

**RENTA VARIABLE - ESPAÑA**

Sector: Textiles, Apparel &amp; Luxury Goods

Precio de Cierre: EUR 5,00 (9 nov 2023)

Fecha del informe: 10 nov 2023 (13:50h)

**Resultados 6m 2023**

Análisis Independiente de Compañías

**Resultados 6m 2023**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

 Impacto <sup>(1)</sup>: Mantenemos estimaciones

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

+34 915 904 226

Adolfo Domínguez (ADZ) es un grupo textil de “moda de autor” de pequeño tamaño con sede en Ourense (España), especializado (c.40 años) en el diseño y comercialización de artículos de moda (al por menor y al por mayor). Con presencia internacional (>35% s/Ingresos), está gestionada por la familia fundadora (31% del capital), que prevalece en el Consejo.

## 1S23: En línea. Crecimiento en ingresos a doble dígito(+14%), y recupera BN positivo (2T estanco)

**CONTINÚA EL CRECIMIENTO A DOBLE DÍGITO EN VENTAS (+14,2% VS 1S22)...** ADZ cierra el 1S23 con unos ingresos de EUR 56,7Mn (vs EUR 49,6Mn 1S22). Segundo trimestre con un crecimiento a doble dígito, que se acentúa respecto al 1T23 (+c.1p.p.). Las ventas comparables continúan al alza (+9%). Por geografías, las ventas internacionales crecen un +26% frente a las ventas en Europa +10%.

**... Y LA APERTURA DE NUEVAS TIENDAS NO PERJUDICA LA VENTA MEDIA/TIENDA** que sigue mejorando (c.+15%, en línea con 1T23), pese a haber abierto 11 locales nuevos desde el cierre de 2022. Indicativo del momento de recuperación en el que se encuentra ADZ.

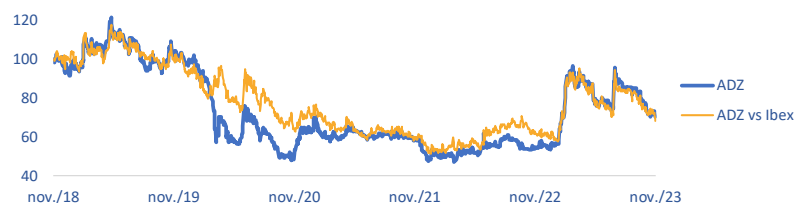
**REBOTE (ESPERADO) EN MÁRGENES.** La reestructuración de 2022 y la mayor eficiencia en costes tiene su reflejo en los resultados 1S23. Lo que se traduce en un Mg. EBITDA del 8,4% (en línea con el 1S22). Aunque quizá lo más interesante sea el rebote visto en el 2T (Mg. EBITDA 12%, en línea con nuestras estimaciones) en comparación al visto 1T23 (1,8%). Todo ello, lleva a ADZ a capitalizar el crecimiento en ingresos (pese al 1T), registrando un EBITDA de EUR 4,8Mn (+11,7% vs 1S22).

**VUELTA AL BREAK-EVEN EN BN 2T (ESTANCO).** En nuestra opinión, los resultados 1T no son significativos. Si ponemos el foco en el 2T, con un Mg. EBITDA del 12% (en línea con nuestras estimaciones) ADZ vuelve a superar el break-even en BN.

**EL ENDEUDAMIENTO SE MANTIENE EN NIVELES RAZONABLES (DN/EBITDA 2023E 1X).** La DN 1S23 se sitúa en EUR 13,5Mn (vs EUR 8,1Mn 2022) consecuencia de las necesidades de circulante y de la inversión en CAPEX (EUR 2,6Mn en el 1S23).

**MANTENEMOS ESTIMACIONES PARA 2023E.** Aunque el riesgo de revisión es al alza en ingresos (crecimiento a doble dígito 1S) mantenemos nuestros números que hoy apuntan a unos Ingresos 2023e de EUR 122Mn y un EBITDA rec. EUR 14Mn.

**LOS RESULTADOS 1S MANTIENEN LA ESTELA DE LA RECUPERACIÓN VISTA EN EL 2022.** Pese a que ADZ se ve perjudicada por los resultados (negativos) del 1T, la recuperación ya es una realidad y confirma el éxito de la estrategia de expansión internacional (presencia en 6 nuevos mercados). Tras el buen comportamiento de la acción +24% YTD, hoy ADZ cotizaría a unos múltiplos EV/Vtas 23e 0,7x (vs 1,6x de sus comparables: lo que implica un teórico y enorme potencial).

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-6,5	-18,0	28,2	24,1	34,0	-29,6
vs Ibex 35	-9,1	-18,5	9,6	8,6	6,3	-31,6
vs Ibex Small Cap Index	-7,5	-12,6	20,0	18,6	22,2	-37,5
vs Eurostoxx 50	-9,1	-16,3	13,0	11,3	8,0	-46,2
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-10,7	-8,4	1,4	8,9	3,7	-63,6

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	46,4	49,7
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	83,8	89,8
Número de Acciones (Mn)	9,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,86 / 5,45 / 3,80	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación <sup>(3)</sup>	11,6	
Factset / Bloomberg	ADZ-ES / ADZ SM	
Cierre año fiscal	28-feb	

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

Adolfo Domínguez	31,5
Puig, S.A.	14,8
Libertas 7	10,3
Indumenta Pueri	9,1
Free Float	22,6

**Datos Financieros**

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

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

PER	n.a.	39,6	15,8	12,7
PER Ordinario	n.a.	39,6	15,8	12,7
P/BV	2,7	2,5	2,2	1,9
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,73	0,69	0,66	0,63
EV/EBITDA Rec.	7,7	6,0	5,1	4,7
EV/EBIT	28,3	26,9	15,2	12,9
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	0,8

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Europe Apparel & Footwear.

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

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

(7) Otros: La Previsión Mallorquina de Seguros 6,7%, Ibercapital Magnum, SICAV S.A 4,5%, Autocartera 0,5%

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

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

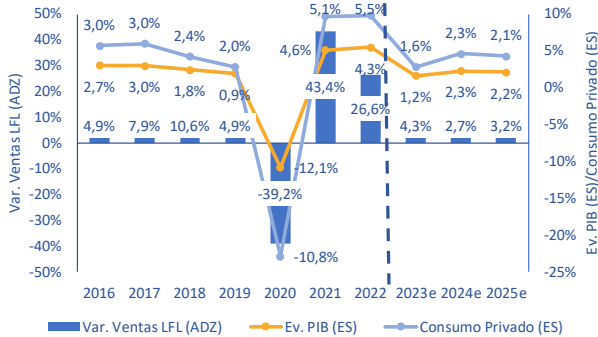
Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso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

**Resultados 6m 2023**
**Tabla 1. Resultados 1S23**

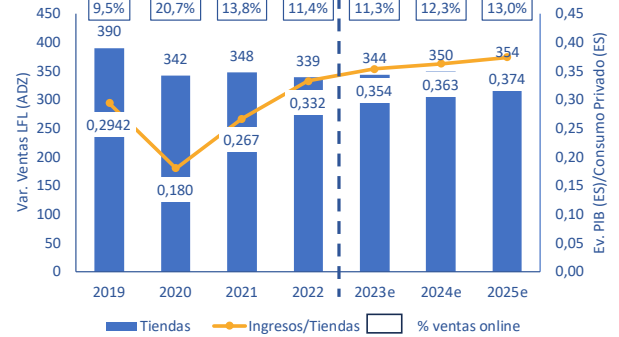
EUR Mn	6m23		6m23 Real		2023e vs		2T23 vs
	Real	6m22	vs 6m22	2023e	2022	2T23	2T22
<b>Total Ingresos</b>	<b>56,7</b>	<b>49,6</b>	<b>14,2%</b>	<b>121,9</b>	<b>5,7%</b>	<b>34,8</b>	<b>14,7%</b>
<i>Europa</i>	40,0	36,4	9,9%				
<i>International</i>	16,6	13,2	25,8%				
<b>Margen Bruto</b>	<b>32,9</b>	<b>29,3</b>	<b>12,2%</b>	<b>69,8</b>	<b>5,6%</b>	<b>18,3</b>	<b>13,9%</b>
<i>Mg. Bruto/Ingresos</i>	58,1%	59,2%	-1,0 p.p.	57,2%	-0,1 p.p.	52,6%	-0,3 p.p.
<b>EBITDA</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>	<b>11,7%</b>	<b>13,9</b>	<b>3,9%</b>	<b>4,4</b>	<b>29,0%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	8,4%	8,5%	-0,1 p.p.	11,4%	-0,2 p.p.	12,6%	1,4 p.p.
<b>EBIT</b>	<b>-2,0</b>	<b>-0,7</b>	<b>-188,9%</b>	<b>3,1</b>	<b>5,2%</b>	<b>0,9</b>	<b>8%</b>
<i>EBIT / Ingresos</i>	0,0%	0,0%	n.a.	2,6%	n.a.	0,0%	n.a.
<b>BAI</b>	<b>-3,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>-47,7%</b>	<b>1,5</b>	<b>15,4%</b>	<b>0,3</b>	<b>n.a.</b>
<b>BN</b>	<b>-3,4</b>	<b>-2,7</b>	<b>-25,2%</b>	<b>1,2</b>	<b>n.a.</b>	<b>0,1</b>	<b>126%</b>
Puntos de venta (Total)	350	345	1,4%	344	2%		
Puntos de venta (Internacional)	58,9%	54,8%	4,1 p.p.				
Deuda Neta	13,5	8,8	55%	12,3	10%		

**La compañía en 8 gráficos**

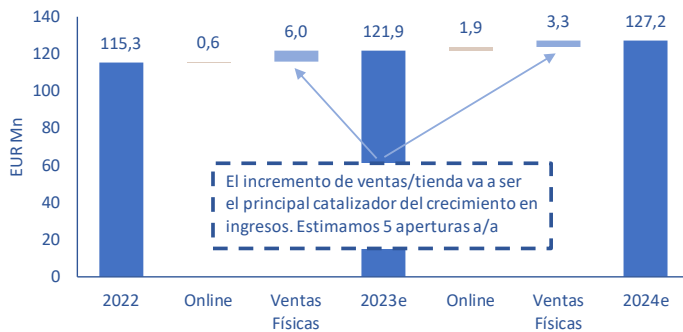
**El sector en el que opera ADZ está caracterizado por una elevada ciclicidad**



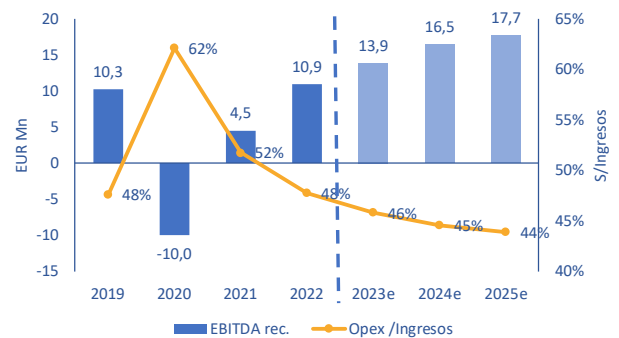
**El redimensionamiento de la superficie comercial eleva la rentabilidad por centro (impulsada por el online: 11,4% s/Ingresos 22)...**



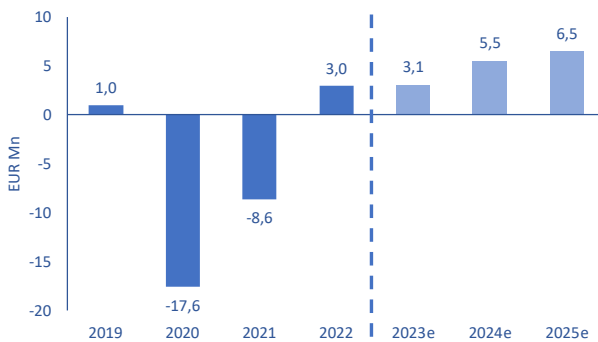
**...principal driver sobre el que se basa nuestro crecimiento en ingresos para 2023e y 2024e (5 aperturas a/a)**



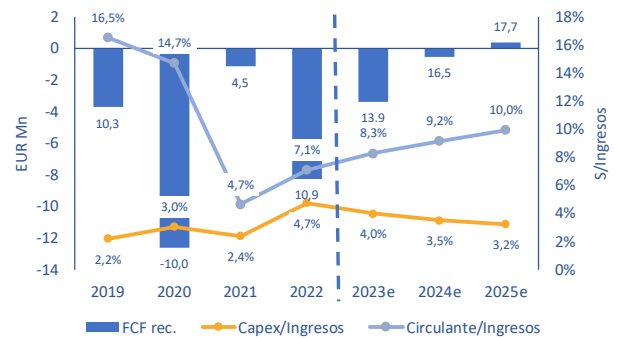
**El foco en la reducción de costes permitirá a ADZ apalancarse sobre su estructura**



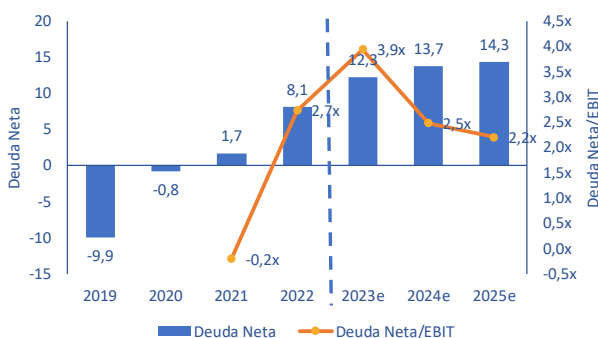
**El crecimiento en ingresos (+6,6% TACC 22-25e) y la contención de costes empujarán el EBIT 2025e hasta EUR 6,5Mn (vs EUR 1,0Mn en 2019)**



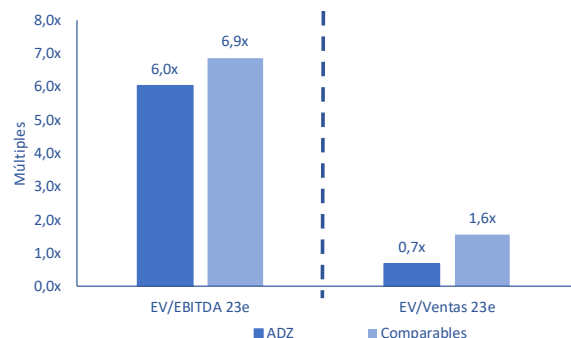
**Lo que hará posible el break-even en FCF rec. 2024e, pese a la intensificación del CAPEX y el circulante**



**El consumo de caja estimado hasta 2025 elevará la DN 2025e hasta EUR 14,3Mn (DN/EBIT 25e 2,2x)**



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



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,8)	0,0	1,0	n.a.			
<b>Market Cap</b>	<b>46,4</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>13,5</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,5%	Coste de la deuda neta			6,3%	6,8%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>5,2%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>5,0%</b>	<b>5,4%</b>	
Risk free rate (rf)	3,7%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,2	
<b>Coste del Equity</b>	<b>10,3%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>9,2%</b>	<b>11,5%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	77,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	22,6%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>9,1%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>8,2%</b>	<b>10,1%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,5%</b>	<b>1,5%</b>	

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

### Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Burberry Group PLC	BRBY-GB	7.069,3	14,2	10,3%	6,8	6,5%	2,0	6,0%	30,0%	7,9%	10,2%
Hugo Boss AG	BOSS-DE	4.250,8	15,5	23,9%	6,7	15,2%	1,3	9,5%	18,7%	3,5%	75,1%
Salvatore Ferragamo SpA	SFER-IT	2.077,8	63,6	56,5%	10,1	14,2%	2,1	6,7%	21,1%	3,4%	25,7%
SMCP SA	SMCP-FR	296,4	6,8	23,8%	3,9	9,0%	0,8	5,1%	20,2%	6,4%	85,8%
<b>Referentes de Lujo Asequible</b>			<b>25,0</b>	<b>28,6%</b>	<b>6,9</b>	<b>11,2%</b>	<b>1,6</b>	<b>6,8%</b>	<b>22,5%</b>	<b>5,3%</b>	<b>49,2%</b>
Kering	KER-FR	50.189,1	14,4	8,7%	8,9	7,3%	3,0	6,5%	33,6%	5,5%	23,3%
	O TPR-US	6.047,1	7,2	6,9%	6,7	5,1%	1,4	2,8%	20,4%	12,2%	15,9%
Capri Holdings Ltd	CPRI-US	5.223,1	9,2	9,3%	9,5	9,4%	1,7	4,0%	17,5%	n.a.	1,0%
PVH Corp	PVH-US	4.282,3	7,3	11,4%	6,6	4,9%	0,9	3,7%	13,0%	14,9%	2,2%
<b>Holdings Retail Especializado</b>			<b>9,6</b>	<b>9,1%</b>	<b>7,9</b>	<b>6,7%</b>	<b>1,7</b>	<b>4,3%</b>	<b>21,1%</b>	<b>10,9%</b>	<b>10,6%</b>
ADZ	ADZ-ES	46,4	39,6	76,3%	6,0	12,8%	0,7	4,3%	11,4%	n.a.	45,5%

### Análisis de sensibilidad (2024e)

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

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

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

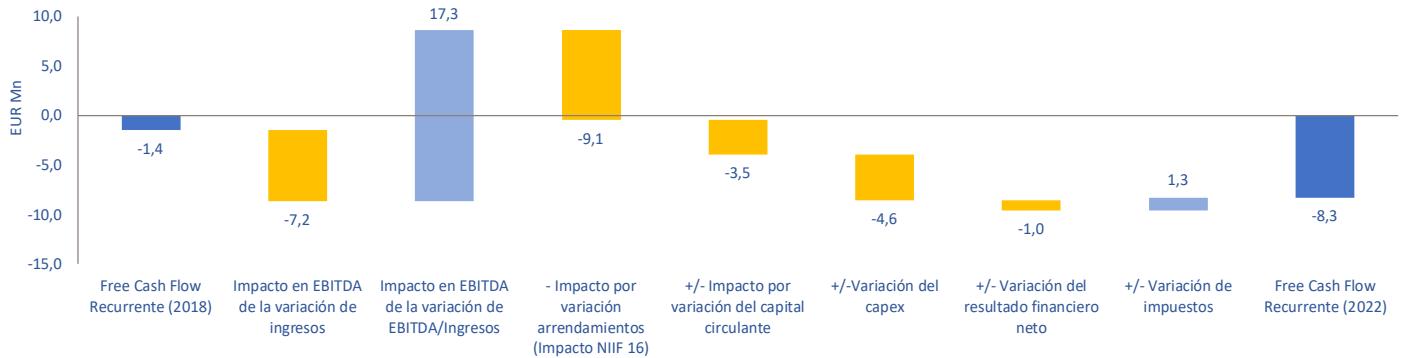
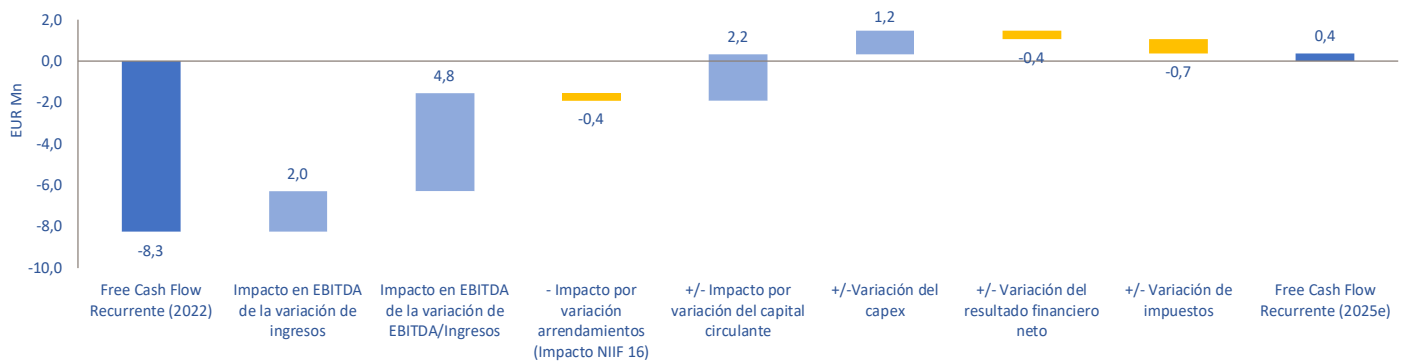
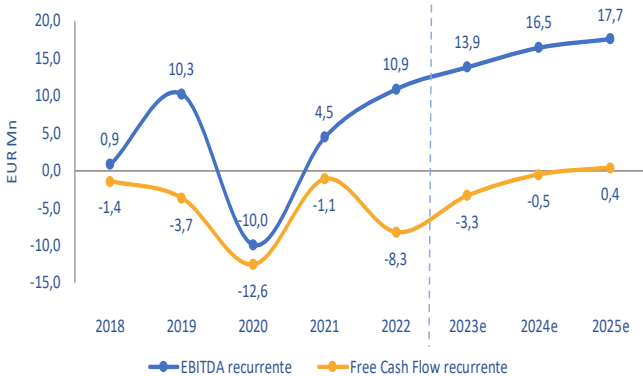
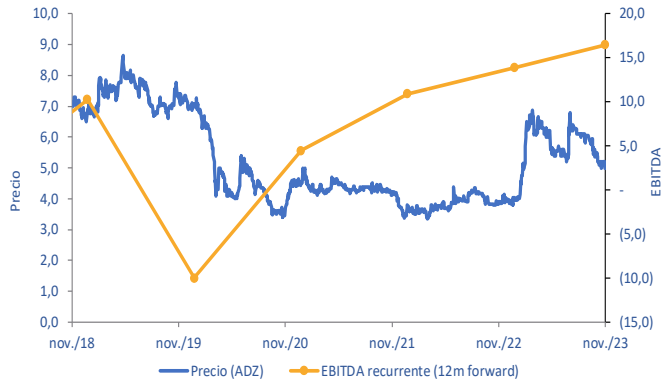
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e				FCF Rec./Yield 24e		
EBITDA 24e	3,1%	3,5%	3,9%		Escenario	3,5%	FCF Rec./Yield 24e
18,1	1,6	1,1	0,6	➔	Max	3,5%	2,4%
16,5	(0,0)	(0,5)	(1,0)		Central	n.a.	n.a.
14,8	(1,7)	(2,2)	(2,7)		Min	n.a.	n.a.

## Anexo 1. Proyecciones financieras

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

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

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

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

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

**Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente**

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

**Anexo 3. Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe**

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	46,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	32,0	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	13,5	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	8,1	Rdos. 6m 2023
+/- Otros <sup>(1)</sup>		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>83,8</b>	

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

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
															12-22	22-25e
Total Ingresos	156,1	134,9	124,3	108,4	113,2	117,0	113,4	116,2	66,8	93,2	115,3	121,9	127,2	132,8	-3,0%	4,8%
Cto. Total ingresos	-6,5%	-13,6%	-7,9%	-12,8%	4,4%	3,3%	-3,0%	2,5%	-42,5%	39,5%	23,7%	5,7%	4,3%	4,4%		
EBITDA	1,6	(2,7)	(1,1)	(17,7)	(9,0)	(2,2)	1,2	11,3	(6,8)	0,4	13,4	13,9	16,5	17,7	23,9%	9,7%
Cto. EBITDA	-84,7%	-269,0%	58,6%	n.a.	49,0%	75,6%	153,3%	868,1%	-160,1%	105,5%	n.a.	3,9%	18,8%	7,0%		
EBITDA/Ingresos	1,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,0%	9,8%	n.a.	0,4%	11,6%	11,4%	13,0%	13,3%		
Beneficio neto	(9,3)	(10,3)	(11,0)	8,0	(22,7)	(6,9)	(0,5)	(8,3)	(19,3)	(9,3)	0,2	1,2	2,9	3,6	7,3%	n.a.
Cto. Beneficio neto	-106,1%	-10,7%	-7,5%	172,2%	-384,8%	69,8%	92,7%	n.a.	-132,5%	52,1%	101,7%	638,4%	149,8%	24,4%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,1	9,0	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3	9,3		
BPA (EUR)	-1,01	-1,12	-1,21	0,87	-2,48	-0,75	-0,06	-0,90	-2,10	-1,01	0,02	0,13	0,32	0,39	7,3%	n.a.
Cto. BPA	n.a.	-10,7%	-7,5%	n.a.	n.a.	69,8%	92,6%	n.a.	n.a.	52,1%	n.a.	n.a.	n.a.	24,4%		
BPA ord. (EUR)	-1,83	-1,15	-1,28	-2,14	-2,48	-0,80	-0,06	-0,13	-2,44	-0,64	-0,12	0,13	0,32	0,39	23,6%	72,7%
Cto. BPA ord.	n.a.	37,4%	-11,9%	-66,7%	-16,3%	67,8%	92,1%	n.a.	n.a.	73,7%	80,6%	n.a.	n.a.	24,4%		
CAPEX	(6,2)	(1,6)	(2,0)	(2,4)	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(4,9)	(4,5)	(4,3)		
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>	4,0%	1,2%	1,6%	2,2%	1,8%	0,8%	0,7%	2,2%	3,0%	2,4%	4,7%	4,0%	3,5%	3,3%		
Free Cash Flow	(11,3)	5,3	(3,6)	20,4	(12,7)	4,3	0,1	(2,6)	(9,4)	(5,3)	(5,8)	(3,3)	(0,5)	0,4	6,4%	27,4%
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	14,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-10,2x	-0,9x	n.a.	4,6x	0,6x	0,9x	0,8x	0,8x		
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	4,0x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	39,6x	15,8x	12,7x		
EV/Vtas (x)	0,38x	0,46x	0,41x	0,08x	0,29x	0,27x	0,48x	0,35x	0,54x	0,34x	0,56x	0,69x	0,66x	0,63x		
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	37,8x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	46,0x	3,6x	n.a.	n.a.	4,8x	6,0x	5,1x	4,7x		
Comport. Absoluto	-24,1%	44,8%	-12,4%	-30,4%	-4,9%	62,2%	29,7%	2,6%	-35,9%	-16,3%	6,1%	24,1%	24,1%	24,1%		
Comport. Relativo vs Ibx 35	-20,4%	19,2%	-15,5%	-25,1%	-3,0%	51,0%	52,5%	-8,2%	-24,2%	-22,4%	12,3%	8,6%	8,6%	8,6%		

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

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

## Anexo 5. Principales comparables 2023e

Dato	EUR Mn	Referentes de Lujo Asequible					Holdings Retail Especializado					ADZ
		Burberry Group PLC	Hugo Boss AG	Salvatore Ferragamo SpA	SMCP SA	Average	Kering	0	Capri Holdings Ltd	PVH Corp	Average	
<b>Datos Mercado</b>	Ticker (Factset)	BRBY-GB	BOSS-DE	SFER-IT	SMCP-FR		KER-FR	TPR-US	CPRI-US	PVH-US		ADZ-ES
	País	UK	Germany	Italy	France		France	United States	UK	USA		Spain
	Market cap	7.069,3	4.250,8	2.077,8	296,4		50.189,1	6.047,1	5.223,1	4.282,3		46,4
	Enterprise value (EV)	7.558,3	5.265,2	2.505,9	988,0		59.172,3	8.459,5	8.539,8	7.470,5		83,8
<b>Información financiera básica</b>	Total Ingresos	3.703,4	4.194,4	1.179,4	1.255,6		19.842,6	6.216,1	5.112,4	8.737,8		121,9
	Cto. Total Ingresos	4,4%	14,9%	-5,8%	4,1%	4,4%	-2,5%	-0,4%	-2,5%	3,8%		5,7%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,0%	9,5%	6,7%	5,1%	6,8%	6,5%	2,8%	4,0%	3,7%		4,3%
	EBITDA	1.110,2	783,3	249,0	254,2		6.664,7	1.270,0	896,1	1.139,9		13,9
	Cto. EBITDA	-1,3%	13,3%	-13,3%	-4,9%	-1,6%	-8,1%	-3,7%	-2,1%	1,6%		3,9%
	2y TACC (2023e - 2025e)	6,5%	15,2%	14,2%	9,0%	11,2%	7,3%	5,1%	9,4%	4,9%		12,8%
	EBITDA/Ingresos	30,0%	18,7%	21,1%	20,2%	22,5%	33,6%	20,4%	17,5%	13,0%		21,1%
	EBIT	708,7	421,0	71,5	89,3		5.064,9	1.100,0	723,5	860,2		3,1
	Cto. EBIT	-3,4%	15,7%	-38,7%	-19,7%	-11,5%	-9,4%	-3,3%	-3,3%	2,4%		5,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	9,3%	20,7%	36,7%	19,8%	21,6%	8,0%	5,5%	10,5%	6,7%		44,6%
	EBIT/Ingresos	19,1%	10,0%	6,1%	7,1%	10,6%	25,5%	17,7%	14,2%	9,8%		2,6%
	Beneficio Neto	499,1	262,1	31,8	38,2		3.313,2	873,5	598,8	598,8		1,2
	Cto. Beneficio Neto	-11,2%	25,1%	-54,4%	-25,5%	-16,5%	-8,3%	9,3%	4,2%	220,2%		638,4%
	2y TACC (2023e - 2025e)	9,2%	23,9%	55,7%	28,7%	29,3%	9,1%	5,5%	10,9%	7,6%		76,3%
	CAPEX/Ventas	7,1%	6,6%	8,5%	4,6%	6,7%	8,6%	2,8%	4,3%	3,7%		4,0%
	Free Cash Flow	558,9	150,2	71,0	19,0		2.778,4	738,2	501,3	639,3		(3,3)
	Deuda financiera Neta	(498,5)	487,7	322,6	521,5		7.534,0	2.382,4	1.041,1	1.403,3		12,3
	DN/EBITDA (x)	n.a.	0,6	1,3	2,1	1,3	1,1	1,9	1,2	1,2		0,9
	Pay-out	54,4%	35,7%	63,6%	0,0%	38,4%	49,8%	27,8%	0,0%	1,4%		19,7%
<b>Múltiplos y Ratios</b>	P/E (x)	14,2	15,5	63,6	6,8	25,0	14,4	7,2	9,2	7,3		9,6
	P/BV (x)	4,2	3,0	2,7	0,2	2,5	3,0	2,8	2,5	0,9		2,3
	EV/Ingresos (x)	2,0	1,3	2,1	0,8	1,6	3,0	1,4	1,7	0,9		0,7
	EV/EBITDA (x)	6,8	6,7	10,1	3,9	6,9	8,9	6,7	9,5	6,6		7,9
	EV/EBIT (x)	10,7	12,5	35,1	11,1	17,3	11,7	7,7	11,8	8,7		26,9
	ROE	29,3	19,6	4,3	3,4	14,1	21,1	41,0	26,6	12,6		6,6
	FCF Yield (%)	7,9	3,5	3,4	6,4	5,3	5,5	12,2	9,6	14,9		n.a.
	DPA	0,70	1,36	0,12	0,00	0,55	13,39	1,03	0,00	0,12		3,63
	Dvd Yield	3,6%	2,2%	1,0%	0,0%	1,7%	3,3%	3,9%	0,0%	0,2%		0,0%

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

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



## LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta  
28006 Madrid  
T: +34 915 904 226  
<https://institutodeanalistas.com/lighthouse>

---

### Alfredo Echevarría Otegui

Head of research

alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

### Luis Esteban Arribas, CESGA

Equity research

luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

### Enrique Andrés Abad, CFA

Equity research

enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

### José Miguel Cabrera van Grieken

Equity research

Jose.cabrera@lighthouse-ieaf.com

### Jesús López Gómez, CESGA

ESG Analyst & Data analytics

jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

---

All Lighthouse research documents are available simultaneously on the Lighthouse website (<https://institutodeanalistas.com/lighthouse>) and via third-party aggregators such as Bloomberg, Factset, Capital IQ and Refinitiv.

## INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

### LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

### DISCLAIMER

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

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

### Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
10-Nov-2023	n.a.	5,00	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas
14-Jul-2023	n.a.	6,35	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023	Luis Esteban Arribas
12-Jun-2023	n.a.	5,40	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
28-Abr-2023	n.a.	6,00	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	Luis Esteban Arribas
23-Ene-2023	n.a.	4,15	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	Luis Esteban Arribas
28-Nov-2022	n.a.	4,03	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Subimos estimaciones	Luis Esteban Arribas
15-Jul-2022	n.a.	3,92	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	Alfredo Echevarría Otegui
28-Abr-2022	n.a.	3,80	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
24-Ene-2022	n.a.	3,62	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
02-Dic-2021	n.a.	3,77	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	Alfredo Echevarría Otegui
01-Sep-2021	n.a.	4,49	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Ana Isabel González García, CIIA
28-Jul-2021	n.a.	4,34	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021	Ana Isabel González García, CIIA
14-Jun-2021	n.a.	4,28	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: Al alza	Ana Isabel González García, CIIA
29-Abr-2021	n.a.	4,50	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
29-Mar-2021	n.a.	4,20	n.a.	n.a.	Noticia importante	Ana Isabel González García, CIIA
18-Ene-2021	n.a.	4,78	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
02-Dic-2020	n.a.	4,60	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020 - Bajamos estimaciones	Ana Isabel González García, CIIA
17-Sep-2020	n.a.	3,90	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	Ana Isabel González García, CIIA
25-Jun-2020	n.a.	5,10	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Ana Isabel González García, CIIA
13-Ene-2020	n.a.	6,90	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	Ana Isabel González García, CIIA
03-Dic-2019	n.a.	7,36	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Ana Isabel González García, CIIA

