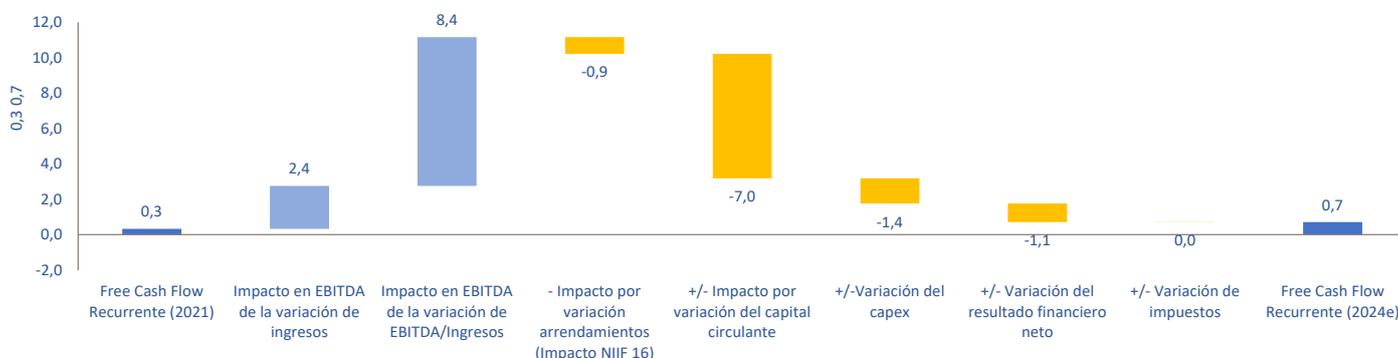
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC	
								18-21	21-24e
EBITDA recurrente	2,4	11,3	(9,3)	6,0	11,1	13,8	16,8	36,1%	41,2%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	207,9%	378,3%	-182,1%	164,1%	85,8%	24,7%	21,4%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	2,1%	9,7%	n.a.	6,3%	9,7%	11,6%	13,4%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(8,9)	(8,7)	(7,8)	(8,7)	(8,7)	(8,7)		
+/- Var. Capital circulante	(0,4)	(1,9)	9,4	5,5	(2,0)	(1,6)	(1,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,0	0,6	(8,6)	3,7	0,4	3,5	6,6	23,2%	20,9%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	-50,9%	-70,7%	n.a.	143,3%	-89,2%	771,6%	87,7%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	1,7%	0,5%	n.a.	3,9%	0,4%	2,9%	5,2%		
- CAPEX	(0,8)	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(4,6)	(3,8)	(3,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	0,5	(0,1)	(1,3)	(0,7)	(1,4)	(1,7)	(1,8)		
- Impuestos	(1,5)	(0,6)	(0,0)	(0,4)	(0,2)	(0,0)	(0,4)		
= Free Cash Flow recurrente	0,1	(2,6)	(11,9)	0,3	(5,7)	(2,0)	0,7	54,3%	28,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-91,7%	n.a.	-353,2%	102,8%	n.a.	64,5%	135,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	0,1%	n.a.	n.a.	0,4%	n.a.	n.a.	0,6%		
- Gastos de reestructuración y otros	(1,1)	-	2,5	(5,6)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	2,6	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	1,6	(2,6)	(9,4)	(5,3)	(5,7)	(2,0)	0,7	-74,1%	28,8%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-62,9%	-264,2%	-258,3%	44,3%	-8,8%	64,5%	135,0%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	0,2%	n.a.	n.a.	0,9%	n.a.	n.a.	1,9%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	4,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,9%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	1,1	0,1	(2,6)	(11,9)	0,3	(5,7)	(2,0)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,0	0,0	(4,8)	(3,8)	1,2	0,5	0,7		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	4,5	8,9	(15,8)	19,0	3,9	2,2	2,3		
= Variación EBITDA recurrente	4,6	9,0	(20,7)	15,3	5,1	2,7	3,0		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(8,9)	0,2	0,9	(0,9)	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(6,6)	(1,5)	11,3	(3,9)	(7,5)	0,4	0,1		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(2,1)	(1,4)	(9,2)	12,3	(3,3)	3,1	3,1		
+/- Variación del CAPEX	0,0	(1,7)	0,5	(0,2)	(2,3)	0,7	0,2		
+/- Variación del resultado financiero neto	2,1	(0,6)	(1,2)	0,6	(0,7)	(0,3)	(0,1)		
+/- Variación de impuestos	(1,1)	1,0	0,5	(0,4)	0,3	0,1	(0,4)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(1,0)	(2,7)	(9,3)	12,3	(6,1)	3,7	2,7		
Free Cash Flow Recurrente	0,1	(2,6)	(11,9)	0,3	(5,7)	(2,0)	0,7		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(0,6)	1,0	(17,6)	(8,6)	1,0	3,6	6,5	n.a.	40,2%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	30,0%	0,0%	0,0%	0,0%	15,0%	15,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,3)	-	-	-	(0,5)	(1,0)		
EBITDA recurrente	2,4	11,3	(9,3)	6,0	11,1	13,8	16,8	36,1%	41,2%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(8,9)	(8,7)	(7,8)	(8,7)	(8,7)	(8,7)		
+/- Var. Capital circulante	(0,4)	(1,9)	9,4	5,5	(2,0)	(1,6)	(1,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	2,0	0,6	(8,6)	3,7	0,4	3,5	6,6	23,2%	20,9%
- CAPEX	(0,8)	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(4,6)	(3,8)	(3,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,3)	-	-	-	(0,5)	(1,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	1,2	(2,3)	(10,6)	1,5	(4,2)	(0,9)	2,0	9,1%	9,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-63,7%	-296,1%	-370,5%	114,1%	-378,1%	79,3%	325,7%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	1,0%	n.a.	n.a.	1,6%	n.a.	n.a.	1,6%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	2,6	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	3,8	(2,3)	(10,6)	1,5	(4,2)	(0,9)	2,0	-26,4%	9,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-41,4%	-160,2%	-370,5%	114,1%	-378,1%	79,3%	325,7%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	1,7%	n.a.	n.a.	2,2%	n.a.	n.a.	2,8%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	5,4%	n.a.	n.a.	2,2%	n.a.	n.a.	2,8%		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2021)



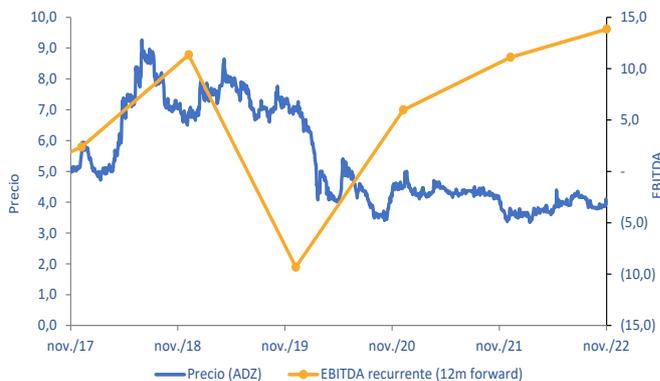
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2024e)



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	37,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	29,0	Rdos. 6m 2022
+ Deuda financiera neta	8,8	Rdos. 6m 2022
- Inmovilizado financiero	6,0	Rdos. 6m 2022
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	69,2	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)														TACC		
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	11-21	21-24e
Total Ingresos	156,1	166,9	156,1	152,1	134,9	124,3	117,0	114,9	117,3	67,5	94,7	114,2	119,5	125,3	-4,9%	9,8%
Cto. Total ingresos	-6,5%	6,9%	-6,5%	-2,6%	-11,3%	-7,9%	-5,9%	-1,7%	2,0%	-42,5%	40,3%	20,6%	4,6%	4,9%		
EBITDA	1,6	10,3	1,6	(7,5)	(2,7)	(1,1)	(2,2)	1,2	11,3	(6,8)	0,4	11,1	13,8	16,8	-13,4%	n.a.
Cto. EBITDA	-84,7%	553,8%	-84,7%	-577,7%	64,6%	58,6%	-100,1%	153,3%	868,1%	-160,1%	105,5%	n.a.	24,7%	21,4%		
EBITDA/Ingresos	1,0%	6,1%	1,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,0%	9,7%	n.a.	0,4%	9,7%	11,6%	13,4%		
Beneficio neto	(9,3)	(4,5)	(9,3)	(23,9)	(10,3)	(11,0)	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(19,3)	(9,3)	(1,9)	0,3	2,5	0,0%	31,5%
Cto. Beneficio neto	-106,1%	51,5%	-106,1%	-158,4%	57,1%	-7,5%	37,8%	92,7%	n.a.	-132,5%	52,1%	79,0%	113,0%	892,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,0	9,2	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3		
BPA (EUR)	-1,01	-0,49	-1,01	-2,62	-1,12	-1,21	-0,76	-0,05	-0,90	-2,10	-1,00	-0,21	0,03	0,27	0,1%	31,4%
Cto. BPA	n.a.	51,5%	n.a.	n.a.	57,1%	-7,5%	37,0%	92,9%	n.a.	n.a.	52,1%	79,1%	n.a.	n.a.		
BPA ord. (EUR)	-1,83	-0,37	-1,38	-2,55	-1,15	-1,28	-0,76	0,07	-0,01	-2,37	-0,48	-0,19	0,03	0,27	12,5%	36,9%
Cto. BPA ord.	n.a.	79,8%	n.a.	-85,0%	55,0%	-11,9%	40,9%	n.a.	n.a.	n.a.	79,7%	60,3%	n.a.	n.a.		
CAPEX	(6,2)	(9,0)	(6,2)	(0,7)	(1,6)	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(4,6)	(3,8)	(3,6)		
CAPEX/Vtas %	4,0%	5,4%	4,0%	0,5%	1,2%	1,6%	0,8%	0,7%	2,2%	3,0%	2,4%	4,0%	3,2%	2,9%		
Free Cash Flow	(11,3)	(34,3)	(11,3)	22,0	5,3	(3,6)	4,3	1,6	(2,6)	(9,4)	(5,3)	(5,7)	(2,0)	0,7	7,3%	28,8%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	14,0x	0,5x	14,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-10,2x	-0,9x	n.a.	4,6x	0,8x	0,9x	0,8x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14,8x		
EV/Vtas (x)	0,37x	0,25x	0,48x	0,37x	0,27x	0,37x	0,19x	0,50x	0,34x	0,35x	0,22x	0,61x	0,58x	0,55x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	36,5x	4,0x	47,6x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	48,8x	3,5x	n.a.	n.a.	6,2x	5,0x	4,1x		
Comport. Absoluto	-38,5%	-24,1%	44,8%	-12,4%	-30,4%	-4,9%	62,2%	29,7%	2,6%	-35,9%	-16,3%	6,1%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-29,2%	-20,4%	19,2%	-15,5%	-25,1%	-3,0%	51,0%	52,5%	-8,2%	-24,2%	-22,4%	9,8%				

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

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

Anexo 5. Principales comparables 2022e

		Referentes de Lujo Asequible					Holdings Retail Especializado						
EUR Mn		Burberry Group PLC	Hugo Boss AG	Salvatore Ferragamo SpA	SMCP SA	Average	Kering	Tapestry	Capri Holdings Ltd		PVH Corp	Average	ADZ
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BRBY-GB	BOSS-DE	SFER-IT	SMCP-FR		KER-FR	TPR-US	CPRI-US	PVH-US			ADZ-ES
	País	UK	Germany	Italy	France		France	USA	UK	USA			Spain
	Market cap	9.466,0	3.670,7	2.717,5	526,1		68.051,1	8.583,5	6.596,5	3.966,0			37,4
	Enterprise value (EV)	9.984,8	4.374,5	2.939,1	1.266,2		73.385,5	11.159,3	9.636,9	6.819,0			69,2
Información financiera básica	Total Ingresos	3.632,5	3.580,7	1.273,6	1.193,6		20.834,1	6.423,4	5.489,3	8.474,7			114,2
	Cto. Total Ingresos	10,6%	28,5%	12,2%	14,9%	16,6%	18,1%	16,3%	1,0%	-3,7%	7,9%	20,6%	
	2y TACC (2022e - 2024e)	5,8%	6,0%	8,0%	6,2%	6,5%	7,3%	1,7%	5,1%	3,9%	4,5%	4,8%	
	EBITDA	1.109,7	708,7	300,4	272,9		7.374,9	1.358,7	1.179,0	1.037,0			11,1
	Cto. EBITDA	15,5%	24,9%	0,9%	11,4%	13,2%	14,0%	7,6%	3,7%	-15,8%	2,4%	n.a.	
	2y TACC (2022e - 2024e)	5,2%	7,9%	4,2%	8,3%	6,4%	8,0%	1,1%	4,7%	6,9%	5,2%	23,0%	
	EBITDA/Ingresos	30,6%	19,8%	23,6%	22,9%	24,2%	35,4%	21,2%	21,5%	12,2%	22,6%	9,7%	
	EBIT	715,8	329,5	125,5	103,9		5.947,7	1.171,0	996,4	741,1			1,0
	Cto. EBIT	19,8%	26,7%	-8,2%	14,4%	13,2%	18,5%	11,3%	4,7%	-20,4%	3,5%	111,5%	
	2y TACC (2022e - 2024e)	6,9%	12,9%	1,3%	15,1%	9,0%	8,0%	1,3%	5,3%	8,8%	5,8%	n.a.	
	EBIT/Ingresos	19,7%	9,2%	9,9%	8,7%	11,9%	28,5%	18,2%	18,2%	8,7%	18,4%	0,9%	
	Beneficio Neto	543,2	207,3	72,2	50,2		4.049,5	822,9	896,3	502,7			(1,9)
	Cto. Beneficio Neto	18,0%	51,0%	-13,9%	112,8%	42,0%	28,0%	2,6%	13,5%	-45,1%	-0,2%	79,0%	
2y TACC (2022e - 2024e)	4,4%	14,8%	3,0%	23,3%	11,4%	8,4%	5,9%	2,7%	13,6%	7,6%	81,4%		
CAPEX/Ventas	6,6%	5,1%	4,9%	4,7%	5,3%	6,2%	1,4%	4,8%	4,0%	4,1%	4,0%		
Free Cash Flow	536,5	186,1	94,7	52,9		3.734,0	729,6	780,5	(13,4)	(5,7)			
Deuda financiera Neta	(839,7)	591,3	264,2	698,5		(279,8)	2.221,4	634,7	1.321,3	8,8			
DN/EBITDA (x)	n.a.	0,8	0,9	2,6	1,4	n.a.	1,6	0,5	1,3	1,1	0,8		
Pay-out	47,9%	38,4%	62,0%	0,0%	37,0%	44,4%	15,4%	0,0%	1,3%	15,3%	0,0%		
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	17,9	17,5	37,8	10,4	20,9	16,7	11,8	7,8	8,0	11,1	n.a.	
	P/BV (x)	5,2	3,3	3,4	0,4	3,1	4,4	3,9	2,8	0,8	3,0	2,8	
	EV/Ingresos (x)	2,7	1,2	2,3	1,1	1,8	3,5	1,7	1,8	0,8	2,0	0,6	
	EV/EBITDA (x)	9,0	6,2	9,8	4,6	7,4	10,0	8,2	8,2	6,6	8,2	6,2	
	EV/EBIT (x)	13,9	13,3	23,4	12,2	15,7	12,3	9,5	9,7	9,2	10,2	n.a.	
	ROE	28,8	18,9	9,0	4,2	15,3	26,1	30,9	35,7	9,9	25,7	n.a.	
	FCF Yield (%)	5,7	5,1	3,5	10,1	6,1	5,5	8,5	11,8	n.a.	8,6	n.a.	
	DPA	0,65	1,15	0,27	0,00	0,52	14,43	0,48	0,00	0,09	3,75	0,00	
Dvd Yield	2,6%	2,2%	1,6%	0,0%	1,6%	2,6%	1,3%	0,0%	0,2%	1,0%	0,0%		

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

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

LIGHTHOUSE

Calle Basílica, 17, 1ª Planta, Oficinas
28020 Madrid

T: +34 915 904 226

www.ieaf.es/lighthouse

Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

David López Sánchez

Equity research

david.lopez@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad

Equity research

enrique.andres@Lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (www.ieaf.es/lighthouse) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

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 pueden cotizar o no en los mercados secundarios oficiales, y especialmente (pero no exclusivamente) 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 alguien 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 alguien 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 IEF 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 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 notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
28-Nov-2022	n.a.	4,03	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Subimos estimaciones	Luis Esteban Arribas
15-Jul-2022	n.a.	3,92	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	Alfredo Echevarría Otegui
28-Abr-2022	n.a.	3,80	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
24-Ene-2022	n.a.	3,62	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
02-Dic-2021	n.a.	3,77	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
01-Sep-2021	n.a.	4,49	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Ana Isabel González García, CIIA
28-Jul-2021	n.a.	4,34	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021	Ana Isabel González García, CIIA
14-Jun-2021	n.a.	4,28	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	Ana Isabel González García, CIIA
29-Abr-2021	n.a.	4,50	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
29-Mar-2021	n.a.	4,20	n.a.	n.a.	Noticia importante	Ana Isabel González García, CIIA
18-Ene-2021	n.a.	4,78	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
02-Dic-2020	n.a.	4,60	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
17-Sep-2020	n.a.	3,90	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
25-Jun-2020	n.a.	5,10	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Ana Isabel González García, CIIA
13-Ene-2020	n.a.	6,90	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
03-Dic-2019	n.a.	7,36	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

