

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Textiles, Apparel & Luxury Goods

Propuesta de indicadores de valor/momentum
Informe sin proyecciones, ni valoración, ni recomendación
Ver explicación del producto en la página 3 de este informe

Fecha del informe: 30 dic 2021
Precio de Cierre: EUR 5,60 (29 dic 2021)

Liwe (LIW) es una compañía dedicada al diseño, confección y distribución de prendas de vestir, calzados y accesorios dirigida a un público joven. Actualmente comercializa sus productos bajo las marcas INSIDE e INSIDE Shoes a través de una red de 386 tiendas (vs 447 en 2019) distribuidas en España (355) Italia (18), Portugal (10) y Grecia (3) y una tienda online propia. Su mercado principal es el local (> 85% s/ ingresos 2020).

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

Lo que "dicen" los números hoy

2020: UN AÑO COMPLETAMENTE MARCADO POR EL COVID-19... El impacto del Covid-19 resultó en una abultada contracción de las ventas (EUR 101,9Mn; -29,9% vs 2019) que junto a la contracción del Mg. Bruto (-10p.p. a/a; resultado del esfuerzo por dar salida a los inventarios) y la imposibilidad de compensar completamente el impacto vía contención de costes (-27,6% a/a, apoyada entre otros, por los ERTes) alejó el EBIT de niveles de breakeven (EUR -11Mn).

... QUE PROVOCA UN INCREMENTO SIGNIFICATIVO DE LA DEUDA NETA. LIW cierra 2020 con una Deuda Neta de EUR 55,5Mn (vs 34,2Mn en 2015; +62,1%). El incremento de la deuda neta se explica esencialmente por: (i) el consumo de caja destinado a CAPEX y capital circulante y (ii) la fortísima contracción de la actividad en 2020 derivada del impacto del Covid-19 (DN 2020: +31% vs 2019; DN/FFPP 2,7x).

MOMENTUM (1S21) ¿QUÉ MUESTRAN LOS RESULTADOS MÁS RECIENTES? Recuperación de ingresos que, pese a continuar muy por debajo de 2019 (c. -20% vs 1S19) alcanzan los EUR 51,7Mn (+33,6% vs 1S20). Y reflejan la esperada recuperación junto a un rebote en márgenes (Mg. Bruto 1S21, 58% vs 48% en 1S20) que permite "una vuelta" del EBIT 1S21 a niveles cercanos al breakeven.

¿QUÉ "DICEN" LOS NÚMEROS? LIW recupera progresivamente la capacidad de ingresar, aunque con unos márgenes aún lejos de los vistos en 2019. El foco debe ponerse en la viabilidad de recuperar niveles de ingresos y rentabilidad similares a los vistos en 2019 (¿Mg. EBIT c. 6%?). Una referencia estrictamente teórica que hoy cotizaría a muy bajos múltiplos: EV/Vtas 0,44x y EV/EBIT 7,5x (vs EV/EBIT 2022e sector c. 14x). Aunque sin perder de vista el riesgo sustancial derivado del elevado endeudamiento (DN/EBIT 2019 > 6x; métrica que recoge el efecto de los arrendamientos en el EBITDA y en la solvencia de la compañía).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	9,3	10,6
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	65,5	74,3
Deuda neta (1S21/2S20)	55,0	55,5
Número de Acciones (Mn)	1,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	8,40 / 5,70 / 3,90	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación (%) ⁽²⁾	0,41	
Factset / Bloomberg	LIW-ES / LIW SM	
Cierre año fiscal	31 dic	

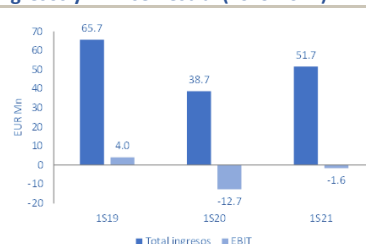
Estructura Accionarial (%)

Familia fundadora	76,7
F.F. Bernabé (CEO)	7,6
Free Float	15,7

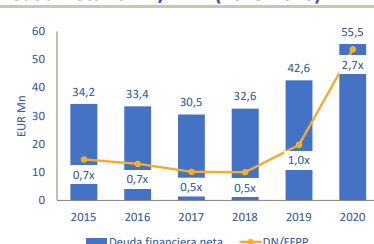
Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2017	2018	2019	2020
Nº Acciones ajustado	1,7	1,7	1,7	1,7
Ventas	155,5	156,7	145,3	101,9
EBITDA Rec. ⁽³⁾	21,9	12,5	34,6	11,8
% Var	36,3	-43,0	178,0	-65,8
Mg EBITDA Rec/Ing	14,1	8,0	23,8	11,6
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	9,4	1,6	34,4	-2,1
Beneficio neto	9,6	6,4	0,2	-24,2
BPA (EUR)	5,74	3,83	0,12	n.a.
% Var	87,5	-33,2	-96,9	n.a.
BPA Ord (EUR)	6,16	4,02	n.a.	n.a.
% Var	56,0	-34,7	n.a.	n.a.
Free Cash Flow ⁽⁵⁾	6,3	-1,2	-16,7	-10,0
Pay-out (%)	26,1	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	1,50	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	30,5	32,6	42,6	55,5
DN / EBITDA Rec. (x)	1,4	2,6	1,2	4,7
ROE (%)	17,2	10,2	0,4	n.a.
ROCE (%)	13,3	4,5	9,2	n.a.

Ingresos y EBIT semestral (1S19-1S21)

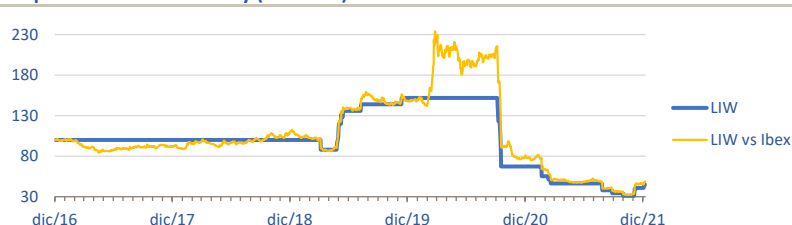


Deuda Neta vs DN/FFPP (2015-2020)

Ratios y Múltiplos(x)⁽⁶⁾

PER	1,0	1,5	47,2	n.a.
PER Ordinario	0,9	1,4	n.a.	n.a.
P/BV	0,2	0,1	0,2	0,5
Dividend Yield (%)	26,8	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,42	0,42	0,45	0,64
EV/EBITDA Rec.	3,0	5,3	1,9	5,5
EV/EBIT	4,1	11,4	7,6	n.a.
FCF rec. Yield (%) ⁽⁵⁾	67,7	n.a.	n.a.	n.a.

Comportamiento relativo -5y (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)

	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluta	12,0	30,2	-33,3	-33,3	-55,2	-55,2
vs Ibex 35	9,2	33,3	-37,2	-37,9	-56,1	-51,8
vs Ibex Small Cap Index	7,7	32,2	-34,2	-34,0	-66,9	-72,7
vs Eurostoxx 50	7,4	24,0	-44,3	-44,7	-68,8	-65,8
vs sector Benchmark ⁽⁴⁾	11,5	28,6	-41,3	-41,2	-74,2	-71,3

(1) Para detalle del cálculo ver página 8.

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

(3) En 2019 el EBITDA es c. EUR 26,4Mn mayor por la aplicación de IFRS 16.

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Retail.

(5) Calculado sobre FCF recurrente. Ver página 7.

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

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

Índice de Contenidos

1. Propósito de este informe

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

2. Conclusiones

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

3. La compañía en 6 gráficos

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

4. Información financiera básica

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

5. "Todos los números"

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

6. Inputs de valoración

Ejercicios de valoración en base a los últimos resultados publicados por la compañía.

1. Propósito de este informe

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

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

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

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

B) Lo que "no es": lo que ni se hace ni se pretende en este informe

- 1) **NO ES UN ANÁLISIS FUNDAMENTAL DE LA COMPAÑÍA.** Ni un inicio de cobertura de la misma. Ya que ni se analiza la estrategia de la compañía ni la posible evolución del negocio.
- 2) **NO ES UNA ESTIMACIÓN DE LOS RESULTADOS DE LOS PRÓXIMOS AÑOS.** No se elaboran proyecciones financieras de ningún tipo (el análisis se efectúa sobre estados financieros históricos).
- 3) **NO ES UNA VALORACIÓN REAL DE LA COMPAÑÍA. NO SE ESTABLECE PRECIO OBJETIVO.** Una valoración exige haber estimado la evolución del negocio (proyecciones financieras) y, por tanto, no es posible en este informe. Todos los ejercicios de valoración que se realizan se plantean desde un plano teórico y a sabiendas de que, sin una opinión sobre la evolución futura del negocio, son incompletos. Y tienen la única utilidad de poder servir de indicadores de valor. Pero no constituyen una valoración real de la compañía.
- 4) **NO ES UNA RECOMENDACIÓN DE COMPRA O VENTA DEL VALOR.** Este informe no propone ningún tipo de recomendación de inversión. Ni explícita ni implícitamente.

EN CONCLUSIÓN: este informe no es un análisis fundamental convencional (proyecciones financieras, valoración, recomendación). Pero sí persigue ser una herramienta útil para que el inversor conozca más la compañía. Y lo haga a partir de una presentación sistemática de la información disponible. Y, al final, pueda formarse un primer juicio sobre su potencial interés.

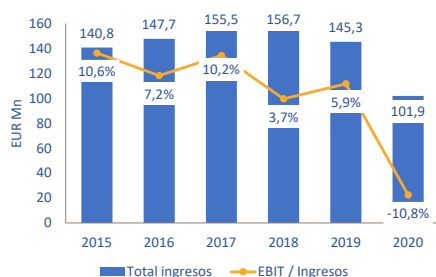
2. Conclusiones

A partir del análisis realizado sobre los “números ciertos” de la Compañía, basado exclusivamente en los estados financieros ya publicados (2015-1S21), destacamos los siguientes puntos:

A) Análisis financiero de lo ocurrido durante los últimos cinco años: tendencias observadas y momentum del negocio

¿Qué ha ocurrido durante el período 2015-2020?

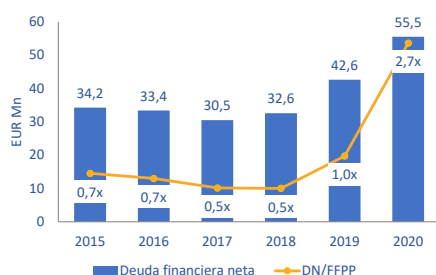
Gráfico 1. Ingresos y margen EBIT (2015-2020)



- **Contracción de ingresos (-6,3% TACC 2015 - 2020)**, con una cifra de ventas 2020 de EUR 101,9Mn (vs EUR 140,8Mn en 2015) lastrada fundamentalmente por el impacto del Covid-19 (Ingresos 2020: c. -30% vs 2019). A cierre de 2020, y pese al cierre de 48 tiendas (-11% vs 2019), LIW mantiene un número de puntos de venta similar al visto en 2015 (399 tiendas en 2020 vs 394 en 2015, año en que LIW generó unos ingresos de c. EUR 141Mn (+38,3% vs ingresos 2020; lo que debiera permitir a LIW crecer en ingresos desde los niveles actuales una vez superada la pandemia).

- **Con unos márgenes bajo presión (-4,5p.p. en EBIT durante 2015-2019). Y EBIT negativo en 2020.** Pese a mantener un margen bruto relativamente estable (66-67% s/Ingresos) el continuo incremento del número de puntos de venta (con 53 aperturas entre 2015-2019) se traduce en una pérdida de rentabilidad (Mg. EBIT 2019 5,9% vs 10,6% en 2015). En 2020, el OPEX representó c. 61% de la facturación del año, hundiéndose el EBIT hasta EUR -11Mn (siendo negativo por primera vez).

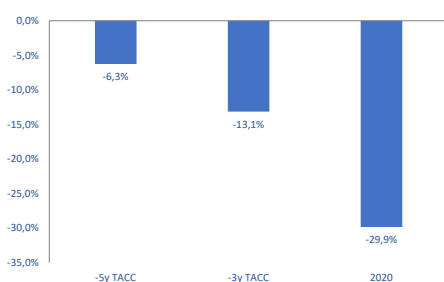
Gráfico 2. Deuda Neta vs DN/FFPP (2015-2020)



- **Manteniendo unos niveles de CAPEX y Capital Circulante elevados (que han limitado la generación de caja).** En concreto, LIW mantiene durante el período 2015-2020 (en media): (i) un CAPEX/Vtas de c. 5% (destinado esencialmente a incrementar el número de puntos de venta; CAPEX medio por tienda de c. EUR 350k) y (ii) un Circulante/Vtas de c. 30%, que se incrementa hasta el 48,5% en 2020 como resultado del elevado nivel de inventarios (Inventario 2020: EUR 57,7Mn; 56,6% s/Ingresos vs 28% en 2015).

- **Y un endeudamiento creciente.** LIW cierra 2020 con una Deuda Neta de EUR 55,5Mn (vs 34,2Mn en 2015; + 62,1%). El incremento de la deuda neta durante el período 2015-2020 se explica esencialmente por: (i) el consumo de caja destinado a CAPEX y working capital (impacto acumulado durante el período 2015-2020 de EUR 41,5Mn y EUR 29,3Mn, respectivamente) y (ii) el fortísimo impacto del Covid-19 en 2020 (que hundió el EBIT hasta EUR -11Mn). Los fondos propios 2020 ascendieron a EUR 20,7Mn (DN/FFPP 2,7x), lo que implica un nivel de apalancamiento elevado.

Gráfico 3. Tendencia de Ingresos (-5y, -3y y 2020)



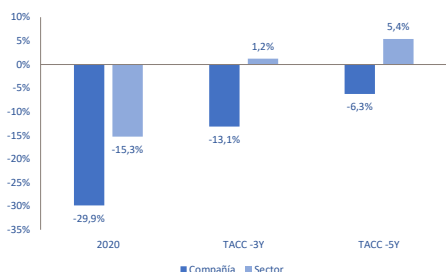
¿Cuál ha sido la tendencia?

- **Ingresos “planos” durante el período 2016-2019 (Ingresos: -0,5% TACC 2016-2019).** Resultado, en parte, del proceso de restructuración de la red comercial iniciado por la LIW en 2019 (con el cierre de tiendas no rentables; -14 puntos de venta frente a 2018; -3%). Lo que, junto a una caída del ingreso por tienda, se tradujo en una contracción de ingresos 2019 del -7,3%.

- **¿Y en 2020? Unos resultados completamente marcados por el Covid-19 (Ingresos 2020: -29,9% vs 2019).** El Covid-19 impacta de lleno en el sector de moda, suponiendo el cierre temporal de tiendas durante el 2T20 en los principales mercados donde opera la compañía (España e Italia). Lo que en 2020 se traduce en una caída significativa de ingresos (-29,9% vs 2019; vs c. -40% del comercio textil en España según datos de Acotex y vs c. -15% de sus principales comparables europeos), que hunde el EBIT hasta EUR -11Mn (vs EUR 8,6Mn en 2019) y provoca un repunte del endeudamiento hasta EUR 55,5Mn (+30% vs 2019).

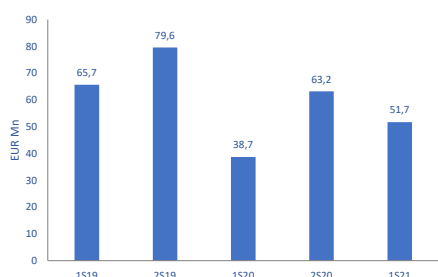
¿Cómo compara la evolución de LIW (y su tendencia) con su sector?

Gráfico 4. Diferenciales de crecimiento en ingresos (LIW vs sector)



- **En ingresos:** Durante el período 2015-2020 LIW muestra un diferencial de crecimiento negativo en ingresos de c. 12p.p. respecto a su sector (contracción de ingresos del 6,3% TACC de LIW vs crecimiento del 5,4% TACC de sus principales comparables). Un diferencial de crecimiento negativo que ya era visible antes del impacto del Covid-19 (-10p.p. durante el período 2014-2019).
- **En términos de márgenes:** Durante el período 2015-2019 el margen EBIT de LIW se mantuvo c. 2p.p. por debajo del alcanzado por sus principales comparables (media de LIW 8% vs 10% de sus principales comparables). Sin embargo, este diferencial se incrementa en 2018 y 2019, cuando la pérdida de rentabilidad del negocio de LIW se tradujo en un margen EBIT 2019 del 5,9% (vs c. 10% de sus principales comparables).

Gráfico 5. Ingresos semestrales (1S19-1S21)

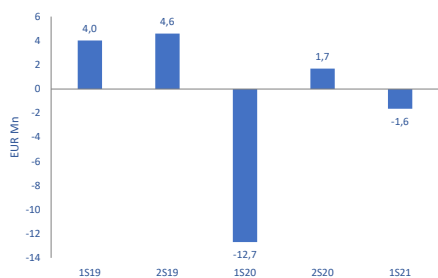


Momentum (1S21): ¿Qué muestran los resultados más recientes?

El cierre obligatorio y restricciones en casi la totalidad de los puntos de venta de LIW durante el 2T20, resultó en un 1S20 con -41,1% a/a en ingresos (EUR 38,7Mn; Gráfico 5) y un EBIT negativo de c. EUR -13Mn (Gráfico 6). No obstante, los resultados 2S20 mostraron signos de cierta recuperación, con unos ingresos 2S20 de EUR 63,2Mn (-20% vs 2S19) y un EBIT positivo de EUR 1,7Mn (Mg. EBIT c. 3%). Aunque quizás lo más interesante sea analizar cómo se ha comportado LIW durante el 1S21 (ante un entorno de progresiva recuperación de la actividad económica, pese a la continuidad de las restricciones locales que han impedido en ocasiones la apertura total o parcial de las tiendas de LIW):

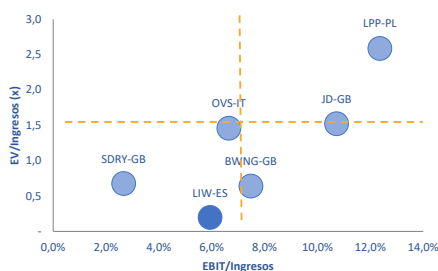
- **Recuperación de ingresos. Aunque aún se encuentran por debajo de 2019 (c. -20% vs 1S19)...** Pese a que LIW ha continuado con la revisión de su red comercial de tiendas (-13 vs cierre 2020) durante el 1S21 generó unas ventas de EUR 51,7Mn (+33,6% vs 1S20). Lo que, pese al entorno, muestran la esperada recuperación tras el cierre temporal de la red comercial en 2020. Aunque LIW aún mantiene una caída de c. -20% respecto al 1S19 (Gráfico 5).
- **... acompañada de un rebote de márgenes.** Margen bruto 1S21, 58% (vs 48% en 1S20 y 69% en 1S19), que junto a la recuperación del volumen de ingresos permite mantener un EBIT en niveles cercanos al breakeven (EBIT 1S21: EUR -1,6Mn vs EBIT negativo de EUR -12,7Mn en 1S20).
- **Aunque con un nivel de endeudamiento que se mantiene elevado.** La DN 1S20 alcanzó los EUR 55,9Mn (+31% vs 2019; DN/FFPP 2,7x), con c. 50% de la misma clasificada a corto plazo (incluyendo EUR 14,2Mn correspondientes a líneas de crédito, que habitualmente son prorrogadas de forma anual). Adicionalmente, c. 10% de la deuda bruta total tiene vencimiento superior a 5 años.

Gráfico 6. EBIT semestral (1S19-1S21)



B) Ejercicios "teóricos" de valoración

Gráfico 7. EV/Vtas vs Mg. EBIT (LIW vs Sector)



En términos relativos (vs peers) la compañía cotizaría ("aparentemente") con un descuento > 50%, estimado en base a un EV/Vtas "teórico" de LIW calculado como el EV/Vtas del sector ajustado por el diferencial de margen EBIT de la compañía y su sector. Este ejercicio de valoración estrictamente teórico tiene como única utilidad (y objetivo) la de poder servir de "indicador de valor". Todo ello basado sobre números de LIW 2019 y tomando como primera premisa la capacidad de la compañía de recuperar niveles de rentabilidad de 2019 (dada la situación de EBIT negativo en 2020 y 1S21).

En conclusión: ¿Qué "dicen" los números?: Más allá de escenarios adversos (y no imposibles) ligados a la pandemia, lo que dicen los números del 1S21 de LIW es que la compañía recupera progresivamente la capacidad de ingresar, aunque con unos márgenes que aún se encuentran lejos de los vistos en 2019 (Mg. Bruto 1S21: 58% vs 69% en 1S21). El foco debe ponerse en la viabilidad de LIW de recuperar la rentabilidad alcanzada en 2019 (Mg. EBIT 5,9%). Lo que hoy cotizaría a muy bajos múltiplos: EV/Vtas c. 0,4x y EV/EBIT c. 7x (EV/EBIT 2022e sector c. 14x). Aunque sin perder de vista el elevado apalancamiento alcanzado (DN/EBIT 2019 > 6x; recogiendo en el impacto de los arrendamientos en EBITDA y solvencia de la compañía).

Nota: Sector con datos estimados para 2021e (ver página 11). Dado que a fecha de este informe el margen EBIT de LIW es negativo, se ha incorporado el Mg. EBIT alcanzado en 2019 (5,9%) como referencia estrictamente teórica.

3. La compañía en 6 gráficos

Gráfico 1: Ingresos (2015-2020)

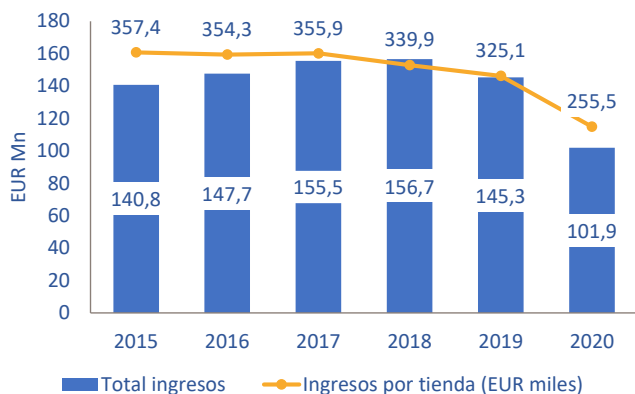


Gráfico 2: Ingresos por geografía (2020)

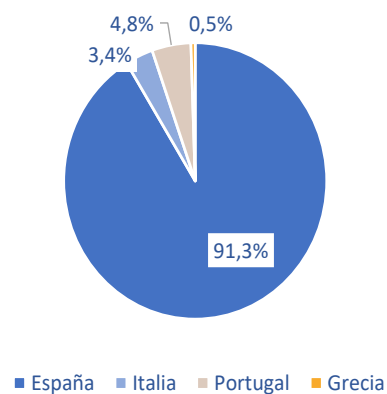


Gráfico 3: Crecimiento Ingresos (y/y)

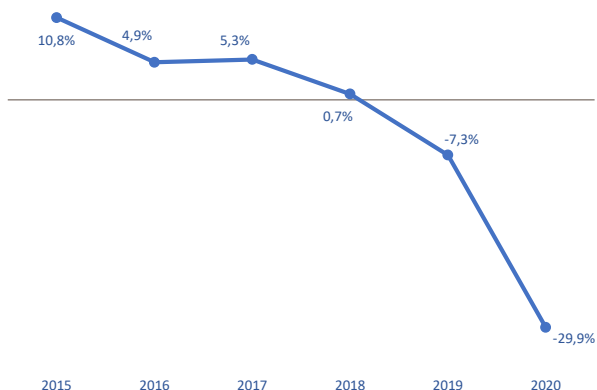


Gráfico 4: EBIT y Beneficio Neto

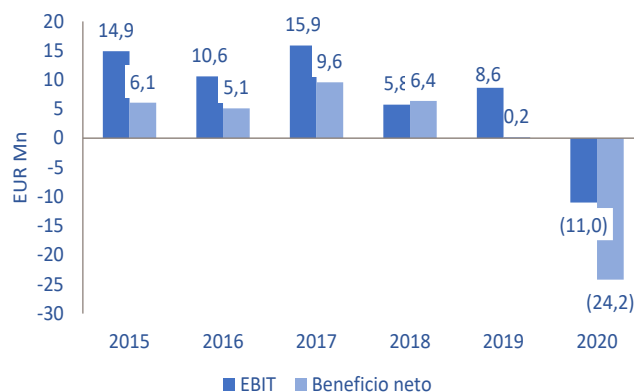


Gráfico 5: Free Cash Flow Rec.

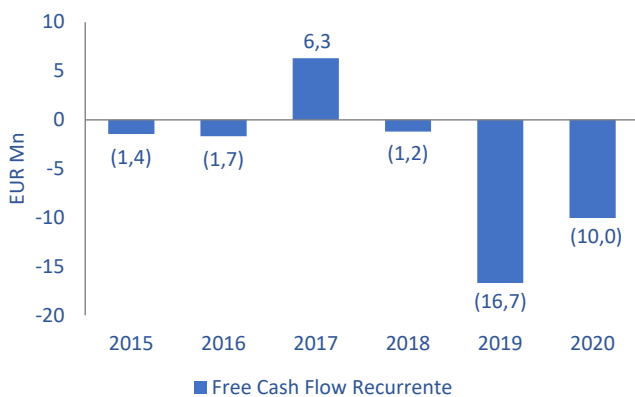
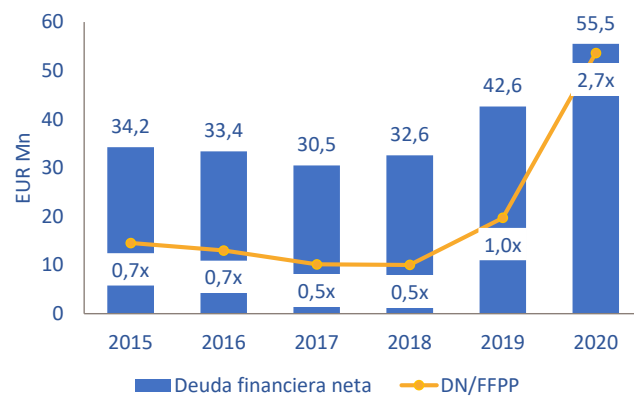


Gráfico 6: Deuda Neta vs DN/FFPP



4. Información financiera básica

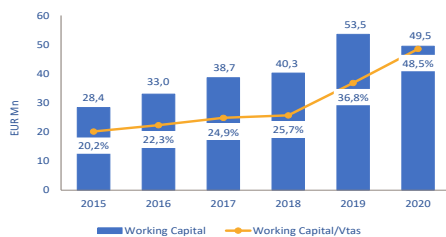
Estados Financieros históricos (2015 - 2020) ⁽¹⁾

Balance (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020		
Inmovilizado inmaterial	1,9	1,8	1,3	1,2	97,9	72,1		
Inmovilizado material	48,1	47,3	49,8	52,7	48,1	41,2		
Otros activos no corrientes	5,3	5,1	5,4	5,5	12,0	10,0		
Inmovilizado financiero	0,6	0,4	1,0	0,8	1,8	0,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	41,5	44,8	53,5	55,1	64,4	63,5		
Total activo	97,3	99,4	111,0	115,3	224,3	187,5		
Patrimonio neto	47,1	51,3	60,1	64,8	43,2	20,7		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	2,9	2,9	5,5	3,1	4,4	5,4		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	123,2	91,9		
Deuda financiera neta	34,2	33,4	30,5	32,6	42,6	55,5		
Pasivo circulante	13,1	11,8	14,9	14,8	10,9	14,0		
Total pasivo	97,3	99,4	111,0	115,3	224,3	187,5		
							TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	15-20	17-20
Total ingresos	140,8	147,7	155,5	156,7	145,3	101,9	-6,3%	-13,1%
<i>Cto. Total ingresos</i>	<i>10,8%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,3%</i>	<i>0,7%</i>	<i>-7,3%</i>	<i>-29,9%</i>		
Coste de ventas	(48,0)	(53,1)	(49,9)	(53,7)	(47,0)	(44,0)		
Margen Bruto	92,8	94,6	105,7	103,0	98,3	57,9	-9,0%	-18,2%
<i>Margen Bruto (s/Ingresos)</i>	<i>65,9%</i>	<i>64,1%</i>	<i>67,9%</i>	<i>65,7%</i>	<i>67,6%</i>	<i>56,8%</i>		
Gastos de personal	(38,8)	(39,4)	(41,9)	(45,6)	(45,0)	(34,3)		
Otros costes de explotación	(36,2)	(39,2)	(41,9)	(45,0)	(18,7)	(11,8)		
EBITDA recurrente	17,8	16,0	21,9	12,5	34,6	11,8	-7,8%	-18,5%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>12,5%</i>	<i>-9,9%</i>	<i>36,3%</i>	<i>-43,0%</i>	<i>178,0%</i>	<i>-65,8%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>12,6%</i>	<i>10,9%</i>	<i>14,1%</i>	<i>8,0%</i>	<i>23,8%</i>	<i>11,6%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,1)	-	-	-	-	-		
Depreciación y provisiones	17,8	16,0	21,9	12,5	34,6	11,8	-7,8%	-18,5%
Depreciación y provisiones	(4,9)	(5,4)	(6,0)	(6,7)	(7,0)	(6,5)		
Gastos capitalizados	2,0	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(19,0)	(16,3)		
EBIT	14,9	10,6	15,9	5,8	8,6	(11,0)	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto. EBIT</i>	<i>14,6%</i>	<i>-28,8%</i>	<i>49,8%</i>	<i>-63,7%</i>	<i>49,7%</i>	<i>-227,5%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>10,6%</i>	<i>7,2%</i>	<i>10,2%</i>	<i>3,7%</i>	<i>5,9%</i>	<i>n.a.</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(5,6)	(2,3)	(2,5)	3,1	(9,9)	(12,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	9,3	8,3	13,4	8,9	(1,3)	(23,8)	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Beneficio ordinario</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-10,5%</i>	<i>61,6%</i>	<i>-33,8%</i>	<i>-114,6%</i>	<i>n.a.</i>		
Extraordinarios	(1,1)	(1,4)	(0,9)	(0,4)	1,8	-		
Beneficio antes de impuestos	8,2	6,9	12,5	8,5	0,5	(23,8)	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Impuestos	(2,1)	(1,8)	(2,9)	(2,1)	(0,3)	(0,4)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>25,8%</i>	<i>26,1%</i>	<i>23,4%</i>	<i>24,5%</i>	<i>57,7%</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	6,1	5,1	9,6	6,4	0,2	(24,2)	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Beneficio neto</i>	<i>-3,7%</i>	<i>-16,2%</i>	<i>87,5%</i>	<i>-33,2%</i>	<i>-96,9%</i>	<i>n.a.</i>		
Beneficio ordinario neto	6,9	6,1	10,3	6,7	(1,3)	(23,8)	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-11,1%</i>	<i>-11,3%</i>	<i>67,5%</i>	<i>-34,7%</i>	<i>-119,3%</i>	<i>n.a.</i>		
							TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	15-20	17-20
EBITDA recurrente	17,8	16,0	21,9	12,5	34,6	11,8	-7,8%	-18,5%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	(19,0)	(16,3)		
Var. Capital circulante	(8,3)	(4,6)	(5,7)	(1,6)	(13,3)	4,1		
Cash Flow operativo recurrente	9,5	11,4	16,2	10,9	2,4	-0,4	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Capex	(7,6)	(10,2)	(5,9)	(8,8)	(9,9)	(2,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	(1,3)	(1,1)	(1,0)	(1,1)	(8,9)	(7,2)		
Impuestos	(2,1)	(1,8)	(2,9)	(2,1)	(0,3)	(0,4)		
Free Cash Flow Recurrente	(1,4)	(1,7)	6,3	(1,2)	(16,7)	(10,0)	47,2%	<i>n.a.</i>
Variación del endeudamiento	7,0	(0,9)	(2,9)	2,1	10,0	12,9		
Deuda neta / EBITDA (x)	1,9	2,1	1,4	2,6	1,2	4,7		

Nota 1: En 2019 el EBITDA es c. EUR 26,4Mn mayor por la aplicación de IFRS 16.

Descomponiendo las principales partidas del Balance

Gráfico 1: Working Capital



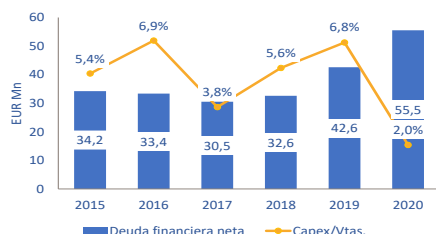
Composición Working Capital

EUR Mn	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Existencias	39,4	42,3	50,9	48,8	59,1	57,7
Clientes	1,6	2,2	2,0	2,0	1,9	1,5
Proveedores	(6,2)	(3,4)	(3,6)	(4,6)	(3,2)	(5,1)
Trade working capital	34,7	41,2	49,3	46,2	57,7	54,1
Otros activos corrientes	0,5	0,2	0,7	4,3	3,4	4,3
Otros pasivos corrientes	(6,8)	(8,5)	(11,3)	(10,2)	(7,7)	(8,9)
Working Capital	28,4	33,0	38,7	40,3	53,5	49,5
(Incremento)/Reduc. Inventarios	(6,1)	(2,9)	(8,5)	2,0	(10,3)	1,4
(Incremento)/Reduc. Clientes	(0,7)	(0,7)	0,3	0,0	0,1	0,4
(Incremento)/(Reduc.) Proveedores	(1,0)	(2,9)	0,2	1,0	(1,4)	1,9
(Incremento)/Reduc. Otros activos CP	(0,1)	0,2	(0,5)	(3,6)	0,8	(0,9)
Incremento/(Reduc.) Otros pasivos CP	(0,3)	1,6	2,8	(1,1)	(2,6)	1,3
Impacto en FCF	(8,3)	(4,6)	(5,7)	(1,6)	(13,3)	4,1

Working Capital s/Ventas

% s/Ventas	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Existencias	28,0%	28,7%	32,7%	31,2%	40,7%	56,6%
Clientes	1,1%	1,5%	1,3%	1,3%	1,3%	1,4%
Proveedores	4,4%	2,3%	2,3%	2,9%	2,2%	5,0%
Trade working capital	24,7%	27,9%	31,7%	29,5%	39,7%	53,1%
Otros activos corrientes	0,3%	0,2%	0,4%	2,7%	2,4%	4,2%
Otros pasivos corrientes	4,9%	5,7%	7,3%	6,5%	5,3%	8,8%
Working Capital	20,2%	22,3%	24,9%	25,7%	36,8%	48,5%

Gráfico 2: Deuda Neta vs CAPEX/Ventas

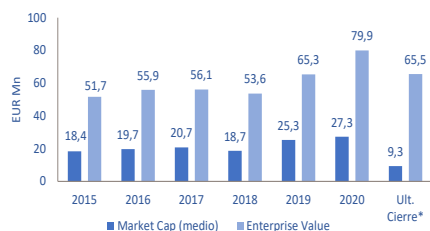


Endeudamiento y Liquidez

EUR Mn	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1S21
Deuda Financiera a L/P	8,8	5,0	4,0	5,9	14,0	32,7	30,5
Emisión de obligaciones	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-
Deuda Financiera a C/P	26,9	32,7	31,6	24,1	25,6	21,9	21,4
Otros pasivos fros.	14,5	12,2	9,9	7,1	6,1	6,8	9,7
Deuda financiera bruta	50,2	49,9	45,5	37,2	45,7	61,4	61,6
Caja	15,2	16,0	14,5	4,2	3,0	5,8	6,5
Inversiones a c/p	0,8	0,5	0,4	0,4	0,1	0,1	0,1
Caja y Equivalentes	15,9	16,5	15,0	4,6	3,1	5,9	6,6
Deuda financiera Neta	34,2	33,4	30,5	32,6	42,6	55,5	55,0
DN/EBITDA (x)*	1,9x	2,1x	1,4x	2,6x	1,2x	4,7x	2,6x
DN/FFPP (%)	72,7%	65,0%	50,8%	50,3%	98,6%	268,1%	280,6%
Vencimientos deuda financiera bruta							
Inferior a un año	26,9	32,7	31,6	24,1	25,6	21,9	31,2
Entre uno y cinco años	23,3	17,2	13,9	13,0	20,1	39,5	25,5
Superior a cinco años	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	5,0

* DN/EBITDA 1S21 calculada sobre EBITDA LTM.

Gráfico 3: Market Cap. vs EV



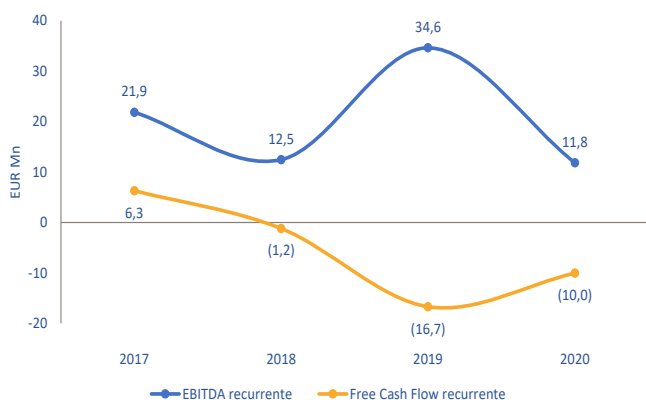
Evolución del Enterprise Value (EV) medio (2014-2019)

Enterprise Value	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Ult. Cierre*
Precio acción (medio)	11,02	11,83	12,40	11,20	15,17	16,37	5,60
Market Cap (medio)	18,4	19,7	20,7	18,7	25,3	27,3	9,3
+ Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Provisiones y otros pasivos a LP	3,1	2,9	4,2	4,3	3,7	4,9	2,0
+ Deuda financiera neta	30,7	33,8	31,9	31,5	37,6	49,1	55,0
- Inmovilizado financiero	-0,6	-0,5	-0,7	-0,9	-1,3	-1,3	-0,8
+/- Otros ajustes al EV	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Enterprise Value	51,7	55,9	56,1	53,6	65,3	79,9	65,5

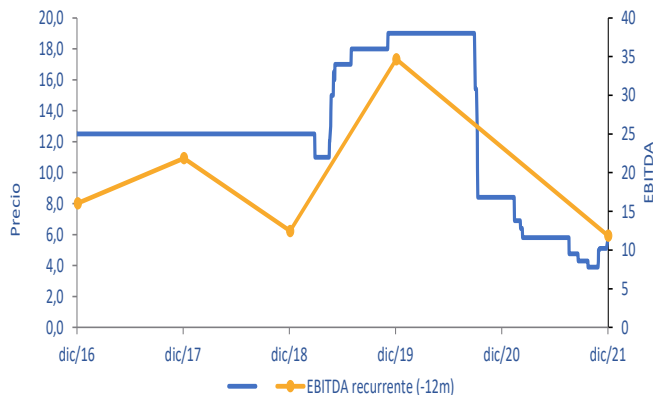
* Ejercicio en curso conforme a los últimos datos disponibles. Precio por acción y Mkt. Cap. a fecha de este informe.

Detalle del Free Cash Flow recurrente y evolución

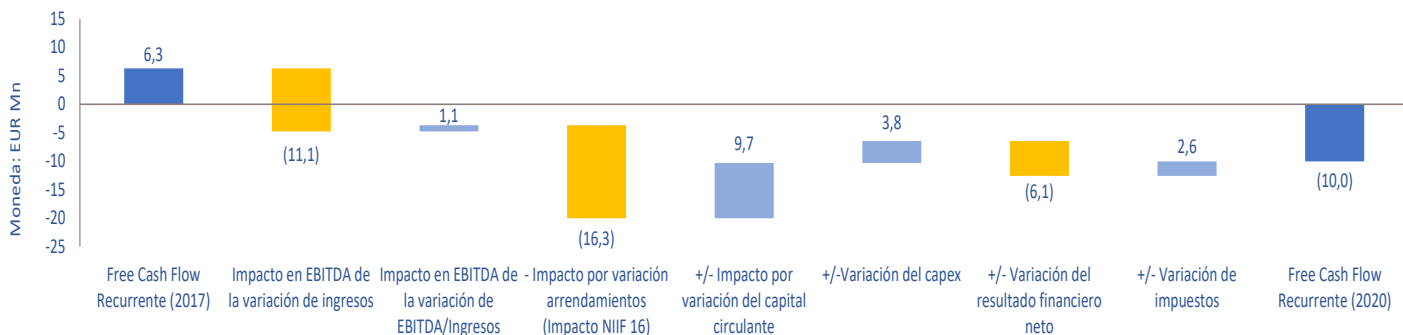
Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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

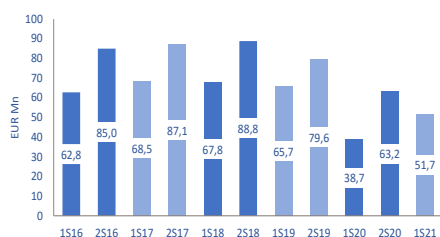


Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2017 - 2020)



Estacionalidad y tendencias

Gráfico 4: Evolución semestral de Ingresos



P&L Semestrales: Estacionalidad

P&L Semestral (EUR Mn)	1S17	2S17	1S18	2S18	1S19	2S19	1S20	2S20	1S21
Total ingresos	68,5	87,1	67,8	88,8	65,7	79,6	38,7	63,2	51,7
Cto. Ingresos (YoY)	9,1%	2,5%	-0,9%	2,0%	-3,2%	-10,4%	-41,1%	-20,6%	33,6%
EBITDA recurrente	5,8	16,1	4,4	8,1	17,5	17,1	-0,6	12,5	8,6
Cto. EBITDA Rec. (YoY)	-16,9%	77,4%	-24,1%	-49,8%	297,3%	112,7%	-103,5%	-27,3%	n.a.
EBITDA rec. / Ingresos	8,5%	18,4%	6,5%	9,1%	26,7%	21,5%	n.a.	19,7%	16,6%
EBITDA	5,8	16,1	4,4	8,1	17,5	17,1	-0,6	12,5	8,6
Cto. EBITDA (YoY)	-16,9%	77,4%	-24,1%	-49,8%	297,3%	112,7%	-103,5%	-27,3%	n.a.
EBIT	2,7	12,2	1,0	4,4	4,0	4,6	-12,7	1,7	-1,6
Cto. EBIT (YoY)	-17,7%	107,6%	-64,6%	-64,2%	318,2%	4,9%	-415,1%	-63,3%	87,1%
EBIT / Ingresos	4,0%	14,1%	1,4%	4,9%	6,1%	5,8%	n.a.	2,7%	n.a.
Beneficio neto	2,4	7,1	1,8	4,6	1,4	-1,2	-12,7	-11,5	-1,1
Cto. Beneficio neto	-7,8%	190,8%	-25,4%	-35,9%	-22,8%	-126,5%	n.a.	-851,0%	91,2%

5. "Todos los números"

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TACC	
							15-20	17-20
MARKET DATA								
Precio por acción	11,50	12,50	12,00	11,00	19,00	8,40		
Capitalización (EUR Mn)	19,2	20,8	20,0	18,3	31,7	14,0		
Volumen medio anual (EUR Mn)	0,13	0,03	0,00	0,00	2,67	0,00		
Comportamiento								
Absoluto	0,0%	15,0%	8,7%	0,0%	52,0%	-55,8%	-6,1%	-11,2%
vs Ibx 35	7,7%	17,4%	1,2%	17,6%	35,9%	-47,7%		
vs Sector benchmark	-7,4%	23,3%	12,0%	12,5%	13,8%	-59,6%		
MÉTRICAS POR ACCIÓN								
Nº Acciones ajustado	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67	1,67	0,0%	0,0%
BPA (EUR)	3,65	3,06	5,74	3,83	0,12	-14,52	n.a.	n.a.
Book value por acción (reportado)	28,27	30,81	36,04	38,90	25,92	12,43	-15,2%	-29,9%
FCF Rec. por acción	-0,87	-1,00	3,79	-0,71	-10,02	-6,02	47,2%	n.a.
DPA (EUR)	0,00	0,50	1,50	0,00	0,00	0,00	n.a.	-100,0%
% pay-out	0,0%	16,3%	26,1%	0,0%	0,0%	0,0%		
ENTERPRISE VALUE (EUR Mn)								
Capitalización (EUR Mn)	19,2	20,8	20,0	18,3	31,7	14,0	-6,1%	-11,2%
+ Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,9	2,9	5,5	3,1	4,4	5,4		
+ Deuda financiera neta	34,2	33,4	30,5	32,6	42,6	55,5		
- Inmovilizado financiero	-0,6	-0,4	-1,0	-0,8	-1,8	-0,7		
(-) Enterprise value (cierre)	55,7	56,7	55,1	53,2	76,9	74,1	5,9%	10,4%
KEY FINANCIAL METRICS								
Crecimiento (a/a)								
Total ingresos	10,8%	4,9%	5,3%	0,7%	-7,3%	-29,9%		
EBITDA recurrente	12,5%	-9,9%	36,3%	-43,0%	178,0%	-65,8%		
EBIT	14,6%	-28,8%	49,8%	-63,7%	49,7%	-227,5%		
Beneficio antes de impuestos	1,4%	-15,8%	80,9%	-32,3%	-94,5%	n.a.		
Beneficio neto	-3,7%	-16,2%	87,5%	-33,2%	-96,9%	n.a.		
BPA (EUR)	-3,7%	-16,2%	87,5%	-33,2%	-96,9%	n.a.		
Márgenes (s/Ingresos)								
EBITDA recurrente	12,6%	10,9%	14,1%	8,0%	23,8%	11,6%		
Margen Bruto	65,9%	64,1%	67,9%	65,7%	67,6%	56,8%		
EBIT	10,6%	7,2%	10,2%	3,7%	5,9%	n.a.		
Beneficio antes de impuestos	5,8%	4,7%	8,0%	5,4%	0,3%	n.a.		
Beneficio neto	4,3%	3,5%	6,1%	4,1%	0,1%	n.a.		
Beneficio ordinario neto	4,9%	4,1%	6,6%	4,3%	n.a.	n.a.		
Otros datos financieros básicos								
Tasa impositiva (>0 ingreso)	25,8%	26,1%	23,4%	24,5%	57,7%	n.a.		
Capex/Vtas	5,4%	6,9%	3,8%	5,6%	6,8%	2,0%		
Working Capital/Vtas	20,2%	22,3%	24,9%	25,7%	36,8%	48,5%		
Capital Empleado/Vtas	59,4%	59,0%	61,2%	63,6%	60,8%	79,3%		
Deuda neta/EBITDA	1,9x	2,1x	1,4x	2,6x	1,2x	4,7x		
Deuda neta/Equity	72,7%	65,0%	50,8%	50,3%	98,6%	268,1%		
Activos (ex-caja)/Equity	2,1x	1,9x	1,8x	1,8x	5,2x	9,1x		
ROE (reportado)	13,8%	10,4%	17,2%	10,2%	0,4%	n.a.		
ROCE (reportado)	14,3%	9,2%	13,3%	4,5%	9,2%	n.a.		
WACC	4,7%	4,1%	4,3%	4,4%	4,4%	4,3%		
BALANCE (EUR Mn)								
Activo fijo e intangible	50,0	49,1	51,0	53,9	146,1	113,3		
Working capital	28,4	33,0	38,7	40,3	53,5	49,5		
Activos totales (ex-caja)	97,3	99,4	111,0	115,3	224,3	187,5		
Equity	47,1	51,3	60,1	64,8	43,2	20,7		
Deuda neta / (caja)	34,2	33,4	30,5	32,6	42,6	55,5		
Capital Empleado	83,7	87,2	95,1	99,7	88,4	80,9		
CUENTA DE RESULTADOS (EUR Mn)								
Total ingresos	140,8	147,7	155,5	156,7	145,3	101,9	-6,3%	-13,1%
EBITDA recurrente	17,8	16,0	21,9	12,5	34,6	11,8	-7,8%	-18,5%
Depreciación y provisiones	-4,9	-5,4	-6,0	-6,7	-7,0	-6,5		
EBIT	14,9	10,6	15,9	5,8	8,6	-11,0	n.a.	n.a.
Resultado financiero neto	-5,6	-2,3	-2,5	3,1	-9,9	-12,8		
Beneficio antes de impuestos	8,2	6,9	12,5	8,5	0,5	-23,8	n.a.	n.a.
Tasa impositiva (>0 ingreso)	-2,1	-1,8	-2,9	-2,1	-0,3	-0,4		
Minoritarios y discontinuadas	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Beneficio neto	6,1	5,1	9,6	6,4	0,2	-24,2	n.a.	n.a.
Beneficio ordinario neto	6,9	6,1	10,3	6,7	-1,3	-23,8	n.a.	n.a.
CASH-FLOW (EUR Mn)								
EBITDA recurrente	17,8	16,0	21,9	12,5	34,6	11,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,0	0,0	0,0	0,0	-19,0	-16,3		
Var. Capital circulante	-8,3	-4,6	-5,7	-1,6	-13,3	4,1		
Capex	-7,6	-10,2	-5,9	-8,8	-9,9	-2,1		
Impuestos	-2,1	-1,8	-2,9	-2,1	-0,3	-0,4		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-5,6	-2,3	-2,5	3,1	-9,9	-12,8		
Rec. Free Cash Flow to Equity (FCFE)	-1,4	-1,7	6,3	-1,2	-16,7	-10,0	47,2%	n.a.
Rec. Free Cash Flow to the Firm (FCFF)	-1,9	-1,6	6,6	0,6	-7,5	-2,5	5,7%	n.a.
RATIOS Y MÚLTIPLOS								
Múltiplos sobre equity								
PER	3,2x	4,1x	2,1x	2,9x	n.a.	n.a.		
PER Ordinario	2,8x	3,4x	1,9x	2,7x	n.a.	n.a.		
P/BV	0,4x	0,4x	0,3x	0,3x	0,7x	0,7x		
FCFE yield	n.a.	n.a.	31,6%	n.a.	n.a.	n.a.		
Dividend Yield (%)	0,0%	4,0%	12,5%	0,0%	0,0%	0,0%		
Múltiplos sobre EV								
EV/Ventas	0,4x	0,4x	0,4x	0,3x	0,5x	0,7x		
EV/EBITDA	3,1x	3,5x	2,5x	4,3x	2,2x	6,3x		
EV/EBIT	3,7x	5,3x	3,5x	9,2x	8,9x	n.a.		
EV/CE	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,9x	0,9x		
FCFF yield (to EV)	-3,4%	-2,8%	11,9%	1,1%	-9,8%	-3,4%		

Nota: - Todos los múltiplos y ratios están calculados con precios de cotización a cierre de cada ejercicio.

6. Inputs de valoración

Principales comparables en detalle: ratios y múltiplos (2021e)

		Múltiplos: Sector Textil y Complementos						
EUR Mn		JD Sports Fashion Plc	LPP S.A.	OVS SpA	N Brown Group plc	Superdry PLC	Apranga APB	Average
Datos Mercado	Ticker (Factset)	JD-GB	LPP-PL	OVS-IT	BWNG-GB	SDRY-GB	APG1L-LT	
	País	USA	UK	Italy	USA	Inited Kingdor	Lithuania	
	Market cap	13.188,7	6.915,5	751,2	220,3	262,4	108,9	
	Enterprise value (EV)	14.990,2	7.474,4	1.965,8	542,6	536,5	131,0	
Información financiera básica	Total Ingresos	9.691,1	2.895,6	1.351,4	865,1	796,6	183,8	
	Cto.Total Ingresos	32,3%	69,6%	32,8%	-0,1%	20,6%	8,1%	27,2%
	2y TACC (2021e - 2023e)	6,6%	24,4%	5,9%	n.a.	6,0%	n.a.	10,7%
	EBITDA	1.735,0	598,2	187,5	112,3	77,4	26,3	
	Cto. EBITDA	55,6%	124,9%	22,8%	17,1%	69,8%	-9,9%	46,7%
	2y TACC (2021e - 2023e)	6,2%	17,0%	8,1%	n.a.	19,2%	n.a.	12,6%
	EBITDA/Ingresos	17,9%	20,7%	13,9%	13,0%	9,7%	14,3%	14,9%
	EBIT	1.039,2	357,9	89,8	64,7	21,2	4,6	
	Cto. EBIT	91,8%	n.a.	278,8%	33,2%	219,0%	-48,2%	114,9%
	2y TACC (2021e - 2023e)	5,1%	19,3%	17,3%	n.a.	61,2%	n.a.	25,7%
	EBIT/Ingresos	10,7%	12,4%	6,6%	7,5%	2,7%	2,5%	7,1%
	Beneficio Neto	656,9	256,8	31,8	n.a.	8,8	2,9	
	Cto. Beneficio Neto	146,5%	720,9%	-9,1%	n.a.	120,5%	-41,2%	187,5%
	2y TACC (2021e - 2023e)	4,2%	19,9%	37,1%	n.a.	n.a.	n.a.	20,4%
CAPEX/Ventas	4,8%	10,8%	5,0%	3,7%	3,4%	n.a.	5,5%	
Free Cash Flow	593,8	303,3	118,9	n.a.	(1,6)	n.a.		
Deuda financiera Neta	884,2	551,9	437,6	327,7	(28,1)	n.a.		
DN/EBITDA (x)	0,5	0,9	2,3	2,9	n.a.	n.a.	1,7	
Pay-out	6,6%	65,0%	0,0%	n.a.	7,1%	n.a.	19,7%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	20,7	25,7	17,2	6,3	24,9	39,6	22,4
	P/BV (x)	6,4	9,5	0,7	0,4	2,2	n.a.	3,9
	EV/Ingresos (x)	1,5	2,6	1,5	0,6	0,7	0,7	1,3
	EV/EBITDA (x)	8,6	12,5	10,5	4,8	6,9	5,0	8,1
	EV/EBIT (x)	14,4	20,9	21,9	8,4	25,3	28,5	19,9
	ROE	31,1	37,0	4,0	7,1	8,8	n.a.	17,6
	FCF Yield (%)	4,5	4,4	15,8	n.a.	n.a.	n.a.	8,2
	DPA	0,01	90,88	0,00	0,01	0,01	n.a.	18,18
	Dvd Yield	0,3%	2,4%	0,0%	2,2%	0,2%	n.a.	1,1%

Múltiplos: Sector Textil y Complementos (Backward-looking)

EUR Mn	Ticker (Factset)	Market cap	BPA 20-22e			EV/EBITDA		EBITDA 20-22e		EV/Vtas		Vtas 20-22e		FCFE yield	FCFE 20-22e
			PER 2020	TACC	P/BV 2020	ROE 2020	2020	TACC	2020	TACC	2020	TACC	Mg. EBIT 2020	2020	TACC
JD Sports Fashion Plc	JD-GB	13.189	26,0x	23,3%	8,5x	18,3%	10,3x	27,3%	1,6x	18,8%	7,4%	18,8%	7,4%	11,5%	-13%
LPP S.A.	LPP-PL	6.916	29,6x	n.a.	10,4x	-6,0%	14,6x	60,3%	2,3x	45,8%	1,9%	0,6%	305%		
OVS SpA	OVS-IT	749	4,8x	2,1%	0,8x	4,7%	10,5x	16,6%	1,6x	20,0%	n.a.	2,3%	226%		
N Brown Group plc	BWNG-GB	219	9,5x	6,2%	0,4x	2,3%	8,3x	12,2%	0,9x	2,3%	5,6%	44,8%	n.a.		
Superdry PLC	SDRY-GB	262	n.a.	n.a.	2,4x	-35,5%	10,1x	48,5%	0,7x	14,5%	n.a.	19,1%	-29%		
Apranga APB	APG1L-LT	109	14,9x	-25,0%	1,7x	8,1%	6,2x	n.a.	1,1x	5,3%	5,2%	32,2%	n.a.		
Media			14,4x	1,7%	3,8x	-0,2%	7,0x	33,0%	1,4x	17,8%	5,0%	18,1%	122,3%		
Mediana			14,9x	4,2%	2,4x	4,7%	10,1x	27,3%	1,6x	16,6%	5,4%	16,1%	106,5%		
Liwe Espanola, S.A.	LIW-ES	9,3	n.a.	n.a.	0,7x	n.a.	6,3x	n.a.	0,7x	n.a.	n.a.	-3,4%	n.a.		

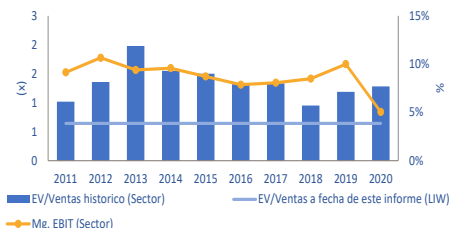
Nota: Múltiplos históricos (backward-looking) calculados con precios de cotización a cierre del ejercicio. Mkt. Cap. a fecha de este informe.

Múltiplos: Sector Textil y Complementos (Forward-Looking)

EUR Mn	Ticker (Factset)	Market cap	BPA 21e-23e		P/BV	ROE 2021e	EV/EBITDA		EBITDA 21e-23e		EV/Vtas		Vtas 21e-23e		FCFE yield	FCFE 21e-23e
			PER 2021e	TACC	2021e	2021e	2021e	TACC	2021e	TACC	2021e	TACC	Mg. EBIT 2021e	2021e	TACC	
JD Sports Fashion Plc	JD-GB	13.189	20,7x	4,7%	6,4x	31,1%	8,6x	6,2%	1,5x	6,6%	10,7%	4,5%	29%			
LPP S.A.	LPP-PL	6.916	25,7x	17,0%	9,5x	37,0%	12,5x	17,0%	2,6x	24,4%	12,4%	4,4%	22%			
OVS SpA	OVS-IT	749	17,2x	26,2%	0,7x	4,0%	10,5x	8,1%	1,5x	5,9%	6,6%	15,9%	-32%			
N Brown Group plc	BWNG-GB	219	6,3x	n.a.	0,4x	7,1%	4,8x	n.a.	0,6x	n.a.	7,5%	n.a.	n.a.			
Superdry PLC	SDRY-GB	262	24,9x	83,4%	2,2x	8,8%	6,9x	19,2%	0,7x	6,0%	2,7%	n.a.	n.a.			
Apranga APB	APG1L-LT	109	39,6x	n.a.	n.a.	n.a.	5,0x	n.a.	0,7x	n.a.	2,5%	n.a.	n.a.			
Media			22,4x	32,8%	3,9x	17,6%	8,1x	12,6%	1,3x	10,7%	7,1%	8,3%	6,1%			
Mediana			22,8x	21,6%	2,2x	8,8%	7,8x	12,5%	1,1x	6,3%	7,1%	4,5%	21,6%			

Ejercicios "teóricos" de valoración por múltiplos

Gráfico 1: Inputs valoración en base a EV/Ventas



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

Inputs de valoración	2019		
Margen EBIT sector	10,0%	EV/Vtas Compañía Teórico	0,80
Margen EBIT Compañía (***)	5,9%	* Vtas 2020	101,9
Factor de Ajuste	0,59	Valoración EV Compañía	81,6
		- Minoritarios	-
EV/Vtas Sector (media -10y)	1,3	- Provisiones y otros pasivos a LP	2,0
* Factor de Ajuste	0,59	- Deuda financiera neta	55,0
= EV/Vtas Compañía Teórico	0,80	+ Inmovilizado financiero	0,8
vs EV/Vtas Compañía 2020 "Real"	0,64	+/- Otros ajustes al EV	-
Prima / (Descuento) s/ EV/Vtas	-19,7%	= Valoración Equity Compañía (**)	25,4
		vs Mkt Cap a Fecha de este Informe	9,3
		Prima / (Descuento)	-63,3%

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

A) EV/Vtas teórico				B) Prima / (Descuento)					
		Mg. EBIT					Mg. EBIT		
		4,9%	5,9%	6,9%			4,9%	5,9%	6,9%
Prima EV/Vtas	-10%	0,60	0,72	0,84	Prima EV/Vtas	-10%	90,7%	-45,9%	-68,5%
	0%	0,67	0,80	0,94		0%	-20,1%	-63,3%	-76,2%
	10%	0,73	0,88	1,03		10%	-49,4%	-72,2%	-80,8%

(*) El EV/Vtas del sector se ha ajustado por el diferencial de margen entre la compañía y su sector. En el análisis de sensibilidad se aplica una prima (descuento) del 10% con el objetivo de reflejar el impacto que produciría en el múltiplo (y en la valoración relativa) el aplicar un múltiplo más alto o más bajo que el del sector en función de la tasa de crecimiento de la compañía vs la del sector. Y la posible evolución de su margen (frente al del sector). Este ejercicio de valoración tiene como única utilidad (y objetivo) la de poder servir de "indicador de valor". Pero no constituye una valoración "per se".

(**) Los ajustes realizados sobre el EV "teórico" de la compañía (minoritarios, provisiones, DN...) corresponden a las cifras reportadas en el 1S21.

(***) Dada la situación de pérdidas en EBIT 2020, se toma el margen EBIT del ejercicio 2019 como referencia estrictamente teórica a efectos de nuestro ejercicio de valoración por EV/Vtas. En consecuencia, el resultado de este ejercicio teórico de valoración dependería, entre otros factores, de la capacidad real de la compañía de recuperar los niveles de rentabilidad vistos en 2019.

Otros Múltiplos y ratios de valoración vs sector (2020)

	Múltiplos sobre equity		Múltiplos sobre EV		Free Cash Flow Yield
	PER	P/BV	EV/EBITDA	EV/EBIT	FCF to Equity
LIW	n.a.	0,7	6,3	n.a.	n.a.
Sector	22,1	2,6	9,6	16,6	16,9%
Prima / Descuento	n.a.	-74,4%	-34,7%	n.a.	n.a.

(*) Múltiplos históricos de la compañía y su sector calculados con precios de cierre del ejercicio.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

Ninguna de las siguientes normas (10) de confidencialidad y conflictos de interés son de aplicación a este informe:

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

Lighthouse puede hacer un envío del borrador del informe a la compañía con el único propósito de que ésta pueda corregir errores objetivos.

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@ieaf.es o consulte el contenido de este Código en www.ieaf.es.

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

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

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

documento no se tienen en cuenta los objetivos de inversión concretos, el estado financiero, la actitud frente al riesgo ni otras cuestiones específicas de la persona que reciba este documento, de modo que ésta deberá aplicar su juicio al respecto. Ni el Instituto Español de Analistas Financieros ni su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., asumen responsabilidad alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. La información contenida en este informe se aprueba para su distribución a clientes profesionales, contrapartes elegibles y asesores profesionales, no a clientes particulares o minoristas. Se prohíbe su reproducción, distribución o publicación para cualquier fin sin la autorización por escrito de 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 recomendaciones

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
30-Dic-2021	n.a.	5,60	n.a.	n.a.	Análisis de Estados Financieros Históricos	David López Sánchez
06-Nov-2020	n.a.	8,40	n.a.	n.a.	Análisis de Estados Financieros Históricos	David López Sánchez
07-Nov-2019	n.a.	18,00	n.a.	n.a.	Análisis de Estados Financieros Históricos	David López Sánchez

