

## RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Consumo cíclico - Textil

Fecha del informe: 25 jun 2020  
Hora distribución: 10:00

Revisión de estimaciones  
Precio de Cierre: EUR 5,10 (24 jun 2020)

**Adolfo Domínguez S.A. (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.

**Ana Isabel González García, CIIA** – ana.gonzalez@lighthouse-ieaf.com  
+34 915 904 226

## Revisamos números 2020 (c.-25% en ingresos). Y vemos razones para volver al nivel 2019 en 2y

**COVID-19: BAJAMOS ESTIMACIONES 2020e-2021e.** Con un 2020 lastrado por la pandemia (ingresos EUR 89,8n, -23,4% a/a), impactando en el 1T (marzo, abril, mayo). C. 70% de los ingresos 1T19 se generaron en Europa. Retrasándose la recuperación de los niveles pre-crisis +2y (EUR 115,1Mn 2022e; TACC +2y: +13,2%), apoyada en la creciente contribución del canal online (14,4% ingresos 2022e, c. +5p.p. vs. -3y).

**INCURRIENDO EN PÉRDIDAS EBIT (EUR -2,6Mn 2020e), Y RETRASANDO EL BREAK-EVEN (+1y),** tras alcanzar EUR 1Mn en 2019, por la presión en márgenes (-0,7p.p. a/a en margen bruto), en el que las medidas de apoyo (ERTEs), no han tenido su réplica en otros niveles (impacto NIIF-16 EUR -8Mn 2020e). La recuperación del negocio (m/p), vs. marcas más debilitadas, y el control de costes (que ADZ ha mejorado en estos años) impulsarán el EBIT a m/p (EUR 2,7Mn 2022e).

**SIENDO CLAVE LAS MEJORAS DE LA PARTE BAJA DE SU P/L:** con el foco en las cargas financiera (NIIF-16) y fiscal, tras haber aprovechado la “desescalada” para limpiar su balance, hundiendo su resultado 2019 (EUR -8,3Mn) por la baja de créditos fiscales.

**CONTENCIÓN DEL CAPEX Y GESTIÓN DE INVENTARIOS CLAVE PARA ESTABILIZAR EL BREAK EVEN EN FCF (2022e).** CAPEX estable (EUR 1Mn/año 2020-2022e), tras reforzar el canal online (EUR c. 1Mn 2019), cuya contribución permitirá mejorar la gestión de inventarios (estrechando el diferencial vs. sus competidores; c. +6p.p. inventarios/ventas), resultando en EUR 1,8Mn FCF Rec. 2022e (en nuestro escenario central), con FCF yield del 3,7%, aún lejos del c. 9,5% ofrecido por el sector en 2020.

**LA VELOCIDAD DE LA RECUPERACIÓN DE LA CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (HOY EN MÍNIMOS) SERÁ CLAVE.** La crisis Covid-19 ha puesto en jaque a la industria, obligando a su transformación (intensificación de los descuentos, protagonismo del negocio online y auge del M&A, dejando los negocios más débiles “en la cuneta”).

**ADZ ESTÁ “HOY” MEJOR POSICIONADA PARA AFRONTAR LA CRISIS.** ADZ debería (a priori) recuperar (+2y) casi todos los ingresos perdidos por el COVID-19 (estrategia omnicanal y online; EV/Ventas 0,3x, c. -80% vs. sector). La combinación “moda de autor” (LFL positivo), y caja neta (EUR 10Mn, que no debería pasar desapercibido a la industria), le confiere cierta holgura para acelerar su crecimiento post-COVID-19.

### Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	47,3	53,2
EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup>	33,8	38,1
Número de Acciones (Mn)	9,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	7,90 / 6,28 / 4,02	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación <sup>(2)</sup>	12,2	
Thomson Reuters / Bloomberg	ADZ.MC / ADZ.SM	
Cierre año fiscal	28-Feb	

### Estructura Accionarial (%)<sup>(7)</sup>

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

### Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustados (Mn)	9,3	9,3	9,3	9,3
Total Ingresos	117,3	89,8	110,6	115,1
EBITDA Rec. <sup>(3)</sup>	11,3	7,3	10,5	13,4
% Var.	357,2	-35,9	44,1	27,6
% EBITDA Rec./Ing.	9,7	8,1	9,5	11,6
% Var EBITDA sector <sup>(4)</sup>	28,3	-1,1	14,3	19,7
Beneficio neto	-8,3	-4,1	-1,5	0,7
BPA (EUR)	-0,90	-0,44	-0,16	0,07
% Var.	n.a.	50,4	63,9	146,0
BPA ord. (EUR)	-0,01	-0,39	-0,09	0,12
% Var.	-117,6	n.a.	77,3	238,2
Free Cash Flow Rec. <sup>(5)</sup>	-2,3	0,8	-3,2	1,8
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	-10,0	-10,8	-7,6	-9,3
DN / EBITDA Rec.(x)	-0,9	-1,5	-0,7	-0,7
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	1,8
ROCE (%) <sup>(5)</sup>	2,0	n.a.	0,8	7,0

### Ratios y Múltiplos (x)<sup>(6)</sup>

PER	n.a.	n.a.	n.a.	68,9
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	41,8
P/BV	1,1	1,2	1,2	1,2
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,29	0,38	0,31	0,29
EV/EBITDA Rec.	3,0	4,7	3,2	2,5
EV/EBIT	35,5	n.a.	n.a.	12,4
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	1,7	n.a.	3,7

### Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	25,9	2,0	-31,1	-28,0	14,9	20,3
vs Ibex 35	17,2	-4,8	-12,0	-4,4	69,7	89,3
vs Ibex Small Cap Index	14,5	-19,6	-26,9	-20,4	10,7	4,3
vs Eurostoxx 50	14,5	-13,4	-25,5	-15,6	27,4	35,9
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	20,4	-13,9	-36,9	-21,4	1,0	21,7

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

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

(4) Sector: Eurostoxx 600 Retail.

(5) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.

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

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

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

**Resultados 2019**  
**Revisión de estimaciones: a la baja**

**Un escenario que invita aún más a la cautela, retrasando “obligatoriamente” el break even en EBIT al 2021e**

Los avances ofrecidos por las principales instituciones sobre el impacto económico de la “crisis del Covid-19”, en los mercados en los que opera ADZ, son desalentadores. Banco de España ha reducido su previsión más optimista para la contracción del PIB nacional al -9,5% a/a en 2020 (España contribuyó a c. 65% de los ingresos consolidados de ADZ en 2019), apuntando a un -13,6% en el escenario más desfavorable<sup>1</sup>. La misma Institución avisa de que la crisis será más larga y aguda de lo esperado, con daños estructurales sobre la economía (y el consumo). La contracción del consumo privado (c.-10% a/a en los escenarios barajados para 2020) se recuperará parcialmente un año más tarde (c. +8%)

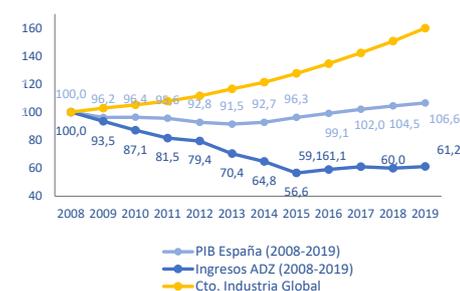
Además, la Comisión Europea prevé una contracción del -7,4% del PIB (UE-27) en 2020, que se elevaría al -7,7% en la Eurozona (c. 7,5% de los ingresos ADZ 2019), mientras que el FMI augura una contracción del -6,6% en México y del -5,1% en Japón (c. 15% y 6% de los ingresos respectivamente), que se recuperará parcialmente en 2021 (c. +3% en ambos mercados).

El carácter discrecional del mundo de la moda lo hace especialmente vulnerable a estos shocks, habiéndose visto su industria relegada durante la reciente “hibernación económica” mundial. La canalización del consumo a lo “estrictamente necesario” durante el confinamiento, ha agravado la situación de la industria (c. 1/3 de las cotizadas se encontraban con dificultades financieras pre-irrupción del Covid-19<sup>2</sup>).

**Aunque, la crisis actual no es comparable a las anteriores...**

Como la vivida en 2009. Y, por tanto, no es extrapolable en números al futuro. Pero conviene revisar el comportamiento histórico del negocio de ADZ (Tabla 1), frente al del PIB nacional y la industria global. Los ingresos de ADZ (cuyo comportamiento histórico ha sido asimétrico vs. la industria), llegaron a contraerse c. 45% acumulado un septenio tras el inicio de la crisis (vs. c. +25% en la industria global), habiéndose estabilizado en los últimos tres años. En nuestra opinión, la crisis actual resultará en una contracción de c. 25% de los ingresos de ADZ.

**Gáfico 1. Ingresos (ADZ) vs. PIB (España) e industria global**



Fuente: INE, Statista (industria) y ADZ

**Tabla 1. ADZ (Ingresos, EBITDA, EBITDA/Ingresos y EBIT) vs Industria y PIB (ES) 2008-2019**

Año de "crisis"	Año	Cto. PIB (ES)	Base 100	Cto. Industria Global	Base 100	Ingresos		EBITDA Rec.		EBIT	
						EUR Mn	Base 100	EUR Mn	Base 100	EBITDA/Ing.	EUR Mn
0	2008		100,0	3,2%	100,0	191,6	100,0	20,5	100,0	10,7%	6,8
1	2009	-3,8%	96,2	2,9%	102,9	179,2	93,5	19,9	97,1	11,1%	4,3
2	2010	0,2%	96,4	2,3%	105,2	166,9	87,1	11,2	54,5	6,7%	-4,1
3	2011	-0,8%	95,6	2,5%	107,8	156,1	81,5	1,6	7,7	1,0%	-15,0
4	2012	-3,0%	92,8	3,5%	111,6	152,1	79,4	-5,3	-25,9	n.a.	-31,0
5	2013	-1,4%	91,5	4,5%	116,6	134,9	70,4	-0,3	-1,4	n.a.	-11,5
6	2014	1,4%	92,7	4,1%	121,3	124,1	64,8	1,0	4,8	0,8%	-7,8
7	2015	3,8%	96,3	5,2%	127,6	108,4	56,6	-15,1	-73,6	n.a.	-27,9
8	2016	3,0%	99,1	5,5%	134,6	113,2	59,1	-8,6	-41,8	n.a.	-12,5
9	2017	2,9%	102,0	5,7%	142,3	117,0	61,1	-2,2	-10,8	n.a.	-5,1
10	2018	2,4%	104,5	5,9%	150,6	114,9	60,0	2,5	12,1	2,2%	-0,6
11	2019	2,0%	106,6	6,2%	159,9	117,3	61,2	11,3	55,4	9,7%	1,0

**...Quedan las lecciones del pasado**

La gran recesión (2008) se habría traducido en una caída del 25% en las ventas de género de “alta gama” (Bain & Co.), propiciando el adelanto de las rebajas (descuentos de c. 70%, debido a la acumulación de inventarios). Aunque el crecimiento del mercado asiático (China) habría contribuido a la rápida recuperación de la industria (crecimientos del 2-3% desde entonces), la gran crisis trajo consigo importantes cambios en la industria (como, entre otros, la democratización de la moda, el impulso del “streetwear”, y, especialmente, la instauración de los descuentos como un “continuo”, dificultando las ventas a precio completo).

<sup>1</sup> Banco de España en su informe “Escenarios macroeconómicos de referencia para la economía española tras el COVID-19”. El escenario más favorable contemplaba una recuperación casi inmediata tras el confinamiento, mientras que el más desfavorable contemplaba una recuperación incompleta a finales de año (sectores de hostelería y ocio).

<sup>2</sup> The State of Fashion 2020 (BoF, McKinsey & Co.)

Del mismo modo, la crisis del Covid-19 ha contribuido a acelerar los cambios en los patrones de consumo (iniciados pre-crisis), entre los que se identifican la expansión (obligada) del “e-commerce”, la venta en temporada, la atemporalidad de los diseños y el giro hacia el consumo “sostenible”. La importancia de la presencia online para la industria se ha hecho evidente con los cierres de superficies comerciales y medidas de distanciamiento impuestos para controlar la pandemia. Mientras que las ventas online en Asia habrían repuntado c. +7x a/a durante el confinamiento (McKinsey), Inditex habría registrado un repunte del +95% a/a en su canal online durante el pasado mes de abril. El gigante español ha puesto el foco de su estrategia en dicho canal (con un objetivo de elevar su contribución al 25% de los ingresos +3y, c. +10p.p.).

### La recuperación será gradual y asimétrica

Aunque es razonable esperar que la recuperación tras la pandemia del Covid-19 sea gradual, ésta dependerá tanto de la severidad de su impacto en las diferentes economías (España se encuentra entre los países europeos más afectados), como de la eficacia de las medidas de apoyo de los diferentes gobiernos (*Plan Marshall*). En anteriores crisis globales, la confianza del consumidor (factor clave en la industria), que se mantiene en niveles mínimos, tardó c. 2 años en recuperar la normalidad.

**Gáfico 2. Confianza del consumidor (ES vs UE)**



Fuente: Thomson Reuters (DG ECFIN – Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros)

Ciclos recesivos (como el actual) dañan la “delicada” confianza del consumidor, perjudicando a la industria (por su naturaleza discrecional). Aún así, un ciclo recesivo genera oportunidades, reforzando a las compañías supervivientes, vía mayor fidelización de sus clientes y reducción del número de competidores, ofreciendo oportunidades de M&A. La industria, que ha tenido que lidiar con múltiples frentes en plena crisis del Covid-19 (paralización de la producción, renegociaciones con proveedores, contención de costes operativos para amortiguar parcialmente el impacto de los cierres impuestos a las superficies comerciales,...) tendrá que seguir navegando en aguas hostiles post Covid-19, por la moderación del gasto (consumo) asociado a un periodo recesivo.

### Este contexto “macro” no coge a ADZ a contrapié

La compañía ha implementado un importante proceso de reestructuración durante el último quinquenio, que ha supuesto: i) una drástica reducción de tamaño con el foco en la productividad ii) la adecuación de su estructura de costes (reduciendo los costes corporativos); iii) el saneamiento de su situación financiera (caja neta EUR 10,0Mn 2019, tras la venta de activos emblemáticos en 2015, vs. c. 2x DN/EBITDA en la industria); iv) la concentración de la gestión en las manos de los fundadores, culminando con el relevo natural de la presidencia del Grupo (mayo 2020) por la primogénita del fundador del Grupo (Adriana Domínguez, CEO); v) la apuesta por el canal *online* como herramienta para apalancar el crecimiento; y vi) renovación de su imagen corporativa con la “sostenibilidad” como principal reclamo (calidad y atemporalidad de sus colecciones, en contraposición al *fast fashion retail*).

Aunque la duración de la pandemia es desconocida (por el riesgo de una nueva ola de contagios), la estrategia de negocio implementada posiciona a ADZ en mejores condiciones para afrontar esta recesión que durante la anterior crisis (menor dependencia de las ventas al por mayor: c. 4,0% ingresos 2019, -7,8p.p. vs. -5y, y caja neta de EUR 10,0Mn 2019).

### Rdos. 2019 (pre-Covid-19): Máximos en ventas vs. -5y (+2,6% a/a), break even en EBIT (EUR 1Mn), y “limpieza” del balance (EUR -8,3Mn BN)

Pese al inicio de la pandemia del Covid-19 en Asia a principios del 4T (diciembre 2019; c. 10% de los puntos de venta de ADZ se sitúan en dicha región), la crisis ha pasado desapercibida en su P/L 2019, que ha alcanzado máximos en ingresos en el último quinquenio (EUR 117,3Mn, +2% a/a), manteniéndose estable el número de puntos de venta (390). Las ventas avanzan un +2,6% con un crecimiento LFL del +5,9%, al que el negocio online (+24,5% a/a) habría contribuido en +1,9p.p. y la divisa en c. +1,5p.p. Destaca el buen comportamiento de México y Japón, con crecimientos LFL de c. 9% por el efecto divisa (que explica >50% del crecimiento), mientras que en España el crecimiento comparable en el año natural 2019 fue del 3% (c. 3x vs. la industria).

A pesar del deterioro en el margen bruto (-2p.p. a/a), la compañía ha conseguido alcanzar el break even en EBIT (EUR 1Mn, al que el impacto de la NIIF-16, habría contribuido en c. 80%). El Grupo ha sorprendido con su decisión de limpiar su balance, dando de baja créditos fiscales

(c. EUR 7,5Mn) que han hundido su resultado (EUR -8,3Mn). Este movimiento (necesario) ha coincidido con el relevo en la presidencia del Grupo.

**Tabla 2. Resultados 2019 de ADZ**

	12m19 Real	12m18	12m19 Real vs 12m18	4T19	4T19 vs 4T18
<b>Total Ingresos</b>	<b>117,3</b>	<b>114,9</b>	<b>2,0%</b>	<b>39,1</b>	<b>4,9%</b>
Ventas	114,9	111,9	2,6%	38,2	5,9%
Otros ingresos	2,4	3,0	-19,7%	0,9	-26%
<b>Margen Bruto</b>	<b>66,7</b>	<b>67,6</b>	<b>-1,4%</b>	<b>20,3</b>	<b>2,2%</b>
Margen Bruto (%s/Ingresos)	56,9%	58,8%	-2,0 p.p.	52,0%	-1,4 p.p.
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>11,3</b>	<b>2,5</b>	<b>357,2%</b>	<b>5,9</b>	<b>134,5%</b>
EBITDA Rec. / Ingresos	9,7%	2,2%	7,5 p.p.	15,0%	8,3 p.p.
<b>EBITDA</b>	<b>11,3</b>	<b>1,3</b>	<b>n.a.</b>	<b>5,9</b>	<b>144,2%</b>
EBITDA / Ingresos	9,7%	1,1%	8,6 p.p.	15,0%	8,6 p.p.
<b>EBIT</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,6</b>	<b>259,0%</b>	<b>1,9</b>	<b>-13%</b>
EBIT/Ingresos	0,8%	n.a.	n.a.	4,9%	-1,0 p.p.
<b>BAI</b>	<b>0,0</b>	<b>1,2</b>	<b>-99,4%</b>	<b>1,6</b>	<b>-55,5%</b>
<b>BN</b>	<b>-8,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>n.a.</b>	<b>-6,2</b>	<b>-330%</b>
BN ordinario	-0,1	0,6	-117,7%	2,0	-23%

Por otro lado, a pesar del aumento en el CAPEX (EUR 2,6Mn, c. +3x a/a), y del impacto fiscal contable, el Grupo mantiene una cómoda posición de caja (EUR 10,0Mn) que contribuirá a sortear la actual crisis.

ADZ ha aprovechado la comunicación de Resultados 2019 para anunciar el lanzamiento de un innovador proyecto in-house de inteligencia artificial (IA) denominado ADN (al que habría destinado c. 40% de la inversión -1y), con el que espera potenciar su canal online (clave en la estrategia del Grupo).

### Que da paso a un 2020 lastrado por la pandemia (1T) y el proceso de desescalada

La crisis del Covid-19 ha impactado de lleno en el 1T20 (marzo-abril-mayo 2020; España contribuyó c. 65% de los ingresos 1T19). Aunque lo peor habría quedado supuestamente atrás en el 1S20 (progresiva apertura de las superficies comerciales a lo largo del pasado mes de mayo), su efecto se prolongará durante el 2020 (desescalada y "miedo" a un rebrote de la pandemia). De hecho, la apertura de los puntos de venta no implica la inmediata recuperación del negocio, manteniéndose distorsionados los KPIs durante el año (reducción del tráfico durante los primeros meses de aperturas, c. -50% vs. niveles pre-crisis, compensados, parcialmente, por mayores factores de conversión).

**Gráfico 3. Ingresos vs EBIT recurrente**



**Gráfico 4. Ingresos vs. margen EBITDA recurrente/Ingresos (ajustado)**



Nota: tenga en cuenta que el EBITDA recurrente excluye los gastos de alquiler con fines comparativos (NIIF16).

### El contexto "macro" actual nos lleva a revisar nuestras estimaciones

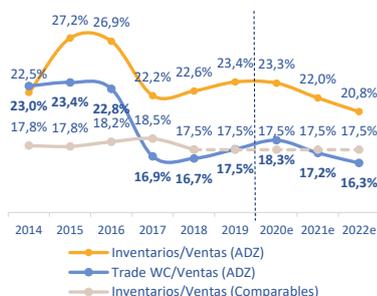
- **Ingresos lastrados en 2020 por la crisis del Covid-19 (-23,4% a/a)**, impactados por la pérdida de un primer trimestre de ventas a precio completo, debido al cierre hasta principios de mayo de sus puntos de venta en España durante la gestión de la pandemia del Covid-19 (c. 45% de sus puntos de venta en Europa son corners en grandes superficies comerciales, cuya reapertura "restringida" se habría retrasado a mediados de mayo). ADZ mantiene actualmente abiertos c. 50% del total de sus puntos de venta por la pandemia. Esperamos que los ingresos se contraigan hasta EUR 89,8Mn 2020e con una recuperación simétrica en 2021e (+23,1%, que situaría los ingresos en EUR 110,6Mn c. -5,7% vs. 2019, que retrasaría (+2y) la recuperación de los niveles pre-crisis (EUR 115,1Mn 2022e con una TACC del +13,2% +2y por la menor base comparable en 2020), con una contribución creciente del negocio online (14,4% de los ingresos al final del periodo, c. +5p.p. vs. los niveles pre-crisis), que reforzará el crecimiento LFL consolidado en el m/p (+4,2% 2022e).
- **Volviendo a incurrir en pérdidas operativas (EBIT EUR -2,6Mn 2020e),...** por la presión en márgenes (-0,7p.p. a/a en margen bruto), que el control de costes conseguido vía aplicación de los ERTes autorizados por el gobierno de España (de marzo a junio, y su potencial prolongación hasta septiembre), no habrían podido compensar. Por otro lado, ADZ tiene previsto realizar las gestiones necesarias para moderar el impacto de los arrendamientos (c. EUR -8Mn en el año), que situaciones excepcionales potenciales (como la actual) puedan tener en el P/L.
- **...y retrasando el break-even en EBIT al 2021 (EUR 0,2Mn, -93,8% vs. estimación anterior)**, que alcanzará EUR 2,7Mn en 2022e (+1,7x vs. 2019), apoyado en: i) la

**Gráfico 5. Ingresos vs costes operativos recurrentes (ajustados)**



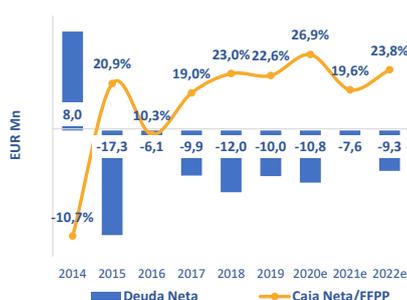
Nota: Costes operativos recurrentes ajustados incorporan impacto vinculado a alquileres del periodo 2019-2022e.

**Gráfico 6. Trade WC s/Ventas e Inventarios s/Ventas (ADZ) vs. Inventarios/Ventas comparables**

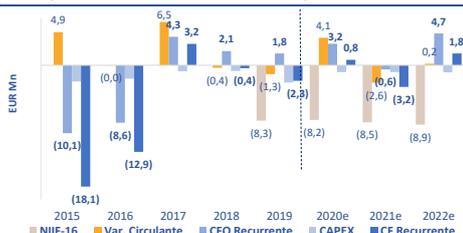


Nota: Datos 2020-2022e para los competidores se informa en base al dato histórico 2019.

**Gráfico 7. Deuda neta vs. Caja Neta/FF.PP.**



**Gráfico 8. NWC, impacto NIIF-16, CF operativo, CAPEX, FCF Rec y FCF**



mejora de márgenes vinculada a la contribución a las ventas del ejercicio completo en 2021, el control de costes (negociación de la prórroga de los ERTE al 2021) y la creciente contribución del negocio online (TACC +12,8% +2y).

- **Siendo la gestión de la parte baja de su P/L clave:** con el foco puesto tanto en la carga financiera de los arrendamientos NIIF-16 (EUR 0,8Mn 2019, consumiendo c. 65% del EBIT generado en el periodo 2021-2022e), como en la gestión de la carga fiscal (que consumirá c. 55% en el mismo periodo).
- **Mientras que se contiene la inversión, tras el refuerzo del negocio online en 2019:** al que habría destinado c. EUR 1Mn en 2019. El CAPEX anual se estabilizará en EUR 1Mn en el horizonte estimado (c. -50% vs. nuestra estimación anterior).
- **Y se reducirá la inversión en inventarios (aún con margen de mejora vs. sector):** el crecimiento del negocio online (clave en la estrategia de ADZ), conlleva una relación más directa con el consumidor, permitiendo mejorar el control de los inventarios. ADZ mantiene un importante diferencial respecto a sus competidores (c. +6p.p. en la ratio inventarios/ventas 2019). La gestión realizada con proveedores durante el Covid-19 y la creciente contribución del negocio online debería reflejarse en un progresivo estrechamiento del diferencial vs. sector en el m/p. (-2,6p.p. +3y).
- **Permitiéndole mantener un balance saneado:** caja neta de EUR 9,3Mn 2022e (23,8% FFPP), aportando flexibilidad para capear la crisis y acelerar su crecimiento.
- **En la que la gestión de inventarios será clave para alcanzar el break even en el FCF,** en positivo puntualmente en 2020e (EUR 0,8Mn) por la menor inversión en circulante (c. -23% a/a en los inventarios 2020e), situándose en EUR 1,8Mn en 2022e, (FCF Yield del 3,7%, vs. c. 9,5% ofrecido por sus comparables en 2020).

**Tabla 3. Revisión de estimaciones**

EUR Mn	2020e (Nuevo)	Revisión (%)	2021e (Nuevo)	Revisión (%)	2022e (Nuevo)
<b>Total Ingresos</b>	<b>89,8</b>	<b>-24,0%</b>	<b>110,6</b>	<b>-8,9%</b>	<b>115,1</b>
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>7,3</b>	<b>-36,9%</b>	<b>10,5</b>	<b>-16,6%</b>	<b>13,4</b>
Cto. EBITDA Rec.	-35,9%	-50,2 p.p.	44,1%	35,0 p.p.	27,6%
EBITDA Rec. / Ventas	8,1%	-1,6 p.p.	9,5%	-0,9 p.p.	11,6%
<b>EBIT</b>	<b>-2,6</b>	<b>-204,4%</b>	<b>0,2</b>	<b>-93,4%</b>	<b>2,7</b>
<b>Beneficio Neto</b>	<b>-4,1</b>	<b>-507,8%</b>	<b>-1,5</b>	<b>-197,7%</b>	<b>0,7</b>
<b>Free Cash Flow Rec.</b>	<b>0,8</b>	<b>145,3%</b>	<b>-3,2</b>	<b>-627,6%</b>	<b>1,8</b>
DN / EBITDA Rec.	-1,5 x	-0,6 x	-0,7 x	0,1 x	-0,7 x

**¿Cuál sería el “worst case” para ADZ?**

Un escenario más adverso en 2020, en el que las secuelas económicas de la crisis del Covid-19 fuesen más profundas, resultaría en mayor contención del consumo y presión de márgenes en la industria (intensificación de la competencia; -1p.p. a/a en margen bruto), acelerando el consumo de caja (c. EUR -2Mn 2020).

**Tabla 4. 2020e ¿Qué ocurriría si?**

	Ejercicio 2020e		
	Escenario "Horrible"	Escenario Central	Escenario "Benigno"
Ingresos	81,4	89,8	92,3
Cto. vs 2019	-30,6%	-23,4%	-21,3%
Var. vs Esc. Central	-9,3%	-	2,8%
Margen Bruto	55,8%	56,2%	56,1%
Var. vs 2019 (p.p.)	(1,0)	(0,7)	(0,7)
Var. vs Esc. Central	(0,3)	-	(0,0)
EBIT	(7,2)	(2,6)	(1,4)
Cto. vs 2019	-854,1%	-375,7%	-243,4%
Inventarios/Ingresos (%)	23,7%	23,3%	23,3%
FCF Recurrente	(2,0)	0,8	1,4
FCF to the firm	(0,6)	2,2	2,9
DN	(8,0)	(10,8)	(11,4)
DN/FFPP	-0,2x	-0,3x	-0,3x

Tal escenario (2020) dilataría en el tiempo la vuelta a los niveles de ingresos pre-Covid-19 (más allá del 2022), consumiendo la caja neta actual del Grupo en 2022.

**Tabla 5. 2022e ¿Qué ocurriría si?**

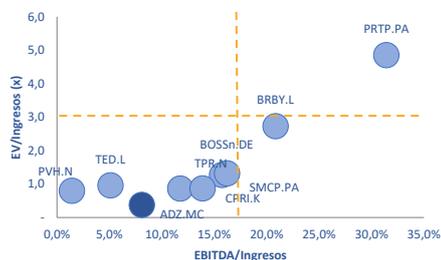
	Ejercicio 2022e		
	Escenario "Horrible"	Escenario Central	Escenario "Benigno"
Ingresos	107,0	115,1	119,9
Cto Ingresos 2022 vs 2020	31,5%	28,1%	29,8%
EBIT	(0,4)	2,7	5,5
Cto EBITDA Rec. 2022 vs 2020	93,9%	204,0%	504,0%
Cto. EBITDA Rec. 2022 vs 2019	-146,2%	186,6%	479,3%
Márgen EBIT/Vtas	-0,4%	2,4%	4,6%
Margen EBIT 2022 vs 2020 (p.p.)	n.a.	n.a.	n.a.
Margen EBIT 2022 vs 2019 (p.p.)	n.a.	1,6	3,8
Deuda Neta 2022e	0,9	(9,3)	(15,4)
FCF Rec.	(1,8)	1,8	4,4
FCF Rec. Yield	n.a.	3,7%	9,3%
EV/Ventas 2022	0,3	0,3	0,3
Prima / (Dto) vs comparables	-75,9%	-77,6%	-78,5%

En el mejor de los casos, la eficacia de la estrategia “digital” del Grupo, podría reforzar a ADZ, permitiéndole recuperar parte de la cuota de mercado abandonada por los competidores más debilitados, acelerando la recuperación de la rentabilidad (FCF yield 2022e: 9,3%, en línea con el ofrecido por sus comparables en 2020).

**Conclusión: aunque la recuperación post Covid-19 será lenta....ADZ se encuentra “hoy” mejor posicionada para afrontar la crisis**

La crisis del Covid-19 dejará secuelas. La gran incertidumbre provocada por esta crisis (un factor clave en el consumo familiar), podría derivar en una mayor moderación del consumo vs. anteriores crisis. La recuperación de la confianza del consumidor (velocidad), sobre la que aparece la sombra de un potencial “segundo brote” del Covid-19, es clave para la recuperación de la industria.

**Gráfico 9. EV/Vtas y EBITDA/Vtas 2020e (ADZ) vs. principales comparables**



La crisis ha puesto en jaque a la industria global, propiciando su transformación, en un contexto que se caracterizará por: i) la intensificación de los descuentos (c/p), por la combinación del exceso de inventarios, menor renta disponible de los consumidores (cuya confianza se mantiene en mínimos) y el movimiento anti-consumo como trasfondo; ii) el protagonismo de la presencia online para los negocios (cuya relevancia se ha evidenciado con la pandemia) y iii) el auge del M&A, con los actores financieramente más saneados buscando oportunidades de crecimiento (orgánico e inorgánico), en un contexto que “dejará en la cuneta” a los negocios más débiles. La capacidad innovadora será clave, para mejorar la experiencia del consumidor en un mundo online, a fin de lograr cierta “fidelización” con que la que proteger el negocio.

En este contexto, ADZ será (*a priori*) capaz de recuperar durante los próximos dos años gran parte de los ingresos perdidos por el COVID-19, gracias a la estrategia omnicanal implementada (en el que el negocio online es clave) y a su posicionamiento “sostenible” en la industria (EUR 115,1Mn 2022e en nuestro escenario central, c. +28% vs. 2020e), rentabilizando el negocio en el m/p gracias a la reestructuración implementada en los últimos años y al exhaustivo control de costes (EV/Ventas 0,3x en 2022e, c. -80% vs. sus comparables), con un FCF Rec. de EUR 1,8Mn que ofrece un FCF Yield del 3,7%, aún lejos del de sus comparables (c. 9,5% 2020).

Adicionalmente, la combinación “moda de autor” (con crecimientos LFL positivos), junto a un balance saneado (EUR 10Mn caja neta 2019, que no deberían pasar desapercibidos en la industria), le confieren cierta holgura para acelerar su crecimiento (post-Covid-19).

## Anexo 1. Proyecciones financieras<sup>(1)</sup>

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	2,3	1,6	0,9	0,8	34,9	34,4	34,0	33,5		
Inmovilizado material	17,9	16,6	12,3	10,6	10,6	10,3	10,0	9,7		
Otros activos no corrientes	18,0	8,2	8,5	8,1	0,8	0,8	0,8	0,8		
Inmovilizado financiero	5,0	5,1	5,0	5,2	5,9	5,9	5,9	5,9		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	46,3	44,4	36,2	36,2	38,0	29,2	34,3	34,3		
<b>Total activo</b>	<b>89,5</b>	<b>75,9</b>	<b>62,9</b>	<b>60,8</b>	<b>90,2</b>	<b>80,6</b>	<b>85,0</b>	<b>84,2</b>		
Patrimonio neto	82,7	59,4	52,3	52,2	44,2	40,1	38,6	39,3		
Minoritarios	0,7	1,1	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,2		
Provisiones y otros pasivos a LP	0,5	0,6	0,6	1,0	1,5	1,5	1,5	1,5		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	34,2	34,2	34,2	34,2		
Deuda financiera neta	(17,3)	(6,1)	(9,9)	(12,0)	(10,0)	(10,8)	(7,6)	(9,3)		
Pasivo circulante	22,9	20,9	19,2	18,9	19,3	14,6	17,2	17,4		
<b>Total pasivo</b>	<b>89,5</b>	<b>75,9</b>	<b>62,9</b>	<b>60,8</b>	<b>90,2</b>	<b>80,6</b>	<b>85,0</b>	<b>84,2</b>		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	15-19	19-22e
<b>Total Ingresos</b>	<b>108,4</b>	<b>113,2</b>	<b>117,0</b>	<b>114,9</b>	<b>117,3</b>	<b>89,8</b>	<b>110,6</b>	<b>115,1</b>	<b>2,0%</b>	<b>-0,6%</b>
Cto. Total Ingresos	-12,6%	4,4%	3,3%	-1,7%	2,0%	-23,4%	23,1%	4,0%		
Coste de ventas	(50,6)	(47,7)	(49,0)	(47,3)	(50,6)	(39,4)	(47,2)	(47,9)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>57,8</b>	<b>65,5</b>	<b>68,0</b>	<b>67,6</b>	<b>66,7</b>	<b>50,5</b>	<b>63,4</b>	<b>67,2</b>	<b>3,6%</b>	<b>0,3%</b>
Margen Bruto / Ingresos	53,3%	57,8%	58,1%	58,8%	56,9%	56,2%	57,3%	58,4%		
Gastos de personal	(43,7)	(42,5)	(39,8)	(38,1)	(36,7)	(25,6)	(34,2)	(34,5)		
Otros costes de explotación	(29,1)	(31,5)	(30,4)	(27,1)	(18,7)	(17,6)	(18,8)	(19,3)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(15,1)</b>	<b>(8,6)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>2,5</b>	<b>11,3</b>	<b>7,3</b>	<b>10,5</b>	<b>13,4</b>	<b>28,8%</b>	<b>5,6%</b>
Cto. EBITDA recurrente	n.a.	43,2%	74,2%	212,4%	357,2%	-35,9%	44,1%	27,6%		
EBITDA rec. / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	2,2%	9,7%	8,1%	9,5%	11,6%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(2,8)	-	-	(1,2)	-	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>(17,9)</b>	<b>(8,6)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>1,3</b>	<b>11,3</b>	<b>7,3</b>	<b>10,5</b>	<b>13,4</b>	<b>27,4%</b>	<b>5,6%</b>
Depreciación y provisiones	(10,0)	(4,0)	(2,9)	(1,9)	(2,1)	(1,7)	(1,8)	(1,8)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(8,3)	(8,2)	(8,5)	(8,9)		
<b>EBIT</b>	<b>(27,9)</b>	<b>(12,5)</b>	<b>(5,1)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>1,0</b>	<b>(2,6)</b>	<b>0,2</b>	<b>2,7</b>	<b>19,4%</b>	<b>42,0%</b>
Cto. EBIT	-255,7%	55,1%	59,5%	88,2%	259,0%	-375,7%	108,2%	n.a.		
EBIT / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,8%	n.a.	0,2%	2,4%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(2,2)	(0,2)	(1,6)	0,5	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(1,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>(30,0)</b>	<b>(12,8)</b>	<b>(6,7)</b>	<b>(0,1)</b>	<b>0,0</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>1,8</b>	<b>18,9%</b>	<b>n.a.</b>
Cto. Beneficio ordinario	-372,4%	57,5%	47,4%	98,0%	105,3%	n.a.	79,7%	346,8%		
Extraordinarios	41,7	(0,5)	0,4	1,3	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>11,7</b>	<b>(13,2)</b>	<b>(6,3)</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>(3,5)</b>	<b>(0,7)</b>	<b>1,8</b>	<b>-84,3%</b>	<b>n.a.</b>
Impuestos	(4,0)	(9,7)	(0,4)	(1,5)	(8,2)	(0,5)	(0,7)	(1,0)		
Tasa fiscal efectiva	34,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	55,2%		
Minoritarios	0,3	0,2	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>8,0</b>	<b>(22,7)</b>	<b>(6,9)</b>	<b>(0,5)</b>	<b>(8,3)</b>	<b>(4,1)</b>	<b>(1,5)</b>	<b>0,7</b>	<b>-32,1%</b>	<b>27,7%</b>
Cto. Beneficio neto	172,2%	-384,8%	69,8%	92,7%	n.a.	50,4%	63,9%	146,0%		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>(26,9)</b>	<b>(12,6)</b>	<b>(6,8)</b>	<b>0,6</b>	<b>(0,1)</b>	<b>(3,6)</b>	<b>(0,8)</b>	<b>1,1</b>	<b>74,7%</b>	<b>n.a.</b>
Cto. Beneficio ordinario neto	-587,7%	53,3%	45,6%	109,1%	-117,7%	n.a.	77,3%	238,2%		
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	15-19	19-22e
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>7,3</b>	<b>10,5</b>	<b>13,4</b>	<b>28,8%</b>	<b>5,6%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(8,2)	(8,5)	(8,9)		
Var. capital circulante						4,1	(2,6)	0,2		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>3,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>4,7</b>	<b>21,4%</b>	<b>39,2%</b>
CAPEX						(1,0)	(1,0)	(1,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,9)	(0,9)	(1,0)		
Impuestos						(0,5)	(0,7)	(1,0)		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>0,8</b>	<b>(3,2)</b>	<b>1,8</b>	<b>40,8%</b>	<b>40,4%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>0,8</b>	<b>(3,2)</b>	<b>1,8</b>	<b>-20,3%</b>	<b>40,4%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>(0,8)</b>	<b>3,2</b>	<b>(1,8)</b>		

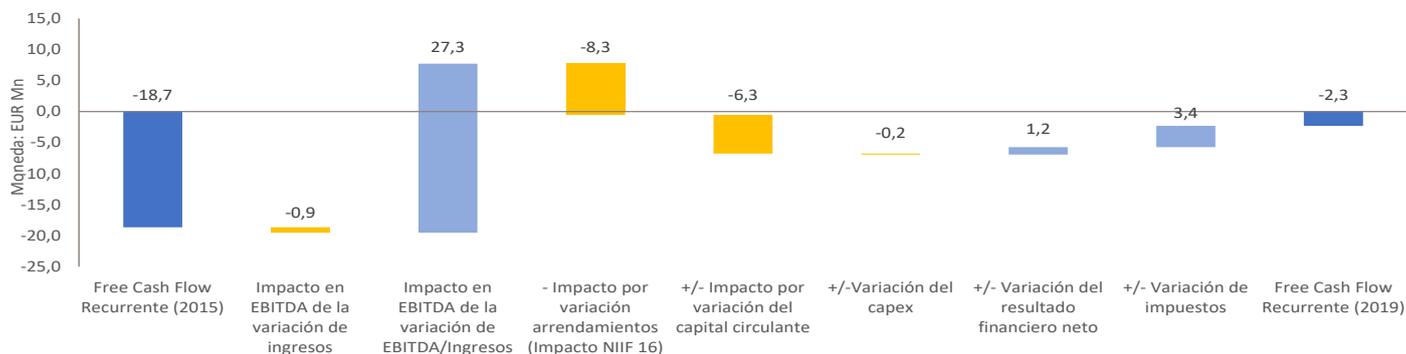
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 9,1Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow<sup>(1)</sup>

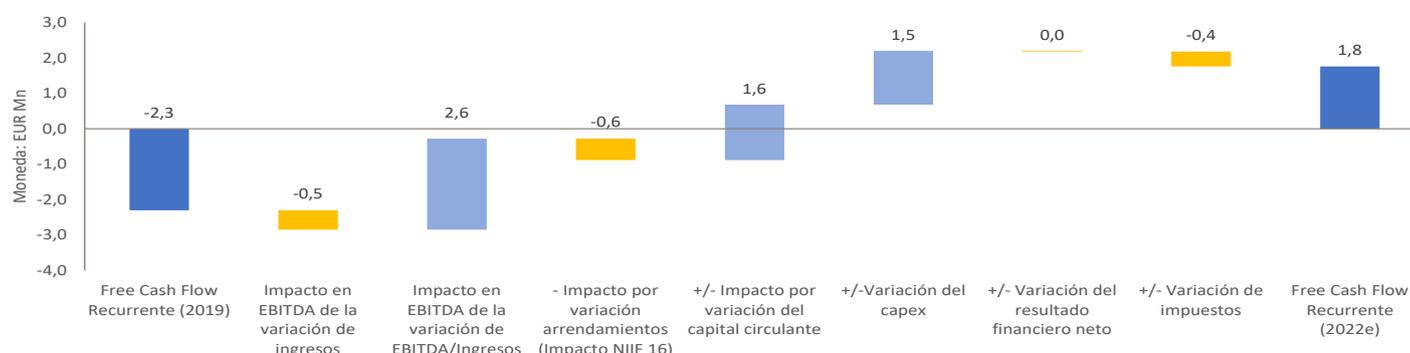
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(8,6)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>2,5</b>	<b>11,3</b>	<b>7,3</b>	<b>10,5</b>	<b>13,4</b>	<b>49,3%</b>	<b>5,6%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	43,2%	74,2%	212,4%	357,2%	-35,9%	44,1%	27,6%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	2,2%	9,7%	8,1%	9,5%	11,6%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(8,3)	(8,2)	(8,5)	(8,9)		
+/- Var. Capital circulante	(0,0)	6,5	(0,4)	(1,3)	4,1	(2,6)	0,2		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(8,6)</b>	<b>4,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>(0,6)</b>	<b>4,7</b>	<b>30,2%</b>	<b>39,2%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	15,4%	149,7%	-50,4%	-16,8%	83,3%	-119,0%	872,3%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	3,6%	1,8%	1,5%	3,6%	n.a.	4,1%		
- CAPEX	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(1,0)	(1,0)	(1,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(1,6)	0,5	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(1,0)		
- Impuestos	(1,9)	(0,4)	(1,5)	(0,6)	(0,5)	(0,7)	(1,0)		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(12,7)</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>(2,3)</b>	<b>0,8</b>	<b>(3,2)</b>	<b>1,8</b>	<b>43,4%</b>	<b>40,4%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	31,9%	110,2%	-83,7%	n.a.	135,1%	-498,6%	154,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	1,1%	0,2%	n.a.	0,9%	n.a.	1,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(1,2)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	3,2	2,6	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(12,6)</b>	<b>4,5</b>	<b>1,6</b>	<b>(2,3)</b>	<b>0,8</b>	<b>(3,2)</b>	<b>1,8</b>	<b>43,3%</b>	<b>40,4%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-151,9%	135,9%	-64,3%	-242,3%	135,1%	-498,6%	154,8%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	2,7%	0,4%	n.a.	1,7%	n.a.	3,7%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	9,6%	3,4%	n.a.	1,7%	n.a.	3,7%		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>									
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(18,7)</b>	<b>(12,7)</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>(2,3)</b>	<b>0,8</b>	<b>(3,2)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,7)	(0,3)	0,0	0,1	(2,7)	1,7	0,4		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	7,2	6,6	4,6	8,8	(1,4)	1,5	2,5		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>6,5</b>	<b>6,3</b>	<b>4,7</b>	<b>8,9</b>	<b>(4,1)</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(8,3)	0,1	(0,3)	(0,4)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(5,0)	6,5	(6,8)	(1,0)	5,4	(6,7)	2,8		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>1,6</b>	<b>12,8</b>	<b>(2,1)</b>	<b>(0,4)</b>	<b>1,5</b>	<b>(3,8)</b>	<b>5,4</b>		
+/- Variación del CAPEX	0,4	1,1	0,0	(1,7)	1,6	-	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	1,9	(1,4)	2,1	(1,4)	0,1	(0,0)	(0,0)		
+/- Variación de impuestos	2,1	1,5	(1,1)	1,0	0,0	(0,2)	(0,3)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>6,0</b>	<b>14,0</b>	<b>(1,1)</b>	<b>(2,5)</b>	<b>3,1</b>	<b>(4,0)</b>	<b>5,0</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(12,7)</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>(2,3)</b>	<b>0,8</b>	<b>(3,2)</b>	<b>1,8</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>									
<b>EBIT</b>	<b>(12,5)</b>	<b>(5,1)</b>	<b>(0,6)</b>	<b>1,0</b>	<b>(2,6)</b>	<b>0,2</b>	<b>2,7</b>	<b>27,6%</b>	<b>42,0%</b>
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	0,0%	0,0%	30,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,3)	-	-	(0,8)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>(8,6)</b>	<b>(2,2)</b>	<b>2,5</b>	<b>11,3</b>	<b>7,3</b>	<b>10,5</b>	<b>13,4</b>	<b>49,3%</b>	<b>5,6%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(8,3)	(8,2)	(8,5)	(8,9)		
+/- Var. Capital circulante	(0,0)	6,5	(0,4)	(1,3)	4,1	(2,6)	0,2		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>(8,6)</b>	<b>4,3</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>(0,6)</b>	<b>4,7</b>	<b>30,2%</b>	<b>39,2%</b>
- CAPEX	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(1,0)	(1,0)	(1,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,3)	-	-	(0,8)		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(10,6)</b>	<b>3,4</b>	<b>1,3</b>	<b>(1,1)</b>	<b>2,2</b>	<b>(1,6)</b>	<b>2,9</b>	<b>53,2%</b>	<b>66,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	15,6%	131,9%	-62,3%	-185,5%	304,5%	-172,6%	278,6%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	2,9%	1,1%	n.a.	2,5%	n.a.	2,5%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	3,2	2,6	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(10,5)</b>	<b>6,6</b>	<b>3,9</b>	<b>(1,1)</b>	<b>2,2</b>	<b>(1,6)</b>	<b>2,9</b>	<b>53,0%</b>	<b>66,9%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-131,5%	163,0%	-41,3%	-128,0%	304,5%	-172,6%	278,6%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	10,0%	3,8%	n.a.	6,6%	n.a.	8,5%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	19,5%	11,5%	n.a.	6,6%	n.a.	8,5%		

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

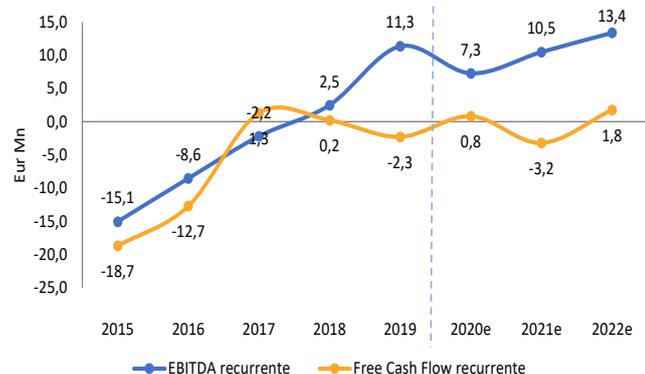
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



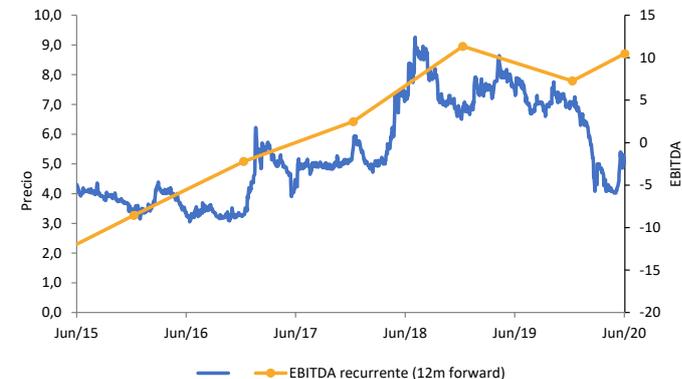
### Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



### 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	47,3	
+ Minoritarios	0,9	Rdos. 12m 2019
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,5	Rdos. 12m 2019
+ Deuda financiera neta	(10,0)	Rdos. 12m 2019
- Inmovilizado financiero	5,9	Rdos. 12m 2019
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>33,8</b>	

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)(2)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
																09-19
Total Ingresos	179,2	166,9	156,1	152,1	134,9	124,1	108,4	113,2	117,0	114,9	117,3	89,8	110,6	115,1	-4,1%	-0,6%
Cto. Total ingresos	-6,5%	-6,8%	-6,5%	-2,6%	-11,3%	-8,0%	-12,6%	4,4%	3,3%	-1,7%	2,0%	-23,4%	23,1%	4,0%		
EBITDA	19,2	10,3	1,6	(5,3)	(2,5)	(1,5)	(17,9)	(8,6)	(2,2)	1,3	11,3	7,3	10,5	13,4	-5,1%	5,6%
Cto. EBITDA	-6,2%	-46,5%	-84,7%	-437,4%	53,1%	40,0%	n.a.	52,1%	74,2%	158,0%	785,6%	-35,9%	44,1%	27,6%		
EBITDA/Ingresos	10,7%	6,1%	1,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,1%	9,7%	8,1%	9,5%	11,6%		
Beneficio neto	1,0	(4,5)	(9,3)	(23,9)	(10,3)	(11,0)	8,0	(22,7)	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(4,1)	(1,5)	0,7	-26,6%	27,7%
Cto. Beneficio neto	-76,4%	-563,1%	-106,1%	-158,4%	57,1%	-7,5%	172,2%	-384,8%	69,8%	92,7%	n.a.	50,4%	63,9%	146,0%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,0	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3		
BPA (EUR)	0,11	-0,49	-1,01	-2,62	-1,12	-1,21	0,87	-2,48	-0,76	-0,05	-0,90	-0,44	-0,16	0,07	-26,4%	27,7%
Cto. BPA	-76,4%	n.a.	n.a.	n.a.	57,1%	-7,5%	n.a.	n.a.	69,4%	92,9%	n.a.	50,4%	63,9%	n.a.		
BPA ord. (EUR)	0,29	-0,60	-1,83	-3,62	-1,32	-0,42	-2,94	-1,37	-0,76	0,07	-0,01	-0,39	-0,09	0,12	-7,4%	n.a.
Cto. BPA ord.	-29,2%	n.a.	n.a.	-97,5%	63,4%	68,0%	n.a.	53,3%	44,9%	n.a.	n.a.	n.a.	77,3%	n.a.		
CAPEX	(9,6)	(9,0)	(6,2)	(0,7)	(1,6)	(2,0)	(2,4)	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(1,0)	(1,0)	(1,0)		
CAPEX/Vtas %	5,3%	5,4%	4,0%	0,5%	1,2%	1,6%	2,2%	1,8%	0,8%	0,7%	2,2%	1,1%	0,9%	0,9%		
Free Cash Flow	10,1	(4,2)	(13,2)	24,9	8,9	(5,3)	24,3	(12,6)	4,5	1,6	(2,3)	0,8	(3,2)	1,8	-8,3%	40,4%
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	0,3x	0,5x	14,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-9,4x	-0,9x	-1,5x	-0,7x	-0,7x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	68,9x		
EV/Vtas (x)	0,5x	0,5x	0,4x	0,3x	0,5x	0,4x	0,1x	0,3x	0,3x	0,5x	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x		
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	4,6x	8,6x	38,1x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	41,1x	3,6x	4,7x	3,2x	2,5x		
Comport. Absoluto	58,7%	-22,4%	-38,5%	-24,1%	44,8%	-12,4%	-30,4%	-4,9%	62,2%	29,7%	2,6%	-28,0%				
Comport. Relativo vs Ibx 35	22,2%	-6,1%	-29,2%	-20,4%	19,2%	-15,5%	-25,1%	-3,0%	51,0%	52,5%	-8,2%	-4,4%				

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 Thomson Reuters.

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 9,1Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Nota 3: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

## Anexo 5. Principales competidores 2020e

Datos Mercado	Referentes Lujo Asequible					Holdings Retail Especializado					Average	ADZ
	EUR Mn	SMCP SA	Ted Baker PLC	Hugo Boss AG	Burberry Group PLC	PVH Corp	Tapestry	Capri Holdings Ltd	Kering			
Ticker (Reuters)	SMCP.PA	TED.L	BOSSn.DE	BRBY.L	Average	PVH.N	TPR.N	CPRI.K	PRTP.PA	Average	ADZ.MC	
País	France	United Kingdom	Germany	United Kingdom	United States of Ar	United States of Ar	United States of Ar	United States of Ar	France		Spain	
Market cap	329,1	168,4	1.865,7	6.788,6		3.005,7	3.141,4	2.034,0	60.230,3		47,3	
Enterprise value (EV)	1.218,9	493,2	3.055,4	7.333,5		5.127,3	3.768,9	3.706,0	67.185,1		33,8	
Total Ingresos	957,4	512,6	2.317,2	2.685,8		6.424,2	4.352,7	4.260,6	13.847,2		89,8	
Cto.Total Ingresos	-15,4%	-31,5%	-19,7%	-8,8%	-18,8%	-28,1%	-17,9%	-13,2%	-12,8%	-18,0%	-23,4%	
2y TACC (2020e - 2022e)	12,6%	13,7%	7,9%	7,5%	10,4%	14,6%	7,9%	16,7%	11,5%	12,7%	13,2%	
EBITDA	150,7	26,1	375,6	559,8		91,1	511,5	591,9	4.350,9		7,3	
Cto. EBITDA	-46,9%	-73,8%	-46,9%	-35,4%	-50,7%	-91,1%	-47,6%	-28,1%	-27,8%	-48,7%	-35,9%	
2y TACC (2020e - 2022e)	33,5%	81,3%	24,6%	16,9%	39,1%	n.a.	31,6%	36,8%	18,0%	28,8%	35,6%	
EBITDA/Ingresos	15,7%	5,1%	16,2%	20,8%	14,5%	1,4%	11,8%	13,9%	31,4%	14,6%	8,1%	
EBIT	30,4	(41,6)	73,4	356,8		(182,7)	284,7	327,2	3.360,2		(2,6)	
Cto. EBIT	-74,8%	-306,3%	-79,3%	-28,1%	-122,1%	-124,9%	-61,6%	-46,9%	-29,7%	-65,8%	-375,7%	
2y TACC (2020e - 2022e)	99,4%	67,2%	91,6%	17,6%	68,9%	n.a.	50,0%	60,4%	22,2%	44,2%	74,3%	
EBIT/Ingresos	3,2%	n.a.	3,2%	13,3%	6,5%	n.a.	6,5%	7,7%	24,3%	12,8%	n.a.	
Beneficio Neto	(2,4)	(35,2)	26,3	261,8		(165,8)	153,9	309,5	2.239,0		(4,1)	
Cto. Beneficio Neto	n.a.	-57,9%	-87,2%	92,6%	-17,5%	n.a.	-71,4%	-43,0%	3,3%	-37,0%	50,4%	
2y TACC (2020e - 2022e)	n.a.	54,8%	n.a.	18,9%	36,9%	n.a.	77,5%	54,8%	24,7%	52,3%	47,2%	
CAPEX/Ventas	-4,0%	-7,8%	-5,0%	-5,9%	-5,6%	-3,0%	-4,5%	-4,0%	-5,8%	-4,3%	-1,1%	
Free Cash Flow	48,6	17,9	163,6	269,5		50,1	(1,0)	526,4	2.324,9		0,8	
Deuda financiera Neta	462,0	177,9	985,5	(836,8)		2.008,2	946,4	2.065,5	3.760,9		(10,8)	
DN/EBITDA (x)	3,1	6,8	2,6	(1,5)	2,8	22,1	1,9	3,5	0,9	7,1	(1,5)	
Pay-out	0,0%	0,0%	83,6%	41,3%	31,2%	-2,0%	175,4%	0,0%	44,4%	54,4%	0,0%	
P/E (x)	n.a.	n.a.	87,1	26,2	56,7	n.a.	20,7	6,9	26,0	17,9	n.a.	
P/BV (x)	0,3	0,3	1,8	4,1	1,6	0,7	1,3	0,8	5,3	2,0	1,2	
EV/Ingresos (x)	1,3	1,0	1,3	2,7	1,6	0,8	0,9	0,9	4,9	1,8	0,4	
EV/EBITDA (x)	8,1	18,9	8,1	13,1	12,0	n.a.	7,4	6,3	15,4	9,7	4,7	
EV/EBIT (x)	40,0	n.a.	41,6	20,6	34,1	n.a.	13,2	11,3	20,0	14,9	n.a.	
ROE	0,7	n.a.	4,2	17,6	7,5	n.a.	1,7	7,1	20,1	9,7	n.a.	
FCF Yield (%)	14,8	10,5	8,8	3,9	9,5	1,7	n.a.	25,1	3,9	10,2	1,7	
DPA	0,00	0,00	0,32	0,26	0,15	0,04	0,93	0,00	7,91	2,22	0,00	
Dvd Yield	0,0%	0,0%	1,2%	1,6%	0,7%	0,1%	8,2%	0,0%	1,7%	2,5%	0,0%	

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Thomson Reuters). 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).

## Anexo 6. Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	2,2	(1,6)	2,9	38,4			
Market Cap	47,3	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-10,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2019)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	3,0%	Coste de la deuda neta			2,72%	3,22%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	2,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			2,2%	2,6%	
Risk free rate (rf)	0,5%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	9,0%	R (estimación propia)			8,5%	9,5%	
Beta (B)	1,1	B (Thomson Reuters y Lighthouse)			1,0	1,2	
Coste del Equity	10,4%	Ke = Rf + (R * B)			9,0%	11,9%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	10,4%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,0%	11,9%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,5%	

(1) Perpetuo calculado sobre Free Cash Flow "to the Firm" recurrente del último año estimado, empleando la tasa fiscal efectiva normalizada (T) indicada en el cuadro superior.

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Reuters	Mkt. Cap	PER 20e	BPA 20e-22e	EV/EBITDA 20e	EBITDA 20e-22e	EV/Vtas. 20e	Ingresos 20e-22e	EBITDA/Vtas. 20e	FCF Yield 20e	FCF 20e-22e
SMCP SA	SMCP.PA	329,1	n.a.	n.a.	8,1	33,5%	1,3	12,6%	15,7%	14,8%	48,1%
Ted Baker PLC	TED.L	168,4	n.a.	n.a.	18,9	81,3%	1,0	13,7%	5,1%	10,5%	-23,4%
Hugo Boss AG	BOSSn.DE	1.865,7	87,1	183,1%	8,1	24,6%	1,3	7,9%	16,2%	8,8%	18,5%
Burberry Group PLC	BRBY.L	6.788,6	26,2	19,2%	13,1	16,9%	2,7	7,5%	20,8%	3,9%	26,6%
<b>Referentes Lujo Asequible</b>			56,7	101,1%	12,0	39,1%	1,6	10,4%	14,5%	9,5%	17,4%
Capri Holdings Ltd	CPRI.K	2.034,0	6,9	62,5%	6,3	36,8%	0,9	16,7%	13,9%	25,1%	19,2%
G-III Apparel Group Ltd	GIIL.OQ	559,3	36,6	194,2%	9,2	63,5%	0,4	11,4%	4,5%	18,0%	24,5%
PVH Corp	PVH.N	3.005,7	n.a.	n.a.	n.a.	224,8%	0,8	14,6%	1,4%	1,7%	202,4%
Tapestry	TPR.N	3.141,4	20,7	78,2%	7,4	31,6%	0,9	7,9%	11,8%	n.a.	n.a.
<b>Holdings Retail Especializado</b>			21,4	111,6%	7,6	89,2%	0,7	12,7%	7,9%	14,9%	82,1%
ADZ	ADZ.MC	47,3	n.a.	47,2%	4,65	35,6%	0,38	13,2%	8,1%	1,7%	47,8%

### Análisis de sensibilidad (2021e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 21e	EBITDA 21e	EV/EBITDA 21e
Max	10,4%	11,5	2,9x
Central	9,5%	10,5	3,2x
Min	8,6%	9,5	3,6x

#### 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 21e			Escenario	FCF Rec./Yield 21e		
	0,8%	0,9%	1,0%		Max	Central	Min
EBITDA 21e					n.a.	n.a.	n.a.
11,5	(2,1)	(2,2)	(2,3)	Max	n.a.	n.a.	n.a.
10,5	(3,1)	(3,2)	(3,3)	Central	n.a.	n.a.	n.a.
9,5	(4,1)	(4,2)	(4,3)	Min	n.a.	n.a.	n.a.

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Lighthouse es un proyecto de análisis plenamente financiado por Bolsas y Mercados Españoles S.A. Lighthouse persigue mejorar la cobertura de análisis de los "valores huérfanos" del mercado español: aquellos que carecen de una cobertura real y continuada de análisis. Los informes de Lighthouse no incluirán ni valoración ni precio objetivo. Lighthouse no persigue asesorar en materia de inversión a ninguna persona física o jurídica. Por este motivo, Lighthouse no dará ninguna recomendación personalizada de inversión de ninguno de los valores que analice.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad de nacionalidad española, cuyo objeto social es

1º) La prestación de servicios de información y análisis financiero de los valores emitidos por todo tipo de personas jurídicas que cotizan en los mercados secundarios oficiales, y específicamente de aquellos valores que no son objeto recurrente de información y análisis por los analistas financieros que intervienen en los mercados.

2º) La prestación de los servicios de publicidad y actualización de los referidos informes y análisis financieros, así como la monitorización y seguimiento de los valores objeto de información y análisis.

3º) La realización de estudios y proyectos dirigidos a proponer e implantar medidas tendentes a mejorar la información y análisis financieros de los valores que cotizan en los mercados secundarios oficiales.

IEAF Servicios de Análisis S.L.U. es una sociedad cuyo socio único es el Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF), asociación profesional sin ánimo de lucro.

### DISCLAIMER

El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) certifica que todo Analista de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. cuyo nombre figure como Autor de este informe, expresa opiniones que reflejan su opinión personal e independiente sobre la compañía analizada. Sin que estas impliquen, ni directa ni indirectamente una recomendación personalizada de la compañía analizada a efectos de constituir un asesoramiento en materia de inversión. El informe se basa en la elaboración de proyecciones financieras detalladas a partir de información pública y siguiendo la metodología de análisis fundamental tradicional (no tratándose, por tanto de un informe de análisis técnico ni cuantitativo). Para la metodología de análisis empleada en la redacción de este informe, por favor, contacte directamente con el analista, cuyos datos de contacto figuran en la portada de este informe.

El informe incluye información básica de los principales parámetros a utilizar por un inversor a la hora de realizar por sí mismo una valoración (sea por descuento de flujos o por múltiplos). Dichos parámetros son la opinión o estimación personal del analista. La persona que reciba este informe deberá aplicar su propio juicio a la hora de utilizar dichos parámetros. Y deberá considerarlos un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. Esos parámetros no constituyen una recomendación personalizada de inversión.

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (12) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).
2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.
4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.
6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.
7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.
8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.
10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.
11. El contenido de este informe ha sido revisado por el emisor con anterioridad a 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](mailto:secretaria@ieaf.es) o consulte el contenido de este Código en [www.ieaf.es](http://www.ieaf.es).

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la opinión de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. y no ofrecen ninguna garantía implícita o explícita. Todas las opiniones expresadas están sujetas a cambio sin previo aviso. En el presente documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La

información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEAF Servicios de Análisis S.L.U., sus empleados y directivos, pueden tener una posición (larga o corta) en una inversión sabiendo que ese emisor será objeto de análisis y que ese análisis se distribuirá a inversores institucionales. Cualquier información adicional sobre el contenido de este informe se remitirá previa solicitud. IEAF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

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

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

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
23-Jun-2020	n.a.	5,10	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	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

