

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Artículos Textiles, de Confección y Bienes de Lujo

Fecha del informe: 2 dic 2020
Hora distribución: 8:30

Resultados 6m 2020 y Revisión de estimac.

Precio de Cierre: EUR 4,60 (1 dic 2020)

Resultados 6m 2020

Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperado.

Impacto ⁽¹⁾: Bajamos estimaciones

Ana Isabel González García, CIIA – ana.gonzalez@lighthouse-ieaf.com

+34 915 904 226

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.

Bajamos números 2020. La vuelta a niveles pre-crisis se retrasa (al menos) a 2022

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	42,7	51,5
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	37,2	44,9
Número de Acciones (Mn)	9,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	7,36 / 4,91 / 3,41	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽³⁾	12,9	
Thomson Reuters / Bloomberg	ADZ.MC / ADZ.SM	
Cierre año fiscal	28-Feb	

REVISAMOS ESTIMACIONES 2020e-2021e POR LA SEGUNDA OLA DEL COVID-19, impactando especialmente a la industria de la moda (c. -40% a/a en el consumo “no-esencial”). La pérdida del 1T (ventas a “precio completo”; marzo, abril, mayo), junto al impacto de los nuevos confinamientos (afecta a c. 30% de sus puntos de venta), contraerán en mayor medida los ingresos (EUR 76,0Mn 2020e, -35,2% a/a), retrasando la vuelta a niveles pre-crisis c.+2y (EUR 105,2Mn 2022e; TACC +2y: +17,7%).

Estructura Accionarial (%) ⁽⁸⁾

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

SIENDO CLAVE (M/P) EL CANAL ON-LINE, en un escenario que seguirá marcado por el distanciamiento social. Este canal impulsará el negocio (m/p), contribuyendo al 23,1% de los ingresos consolidados 2022e (c. +14p.p. vs. -3y).

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2019	2020e	2021e	2022e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,3	9,3	9,3	9,3
Total Ingresos	117,3	76,0	93,2	105,2
EBITDA Rec. ⁽⁴⁾	11,3	-1,3	1,6	9,7
% Var.	357,2	-111,1	226,1	508,5
% EBITDA Rec./Ing.	9,7	n.a.	1,7	9,2
% Var EBITDA sector ⁽⁵⁾	38,1	14,8	15,6	21,4
Beneficio neto	-8,3	-12,2	-9,2	-2,5
BPA (EUR)	-0,90	-1,32	-0,99	-0,27
% Var.	n.a.	-46,9	24,7	72,8
BPA ord. (EUR)	-0,01	-1,32	-0,96	-0,18
% Var.	-117,6	n.a.	27,3	81,4
Free Cash Flow Rec. ⁽⁶⁾	-2,3	-6,7	-8,1	-2,5
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	-3,2	4,9	7,4
DN / EBITDA Rec.(x)	-0,9	n.a.	3,1	0,8
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) ⁽⁶⁾	2,0	n.a.	n.a.	0,6

FUERTE CAÍDA DEL EBIT 2020e (EUR -10,4Mn, vs. EUR 1Mn -1y), QUE TANTEARÁ EL BREAK EVEN +2y (EUR 0,1Mn 2022e). La abultada caída de ingresos dificulta la viabilidad del negocio (el OPEX 2019 representó c. 40% de la facturación del año). La pugna por dar salida a los inventarios para mejorar la liquidez este año, hundirá el margen bruto (-9,0 p.p. a/a), sin que su impacto pueda ser compensado vía contención de costes (-31,9% a/a, respaldada, entre otros, por los ERTES).

DETERIORÁNDOSE SU SITUACIÓN FINANCIERA, AUNQUE MANTENIENDO UN ENDEUDAMIENTO RAZONABLE. El consumo de caja en el periodo estimado (EUR 17,5Mn) endeudará al Grupo (EUR 7,5Mn 2022e; 0,4x DN/FFPP), siendo clave la mejora en la gestión de inventarios para revertir la tendencia (l/p).

2020 UN AÑO DRAMÁTICO PARA LA INDUSTRIA, QUE ADZ PODRÁ SORTEAR. La segunda ola (internacional) de covid-19 y la incertidumbre respecto a su duración, resultará en una caída de la facturación de la industria sin precedentes (> 30% a/a 2020) y el resurgir del fantasma de una quiebra a gran escala (JC Penney, Debenhams,...). La solidez financiera pre-crisis de ADZ (EUR 10Mn caja neta 2019, vs. una industria endeudada) le permitirá capear el temporal, quedando “teóricamente” bien posicionada para aprovechar las tendencias de mercado (l/p): posicionamiento online y fuerte compromiso con la “moda sostenible”, y teniendo como retos la diversificación geográfica y el rejuvenecimiento de su cartera de clientes.

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁷⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	1,0	1,3	1,9	2,1
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,32	0,49	0,40	0,35
EV/EBITDA Rec.	3,3	n.a.	23,4	3,8
EV/EBIT	39,1	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) ⁽⁶⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	26,0	11,4	-37,5	-35,0	-10,5	23,7
vs Ibxex 35	-0,1	-4,8	-28,2	-23,8	10,9	57,7
vs Ibxex Small Cap Index	2,8	-5,1	-45,3	-42,2	-25,9	-22,3
vs Eurostoxx 50	5,8	3,6	-34,3	-31,0	-10,4	22,1
vs Índice del sector ⁽⁵⁾	4,0	-6,4	-42,1	-35,0	-29,2	15,2

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado y su relación con nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de estos resultados, prevemos una revisión significativa (> 5%), al alza o a la baja, 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) 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.
(5) Sector: TR Europe Apparel & Accessories Retailers.
(6) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.
(7) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.
(8) 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 6M 2020
Revisión de estimaciones: a la baja

Los rebrotes del Covid-19 retrasan el break even en EBIT (2022e), en un contexto aún de elevada incertidumbre

La pandemia del Covid-19 está generando la devastación económica a nivel mundial, especialmente en sectores de consumo discrecional. La industria de la moda figura entre las más afectadas en este contexto, en el que imperan la pérdida de puestos de trabajos (menor renta disponible), el cierre (y/o restricciones) en tiendas y el distanciamiento social, reduciendo el consumo “no-esencial”.

La cambiante evolución de la pandemia del Covid-19, sigue generando gran incertidumbre “macro” a nivel global

Obligando a una continua revisión de las previsiones de PIB. Mientras que el FMI revisó (octubre) al alza evolución del PIB mundial para 2020 (-4,4% a/a, +0,5% vs. su anterior proyección, probablemente ante la expectativa del éxito ante alguna vacuna), redujo el crecimiento en 2021 al 5,2% (-0,2p.p. vs. su previsión anterior).

España (67,8% de la facturación 1S20 de ADZ) se encuentra entre los países más afectados por la crisis Covid-19. El PIB descendió un 18,5% inter-trimestral en el 2T20 (la mayor caída desde 1970). El Banco de España apunta a su peor escenario para el PIB (-12,6% a/a, -1p.p. vs. su peor escenario a junio), habiendo reducido su estimación para 2021e (+4,1%, -4,0p.p. vs. el mismo peor escenario), que situaría al PIB -8,5p.p. vs. el nivel alcanzado pre-Covid 19.

Gráfico 1. Confianza del consumidor (España vs. UE)



Fuentes: Refinitiv. EC- Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros

El contexto no deja de ser pesimista

Los rebrotes de la pandemia han vuelto a interrumpir la recuperación del turismo (especialmente el internacional), impactando de lleno en nuestra economía, con un efecto demoledor en el sector (tiendas y empresas cerradas y empleados temporal o estructuralmente fuera del mercado laboral). La tasa de desempleo promedio estimada para el periodo 2020-2022 se sitúa en el 19% (España), pudiendo superar el 22% en 2021 (niveles dejados atrás en 2015). La mejora de la confianza del consumidor (lógicamente debilitada) es especialmente importante para restaurar la cadena de valor en la industria de la moda.

No obstante, el riesgo de nuevas rebajas a las previsiones del PIB (nacional/internacional) sigue siendo elevado. El resurgir de la pandemia y/o el retraso en el desarrollo de soluciones eficaces resultará en el enardecimiento de las medidas para contener los contagios, impactando en mayor o menor grado en la actividad económica.

Adicionalmente, la severidad de la recesión económica actual podría conllevar la retirada de las medidas de emergencia adoptadas (según el FMI, el gasto acumulado realizado hasta ahora por los gobiernos para responder a esta crisis asciende a c. USD 12Tn), elevando el riesgo de quiebras empresariales y caídas de empleo, ahondando en la recesión. En este sentido, la aprobación en octubre de un Mecanismo de apoyo económico europeo (EUR 672,5Bn, de los que España recibirá c. EUR 140Bn) en el marco del instrumento «Next Generation EU» aprobado en julio, emerge como un balón de oxígeno, que contribuirá a paliar parcialmente los efectos económicos y sociales de la pandemia de COVID-19.

Como reza el proverbio chino, “una crisis es una oportunidad que cabalga en un viento peligroso”...

Al venir acompañada de numerosas capitulaciones empresariales. 2020 está siendo especialmente arduo para la industria de la moda. El colapso de las ventas y de los ingresos sufrido este año no tiene precedentes. En Europa, más del 40% de los consumidores ha reducido sus compras (a la inseguridad financiera personal se suma el efecto de las medidas de distanciamiento social). Según McKinsey, c. 75% de las empresas europeas del sector requieren de programas de apoyo gubernamentales, por lo que la finalización de tales prestaciones potenciará la concentración o el cierre empresarial (c. 20-30% de las empresas del sector).

Desde el inicio de la crisis, las quiebras se han sucedido a ambos lados del Atlántico (Neiman Marcus, JC Penney, Debenhams, Oasis, Warehouse, Laura Ashley, Victoria's Secret (R.U.), MQ...), con numerosas empresas sufriendo importantes reestructuraciones ante las dificultades de liquidez a las que se enfrentan (French Connection).

Rdos. 6M20: desaceleración (esperada) en la contracción de ingresos (-50,4% a/a vs. -67,3% 1T) con fuerte erosión de márgenes, que hundan el EBIT (EUR -9,3Mn).

El "cerrojazo" obligatorio y restricciones en casi la totalidad de los puntos de venta (1T) y su progresiva apertura (c. 90% de los puntos de venta de ADZ estaban operativos en agosto), ha llevado a cerrar el 1S con -50,4% a/a en ingresos (EUR 26,6Mn; -49,1% LFL). La presencia en el canal online del Grupo está siendo clave: +25,5% a/a en las ventas online, que han contribuido al 21,8% de los ingresos (vs. 9% -1y). La contracción de ingresos registrada fuera de Europa es similar (c. -40% a/a en los diferentes mercados). Además, la divisa habría restado c. -3p.p. a/a. a los ingresos consolidados.

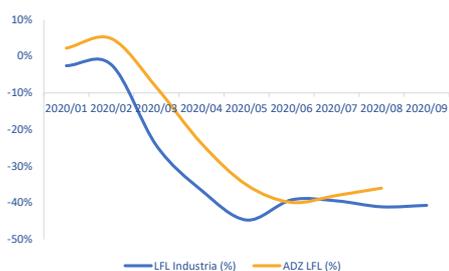
Adicionalmente, ADZ sigue optimizando su red comercial (principalmente en España), habiendo concluido su alianza con el Grupo mexicano Gin Group (-20 puntos de venta en franquicia). El Grupo cuenta actualmente con 351 puntos de venta en 20 países (-35 a/a).

Por otro lado, el impacto del confinamiento inicial durante el 1T (ventas full-price), junto al esfuerzo comercial realizado en el periodo (en aras de obtener liquidez) ha dejado mella en los márgenes (-9,6p.p. a/a en margen bruto vs. -0.9p.p vs. 1T). A pesar del esfuerzo en la contención de costes (EUR 16,2Mn en gastos operativos totales, -39,9% a/a, favorecido por la adopción de expedientes de regulación de empleo y la reducción de los horarios de apertura en tienda), el EBITDA se mantiene en negativo en el año (EUR -3,7Mn), empeorando el resultado operativo (EUR -9,3Mn en EBIT) y mermando la liquidez del Grupo (Caja Neta EUR 2,3Mn, -75% a/a) .

Tabla 1. Resultados 6M 2020 de ADZ

(EUR Mn)	6m20 Real	6m19	6m20 Real vs 6m19	2T20	2T20 vs 2T19
Total Ingresos	26,6	53,6	-50,4%	19,7	-39,7%
Ventas	26,0	52,5	-50,4%	19,3	-39,6%
Otros ingresos	0,5	1,0	-47,9%	0,3	-43,1%
Margen Bruto	12,5	30,3	-58,8%	8,5	-47,5%
Margen Bruto (%/Ingresos)	46,9%	56,5%	-9,6 p.p.	43,0%	-6,4 p.p.
EBITDA (Recurrente)	(3,7)	3,3	-210,6%	0,9	-61,9%
EBITDA Rec. / Ingresos	-13,9%	6,2%	-20,2 p.p.	4,4%	-2,6 p.p.
EBITDA	(3,7)	3,3	-210,6%	0,9	-61,9%
EBITDA / Ingresos	-13,9%	6,2%	-20,2 p.p.	4,4%	-2,6 p.p.
EBIT	(9,3)	(0,9)	-973,4%	(1,9)	-1412%
EBIT/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
BAI	(10,6)	(1,4)	-673,5%	(2,3)	n.a.
BN	(10,4)	(1,8)	-484,4%	(2,3)	-436%
BN ordinario	(10,4)	(1,8)	-484,4%	(2,3)	-436%
Var. Total LFL	-49,1%	7,3%	-56,4p.p.		
Puntos de venta	351	386	(35,0)		
FCF Recurrente	-5,7	-0,7	-689%		
Deuda Neta	-2,3	-9,1	75%		

Gráfico 2. Evolución facturación acumulada 2020 comparable en la industria (España)



Fuentes: Acotex (Asociación Empresarial de Comercio Textil, Complementos y Piel) y ADZ

Cuando sobrevivir a la tormenta es de por sí un éxito...

En un contexto en el que la progresiva apertura de tiendas no se traduce en una inmediata mejora de los KPIs (visitas), ADZ tiene ser capaz de hacer frente a su estructura de costes operativos (alquileres y salarios representaron c. 40% de la facturación 2019). Caídas de ingresos de entre 30%-40% a las que apunta la industria (según Acotex ésta acumulaba -40,7% a/a a 9M20) dificultan la viabilidad empresarial. Las medidas de regulación de empleo de las que se ha beneficiado ADZ se prolongarán (por ahora) hasta junio 2021, lo que facilitará la contención de costes (c/p). Adicionalmente, se une la inversión realizada en inventarios (32,7% s/ingresos 1S20, vs. 23,4% 2019), a la que se requiere dar salida para hacer caja (siendo la liquidez clave en la supervivencia) y evitar su potencial deterioro.

...mientras la crisis "Covid-19" acelera las tendencias del consumidor (pre-crisis).

La crisis está actuando como catalizador para reforzar las tendencias detectadas (pre-2020) en la industria: 1) creciente penetración del negocio on-line, con un aumento en 6M equiparable al registrado en los 6 años anteriores (su contribución a la facturación se habría elevado desde c. 15% a principios de año a c. 30% en agosto), 2) el reequilibrio entre productos y experiencias ofertadas (entretenimientos y emociones), poniendo de manifiesto la importancia de la combinación (l/p) del mundo on-line con la venta en tienda física ("phygital") y 3) la creciente concienciación del consumidor sobre el impacto medioambiental y social.

La intensificación de la pandemia y deterioro "macro" nos llevan a reducir nuevamente nuestras estimaciones

Nuestro escenario central se sitúa por debajo del previsto para el "peor escenario" esbozado en junio. La prolongación e intensificación de la pandemia (nacional/internacional) seguirá golpeando al sector también en 2021, pudiendo retrasarse su recuperación (niveles pre-crisis) hasta finales del 2022. El esfuerzo comercial registrado en el 1S se mantendrá durante el año, retasando la recuperación de márgenes +2y.

- Ingresos lastrados por la crisis del Covid-19 (-35,2% a/a 2020e)**, en un ejercicio que se ha visto fuertemente impactado por la pérdida de las ventas 1T a precio completo (tras la declaración del estado de alerta en España, que supuso el cierre hasta principios de mayo de sus puntos de venta y restricciones tras su reapertura (c. 45% de sus puntos de venta en Europa son corners en grandes superficies comerciales, susceptibles de restricciones en caso de rebrotes). Las recientes restricciones estarían afectando a c. 30% de los puntos de venta en España. El deterioro del negocio llevará a contraer los ingresos hasta EUR 76,0Mn 2020e (c. -55% vs. la facturación registrada a principios de la década).

La recuperación será asimétrica y se apoyará en la progresiva recuperación del negocio nacional y en la expansión del negocio internacional (cuya estructura ha reforzado), vía nuevos acuerdos comerciales (con el foco en Asia y México). Aun así, la recuperación de los niveles pre-crisis se retrasará hasta finales del 2022. estimamos unos ingresos de EUR 105,2Mn en 2022e. (TACC +17,7% +2y).

A pesar del tirón de las ventas online en el 1S (+25,5% a/a 1S20), es previsible un progresivo aplanamiento de la curva de crecimiento. Pero la tendencia seguirá siendo creciente para el canal online, que contribuirá al 23,1% de los ingresos al final del periodo, c. +14p.p. vs. los niveles pre-crisis), reforzando el crecimiento (m/p).

- Que volverán a hundir el EBIT (-10,6Mn 2020e, c. 1,5x vs nuestro peor escenario)**, por la presión en el margen bruto vinculado al mayor esfuerzo comercial (-9,0p.p. a/a), que no podrá compensarse vía control de costes (aplicación de ERTES y la potencial reducción del coste por arrendamientos). No es la primera vez en la que el Grupo hunde sus márgenes, el deterioro de inventarios realizado en 2015 resultó en una pérdida de 7,3p.p. en el margen bruto, que se recuperó parcialmente (c. 60%) en el ejercicio siguiente.
- ...y retrasarán (+1y) la vuelta a break-even en EBIT (EUR +0,1Mn 2022e)**. Que se apoyará en: i) la mejora de márgenes (57,8% margen bruto 2022e, en línea con los alcanzados en 2016, gracias a las eficiencias en la gestión de inventarios), ii) el control de costes (optimización de tiendas y prórroga de los ERTES hasta junio 2021) y iii) la creciente contribución del negocio online (TACC +17,7% +2y). El mayor éxito en su estrategia de expansión internacional contribuirá a acelerar la recuperación en el EBIT.

- Deteriorándose su situación financiera, aunque, en este escenario, su endeudamiento será razonable.** La posición de caja neta (EUR 2,3Mn 1S20) revertirá a una posición de DN 7,5Mn 2022e (DN/FFPP 0,4x 2022e), elevando la carga financiera (EUR -1,0Mn 2022e, c. +5x vs. 2019).

- A pesar de la contención de la inversión por el actual contexto...** (EUR 0,7Mn 2020e), que se estabilizará en EUR 1Mn en el m/p. No obstante, una aceleración en el proceso de recuperación del negocio, permitiría acelerar la inversión para expandir su presencia internacional.

Gráfico 3. Ingresos vs. EBIT Rec. (ADZ)

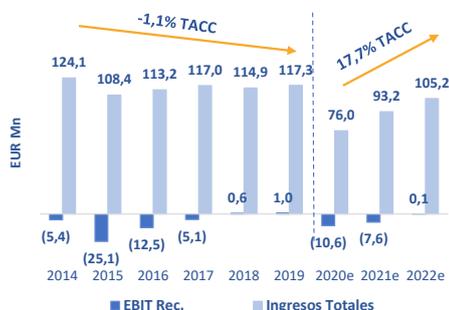
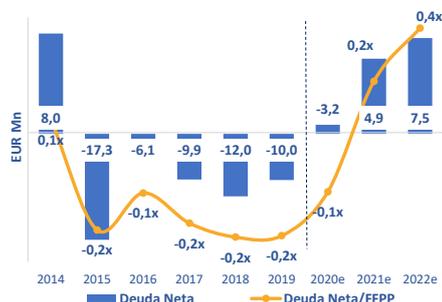


Gráfico 4. DN vs. DN/FFPP (ADZ)



- **...descartamos (m/p) el break even en el FCF Rec.** Estimamos un consumo de caja (recurrente) de EUR 17,5Mn en el periodo 2020-2022e. No obstante, la mejora en la gestión de inventarios será clave en el proceso de generación de caja. El crecimiento del negocio online (clave en la estrategia de ADZ), conlleva una relación más directa con el consumidor, lo que, junto al uso de inteligencia artificial, permitirá optimizar los inventarios. Este proceso reducirá el porcentaje de productos vendidos con descuento, contribuyendo a acelerar la mejora de márgenes. Nuestras estimaciones contemplan un estrechamiento del diferencial en la inversión en inventarios vs. sector (c. 20,6% s/ingresos 2022e, -2,8p.p.vs. -3y).

Tabla 2. Revisión de estimaciones

EUR Mn	2020e			2021e			2022e		
	(Nuevo)	2020e	Revisión	(Nuevo)	2021e	Revisión	(Nuevo)	2022e	Revisión
Total Ingresos	76,0	89,8	-15,4%	93,2	110,6	-15,7%	105,2	115,1	-8,6%
EBITDA (Recurrente)	(1,3)	7,3	-117,7%	1,6	10,5	-85,1%	9,6	13,4	-27,9%
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>-111,3%</i>	<i>-35,9%</i>	<i>-75,4 p.p.</i>	<i>221,5%</i>	<i>44,1%</i>	<i>177,4 p.p.</i>	<i>517,7%</i>	<i>27,6%</i>	<i>490,1 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>-1,7%</i>	<i>8,1%</i>	<i>-9,8 p.p.</i>	<i>1,7%</i>	<i>9,5%</i>	<i>-7,8 p.p.</i>	<i>9,2%</i>	<i>11,6%</i>	<i>-2,5 p.p.</i>
EBIT	(10,6)	(2,6)	-305,0%	(7,6)	0,2	n.a.	0,1	2,7	-95,6%
Beneficio Neto	(12,2)	(4,1)	-196,8%	(9,2)	(1,5)	-519,4%	(2,5)	0,7	-470,3%
Free Cash Flow Rec.	(6,8)	0,8	-940,3%	(8,1)	(3,2)	-152,7%	(2,5)	1,8	-243,5%
DN/FFPP	-0,1x	-0,3x	0,2x	0,2x	-0,2x	0,4x	0,4x	-0,2x	0,6x

Conclusión: ADZ probará (en este escenario) su resiliencia ante el mayor deterioro del negocio (c/p) por los rebrotes del Covid-19 y la lenta recuperación en ingresos

Diferentes casas (McKinsey Global Institute y Oxford Economics) retrasan la recuperación de los niveles pre-crisis en la industria > 3T22 (adoptado en nuestro escenario central), sin descartar un retraso adicional (+1y) de dilatarse el plazo de la distribución de la/s vacuna/s. Ante este escenario, es previsible un mayor papel de las ventas online en la recuperación de la facturación de la industria (clave en la estrategia de ADZ), al retrasarse la de las ventas en tienda física (off-line) hasta que se haya extendido la distribución de la/s vacuna/s a la totalidad de los mercados. El distanciamiento social continuará en 2021, reduciéndose progresivamente con la inmunización poblacional. Mientras tanto, el uso de mascarilla seguirá restando atractivo a la visita del consumidor a la tienda física, por lo que cabe cuestionarse la evolución de la venta off-line una vez vuelva la “normalidad”.

Aunque la intensidad y prolongación de la pandemia nos lleva a posicionarnos por debajo de nuestro escenario más pesimista, la solidez financiera con la que ADZ cerró 2019 (EUR 10Mn caja neta, vs. una industria endeudada) permitirá al Grupo capear el temporal. Adicionalmente, ADZ se encuentra “teóricamente” bien posicionada para aprovechar las tendencias del mercado (l/p): apuesta online (c. 21,8% de los ingresos 1S20e) y fuerte compromiso con la “moda sostenible”. Quizás, uno de los aspectos que queda pendiente por resolver, es el de su mayor diversificación geográfica (Asia < 10% de los ingresos) y el rejuvenecimiento de la cartera de clientes (elementos clave en la estrategia de sus competidores). La compañía está trabajando en ambas cuestiones (incluyendo la búsqueda de nuevas alianzas).

En este sentido, importantes plataformas digitales, como Amazon y Alibaba, están reforzando sus plataformas. La primera para dar cabida a outlets de productos de marcas en dificultades, y la segunda, para dirigirse al consumidor “joven” concienciado con la “moda sostenible”, presentándose ambas iniciativas como oportunidades de crecimiento para el sector.

No obstante, la incertidumbre sobre la evolución de la pandemia sigue siendo elevada (mayor intensidad en los rebrotes, potencial tercera ola en 2021), podrían derivar en restricciones más severas (Italia acaba de optar por “suspender” la Navidad), con resultados aún más devastadores para el tejido productivo. El riesgo de un aumento en la insolvencia empresarial y el deterioro del mercado laboral sigue latente, pudiendo retrasar la recuperación del consumo esperada (m/p). Por otro lado, queda pendiente de ver la eficacia de la puesta en marcha del plan europeo de recuperación “Next Generation EU” aprobado en julio.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2020e	2021e	2022e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(5,2)	(6,6)	0,1	n.a.			
Market Cap	42,7	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-2,3	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2020)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	2,6%	Coste de la deuda neta			2,37%	2,87%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	2,1%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			1,9%	2,3%	
Risk free rate (rf)	0,1%	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	10,0%	Ke = Rf + (R * B)			8,6%	11,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	10,0%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,6%	11,5%	
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 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	410,5	n.a.	n.a.	9,8	32,6%	1,5	10,8%	15,0%	n.a.	n.a.
Ted Baker PLC	TED.L	287,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,4	23,9%	n.a.	n.a.	n.a.
Hugo Boss AG	BOSSn.DE	1.844,4	n.a.	n.a.	10,8	44,2%	1,4	11,9%	13,3%	10,4%	6,7%
Burberry Group PLC	BRBY.L	8.007,6	36,9	27,5%	16,7	21,2%	3,4	8,9%	20,0%	3,2%	26,6%
Referentes Lujo Asequible			36,9	27,5%	12,4	32,7%	1,9	13,9%	16,1%	6,8%	16,6%
Capri Holdings Ltd	CPRI.K	4.437,0	30,4	84,0%	13,3	35,4%	1,7	15,1%	12,7%	7,2%	18,2%
G-III Apparel Group Ltd	GIII.OQ	865,4	n.a.	357,8%	13,0	58,7%	0,6	12,2%	4,5%	11,1%	41,0%
PVH Corp	PVH.N	4.818,1	n.a.	n.a.	n.a.	225,2%	1,1	15,8%	1,4%	0,1%	679,8%
Tapestry	TPR.N	6.518,0	12,3	10,6%	7,6	7,5%	1,6	4,2%	21,1%	9,1%	4,4%
Holdings Retail Especializado			21,3	150,8%	11,3	81,7%	1,3	11,8%	9,9%	6,9%	185,9%
ADZ	ADZ.MC	42,7	n.a.	54,7%	n.a.	n.a.	0,49	17,7%	n.a.	n.a.	39,2%

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	1,9%	1,8	21,0x
Central	1,7%	1,6	23,4x
Min	1,5%	1,4	26,5x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 21e				FCF Rec./Yield 21e		
EBITDA 21e	1,0%	1,1%	1,2%		Escenario		
1,8	(7,8)	(7,9)	(8,0)	➔	Max	n.a.	n.a.
1,6	(8,0)	(8,1)	(8,2)		Central	n.a.	n.a.
1,4	(8,2)	(8,3)	(8,4)		Min	n.a.	n.a.

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e		
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	10,0	9,7	9,5		
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	28,2	30,0	31,3		
Total activo	89,5	75,9	62,9	60,8	90,2	79,3	80,4	81,0		
Patrimonio neto	82,7	59,4	52,3	52,2	44,2	32,0	22,8	20,3		
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)	(3,2)	4,9	7,4		
Pasivo circulante	22,9	20,9	19,2	18,9	19,3	13,9	16,0	16,5		
Total pasivo	89,5	75,9	62,9	60,8	90,2	79,3	80,4	81,0		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
Total Ingresos	108,4	113,2	117,0	114,9	117,3	76,0	93,2	105,2	2,0%	-3,6%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	-12,6%	4,4%	3,3%	-1,7%	2,0%	-35,2%	22,7%	12,8%		
Coste de ventas	(50,6)	(47,7)	(49,0)	(47,3)	(50,6)	(39,5)	(43,3)	(44,3)		
Margen Bruto	57,8	65,5	68,0	67,6	66,7	36,4	49,9	60,9	3,6%	-3,0%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	53,3%	57,8%	58,1%	58,8%	56,9%	48,0%	53,5%	57,9%		
Gastos de personal	(43,7)	(42,5)	(39,8)	(38,1)	(36,7)	(23,6)	(31,8)	(34,1)		
Otros costes de explotación	(29,1)	(31,5)	(30,4)	(27,1)	(18,7)	(14,1)	(16,5)	(17,1)		
EBITDA recurrente	(15,1)	(8,6)	(2,2)	2,5	11,3	(1,3)	1,6	9,7	28,8%	-5,2%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	n.a.	43,2%	74,2%	212,4%	357,2%	-111,1%	226,1%	508,5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	2,2%	9,7%	n.a.	1,7%	9,2%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(2,8)	-	-	(1,2)	-	-	-	-		
EBITDA	(17,9)	(8,6)	(2,2)	1,3	11,3	(1,3)	1,6	9,7	27,4%	-5,2%
Depreciación y provisiones	(10,0)	(4,0)	(2,9)	(1,9)	(2,1)	(1,7)	(1,7)	(1,8)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(8,3)	(7,6)	(7,4)	(7,7)		
EBIT	(27,9)	(12,5)	(5,1)	(0,6)	1,0	(10,6)	(7,6)	0,2	19,4%	-45,5%
<i>Cto.EBIT</i>	-255,7%	55,1%	59,5%	88,2%	259,0%	n.a.	28,7%	102,0%		
<i>EBIT / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	0,1%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(2,2)	(0,2)	(1,6)	0,5	(0,9)	(1,5)	(1,2)	(1,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(30,0)	(12,8)	(6,7)	(0,1)	0,0	(12,1)	(8,8)	(1,5)	18,9%	n.a.
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	-372,4%	57,5%	47,4%	98,0%	105,3%	n.a.	27,7%	82,4%		
Extraordinarios	41,7	(0,5)	0,4	1,3	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	11,7	(13,2)	(6,3)	1,2	0,0	(12,1)	(8,8)	(1,5)	-84,3%	n.a.
Impuestos	(4,0)	(9,7)	(0,4)	(1,5)	(8,2)	-	(0,3)	(0,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	34,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Minoritarios	0,3	0,2	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	8,0	(22,7)	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(12,2)	(9,2)	(2,5)	-32,1%	33,0%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	172,2%	-384,8%	69,8%	92,7%	n.a.	-46,9%	24,7%	72,8%		
Beneficio ordinario neto	(26,9)	(12,6)	(6,8)	0,6	(0,1)	(12,2)	(8,9)	(1,6)	74,7%	n.a.
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	-587,7%	53,3%	45,6%	109,1%	-117,7%	n.a.	27,3%	81,4%		
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
EBITDA recurrente						(1,3)	1,6	9,7	28,8%	-5,2%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(7,6)	(7,4)	(7,7)		
Var.capital circulante						4,4	0,3	(0,7)		
Cash Flow operativo recurrente						-4,5	-5,6	1,2	21,4%	-12,1%
CAPEX						(0,7)	(1,0)	(1,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,5)	(1,2)	(1,7)		
Impuestos						-	(0,3)	(0,9)		
Free Cash Flow Recurrente						(6,7)	(8,1)	(2,5)	40,8%	-2,7%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(6,7)	(8,1)	(2,5)	-20,3%	-2,7%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						6,7	8,1	2,5		

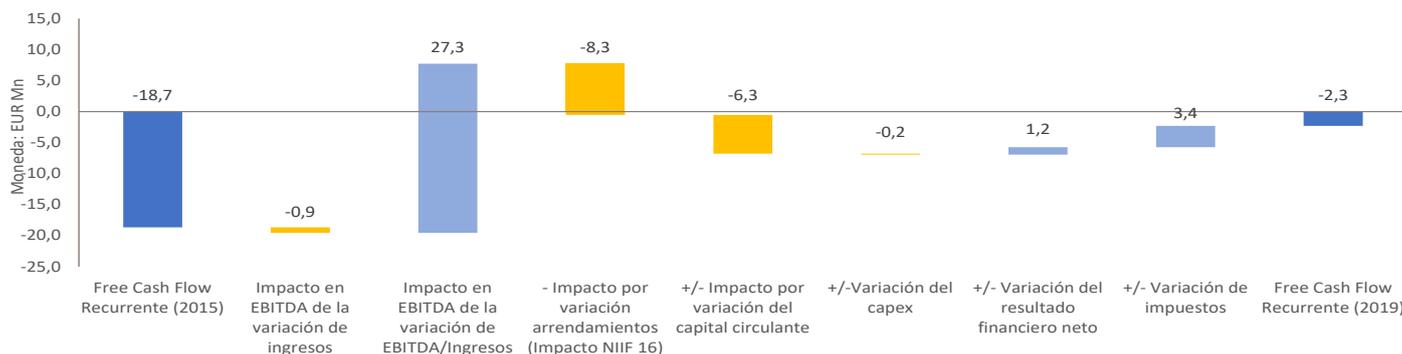
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de NIIF 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 9,1Mn mayor por la aplicación de NIIF 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

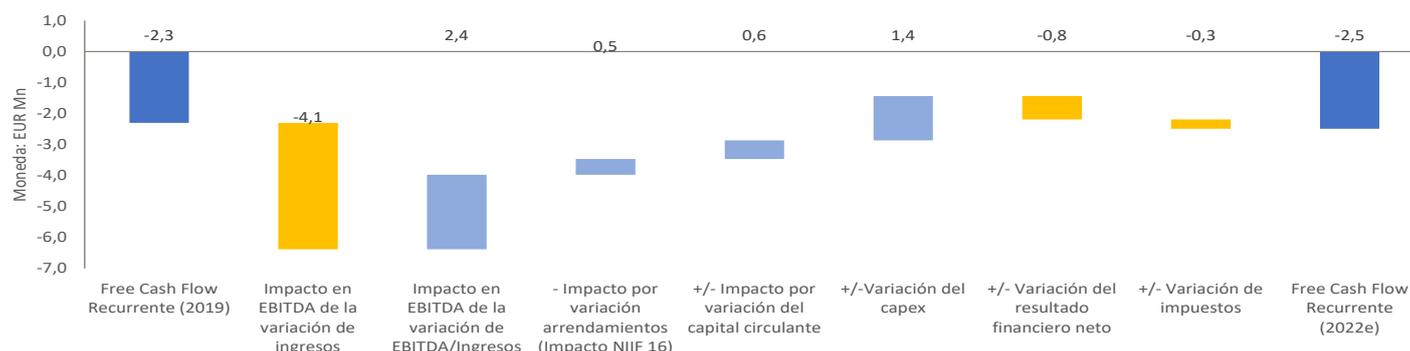
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	TACC	
								16-19	19-22e
EBITDA recurrente	(8,6)	(2,2)	2,5	11,3	(1,3)	1,6	9,7	49,3%	-5,2%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	43,2%	74,2%	212,4%	357,2%	-111,1%	226,1%	508,5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	2,2%	9,7%	<i>n.a.</i>	1,7%	9,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(8,3)	(7,6)	(7,4)	(7,7)		
+/- Var. Capital circulante	(0,0)	6,5	(0,4)	(1,3)	4,4	0,3	(0,7)		
= Cash Flow operativo recurrente	(8,6)	4,3	2,1	1,8	(4,5)	(5,6)	1,2	30,2%	-12,1%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	15,4%	149,7%	-50,4%	-16,8%	-356,6%	-23,2%	121,5%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	3,6%	1,8%	1,5%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	1,1%		
- CAPEX	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(0,7)	(1,0)	(1,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(1,6)	0,5	(0,9)	(1,5)	(1,2)	(1,7)		
- Impuestos	(1,9)	(0,4)	(1,5)	(0,6)	-	(0,3)	(0,9)		
= Free Cash Flow recurrente	(12,7)	1,3	0,2	(2,3)	(6,7)	(8,1)	(2,5)	43,4%	-2,7%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	31,9%	110,2%	-83,7%	<i>n.a.</i>	-193,3%	-20,0%	69,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	1,1%	0,2%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(1,2)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	3,2	2,6	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	(12,6)	4,5	1,6	(2,3)	(6,7)	(8,1)	(2,5)	43,3%	-2,7%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-151,9%	135,9%	-64,3%	-242,3%	-193,3%	-20,0%	69,2%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	3,0%	0,5%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>n.a.</i>	10,6%	3,8%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(18,7)	(12,7)	1,3	0,2	(2,3)	(6,7)	(8,1)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,7)	(0,3)	0,0	0,1	(4,0)	(0,3)	0,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	7,2	6,6	4,6	8,8	(8,6)	3,1	7,9		
= Variación EBITDA recurrente	6,5	6,3	4,7	8,9	(12,6)	2,8	8,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(8,3)	0,6	0,2	(0,3)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(5,0)	6,5	(6,8)	(1,0)	5,7	(4,1)	(1,0)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	1,6	12,8	(2,1)	(0,4)	(6,3)	(1,0)	6,8		
+/- Variación del CAPEX	0,4	1,1	0,0	(1,7)	1,9	(0,3)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	1,9	(1,4)	2,1	(1,4)	(0,6)	0,3	(0,5)		
+/- Variación de impuestos	2,1	1,5	(1,1)	1,0	0,6	(0,3)	(0,5)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	6,0	14,0	(1,1)	(2,5)	(4,4)	(1,3)	5,6		
Free Cash Flow Recurrente	(12,7)	1,3	0,2	(2,3)	(6,7)	(8,1)	(2,5)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(12,5)	(5,1)	(0,6)	1,0	(10,6)	(7,6)	0,2	27,6%	-45,5%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,3)	-	-	-		
EBITDA recurrente	(8,6)	(2,2)	2,5	11,3	(1,3)	1,6	9,7	49,3%	-5,2%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	(8,3)	(7,6)	(7,4)	(7,7)		
+/- Var. Capital circulante	(0,0)	6,5	(0,4)	(1,3)	4,4	0,3	(0,7)		
= Cash Flow operativo recurrente	(8,6)	4,3	2,1	1,8	(4,5)	(5,6)	1,2	30,2%	-12,1%
- CAPEX	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(0,7)	(1,0)	(1,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(0,3)	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(10,6)	3,4	1,3	(1,1)	(5,2)	(6,6)	0,1	53,2%	27,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	15,6%	131,9%	-62,3%	-185,5%	-379,5%	-25,8%	101,0%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	2,9%	1,1%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,1%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	3,2	2,6	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(10,5)	6,6	3,9	(1,1)	(5,2)	(6,6)	0,1	53,0%	27,2%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-131,5%	163,0%	-41,3%	-128,0%	-379,5%	-25,8%	101,0%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>n.a.</i>	9,1%	3,4%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,2%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>n.a.</i>	17,8%	10,4%	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	0,2%		

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.

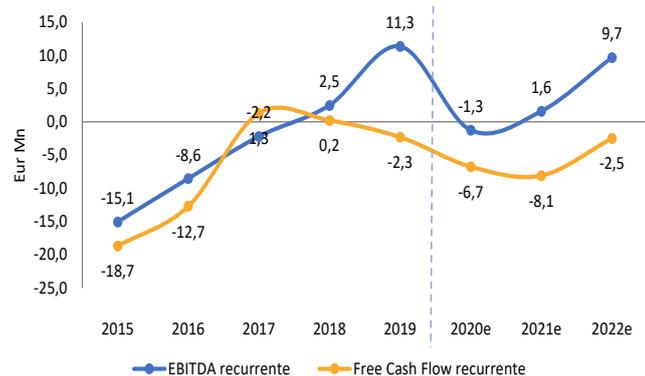
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2015 - 2019)



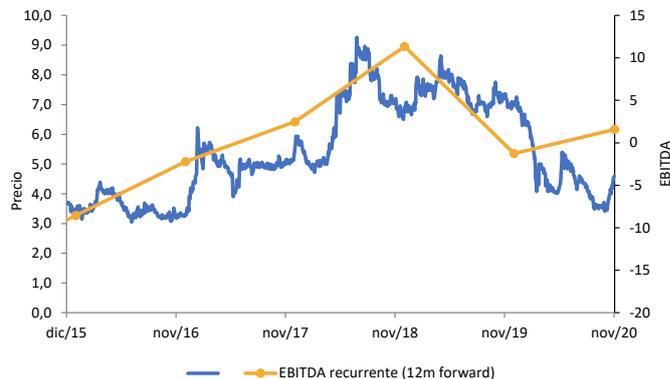
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2022e)



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	42,7	
+ Minoritarios	1,0	Rdos. 6m 2020
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,0	Rdos. 6m 2020
+ Deuda financiera neta	(2,3)	Rdos. 6m 2020
- Inmovilizado financiero	5,2	Rdos. 6m 2020
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	37,2	

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	19-22e
Total Ingresos	179,2	166,9	156,1	152,1	134,9	124,1	108,4	113,2	117,0	114,9	117,3	76,0	93,2	105,2	-4,1%	-3,6%
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%	-35,2%	22,7%	12,8%		
EBITDA	19,2	10,3	1,6	(5,3)	(2,5)	(1,5)	(17,9)	(8,6)	(2,2)	1,3	11,3	(1,3)	1,6	9,7	-5,1%	-5,2%
Cto. EBITDA	-6,2%	-46,5%	-84,7%	-437,4%	53,1%	40,0%	n.a.	52,1%	74,2%	158,0%	785,6%	-111,1%	226,1%	508,5%		
EBITDA/Ingresos	10,7%	6,1%	1,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,1%	9,7%	n.a.	1,7%	9,2%		
Beneficio neto	1,0	(4,5)	(9,3)	(23,9)	(10,3)	(11,0)	8,0	(22,7)	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(12,2)	(9,2)	(2,5)	-26,6%	33,0%
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.	-46,9%	24,7%	72,8%		
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	-1,32	-0,99	-0,27	-26,4%	33,0%
Cto. BPA	-76,4%	n.a.	n.a.	n.a.	57,1%	-7,5%	n.a.	n.a.	69,4%	92,9%	n.a.	-46,9%	24,7%	72,8%		
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	-1,32	-0,96	-0,18	-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.	27,3%	81,4%		
CAPEX	(9,6)	(9,0)	(6,2)	(0,7)	(1,6)	(2,0)	(2,4)	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(0,7)	(1,0)	(1,1)		
CAPEX/Vtas %	5,3%	5,4%	4,0%	0,5%	1,2%	1,6%	2,2%	1,8%	0,8%	0,7%	2,2%	0,9%	1,1%	1,1%		
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)	(6,7)	(8,1)	(2,5)	-8,3%	-2,7%
DN/EBITDA (x) (3)	0,3x	0,5x	14,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-9,4x	-0,9x	n.a.	3,1x	0,8x		
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.	n.a.		
EV/Vtas (x)	0,49x	0,53x	0,38x	0,33x	0,48x	0,45x	0,1x	0,3x	0,3x	0,5x	0,4x	0,5x	0,4x	0,4x		
EV/EBITDA (x) (3)	4,6x	8,6x	38,1x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	41,1x	3,6x	n.a.	23,4x	3,8x		
Comport. Absoluto	58,7%	-22,4%	-38,5%	-24,1%	44,8%	-12,4%	-30,4%	-4,9%	62,2%	29,7%	2,6%	-35,0%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	22,2%	-6,1%	-29,2%	-20,4%	19,2%	-15,5%	-25,1%	-3,0%	51,0%	52,5%	-8,2%	-23,8%				

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 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					ADZ	
	EUR Mn	SMCP SA	Ted Baker PLC	Hugo Boss AG	Burberry Group PLC	Average	PVH Corp	Tapestry	Capri Holdings Ltd	Kering		Average
Ticker (Reuters)	SMCP.PA	TED.L	BOSSn.DE	BRBY.L		PVH.N	TPR.N	CPRI.K	PRT.PA			ADZ.MC
País	France	UK	Germany	UK		USA	USA	UK	France			Spain
Market cap	410,5	287,3	1.844,4	8.007,6		4.818,1	6.518,0	4.437,0	75.862,4			42,7
Enterprise value (EV)	1.352,7	617,6	2.893,3	8.679,2		6.629,7	7.166,5	5.715,4	84.752,6			37,2
Total Ingresos	919,4	437,0	2.024,2	2.588,5		5.786,1	4.439,9	3.393,5	13.334,7			76,0
Cto.Total Ingresos	-18,8%	-41,6%	-29,8%	-12,1%	-25,6%	-35,2%	0,4%	-31,9%	-16,0%	-20,7%	-35,2%	
2y TACC (2020e - 2022e)	10,8%	23,9%	11,9%	8,9%	13,9%	15,8%	4,2%	15,1%	13,3%	12,1%	17,7%	
EBITDA	138,2	(2,8)	268,8	518,9		79,0	937,4	430,5	4.211,4			(1,3)
Cto. EBITDA	-51,4%	-102,8%	-62,0%	-40,1%	-64,1%	-92,3%	51,5%	-40,6%	-30,1%	-27,9%	-111,1%	
2y TACC (2020e - 2022e)	32,6%	n.a.	44,2%	21,2%	32,7%	n.a.	7,5%	35,4%	20,8%	21,2%	n.a.	
EBITDA/Ingresos	15,0%	n.a.	13,3%	20,0%	16,1%	1,4%	21,1%	12,7%	31,6%	16,7%	n.a.	
EBIT	(17,1)	(55,1)	(169,8)	324,8		(128,5)	726,2	220,6	3.089,5			(10,6)
Cto. EBIT	-114,1%	-373,1%	-147,9%	-34,6%	-167,4%	-117,5%	82,8%	-56,0%	-35,3%	-31,5%	n.a.	
2y TACC (2020e - 2022e)	n.a.	62,8%	82,9%	23,8%	56,5%	n.a.	8,6%	66,8%	25,9%	33,8%	41,9%	
EBIT/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	12,5%	12,5%	n.a.	16,4%	6,5%	23,2%	15,3%	n.a.	
Beneficio Neto	(37,3)	(47,5)	(144,3)	231,1		(184,8)	538,3	142,4	1.975,5			(12,2)
Cto. Beneficio Neto	n.a.	-43,1%	n.a.	69,9%	13,4%	n.a.	n.a.	n.a.	-8,8%	-8,8%	-46,9%	
2y TACC (2020e - 2022e)	80,9%	54,3%	72,6%	26,7%	58,7%	n.a.	10,5%	87,4%	30,4%	42,8%	54,7%	
CAPEX/Ventas	4,7%	9,9%	4,5%	5,5%	6,1%	2,8%	2,9%	3,2%	5,9%	3,7%	0,9%	
Free Cash Flow	(17,9)	n.a.	192,1	260,9		6,4	612,5	324,4	1.891,9			(6,7)
Deuda financiera Neta	699,5	106,1	774,7	(856,7)		2.059,8	187,8	1.482,7	4.361,8			(3,2)
DN/EBITDA (x)	5,1	n.a.	2,9	(1,7)	2,1	26,1	0,2	3,4	1,0	7,7	n.a.	
Pay-out	0,0%	0,0%	-3,8%	43,0%	9,8%	-1,7%	6,7%	0,0%	45,6%	12,7%	0,0%	
P/E (x)	n.a.	n.a.	n.a.	36,9	36,9	n.a.	12,3	30,4	37,8	26,8	n.a.	
P/BV (x)	0,4	1,6	2,1	5,4	2,4	1,2	2,7	2,3	6,7	3,2	1,3	
EV/Ingresos (x)	1,5	1,4	1,4	3,4	1,9	1,1	1,6	1,7	6,4	2,7	0,5	
EV/EBITDA (x)	9,8	n.a.	10,8	16,7	12,4	n.a.	7,6	13,3	20,1	13,7	n.a.	
EV/EBIT (x)	n.a.	n.a.	n.a.	26,7	26,7	n.a.	9,9	25,9	27,4	21,1	n.a.	
ROE	n.a.	n.a.	n.a.	12,2	12,2	n.a.	27,9	6,0	18,3	17,4	n.a.	
FCF Yield (%)	n.a.	n.a.	10,4	3,2	6,8	0,1	9,1	7,2	2,5	4,7	n.a.	
DPA	0,00	0,00	0,08	0,24	0,08	0,04	0,13	0,00	7,19	1,84	0,00	
Dvd Yield	0,0%	0,0%	0,3%	1,2%	0,4%	0,1%	0,5%	0,0%	1,2%	0,4%	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).

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 o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

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

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

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

información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de 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
02-Dic-2020	n.a.	4,60	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 y Revisión de 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	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

