

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Textiles, Apparel & Luxury Goods

Precio de Cierre: EUR 6,35 (13 jul 2023)

Fecha del informe: 14 jul 2023 (08:00h)

Resultados 3m 2023

Análisis Independiente de Compañías

Resultados 3m 2023

 Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperado

 Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos 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 (>35% s/Ingresos), está gestionada por la familia fundadora (31% del capital), que prevalece en el Consejo.

Rdos 1T23: por debajo de lo esperado. No reflejan el potencial de ADZ

LAS VENTAS INTERNACIONALES (+32% VS 1T22) SON EL MOTOR DE CRECIMIENTO EN INGRESOS DEL 1T23 (+13,5% VS 1T22)...

ADZ cierra el 1T23 con unos ingresos de EUR 21,8Mn (+13,5% vs 1T23), con un crecimiento muy superior al estimado para el año (+5,7% 2023e). Las ventas comparables siguen creciendo (+9%). Por geografías, las ventas internacionales se disparan (+32%) frente a las ventas en Europa (+6,1%). Lo que da visibilidad a la estrategia de crecimiento mediante internacionalización del negocio planteada por ADZ en 2022. El peso de los puntos de venta internacionales sobre el total aumenta un +7p.p. (vs 1T23) hasta el 58% del total.

...APOYADAS POR EL BUEN COMPORTAMIENTO DE LA VENTA MEDIA/TIENDA (+14,4% VS 1T22)

que ha permitido crecer con fuerza en ingresos con -3 puntos de venta menos vs 1T 2022.

LA CAÍDA EN MARGEN BRUTO (-2P.P. VS 1T22) Y MAYOR ESTRUCTURA IMPIDEN TRASLADAR EL CRECIMIENTO EN INGRESOS AL EBITDA.

En un trimestre normalmente “full price” (sin rebajas) el margen bruto se resiente por el efecto divisa en el momento de la compra (noviembre 2022) de la colección de primavera-verano. A lo que habría que añadir, el mayor peso de costes de estructura (+16,6% vs 1T22), consecuencia de un mayor gasto destinado a la digitalización, y los esfuerzos en la consolidación de marca transversal a todas las edades, impiden que el crecimiento en ingresos se vea reflejado en el EBITDA 1T23 EUR 0,4Mn (vs EUR 0,9Mn 1T22).

EL GASTO POR AMORTIZACIÓN “HUNDE” EL EBIT (EUR -2,9MN VS EUR 1,5MN 1T22).

Por debajo del EBITDA, el gasto por amortización aumenta un +37,4% (vs 1T22) por 2 razones: i) aumento del CAPEX en 2022 (EUR 5,5Mn; vs EUR 2,2Mn en 2021) y ii) mayor coste de los arrendamientos con la actualización del IPC.

RESULTADOS CON DOS CARAS: MUY BUENA EVOLUCIÓN EN INGRESOS Y MÁRGENES PRESIONADOS.

Ante unos resultados por encima en ingresos, pero que decepcionan en EBITDA, mantenemos estimaciones. Por 3 razones: i) estacionalidad del negocio (el 1T representa <20% de la facturación total del año; y no es representativo ni en crecimiento ni en márgenes), ii) concentración de gasto (1T23) para impulsar el crecimiento y iii) mayor rentabilidad de las nuevas aperturas (visible en el 2S). Hoy nuestro escenario central apunta a unos Ingresos 2023e de EUR 121,9Mn con un EBITDA de EUR 13,9Mn, un BN > break-even y generación de caja negativa FCF EUR -3,3Mn (DN 22 EUR 8,1Mn). Tras el buen comportamiento de la acción -12m (+62%) nuestros números cotizan 0,8x EV/Vtas 23e (vs 1,8x del sector).

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	17,6	4,1	62,0	57,6	30,1	-20,6
vs Ibxex 35	15,8	2,2	35,8	36,8	2,0	-18,5
vs Ibxex Small Cap Index	14,2	1,7	52,9	38,4	-0,8	-25,7
vs Eurostoxx 50	16,4	3,4	27,4	36,1	-0,7	-37,6
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	10,9	1,3	-1,2	14,5	-29,7	-61,4

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	58,9	65,9
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	95,4	106,8
Número de Acciones (Mn)	9,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,86 / 4,89 / 3,79	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽³⁾	8,5	
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
Indumenta Pueri	9,1
Free Float	22,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,3	9,3	9,3	9,3
Total Ingresos	115,3	121,9	127,2	132,8
EBITDA Rec.	10,9	13,9	16,5	17,7
% Var.	142,9	26,9	18,8	7,0
% EBITDA Rec./Ing.	9,5	11,4	13,0	13,3
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	7,3	7,5	17,9	11,6
Beneficio neto	0,2	1,2	2,9	3,6
BPA (EUR)	0,02	0,13	0,32	0,39
% Var.	101,7	638,4	149,8	24,4
BPA ord. (EUR)	-0,12	0,13	0,32	0,39
% Var.	80,6	201,3	149,8	24,4
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-8,3	-3,3	-0,5	0,4
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	8,1	12,3	13,7	14,3
DN / EBITDA Rec.(x)	0,7	0,9	0,8	0,8
ROE (%)	1,0	6,6	14,7	15,7
ROCE (%) ⁽⁵⁾	17,3	10,5	15,5	15,8

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁶⁾

PER	n.a.	50,3	20,1	16,2
PER Ordinario	n.a.	50,3	20,1	16,2
P/BV	3,4	3,2	2,8	2,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,83	0,78	0,75	0,72
EV/EBITDA Rec.	8,7	6,9	5,8	5,4
EV/EBIT	32,2	30,7	17,3	14,7
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	0,7

(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 6,7%, Ibercapital Magnum, SICAV S.A 4,5%, Autocartera 0,5%

(*) 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.

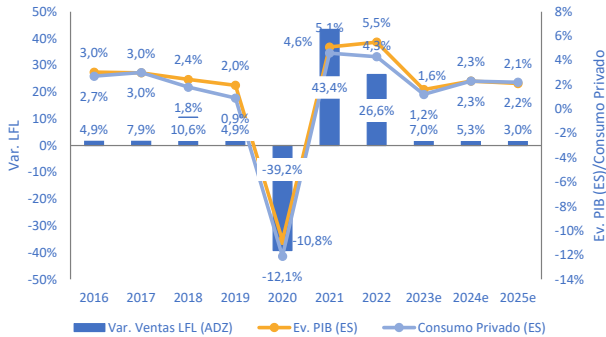
Resultados 3m 2023
Resultados 1T23

Toda referencia a los resultados del periodo a 3M será al periodo comprendido entre el 1 de marzo y el 31 de mayo.

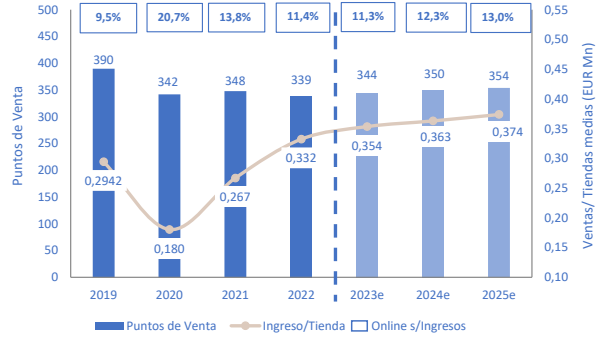
EUR Mn	3m23		3m23 Real		2023e vs
	Real	3m22	vs 3m22	2023e	2022
Total Ingresos	21,8	19,2	13,5%	121,9	5,7%
Margen Bruto	14,6	13,3	10,2%	69,8	5,6%
<i>Mg. Bruto/Ingresos</i>	<i>67,1%</i>	<i>69,1%</i>	<i>-2,0 p.p.</i>	<i>57,2%</i>	<i>-0,1 p.p.</i>
EBITDA (Recurrente)	0,4	0,9	-54,6%	13,9	26,9%
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>1,8%</i>	<i>4,6%</i>	<i>-2,8 p.p.</i>	<i>11,4%</i>	<i>1,9 p.p.</i>
EBITDA	0,4	0,9	-54,6%	13,9	3,9%
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>1,8%</i>	<i>4,6%</i>	<i>-2,8 p.p.</i>	<i>11,4%</i>	<i>-0,2 p.p.</i>
EBIT	-2,9	-1,6	-89,1%	3,1	5,2%
BAI	-3,5	-2,1	-63,1%	1,5	15,4%
BN	-3,5	-2,2	-61,2%	1,2	n.a.
Puntos de venta (Total)	347	350	-0,9%	344	2%
Puntos de venta (Internacional)	58%	51%	7,0 p.p.		

La compañía en 8 gráficos

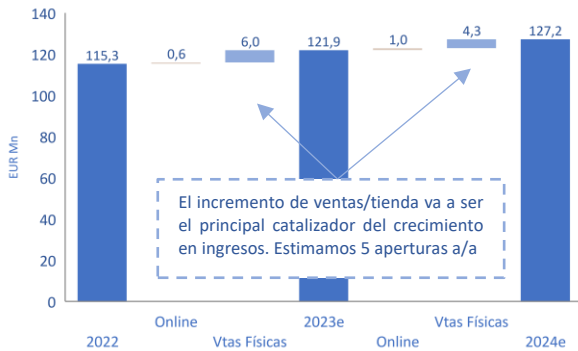
El sector en el que opera ADZ está caracterizado por una elevada ciclicidad



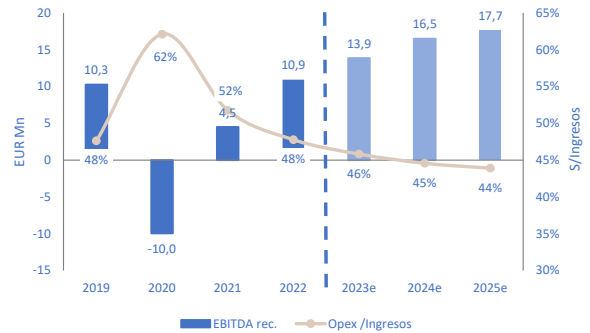
El redimensionamiento de la superficie comercial eleva la rentabilidad por centro (impulsada por el online: 11,4% s/Ingresos 22)...



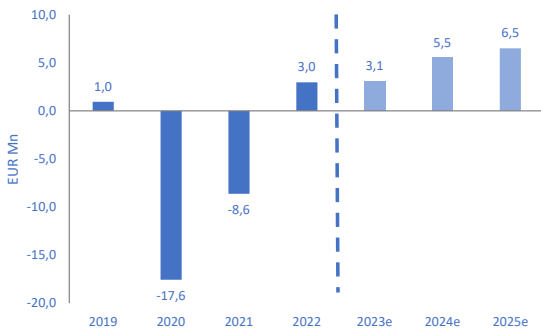
...principal driver sobre el que se basa nuestro crecimiento en ingresos para 2023e y 2024e (5 aperturas a/a)



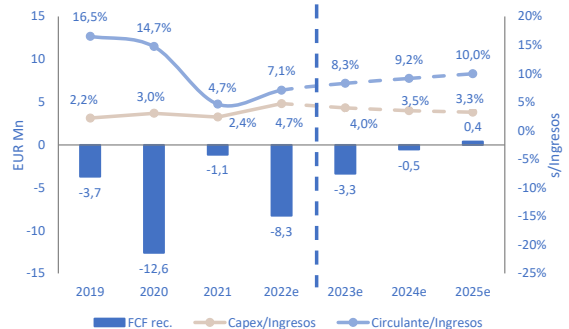
El foco en la reducción de costes permitirá a ADZ apalancarse sobre su estructura



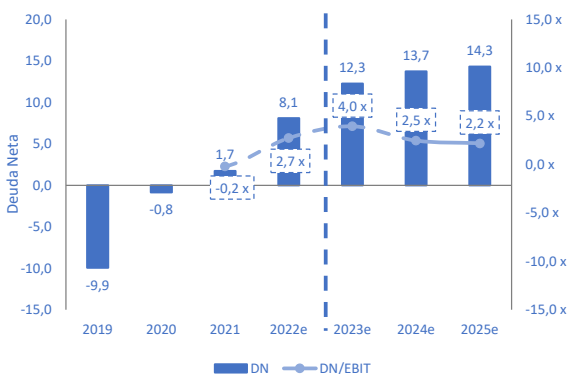
El crecimiento en ingresos (+4,8% TACC 22-25e) y la contención de costes empujarán el EBIT 25e hasta EUR 6,5Mn (vs EUR 1Mn en 2019)



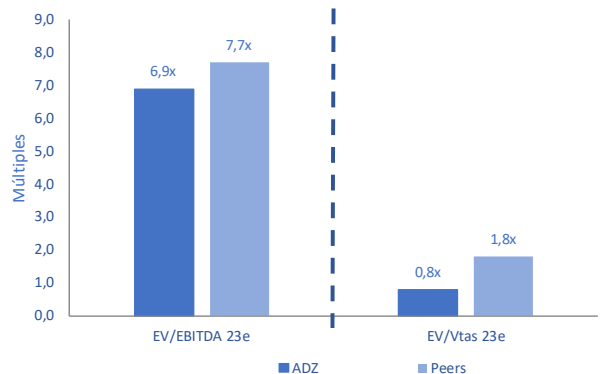
Lo que hará posible el break-even en FCF rec. 2024e, pese a la intensificación del CAPEX y el circulante



El consumo de caja estimado hasta 2025 elevará la DN 2025e hasta EUR 14,3Mn (DN/EBIT 24e 2,2x)



Cotizando a unos múltiplos EV/EBITDA 23e 6,9x y EV/Vtas 23e 0,8x (EV/EBITDA 23e 7,7x y EV/Vtas 23e 1,8x del sector)



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,8)	0,0	1,0	n.a.			
Market Cap	58,9	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	8,1	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2022)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,8%	4,2%	
Risk free rate (rf)	3,5%	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	10,1%	Ke = Rf + (R * B)			9,0%	11,3%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	87,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	12,1%	D			=	=	
WACC	9,4%	WACC = Kd * D + Ke * E				8,4%	10,4%
G "Razonable"	2,0%					2,5%	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 Factset	Mkt. Cap	PER 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Burberry Group PLC	BRBY-GB	9.309,5	17,4	11,2%	8,5	6,5%	2,5	6,3%	30,1%	6,2%	10,2%
Hugo Boss AG	BOSS-DE	5.298,3	20,5	24,0%	7,7	13,4%	1,5	8,9%	19,4%	5,8%	21,1%
Salvatore Ferragamo SpA	SFER-IT	2.476,1	63,3	56,8%	10,2	18,2%	2,0	7,4%	20,1%	3,2%	25,1%
SMCP SA	SMCP-FR	650,1	9,8	13,1%	4,6	6,9%	1,0	6,0%	22,7%	11,4%	16,7%
Referentes de Lujo Asequible			27,8	26,3%	7,7	11,2%	1,8	7,2%	23,1%	6,6%	18,3%
Kering	KER-FR	62.233,9	16,2	10,7%	9,5	9,5%	3,3	7,6%	34,8%	6,6%	8,8%
Tapestry	TPR-US	9.206,1	11,0	11,2%	9,4	6,1%	1,9	4,2%	20,6%	8,0%	14,7%
Capri Holdings Ltd	CPRI-US	3.793,6	6,0	10,1%	7,1	7,4%	1,3	4,9%	19,0%	n.a.	2,8%
PVH Corp	PVH-US	5.168,8	9,2	10,6%	7,6	5,4%	1,0	4,0%	12,9%	11,8%	12,9%
Holdings Retail Especializado			10,6	10,6%	8,4	7,1%	1,9	5,2%	21,8%	8,8%	9,8%
ADZ	ADZ-ES	58,9	50,3	76,3%	6,9	12,8%	0,8	4,3%	11,4%	n.a.	45,5%

Análisis de sensibilidad (2024e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	14,3%	18,1	5,3x
Central	13,0%	16,5	5,8x
Min	11,7%	14,8	6,4x

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

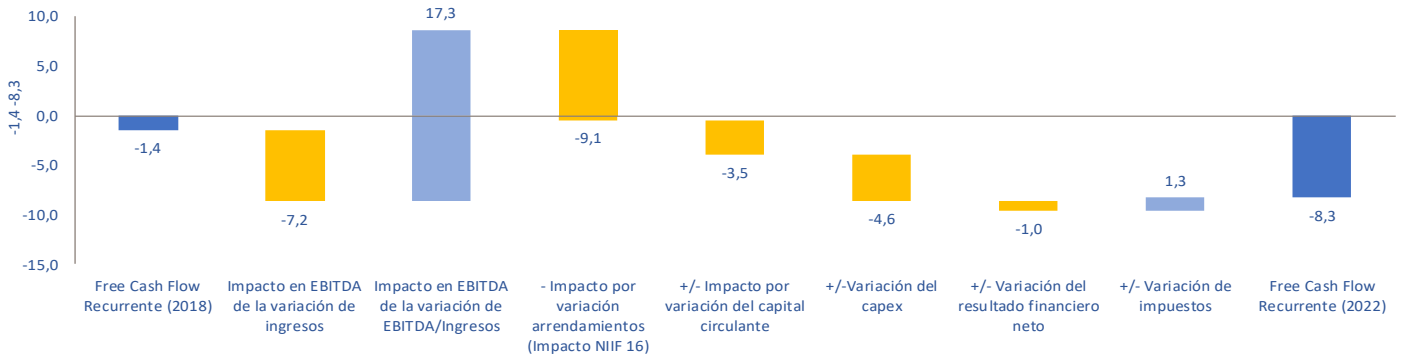
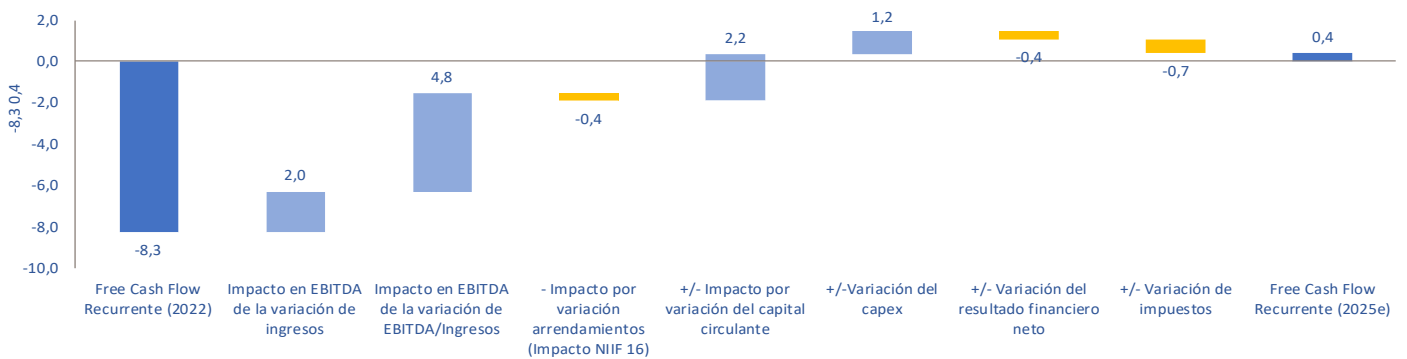
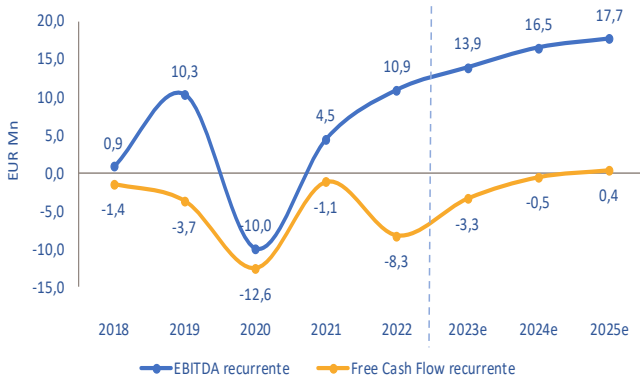
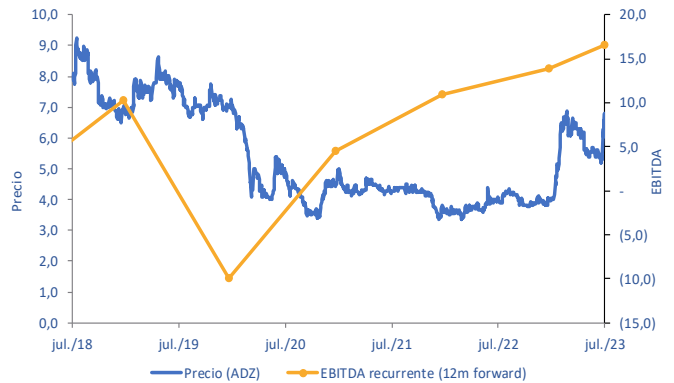
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e				Escenario	FCF Rec./Yield 24e		
EBITDA 24e	3,1%	3,5%	3,9%		Max	2,8%	1,9%	1,0%
18,1	1,6	1,1	0,6	➔	Central	n.a.	n.a.	n.a.
16,5	(0,0)	(0,5)	(1,0)		Min	n.a.	n.a.	n.a.
14,8	(1,7)	(2,2)	(2,7)					

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Inmovilizado inmaterial	0,8	34,9	28,3	27,8	33,5	32,8	32,0	31,2		
Inmovilizado material	10,1	10,2	9,7	7,5	9,3	13,5	17,1	20,6		
Otros activos no corrientes	8,1	0,7	1,2	2,4	2,7	2,7	2,7	2,7		
Inmovilizado financiero	5,7	5,9	4,7	5,7	5,6	5,6	5,6	5,6		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	36,2	38,0	30,6	26,5	35,6	37,4	38,4	40,1		
Total activo	60,8	89,6	74,5	69,8	86,7	91,9	95,9	100,1		
Patrimonio neto	52,2	44,2	24,0	15,5	17,2	18,4	21,3	24,9		
Minoritarios	0,8	0,9	1,0	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	1,0	1,5	1,4	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4		
Otros pasivos no corrientes	-	34,2	28,2	29,0	32,7	32,7	32,7	32,7		
Deuda financiera neta	(12,0)	(9,9)	(0,8)	1,7	8,1	12,3	13,7	14,3		
Pasivo circulante	18,9	18,8	20,7	22,1	27,4	27,2	26,8	26,8		
Total pasivo	60,8	89,6	74,5	69,8	86,7	91,9	95,9	100,1		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos	113,4	116,2	66,8	93,2	115,3	121,9	127,2	132,8	0,4%	4,8%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>-3,0%</i>	<i>2,5%</i>	<i>-42,5%</i>	<i>39,5%</i>	<i>23,7%</i>	<i>5,7%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,4%</i>		
Coste de ventas	(47,3)	(50,6)	(35,3)	(40,5)	(49,3)	(52,2)	(54,0)	(56,8)		
Margen Bruto	66,1	65,6	31,5	52,7	66,0	69,8	73,2	76,0	0,0%	4,8%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>58,3%</i>	<i>56,5%</i>	<i>47,2%</i>	<i>56,6%</i>	<i>57,3%</i>	<i>57,2%</i>	<i>57,5%</i>	<i>57,2%</i>		
Gastos de personal	(36,9)	(36,7)	(22,7)	(28,7)	(33,0)	(33,2)	(33,8)	(34,6)		
Otros costes de explotación	(28,4)	(18,7)	(18,8)	(19,5)	(22,1)	(22,6)	(22,9)	(23,7)		
EBITDA recurrente	0,9	10,3	(10,0)	4,5	10,9	13,9	16,5	17,7	89,0%	17,3%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>139,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-197,0%</i>	<i>145,2%</i>	<i>142,9%</i>	<i>26,9%</i>	<i>18,8%</i>	<i>7,0%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>0,8%</i>	<i>8,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,8%</i>	<i>9,5%</i>	<i>11,4%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,3%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,3	1,1	3,1	(4,1)	2,4	-	-	-		
EBITDA	1,2	11,3	(6,8)	0,4	13,4	13,9	16,5	17,7	83,8%	9,7%
Depreciación y provisiones	(1,8)	(1,5)	(2,1)	(1,2)	(1,3)	(1,5)	(1,6)	(1,7)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(8,9)	(8,7)	(7,8)	(9,1)	(9,3)	(9,4)	(9,5)		
EBIT	(0,6)	1,0	(17,6)	(8,6)	3,0	3,1	5,5	6,5	62,3%	30,0%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>88,2%</i>	<i>259,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>50,9%</i>	<i>134,3%</i>	<i>5,2%</i>	<i>77,7%</i>	<i>17,6%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,6%</i>	<i>2,6%</i>	<i>4,4%</i>	<i>4,9%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	0,5	(0,9)	(1,7)	(1,4)	(1,7)	(1,6)	(1,9)	(2,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(0,1)	0,0	(19,3)	(10,0)	1,3	1,5	3,7	4,6	84,6%	53,0%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>98,0%</i>	<i>105,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>47,9%</i>	<i>112,6%</i>	<i>15,4%</i>	<i>149,8%</i>	<i>24,4%</i>		
Extraordinarios	1,3	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	1,2	0,0	(19,3)	(10,0)	1,3	1,5	3,7	4,6	2,4%	53,0%
Impuestos	(1,5)	(8,2)	(0,0)	0,8	(1,1)	(0,3)	(0,7)	(0,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>87,5%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>	<i>20,0%</i>		
Minoritarios	(0,1)	(0,1)	(0,1)	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(0,5)	(8,3)	(19,3)	(9,3)	0,2	1,2	2,9	3,6	23,4%	n.a.
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>92,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-132,5%</i>	<i>52,1%</i>	<i>101,7%</i>	<i>638,4%</i>	<i>149,8%</i>	<i>24,4%</i>		
Beneficio ordinario neto	(0,6)	(1,2)	(22,5)	(5,9)	(1,2)	1,2	2,9	3,6	-19,3%	72,7%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>91,6%</i>	<i>-106,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>73,7%</i>	<i>80,4%</i>	<i>201,3%</i>	<i>149,8%</i>	<i>24,4%</i>		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						13,9	16,5	17,7	89,0%	17,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(9,3)	(9,4)	(9,5)		
Var.capital circulante						(1,9)	(1,5)	(1,6)		
Cash Flow operativo recurrente						2,7	5,6	6,6	-57,7%	74,2%
CAPEX						(4,9)	(4,5)	(4,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,8)	(0,9)	(1,0)		
Impuestos						(0,3)	(0,7)	(0,9)		
Free Cash Flow Recurrente						(3,3)	(0,5)	0,4	-55,2%	27,0%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(3,3)	(0,5)	0,4	n.a.	27,4%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						3,3	0,5	(0,4)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente	10,3	(10,0)	4,5	10,9	13,9	16,5	17,7	2,1%	17,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>-197,0%</i>	<i>145,2%</i>	<i>142,9%</i>	<i>26,9%</i>	<i>18,8%</i>	<i>7,0%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>8,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,8%</i>	<i>9,5%</i>	<i>11,4%</i>	<i>13,0%</i>	<i>13,3%</i>		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,9)	(8,7)	(7,8)	(9,1)	(9,3)	(9,4)	(9,5)		
+/- Var. Capital circulante	(1,9)	9,4	5,5	(3,8)	(1,9)	(1,5)	(1,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,5)	(9,2)	2,3	(2,0)	2,7	5,6	6,6	-60,2%	74,2%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>-201,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>124,4%</i>	<i>-188,9%</i>	<i>232,3%</i>	<i>110,8%</i>	<i>17,9%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,2%</i>	<i>4,4%</i>	<i>5,0%</i>		
- CAPEX	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(4,9)	(4,5)	(4,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(1,3)	(0,7)	(0,5)	(0,8)	(0,9)	(1,0)		
- Impuestos	(0,6)	(0,0)	(0,4)	(0,2)	(0,3)	(0,7)	(0,9)		
= Free Cash Flow recurrente	(3,7)	(12,6)	(1,1)	(8,3)	(3,3)	(0,5)	0,4	-30,6%	27,0%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	<i>-160,5%</i>	<i>-239,5%</i>	<i>91,0%</i>	<i>-628,3%</i>	<i>59,5%</i>	<i>84,2%</i>	<i>174,0%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</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>0,3%</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	1,1	3,1	(4,1)	2,4	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(2,6)	(9,4)	(5,3)	(5,8)	(3,3)	(0,5)	0,4	-30,3%	27,4%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	<i>n.a.</i>	<i>-258,3%</i>	<i>44,3%</i>	<i>-10,8%</i>	<i>42,7%</i>	<i>84,2%</i>	<i>174,0%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</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>0,7%</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</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>0,7%</i>		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(1,4)	(3,7)	(12,6)	(1,1)	(8,3)	(3,3)	(0,5)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,0	(4,4)	(3,9)	1,1	0,6	0,6	0,7		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	9,4	(15,9)	18,4	5,4	2,3	2,0	0,4		
= Variación EBITDA recurrente	9,4	(20,2)	14,5	6,4	2,9	2,6	1,2		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,9)	0,2	0,9	(1,4)	(0,2)	(0,1)	(0,1)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,5)	11,3	(3,9)	(9,3)	1,9	0,4	(0,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(1,0)	(8,8)	11,5	(4,3)	4,7	2,9	1,0		
+/- Variación del CAPEX	(1,7)	0,5	(0,2)	(3,2)	0,6	0,4	0,1		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,6)	(1,2)	0,6	0,2	(0,3)	(0,1)	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	1,0	0,5	(0,4)	0,2	(0,1)	(0,4)	(0,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(2,3)	(8,9)	11,5	(7,1)	4,9	2,8	0,9		
Free Cash Flow Recurrente	(3,7)	(12,6)	(1,1)	(8,3)	(3,3)	(0,5)	0,4		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT	1,0	(17,6)	(8,6)	3,0	3,1	5,5	6,5	46,0%	30,0%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	20,0%	20,0%	20,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,6)	(1,1)	(1,3)		
EBITDA recurrente	10,3	(10,0)	4,5	10,9	13,9	16,5	17,7	2,1%	17,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,9)	(8,7)	(7,8)	(9,1)	(9,3)	(9,4)	(9,5)		
+/- Var. Capital circulante	(1,9)	9,4	5,5	(3,8)	(1,9)	(1,5)	(1,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	(0,5)	(9,2)	2,3	(2,0)	2,7	5,6	6,6	-60,2%	74,2%
- CAPEX	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(4,9)	(4,5)	(4,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,6)	(1,1)	(1,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(3,0)	(11,3)	0,0	(7,5)	(2,8)	0,0	1,0	-34,9%	28,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>-742,0%</i>	<i>-270,2%</i>	<i>100,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>61,9%</i>	<i>101,2%</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,7%</i>		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(3,0)	(11,3)	0,0	(7,5)	(2,8)	0,0	1,0	-34,9%	28,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>-235,9%</i>	<i>-270,2%</i>	<i>100,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>61,9%</i>	<i>101,2%</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,0%</i>	<i>1,0%</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,0%</i>	<i>1,0%</i>		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2022)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025e)

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	58,9	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2022
+ Provisiones y otros pasivos a LP	34,0	Rdos. 12m 2022
+ Deuda financiera neta	8,1	Rdos. 12m 2022
- Inmovilizado financiero	5,6	Rdos. 12m 2022
+/- Otros ⁽¹⁾		
Enterprise Value (EV)	95,4	

(1) Incluye el pasivo derivado de la aplicación de la NIIF 16 (arrendamientos) por importe de EUR 27,4Mn.

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)															TACC	
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	12-22	22-25e
Total Ingresos	156,1	134,9	124,3	108,4	113,2	117,0	113,4	116,2	66,8	93,2	115,3	121,9	127,2	132,8	-3,0%	4,8%
Cto. Total ingresos	-6,5%	-13,6%	-7,9%	-12,8%	4,4%	3,3%	-3,0%	2,5%	-42,5%	39,5%	23,7%	5,7%	4,3%	4,4%		
EBITDA	1,6	(2,7)	(1,1)	(17,7)	(9,0)	(2,2)	1,2	11,3	(6,8)	0,4	13,4	13,9	16,5	17,7	23,9%	9,7%
Cto. EBITDA	-84,7%	-269,0%	58,6%	n.a.	49,0%	75,6%	153,3%	868,1%	-160,1%	105,5%	n.a.	3,9%	18,8%	7,0%		
EBITDA/Ingresos	1,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,0%	9,8%	n.a.	0,4%	11,6%	11,4%	13,0%	13,3%		
Beneficio neto	(9,3)	(10,3)	(11,0)	8,0	(22,7)	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(19,3)	(9,3)	0,2	1,2	2,9	3,6	7,3%	n.a.
Cto. Beneficio neto	-106,1%	-10,7%	-7,5%	172,2%	-384,8%	69,8%	92,7%	n.a.	-132,5%	52,1%	101,7%	638,4%	149,8%	24,4%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,0	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3		
BPA (EUR)	-1,01	-1,12	-1,21	0,87	-2,48	-0,75	-0,06	-0,90	-2,10	-1,01	0,02	0,13	0,32	0,39	7,3%	n.a.
Cto. BPA	n.a.	-10,7%	-7,5%	n.a.	n.a.	69,8%	92,6%	n.a.	n.a.	52,1%	n.a.	n.a.	n.a.	24,4%		
BPA ord. (EUR)	-1,83	-1,15	-1,28	-2,14	-2,48	-0,80	-0,06	-0,13	-2,44	-0,64	-0,12	0,13	0,32	0,39	23,6%	72,7%
Cto. BPA ord.	n.a.	37,4%	-11,9%	-66,7%	-16,3%	67,8%	92,1%	n.a.	n.a.	73,7%	80,6%	n.a.	n.a.	24,4%		
CAPEX	(6,2)	(1,6)	(2,0)	(2,4)	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(4,9)	(4,5)	(4,3)		
CAPEX/Vtas %	4,0%	1,2%	1,6%	2,2%	1,8%	0,8%	0,7%	2,2%	3,0%	2,4%	4,7%	4,0%	3,5%	3,3%		
Free Cash Flow	(11,3)	5,3	(3,6)	20,4	(12,7)	4,3	0,1	(2,6)	(9,4)	(5,3)	(5,8)	(3,3)	(0,5)	0,4	6,4%	27,4%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	14,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-10,2x	-0,9x	n.a.	4,6x	0,6x	0,9x	0,8x	0,8x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	4,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	50,3x	20,1x	16,2x		
EV/Vtas (x)	0,38x	0,46x	0,41x	0,08x	0,29x	0,27x	0,48x	0,35x	0,54x	0,34x	0,56x	0,78x	0,75x	0,72x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	37,8x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	46,0x	3,6x	n.a.	n.a.	4,8x	6,9x	5,8x	5,4x		
Comport. Absoluto	-24,1%	44,8%	-12,4%	-30,4%	-4,9%	62,2%	29,7%	2,6%	-35,9%	-16,3%	6,1%	57,6%	5,8x	5,4x		
Comport. Relativo vs Ibex 35	-20,4%	19,2%	-15,5%	-25,1%	-3,0%	51,0%	52,5%	-8,2%	-24,2%	-22,4%	12,3%	36,8%				

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 2023e

		Referentes de Lujo Asequible					Holdings Retail Especializado					ADZ
		Burberry Group PLC	Hugo Boss AG	Salvatore Ferragamo SpA	SMCP SA	Average	Kering	Tapestry	Capri Holdings Ltd	PVH Corp	Average	
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	9.309,5	5.298,3	2.476,1	650,1		62.233,9	9.206,1	3.793,6	5.168,8		58,9
	Enterprise value (EV)	9.798,6	6.134,2	2.653,2	1.336,7		69.628,8	11.568,1	6.785,2	8.218,3		95,4
Información financiera básica	Total Ingresos	3.850,0	4.092,4	1.301,7	1.293,0		21.088,5	5.984,5	5.033,0	8.348,7		121,9
	Cto.Total Ingresos	6,2%	12,1%	4,0%	7,2%	7,4%	3,6%	0,2%	0,3%	3,6%	1,9%	5,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,3%	8,9%	7,4%	6,0%	7,2%	7,6%	4,2%	4,9%	4,0%	5,2%	4,3%
	EBITDA	1.159,1	793,5	261,1	292,9		7.330,9	1.231,3	956,9	1.076,5		13,9
	Cto. EBITDA	0,9%	14,7%	-9,1%	9,6%	4,0%	1,0%	-2,5%	9,2%	0,3%	2,0%	3,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,5%	13,4%	18,2%	6,9%	11,2%	9,5%	6,1%	7,4%	5,4%	7,1%	12,8%
	EBITDA/Ingresos	30,1%	19,4%	20,1%	22,7%	23,1%	34,8%	20,6%	19,0%	12,9%	21,8%	11,4%
	EBIT	753,4	406,9	77,7	124,7		5.732,9	1.064,0	797,0	818,2		3,1
	Cto. EBIT	0,5%	11,8%	-33,3%	12,1%	-2,2%	2,6%	-2,3%	11,2%	1,7%	3,3%	5,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	10,5%	20,8%	44,0%	13,0%	22,1%	10,2%	6,1%	7,0%	6,7%	7,5%	44,6%
	EBIT/Ingresos	19,6%	9,9%	6,0%	9,6%	11,3%	27,2%	17,8%	15,8%	9,8%	17,6%	2,6%
	Beneficio Neto	532,0	256,3	39,4	63,9		3.824,3	837,6	662,3	555,8		1,2
Cto. Beneficio Neto	-7,3%	22,4%	-43,4%	24,5%	-1,0%	5,8%	9,5%	20,4%	210,5%	61,5%	638,4%	
2y TACC (2023e - 2025e)	9,5%	23,9%	56,3%	15,8%	26,4%	10,8%	5,7%	7,4%	8,1%	8,0%	76,3%	
CAPEX/Ventas	7,0%	5,9%	8,3%	4,6%	6,4%	6,1%	4,6%	4,7%	3,7%	4,8%	4,0%	
Free Cash Flow	576,3	307,1	78,5	74,4		4.123,4	740,0	638,3	609,0		(3,3)	
Deuda financiera Neta	(571,1)	310,1	243,9	500,6		529,7	835,6	1.323,2	1.375,3		12,3	
DN/EBITDA (x)	n.a.	0,4	0,9	1,7	1,0	0,1	0,7	1,4	1,3	0,9	0,9	
Pay-out	53,1%	36,0%	60,9%	0,0%	37,5%	47,7%	34,9%	0,0%	1,4%	21,0%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	17,4	20,5	63,3	9,8	27,8	16,2	11,0	6,0	9,2	10,6	50,3
	P/BV (x)	5,3	3,9	3,3	0,5	3,3	4,0	4,2	1,7	1,1	2,7	3,2
	EV/Ingresos (x)	2,5	1,5	2,0	1,0	1,8	3,3	1,9	1,3	1,0	1,9	0,8
	EV/EBITDA (x)	8,5	7,7	10,2	4,6	7,7	9,5	9,4	7,1	7,6	8,4	6,9
	EV/EBIT (x)	13,0	15,1	34,1	10,7	18,2	12,1	10,9	8,5	10,0	10,4	30,7
	ROE	30,4	19,2	5,2	5,3	15,0	24,5	38,4	28,4	12,0	25,8	6,6
	FCF Yield (%)	6,2	5,8	3,2	11,4	6,6	6,6	8,0	16,8	11,8	10,8	n.a.
	DPA	0,73	1,34	0,14	0,00	0,55	14,81	1,10	0,00	0,12	4,01	0,00
	Dvd Yield	3,0%	1,8%	1,0%	0,0%	1,4%	3,0%	2,8%	0,0%	0,1%	1,5%	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 Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 915 904 226
<https://institutodeanalistas.com/lighthouse>

Alfredo Echevarría Otegui
Head of research
alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas, CESGA
Equity research
luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad, CFA
Equity research
enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez, CESGA
ESG Analyst & Data analytics
jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (<https://institutodeanalistas.com/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, asociación profesional sin ánimo de lucro.

DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros 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@institutodeanalistas.com o consulte el contenido de este Código en <https://institutodeanalistas.com>.

IEAF Servicios de Análisis está remunerado por Bolsas y Mercados Españoles, S.A. para la redacción de este informe. Este informe debe considerarse solo un elemento más en la toma de decisiones de inversión.

Un informe emitido por IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
14-Jul-2023	n.a.	6,35	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	Luis Esteban Arribas
12-Jun-2023	n.a.	5,40	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
28-Abr-2023	n.a.	6,00	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas
23-Ene-2023	n.a.	4,15	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	Luis Esteban Arribas
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

