

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

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

Market Data

| | | |
|----------------------------------|--------------------|------|
| Market Cap (Mn EUR y USD) | 68,3 | 75,6 |
| EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾ | 52,9 | 58,6 |
| Número de Acciones (Mn) | 9,3 | |
| -12m (Max/Med/Mín EUR) | 8,64 / 7,33 / 6,50 | |
| Vol. Medio Día (-12m Mn EUR) | 0,03 | |
| Rotación ⁽²⁾ | 10,3 | |
| Thomson Reuters / Bloomberg | ADZ.MC / ADZ.SM | |
| Cierre año fiscal | 28-Feb | |

Estructura Accionarial (%)

| | |
|------------------------------|------|
| Fundadores y Consejo | 31,5 |
| Otros accionistas relevantes | 20,4 |
| Puig, S.A. | 14,8 |
| Libertas 7 | 10,3 |
| Free Float | 23,0 |

Datos Financieros

| Básicos (EUR Mn) | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Nº Acc. ajustado (Mn) | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 |
| Total Ingresos | 114,9 | 115,7 | 118,3 | 121,5 |
| EBITDA Rec. ⁽³⁾ | 2,5 | 10,1 | 11,5 | 12,6 |
| % Var. | 212,4 | 306,2 | 14,3 | 9,1 |
| % EBITDA Rec./Ing. | 2,2 | 8,7 | 9,7 | 10,3 |
| % Var EBITDA sector ⁽⁴⁾ | 6,3 | 16,5 | 6,9 | 13,8 |
| Beneficio neto | -0,5 | -0,1 | 1,0 | 1,5 |
| BPA (EUR) | n.a. | n.a. | 0,11 | 0,17 |
| % Var. | n.a. | n.a. | n.a. | 50,8 |
| BPA ord. (EUR) | 0,07 | 0,02 | 0,11 | 0,17 |
| % Var. | n.a. | -70,1 | 442,7 | 50,8 |
| Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾ | 0,2 | -1,6 | 0,3 | 0,6 |
| Pay-out (%) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| DPA (EUR) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Deuda financiera neta | -12,0 | -10,4 | -10,7 | -11,3 |
| DN / EBITDA Rec.(x) | -4,8 | -1,0 | -0,9 | -0,9 |
| ROE (%) | n.a. | n.a. | 1,9 | 2,8 |
| ROCE (%) ⁽⁶⁾ | n.a. | 1,7 | 2,4 | 3,1 |

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁷⁾

| | | | | |
|------------------------------|------|------|------|------|
| PER | n.a. | n.a. | 67,0 | 44,5 |
| PER Ordinario | n.a. | n.a. | 67,0 | 44,5 |
| P/BV | 1,3 | 1,3 | 1,3 | 1,2 |
| Dividend Yield (%) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| EV/Ventas | 0,46 | 0,46 | 0,45 | 0,44 |
| EV/EBITDA Rec. | 21,3 | 5,2 | 4,6 | 4,2 |
| FCF Yield (%) ⁽⁵⁾ | 0,3 | n.a. | 0,5 | 0,9 |

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

- (1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.
- (2) Volumen total intermediado en el valor (Mn EUR) -12m vs Mkt Cap. Representa el % de la capitalización que ha sido negociado -12m.
- (3) Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de IFRS 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 8,1Mn mayor por la aplicación de IFRS 16..
- (4) Sector: Eurostoxx 600 Retail.
- (5) Calculado sobre FCF recurrente. Ver Anexo 2.
- (6) Calculado con Tasa fiscal teórica. Ver Anexo 2.
- (7) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

2019: "su" punto de inflexión

TRAS 5 AÑOS INMERSA EN UNA DRÁSTICA REESTRUCTURACIÓN. En un contexto de debilidad del consumo e intensificación de la competencia, que le ha llevado a contraer drásticamente su tamaño (c. -45% en su red comercial 2012-2018), reduciendo los ingresos a EUR 115 Mn en 2018 (c. -25% desde 2012).

...QUE LE HA PERMITIDO INVERTIR LA CAÍDA EN INGRESOS LFL..., alcanzando máximos en crecimiento en 2018 (+9,6% LFL, aupados por la buena evolución del negocio online y el cierre de puntos de venta.

...Y ALCANZAR EL BREAK EVEN EN EBITDA RECURRENTE... (EUR 2,5Mn 2018), tras arrastrar casi una década de pérdidas operativas.

ADZ SE ENCUENTRA FRENTE A DOS RETOS, superables en nuestra opinión:

- **Probar la sostenibilidad del crecimiento:** Nuestro escenario central (estabilidad en la red comercial) contempla una TACC del 1,9% en ingresos en el periodo 2020-2021e (todavía inferior al esperado para la industria) que implica una desaceleración del crecimiento LFL (2,4% 2021e, -7,2p.p. -3y), pero que implica estabilizar el margen bruto en niveles del 57%.
- **Y mejorar la rentabilidad (m/p), reduciendo la dependencia de Puig** alcanzando el break-even operativo en 2019 (EUR 1,3Mn EBIT), con un EBIT creciente (EUR 3,3Mn 2021, c. 50% del registrado pre-crisis), con un margen EBIT/Ingresos 2,7% 2021e (vs. 3,5% pre-crisis).

"ESTABILIZACIÓN" POR ENCIMA DEL BREAK EVEN A DOS AÑOS VISTA (con hipótesis no agresivas y consistentes con el escenario macro), con un FCF positivo 2020-2021e que resulta en un FCF yield de c. 1% (aún lejos del c.7,5% de la industria). El potencial del negocio online, junto a la flexibilidad que le confiere una posición de caja neta (EUR 12,0Mn 2018, vs. una industria endeudada) para acelerar el crecimiento (orgánico/inorgánico) respaldan la opción de confirmar la (lenta) recuperación. En una industria que tiende a la consolidación, ADZ ha alcanzado su "punto de inflexión".

Comportamiento relativo -5y (base 100)



| Comportamiento en bolsa (%) | -1m | -3m | -12m | YTD | -3Y | -5Y |
|-------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| Absoluta | -1,6 | 5,1 | 2,5 | 6,7 | 130,7 | 86,3 |
| vs Ibxex 35 | 0,2 | 1,2 | 1,6 | -0,5 | 116,9 | 118,7 |
| vs Ibxex Small Cap Index | -1,0 | 0,2 | 0,0 | -1,8 | 62,5 | 24,6 |
| vs Eurostoxx 50 | -1,7 | -0,5 | -10,3 | -11,7 | 91,8 | 66,4 |
| vs Índice del sector ⁽⁴⁾ | -2,4 | -2,7 | -12,2 | -15,9 | 94,6 | 52,5 |

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.

Conclusiones

Tras la reestructuración, la “lógica” apunta a rebasar el “break even”

Las proyecciones Incluyen los ajustes por aplicación de IFRS 16 desde enero 2019. En 2019 el EBITDA es c. EUR 8,1Mn mayor por la aplicación de IFRS 16.

La debilidad del consumo desde que se iniciase la gran crisis, junto a un estrechamiento de márgenes pandémico en la industria (agravado por la intensificación de la competencia *online*) han marcado los financieros de Adolfo Domínguez (ADZ) durante los últimos 5 años. La contracción de ingresos (c. -20% en el periodo 2008-2012) y pérdidas operativas al final de dicho periodo (c. EUR -30Mn 2012), obligaron al Grupo a emprender (2013) un intensivo proceso de reestructuración, que ha conllevado la renovación del equipo directivo (2017), devolviendo las riendas de la gestión a manos de la familia fundadora (Presidente del Consejo y Consejera Delegada). Dicho proceso habría culminado en 2018, con la reunificación de marcas.

La renovación de ADZ habría quedado sellada con la creación de un nuevo logotipo e imagen corporativa, pero tras dicha renovación surgen dos preguntas esenciales ¿Qué es ADZ hoy? ¿Qué debe esperarse de ADZ para su futuro más próximo (2019-2021)?

A) 2013-2018: redimensionamiento con todo el foco puesto en la contención de costes y productividad

Durante el último quinquenio ADZ ha implementado un giro estratégico que ha supuesto: 1) una drástica reducción de tamaño con el foco en la productividad 2) la adecuación de su estructura de costes (reduciendo los costes corporativos); 3) concentrar la gestión en las manos de los fundadores; 4) cambios en la estrategia de negocio, con una clara apuesta por el canal *online* como herramienta para apalancar el crecimiento; y 5) renovación de la imagen corporativa. Este proceso ha supuesto:

- 1) **Una reducción radical de tamaño** c. -45% en su red comercial (2012-2018) que ha reducido a EUR 114,9Mn los ingresos 2018 (c. -25% desde que iniciase la reestructuración), con una TACC del -3,2% -5y (al que los cierres habrían contribuido con c.-5%).
- 2) **Reversión de la tendencia en el crecimiento LFL (*like for like*)**, marcado, principalmente, por el mercado doméstico (c. 65% de los ingresos) que habría pasado de registrar caídas de un dígito alto en plena crisis económica, a crecimientos de un dígito medio alto, que tocaron máximos en 2018 (+9,6% LFL, aupados por la buena evolución del negocio online y el cierre de puntos de venta).
- 3) **...en una industria propensa a los descuentos, “presionando” continuamente los márgenes**, en la que el mix de canales es clave. Las tiendas directamente gestionadas por el Grupo en 2018 representaron el 24,3% del total (vs. > 40% pre-crisis). En términos comparables, el margen bruto de ADZ se habría reducido en -0,5p.p. 2013-2018.
- 4) **...dificultando la sostenibilidad de la estructura operativa** que, de por sí evidenciaba un problema de sobredimensionamiento (EBIT/Ingresos c. 3,5% pre-crisis vs. c. 10% en la industria) agravado por la debilidad del top-line, que le ha llevado a registrar (c. una década) pérdidas operativas (EBIT). La reestructuración implementada ha permitido al Grupo alcanzar el *break even* (EBITDA recurrente EUR 2,5Mn 2018).
- 5) **Dejando al Grupo en una posición de caja neta: CN EUR 12,0Mn 2018** (vs. c. 2x DN/EBITDA en la industria), tras la venta “obligada” de activos emblemáticos en 2015, que le permitieron apuntarse c. EUR 40Mn en el resultado extraordinario del mismo ejercicio.

B) 2019-2021e: Tras la renovación del negocio queda pendiente probar su eficacia

La renovación del negocio puede considerarse concluida, por lo que la pregunta es sólo una: ¿Y ahora qué? Contestar a esta pregunta exige una revisión de los principales retos a los que se enfrentará el negocio durante los próximos años:

2013-2018:
redimensionamiento y
apuesta por el canal *online*

TACC -3,2% en ingresos
y EUR -22,7Mn
EBITDA rec. acumulado

cerrando en
break even en 2018
(EUR 2,5Mn en EBITDA rec.)

y con una holgada
posición financiera
(caja neta EUR 12,0Mn 2018)

TACC 2018-2021e
+1,9% en ingresos y
estabilización
del margen bruto (c.57%)

- 1) **El principal reto, probar la sostenibilidad de su crecimiento orgánico...** en un escenario caracterizado por la ausencia del “ruido” provocado por las reestructuraciones en su red comercial, ADZ deberá demostrar el éxito de su estrategia comercial omnicanal, en la que el negocio *online* debería respaldar c.50% del crecimiento LFL futuro (contemplamos +4,5% LFL 2019, desacelerándose hasta el 2,4% en 2021e). Nuestro escenario central (estabilidad en la red comercial) contempla una TACC del 2,5% en ingresos en el periodo 2020-2021e (en línea con el anticipado por el mercado para la industria y c. 5% para sus competidores).

...En un escenario que invita a la cautela tras las múltiples revisiones a la baja en las expectativas de crecimiento global (que el FMI sitúa en el 3% en 2019 -uno de los más bajos desde la última crisis- y en el 1,2% para la Eurozona),-por los efectos del conflicto comercial EEUU - China y factores macro (envejecimiento poblacional y baja productividad laboral en las economías desarrolladas).

- 2) **Mejorar del margen bruto, en un entorno de intensificación de la competencia,** que presionará ventas y márgenes (proyectamos una estabilización de márgenes entorno al 57% 2019-2021e). El mix de canales (favoreciendo el crecimiento vía apertura de tiendas directamente gestionadas) y las eficiencias en la gestión de inventarios (acotando impactos por mayores descuentos y/o deterioros) son factores clave.
- 3) **Mejorar la rentabilidad (m/p), reduciendo la dependencia de Puig.** ADZ debería alcanzar el *break even* operativo en 2019 (EUR 1,3Mn EBIT) superando los EUR 3Mn en 2021 (c. 50% del registrado pre-crisis), con un EBIT/Ingresos 2,7% 2021e (vs. 3,5% pre-crisis), que incorporaría un impacto NIIF-16 de +0,8p.p.. El cobro de royalties de Puig, expuesto (en el más l/p) al vencimiento contractual, representa c. 65% del EBIT 2019-2021e.

alcanzando el *break even* en EBIT en 2019 (EUR 1,3Mn).

Tabla 1. Resultado operativo (EBITDA recurrente): principales magnitudes consolidadas

| EUR Mn | Pre-crisis 2008 | Pre-Reestr. 2012 | Reestructuración | | | 2019e | 2020e | 2021e | TACC 18-'21e |
|-------------------------------|--------------------|---------------------|------------------|------------------|------------------|-------|-------|-------|-----------------|
| | | | 1ª Etapa 2013 | 2ª Etapa 2015 | 3ª Etapa 2018 | | | | |
| Ingresos Totales | 191,6 | 152,1 | 134,9 | 108,4 | 114,9 | 115,7 | 118,3 | 121,5 | 1,9% |
| Var. (%) | n.a. | -2,6% | -11,3% | -12,6% | -1,7% | 0,6% | 2,2% | 2,7% | |
| Margen Bruto | 132,1 | 83,0 | 78,4 | 57,8 | 67,6 | 64,9 | 66,9 | 68,9 | 0,7% |
| Margen Bruto (s/Ingresos) | 68,9% | 54,6% | 58,1% | 53,3% | 58,8% | 56,1% | 56,6% | 56,8% | |
| Gastos operativos recurrentes | 111,7 | 88,3 | 78,7 | 72,8 | 65,1 | 54,8 | 55,4 | 56,4 | |
| EBITDA Rec. | 20,5 | (5,3) | (0,3) | (15,1) | 2,5 | 10,1 | 11,5 | 12,6 | 71,7% |
| EBITDA Rec. mg | 10,7% | n.a. | n.a. | n.a. | 2,2% | 8,7% | 9,7% | 10,3% | |
| EBITDA Rec. Aj. (pre-NIIF 16) | 20,5 | (5,3) | (0,3) | (15,1) | 2,5 | 2,0 | 3,2 | 4,0 | 17,2% |
| Mg. EBITDA Rec. Aj. | 10,7% | n.a. | n.a. | n.a. | 2,2% | 1,7% | 2,7% | 3,3% | |
| EBIT | 6,8 | (31,0) | (11,5) | (27,9) | (0,6) | 1,3 | 2,5 | 3,3 | n.a. |
| EBIT Mg. | 3,5% | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 1,1% | 2,1% | 2,7% | |
| BN Ordinario | 3,8 | (33,1) | (12,1) | (26,9) | 0,6 | 0,2 | 1,0 | 1,5 | 34,8% |
| BN | 4,1 | (23,9) | (10,3) | 8,0 | (0,5) | (0,1) | 1,0 | 1,5 | n.a. |
| Total Puntos de venta | 603 | 695 | 649 | 544 | 391 | 387 | 391 | 395 | 0,3% |
| Puntos en gestión directa (%) | 73,1% | 67,2% | 66,9% | 70,0% | 66,2% | 66,7% | 66,5% | 66,3% | |

y generando FCF positivo en el m/p (FCF yield c. 1% 2020-2021e)

C) Conclusión: Crecimiento orgánico (moderado) en ingresos y mejora del margen, son factibles (escenario central), pero hiperdependientes del éxito de la estrategia comercial

La reestructuración operativa y la apuesta por el canal *online* configuran un negocio estructuralmente “ligero”, que dejan a ADZ en condiciones para volver a FCF positivo en 2020

Un negocio estructuralmente más ligero, con potencial de apalancamiento sobre su canal online, acelerando la mejora de márgenes

En nuestra opinión, ADZ tiene capacidad para superar los retos: 1) el crecimiento del canal online tiene aún recorrido (<10% de los ingresos consolidados 2018, vs. > 25% en la industria global de la moda); 2) el crecimiento vía mayor penetración internacional de la marca es factible; 3) giro hacia la “gestión de la escasez” (con “micro-colecciones”, mejorando la gestión de inventarios y reduciendo el “efecto descuentos”); 4) a lo que se une una holgada posición financiera (caja neta s/FF.PP. del 23% en 2018) que le confiere cierta flexibilidad para acelerar el crecimiento (orgánico/inorgánico).

Nuestro escenario central implica FCF positivo 2020-2021e, con un FCF yield de c. 1%, aún lejos del c.7,5% ofrecido por la industria.

¿Cuál sería el “best case” para ADZ? Un escenario más positivo con crecimientos LFL de c. 2x el proyectado en nuestro escenario central, junto a una mejora de 2,5p.p. en el margen bruto, elevaría el FCF del Grupo a

c. EUR4,5Mn, ofreciendo un FCF yield de c. 7% (en línea con el de la industria), incrementando el potencial de ADZ.

Estratégicamente, las implicaciones de un crecimiento orgánico sostenido (superior al de la industria) son múltiples. Si además está respaldado por una mayor contribución del negocio online, justificaría la expansión vía apertura de tiendas directamente gestionadas, acelerando la mejora de márgenes (vía mix de canales), lo que, a su vez, aproximaría el FCF yield de ADZ al ofrecido por la industria.

Tabla 2. EBITDA, margen EBITDA y FCF recurrente 2021e ante variaciones del margen bruto y de ventas LFL

| | | EBITDA 2021e | | | | | FCF yield 2021e | | | |
|--|------|---------------------|-------|-------|-------------------|----------|------------------|-------|--------|--------|
| | | Margen Bruto | | | | | Margen Bruto | | | |
| | | 54,3% | 56,8% | 59,3% | | | 54,3% | 56,8% | 59,3% | |
| ...la mejora del margen bruto (vía mix de canales) clave para acercar la rentabilidad a la media de la industria | 4,3% | 10,4 | 13,5 | 16,7 | Rentabilidad | Cto. LFL | 4,3% | n.a. | 1,0% | 6,6% |
| | 2,4% | 9,5 | 12,6 | 15,7 | | | 2,4% | n.a. | 0,9% | 6,0% |
| | 0,5% | 8,7 | 11,7 | 14,7 | | | 0,5% | n.a. | 0,7% | 5,6% |
| | | Margen EBITDA 2021e | | | | | Deuda Neta 2021e | | | |
| | | Margen Bruto | | | | | Margen Bruto | | | |
| | | 54,3% | 56,8% | 59,3% | | | 54,3% | 56,8% | 59,3% | |
| | 4,3% | 8,4% | 10,9% | 13,5% | Riesgo Financiero | Cto. LFL | 4,3% | (8,4) | (11,4) | (15,2) |
| | 2,4% | 7,8% | 10,3% | 12,9% | | | 2,4% | (8,0) | (11,3) | (14,8) |
| | 0,5% | 7,3% | 9,8% | 12,4% | | | 0,5% | (7,7) | (11,2) | (14,5) |
| | | FCF Rec. 2021e | | | | | | | | |
| | | Margen Bruto | | | | | | | | |
| | | 54,3% | 56,8% | 59,3% | | | | | | |
| | 4,3% | (2,3) | 0,7 | 4,5 | | | | | | |
| | 2,4% | (2,6) | 0,6 | 4,1 | | | | | | |
| | 0,5% | (3,0) | 0,5 | 3,8 | | | | | | |

Nota: la sensibilidad es superior a variaciones del margen bruto que al crecimiento LFL, ya que parte del impacto vinculado al crecimiento LFL es absorbido por la inversión en circulante.

Por el contrario, en un escenario más negativo, de crecimiento LFL casi vegetativo (c. 0,5%) acompañado del menor éxito en la estrategia comercial (nuevos deterioros de inventarios y mayores descuentos por la intensificación de la competencia) se prolongaría el consumo de caja del Grupo. Aunque sin implicar un “riesgo” relevante: ya que incluso en escenarios muy negativos de margen bruto y crecimiento, ADZ se mantendría en posición de caja neta (2021).

En definitiva: tras 5 años de drástica reestructuración, ADZ debería alcanzar su punto de inflexión en 2019.

El período 2019-2021 debería reflejar los resultados del giro estratégico y redimensionamiento ejecutados desde 2013:

- Vuelta a un crecimiento positivo en facturación: TACC +2% (2018-2021) vs -2% (-4y)
- Estabilización del margen bruto en niveles del 56-57%
- EBIT positivo y creciente: EUR 3,3 Mn (2021) vs EUR -0,6 Mn (2018), acercando la rentabilidad operativa a la ofrecida pre-crisis (EBIT/Ingresos 2,7% 2021e).
- Y consolidación de un FCF (ligeramente) positivo, que reforzará la posición financiera.

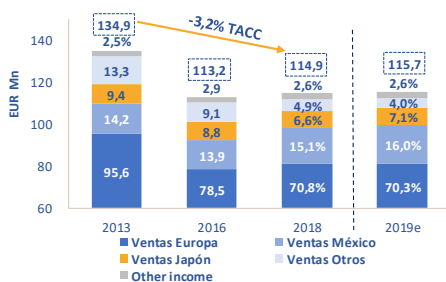
A dos años vista nuestros números reflejan la “estabilización” de la compañía por encima del *break even* (sin hipótesis agresivas, consistentes con el escenario macro). Adicionalmente, el mix: marca con reconocimiento internacional, buena evolución de las ventas LFL y posición de caja neta (en una industria endeudada), podría resultar atractivo en una industria que persigue diversificar la cartera de marcas para optimizar el crecimiento.

En términos de “velocidad” puede decirse que nuestro escenario central (2019-2021) es de una recuperación “lenta”. Las condiciones actuales (micro y macro) no permiten esperar una recuperación “rápida” ni “explosiva”. Quizá lo más interesante sea que el análisis de sensibilidad de los “números” 2021, en un contexto más optimista y más pesimista, muestra los dos grandes frutos de la reestructuración realizada. Un cierto “suelo” si “nada sale bien”. Y la opción (que no es nuestro escenario central) de recuperar niveles de rentabilidad (FCF Yield c.7%) alineándolos con los del sector.

Descripción del negocio

Renovación del negocio todavía por contrastar

Gráfico 1. Mix de ingresos

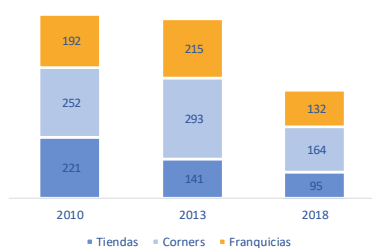


Las proyecciones Incluyen los ajustes por aplicación de IFRS 16 desde enero 2019. En 2019 el EBITDA es c. EUR 8,1Mn mayor por la aplicación de IFRS 16.

Adolfo Domínguez S.A. (ADZ) es un grupo textil internacional de “moda de autor” de pequeño tamaño (EUR 68,3Mn Market Cap), con sede en Ourense (España), especializado en el diseño y comercialización (al por menor y por mayor) de artículos de moda (prendas confeccionadas, calzado, bolsos y complementos). ADZ cuenta con c. 40 años de experiencia en la industria, siendo un referente europeo en el mundo de la moda de alta costura, a pesar de su escasa penetración (c.1,5% de la industria). Su fundador, Adolfo Domínguez¹, es uno de los diseñadores españoles con mayor reconocimiento a nivel internacional. ADZ debutó en bolsa en marzo 1997, siendo la primera firma de moda española en cotizar.

ADZ opera en el segmento de “lujo asequible”, en el que participan compañías no cotizadas como las firmas Purificación García (perteneciente a Sociedad Textil Lonía), la italiana Valentino (Mayhonda for Investments) y otras cotizadas, como la francesa SMCP (a la que pertenecen las firmas Sandro y Maje), la británica Burberry Group o la alemana Hugo Boss y holdings de moda como Kering (Francia, a la que pertenecen firmas como, entre otros, Saint Laurent y Balenciaga), Capri (R.U.) o la estadounidense Tapestry (EE.UU., a la que pertenece Coach).

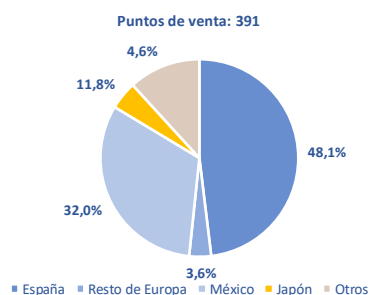
Gráfico 2. Puntos de venta por formato



Un modelo de negocio mixto que integra off line (puntos de venta) y online...

ADZ opera con un mix de tiendas propias, corners (en establecimientos comerciales) y franquicias, que sumaron un total de 391 puntos de venta en 2018 (-40% -5y), que se ven reforzados por el creciente negocio online (que tiende al 10% de las ventas 2018e, c.+5p.p. a/a). Adicionalmente, el Grupo obtiene otros ingresos derivados de la prestación de servicios a sus franquiciados y del cobro de royalties contractuales para la producción de perfumes y cosméticos² (Puig), que habrían contribuido al 4,4% del margen bruto consolidado 2018.

Gráfico 3. Mix geográfico de puntos de venta



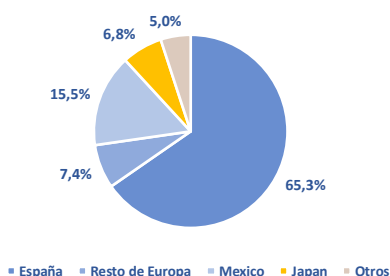
Nota: Datos 2018

El grueso de las ventas del Grupo se genera en el mercado local (65% en 2018 vs. 78% 2010), que concentra el 48% de los puntos de venta. El 33,5% de éstos son tiendas propias, entre las que destacan dos “Flagship stores” ubicadas en las “millas de oro” de Madrid (Calle Serrano, inaugurada en 2010) y Barcelona (Paseo de Gracia, reabierta en 2018). El 47,9% de los puntos de venta nacionales son corners (ubicados en El Corte Inglés), con el 18,6% restante franquicias. Su cuota de mercado doméstica es irrelevante (c. 1,5% de la facturación de la industria 2018)³

...y que cuenta con reconocimiento internacional

El Grupo ha abogado (años 90) por la internacionalización de la marca, contando actualmente con filiales en Estados Unidos, Francia, Japón, México, Portugal, Reino Unido y Luxemburgo (las dos últimas sin actividad). México y Japón han sido las principales apuestas del Grupo (concentrando, respectivamente, el 32,0% y el 11,8% de los puntos de venta 2018), desde donde se generaron, respectivamente, el 15,5% y 6,8% de las ventas del mismo año. La contribución del resto de países europeos se situó en el 7,4% 2018. Dado el carácter estratégico del mercado asiático en el mundo de la moda (en particular para las firmas de lujo), el Grupo opera principalmente mediante tiendas directamente gestionadas en Japón. Adicionalmente cuenta con un flagship store en París (El Marais) y una única tienda en EE. UU (Miami), el grueso del resto de las ventas internacionales se genera mediante franquiciado (*wholesale*).

Gráfico 4. Mix geográfico de ventas (2018)



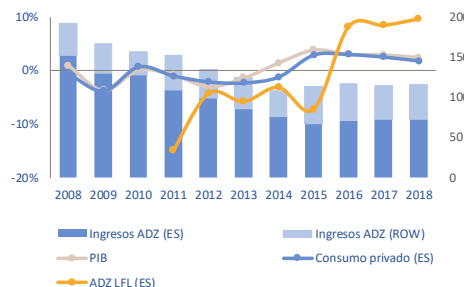
México es el mercado que más dinamismo ha mostrado en el pasado (TAMI del +12,8% -5y, que incluye un impacto divisa promedio del -5% aprox.), habiéndose acelerado el crecimiento en los últimos años (TAMI +14,2% -2y, con un impacto divisa del -3,3%). Por el contrario en Japón, el crecimiento es vegetativo, viéndose afectado en el consolidado por las oscilaciones de la divisa (TAMI del +3,7% -5y y del -6,9% -2y, con impactos divisa promedio de c. +1% y

¹ Natural de Ourense (1950), acaba de ser galardonado con el “Premio Nacional de Diseño de Moda 2019”.

² La licencia inicial se firmó en 1989, habiéndose renovado en marzo 2009 con vencimiento el 31/12/2023.

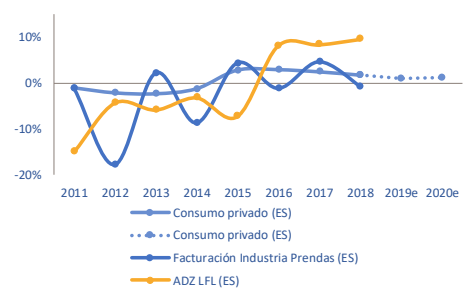
³ Acotex: El comercio textil en cifras 2018.

Gráfico 5. PIB y Consumo privado (España) vs. Ingresos (ADZ)



Fuentes: CE DG de Asuntos Económicos y Financieros y ADZ.

Gráfico 6. Ventas (LFL) vs. consumo privado y facturación industria textil-prendas (España)



Fuentes: Asociación Empresarial del Comercio Textil y Complementos (Acotex), Banco de España, ADZ y LH

Gráfico 7. Evolución puntos de venta

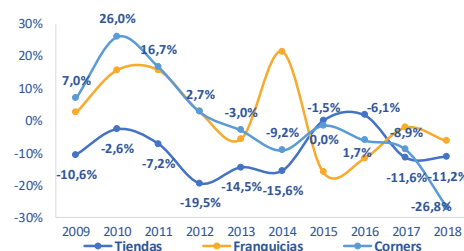
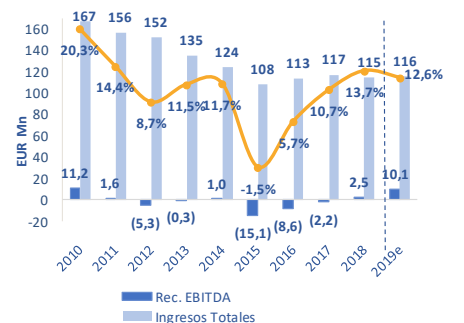


Gráfico 8. EBITDA recurrente vs. Ingresos y EBITDA Rec./Ingresos (por gasto en alquiler)



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

-3,5% respectivamente). Estos datos contrastan con los registrados en el resto de Europa (TAMI -3,2% -5y, y -6,9% en 2018), aquejada por el cierre de puntos de venta (-22% -5y).

Pese a todo, la compañía “tocó fondo” en 2012: por la debilidad del consumo y la intensificación de la competencia

La elevada ciclicidad que caracteriza a la industria *retail* se ha reflejado en el P/L del Grupo. La debilidad del consumo privado nacional (-1,7% TAMI 2011-2014) junto al estrechamiento de márgenes de la industria, derivada de la intensificación de la competencia (expansión de la distribución global online), han sido factores clave en el deterioro del negocio.

Los ingresos del Grupo se han contraído c. 40% desde los máximos alcanzados pre-crisis (EUR 197,5Mn 2007) debido, principalmente al mal comportamiento de las ventas comparables (*like for like*; LFL), la reducción de la superficie comercial (-40% en puntos de venta -5y), la variación en el mix de formatos (con el 24% siendo tiendas propias en 2018, vs. c. 40% a principios de la década) y la intensificación de la competencia (en una industria que apuesta por los descuentos). De hecho, la compañía habría registrado una caída anual promedio de un dígito medio en su mercado local durante la crisis económica (c. -6% LFL estimado en 2013). Como resultado: -5,2p.p. en el margen bruto consolidado -8y (vs. c. -2p.p. de la industria) acentuado por el incremento de costes (c. 65% de los aprovisionamientos están vinculados al USD), que le llevaron a entrar en pérdidas operativas desde 2010 y a tocar mínimos en 2012 (EUR -31Mn EBIT 2012, arrastrado por deterioros de c. EUR 10Mn).

2013-2018: Recoger velas

Adicionalmente, su estructura operativa evidenciaba un problema de sobredimensionamiento (ADZ mantenía un diferencial histórico promedio de c.+20p.p. vs. sus comparables en la ratio de gastos generales/Ingresos). A fin de frenar la caída de la productividad (TACC 2010-2013: -8,8% ventas/punto de venta) y lograr el retorno al break-even, el Grupo inició (2013) un importante proceso de reestructuración, enfocado en costes y la mejora de la productividad, que le ha llevado a reducir radicalmente su tamaño (-43,7% en su red comercial 2012-2018).

Distinguimos dos fases en este proceso: la primera (2013-2015) que concluye con la venta de su inmueble emblemático en Barcelona, en el que se ubica su tienda *flagship*, y la segunda, que culminó en 2018 con la reunificación de sus marcas (Adolfo Domínguez + (AD+), especializada en tallas grandes, y U, dirigida al público joven) en una única. Este proceso ha supuesto:

- Una drástica reducción de su tamaño:
 - Tanto en su red comercial: -21,7% durante la primera fase, hasta los 544 puntos de venta en 2015), y -28,1% adicional durante la segunda (cerrando con 391 puntos en 2018). El grueso de los cierres se ha concentrado en España (73% del total -5y).
 - Como en su estructura corporativa: en 2015 el diferencial (gastos generales/ingresos) vs. sus comparables se había incrementado (c. +5p.p.), justificando una nueva reestructuración societaria. Como resultado, los gastos generales recurrentes se habrían reducido c. -26% desde que se iniciase la reestructuración, que se ha saldado con una reducción de c. 40% en la plantilla corporativa.

En 2018, el diferencial en la ratio se había reducido en 7p.p. (56,6% gastos generales/ingresos), vs. un promedio de c. 43% registrado por sus comparables.

- Alcanzando el *break-even* en EBITDA en 2018 pre-NIIF 16 (EUR 1,3Mn en 2018, EUR 2,5Mn en términos recurrentes), tras 5 años consecutivos registrando números rojos, gracias a la contribución de royalties y otros ingresos (EUR 3Mn). Los costes no recurrentes acumulados (2013-2018) asociados a este proceso habrían restado c. EUR 10Mn.

Una catarsis que ha transformado al Grupo

Vía renovación del equipo directivo del Grupo (2017), encabezado desde 2018 por la hija del fundador, con una clara apuesta por el canal online como mecanismo para apalancar el negocio (ventas online +70% a/a en 2018, contribuyendo a c. 35% del crecimiento LFL implícito) y el reposicionamiento de la marca en las redes sociales vía lanzamiento de campañas disruptivas como “esto no es un selfie” (2017) o “sé más viejo” (2018), a la vez que reafirma su compromiso

con la sostenibilidad como efecto reclamo⁴ (una tendencia creciente en el mundo de la moda, en la que participan Grupos como Inditex o Kering).

La renovación del Grupo ha quedado sellada con la creación de un nuevo logotipo e imagen corporativa (2018), coincidiendo con la reapertura de su tienda *flagship* en Barcelona (consumo turístico internacional) y la vuelta a las pasarelas en 2019 (8 años después).

Las principales métricas “progresan adecuadamente”, aunque están aupadas por la reestructuración de la red comercial

El cambio de estrategia ha permitido la vuelta al crecimiento de los ingresos LFL nacionales (sostenidos por los cierres de puntos de venta), acelerando también el internacional. Aunque la mejora se percibió ya en 2014, con una desaceleración de la caída de los ingresos en el mercado local (-3,1% LFL, c. +2.5p.p. a/a), se vio truncada en 2015 (-7,2% a/a) por problemas de suministro de producto. Ese año se saldó con un deterioro de inventarios (EUR 4,2Mn), que explica c. 55% de la caída del margen bruto consolidado (-7,3p.p. a/a en 2015).

La posterior recuperación del consumo doméstico (TAMI 2,8% a/a 2015-2017) junto al cambio de estrategia del Grupo han permitido recobrar impulso. El crecimiento LFL habría alcanzado máximos en 2018 en España (+9,6%, +1,6p.p. a/a) a pesar de la desaceleración del consumo (+1,8% en 2018, -0,7p.p. a/a). Sin embargo, el 1S19 empieza a mostrar los síntomas del deterioro económico, con una desaceleración del crecimiento (c.5% LFL, c. -4p.p. a/a sostenido aún por la reestructuración comercial y por la buena evolución del negocio online).

A nivel internacional destaca el comportamiento de México, que consolida 3 años de crecimiento de doble dígito (+13,6% LFL en 2018, con una TAMI del 12,2% -3y). Por el contrario, el carácter maduro del mercado japonés habría resultado en crecimientos LFL de un dígito bajo en la región (TAMI c. 1% -3y). Aunque el mercado mexicano también muestra síntomas de desaceleración (c. +10% LFL excl. Forex en el 1S19, c -50% a/a).

Dicha combinación se ha traducido en una aceleración del crecimiento de los ingresos LFL consolidados (+9,6% 2018, +2,3p.p. a/a y c. 2x el registrado -2y). Este mix ha permitido amortiguar gran parte del impacto derivado de la reducción de la superficie comercial a nivel consolidado (-8,6% a/a), resultando en -1,7% en ingresos 2018. No obstante, la imagen a 1S19 refleja una importante desaceleración del crecimiento (+3,9% LFL excluyendo el efecto divisa, -4,3p.p. a/a), que ha resultado en un tímido crecimiento de los ingresos (+0,9% a/a).

Gráfico 9. Mix de la contribución LFL de los ingresos

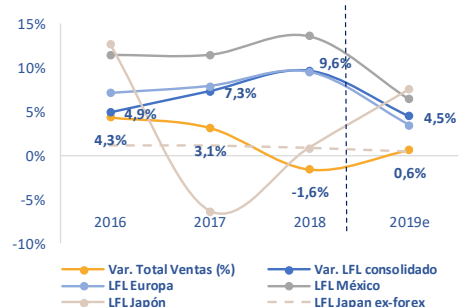


Gráfico 10. Caja Neta/FF.PP vs. CAPEX/Ventas

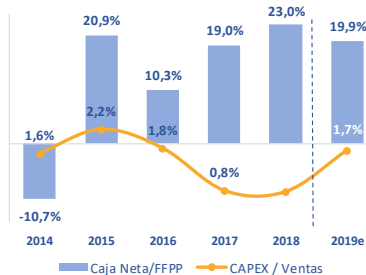
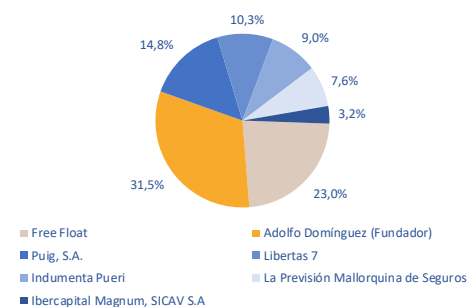


Gráfico 11. Estructura accionarial



A lo que se suma una sólida posición financiera

A pesar de la intensificación de la inversión en el periodo 2008-2011 (c. EUR 50Mn en adquisiciones de inmuebles) y del deterioro de negocio, sus ratios de apalancamiento históricos han sido razonables (DN/FF.PP. <15% 2010-2014), manteniendo una posición de caja neta desde 2015. Ese año ADZ se vio abocada a recurrir a la venta de inmuebles (EUR 45,8Mn) para compensar las abultadas pérdidas operativas (EUR -15,1Mn en el EBITDA recurrente 2015). Dichas transacciones habrían generado unas plusvalías de EUR 41,7Mn, permitiéndole finalizar el ejercicio en positivo (EUR 8,0Mn en BN 2015), tras 5 años consecutivos de pérdidas.

La posición de caja ha mejorado progresivamente desde 2016 (23% s/FFPP 2018), respaldada por la venta de activos (con un impacto acumulado de EUR 5,8Mn -2y). Dicha posición de caja neta deja al Grupo margen para implementar medidas con las que reforzar el crecimiento orgánico del negocio (principalmente vía inversión en el canal online).

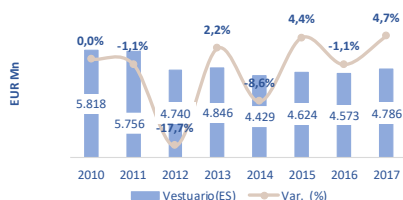
Y estabilidad accionarial, tras la entrada de un nuevo accionista en el capital

El accionariado de ADZ, que se ha mantenido estable durante los últimos cinco años, cuenta (mayo 2019) con un nuevo accionista (la Sicav Ibercapital Magnum), también con carácter de permanencia. Destaca la participación del diseñador Adolfo Domínguez, fundador y Presidente de la compañía (31,5% del capital), quien, junto a sus hijas, concentra 37,5% del Consejo del que es presidente. La firma Puig, con la que mantiene un contrato de fabricación de productos de perfumería y cosmética, participa con un 14,8% (sin estar presente en el Consejo). Dada la extensión de dicho acuerdo de licencia hasta diciembre 2023, asumimos la permanencia en el m/p de Puig en el capital. En su accionariado también figuran Luxury Liberty (Libertas 7, con el 10,3% del capital), Indumenta Pueri (que elevó su participación al 9,0% en 2018, +3,5% vs. -2y) y Previsión Mallorquina de Seguros (7,6%). El *free-float* de la compañía se sitúa c. del 23%.

⁴ Su eslogan “somos los hijos de la tierra no sus dueños” refuerza su imagen de marca, reiterando su compromiso con la sostenibilidad. ADZ cuenta (2010) con un manifiesto ecológico.

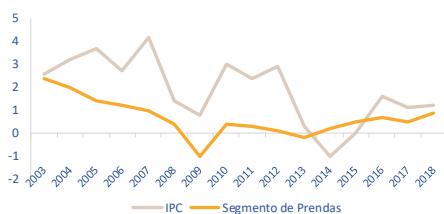
El ciclo apunta a una intensificación de la competencia y al M&A

Gráfico 12. Industria de prendas de vestir (España)



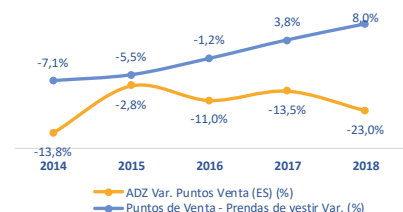
Fuente: Acotex

Gráfico 13. IPC vs. IPC – Prendas de vestir (España)



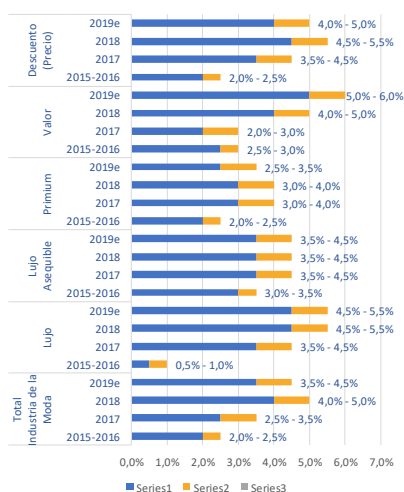
Fuente: INE

Gráfico 14. Variación de puntos de venta Industria vs. ADZ (España)



Fuente: Acotex y compañía

Gráfico 15. Crecimiento por segmentos



Fuente: McKinsey "The State of Fashion" (2017-2019) elaborado LH

La industria de la moda se caracteriza por su ciclicidad y por ser un sector deflacionario. El mercado global de prendas de vestir habría alcanzado c. USD 1.800Bn en 2019, tras haber registrado TACCs de c. 4,5% -5y, con una contribución del segmento de moda femenina de c. 35%. Es previsible una desaceleración del crecimiento en la industria (c. -1,5p.p. en el corto plazo, por el deterioro económico), que podría superar los USD 2.000Bn +3y.

En España, la facturación de la industria de la confección textil habría alcanzado EUR 10.800Mn en 2017 (+1,5% en 2018, con una desaceleración de 3,5p.p. a/a) coronando cuatro años de crecimiento. La industria de la confección de prendas de vestir habría contribuido a c. 45% del total (EUR 4.800Mn, -0,6% a/a), con una aportación del segmento de moda femenina (mercado clave para ADZ) del 37%. El sector habría acelerado la apertura de puntos de venta (TAMI -2y: +5,9%, vs. -0,4% -5y), vs. la estrategia implementada por ADZ (reducción de puntos de venta), que se ha visto acelerada tras la reunificación de marcas (TAMI -18,2% -2y vs. -12,8% -5y).

Una industria heterogénea en crecimiento y propuestas de valor...

El comportamiento en la industria ha sido heterogéneo, habiéndose constatado una aceleración del crecimiento en el segmento de prendas de vestir (c. +4,5% a/a en 2018, c.+2p.p. a/a). Adicionalmente, las compañías enfocadas en "precio" habrían liderado el crecimiento (TAMI +3,8% -3y, c. +0,5p.p. vs. la industria)⁵, seguidas por las pertenecientes al segmento del "lujo asequible" (TAMI c.+3,6% -3y), y las firmas de lujo y con una aproximación de "calidad" (con c.+3,3% TAMI -3y respectivamente). Estos dos últimos segmentos, junto al segmento opuesto, más enfocado en "precio" habrían registrado una aceleración del crecimiento en 2018 de entre 1 - 1,5p.p. a/a (con respectivos crecimientos del 5% aprox.).

...en la que el segmento de "lujo asequible" figurará entre los más dinámicos

El crecimiento será dispar geográficamente. Los países emergentes liderarán el crecimiento (c. +7% 2019)⁶, impulsados por la creciente penetración del negocio online, con el resto de países moderando su crecimiento entre -0,5p.p. y -1p.p. a/a. Por otro lado, los segmentos de "lujo" y "lujo asequible" (perteneciendo ADZ a este último) mostrarán cierta resiliencia al ciclo (c. 3,5% - 4,5% a/a), mientras que aquellos segmentos con un enfoque de "valor" y "precio", se verán favorecidos por la desaceleración económica (c. 5% a/a).

Pero se requiere cautela

Los diferentes indicadores muestran claros síntomas de desaceleración. El FMI ha recortado nuevamente sus proyecciones de crecimiento mundial situándolo en el 3% en 2019 (uno de los más bajos desde la última crisis) y en el 3,4% en 2020 (-0,1p.p. vs. su proyección de julio), revisando en la misma magnitud el de la Eurozona (1,2% en 2019 y 1,4% en 2020). Los ajustes obedecen, principalmente a los efectos secundarios provocados por el conflicto comercial entre EEUU y China, unidos al impacto negativo de factores macroeconómicos como el envejecimiento poblacional y la baja productividad laboral en las economías desarrolladas.

La misma institución ha revisado considerablemente sus proyecciones de crecimiento para Latinoamérica (región clave para ADZ), situándolo en el 0,2% en 2019 y 1,8% en 2020 (-0,4p.p. y -0,5p.p. respectivamente vs. su estimación de julio), situando las previsiones de la región por debajo del promedio de la economía mundial. Aunque apunta a una posterior aceleración del crecimiento para esta región, éste sería inferior al 3% en el m/p. La desaceleración habría sido especialmente acentuada en México (+0,1% en el 3T2019, vs. una TAMI del 2,6% -5y).

Las múltiples revisiones a la baja de las perspectivas económicas han puesto en vigilancia a la industria, con Moody's alertando recientemente del bajo crecimiento de la distribución europea y española en el corto/medio plazo. La agencia de rating ha calificado con "perspectiva

⁵ McKinsey: The State of Fashion 2017-2019

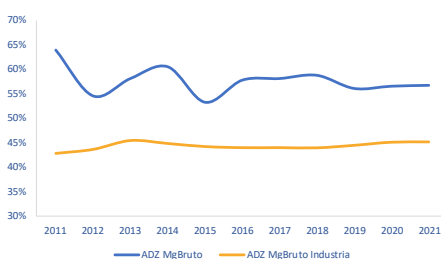
⁶ McKinsey: The State of Fashion 2019

negativa" al sector minorista europeo (especialmente aquejado por el creciente "envejecimiento poblacional y la pobreza juvenil).

La continua presión en márgenes pone el foco de la industria en la productividad

La industria ha experimentado un continuo estrechamiento de márgenes (c. -1,5p.p. -5y en el margen bruto), que se ha arrastrado a la parte baja del P/L (c. -2p.p. EBITDA/Ingresos en el mismo periodo). En el caso de ADZ, la contracción de márgenes se vio especialmente agravada en 2015 por el deterioro realizado a nivel de inventarios.

Gráfico 16. Margen Bruto ADZ vs. Industria



La mayor debilidad del consumo intensificará la competencia (especialmente la proveniente del canal *online*) y la apuesta de la industria por los descuentos (las clásicas temporadas de rebajas se alternan con "mid season sales" de forma continua) presionando el crecimiento de las ventas y los márgenes. En este escenario, la búsqueda de fórmulas de contención de costes (a nivel estructural) permanece en las agendas de la industria.

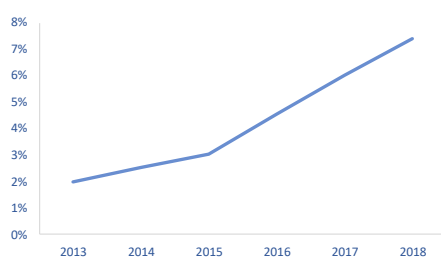
Tabla 3. Margen EBITDA/Ingresos de la industria

| Compañía | País | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Referentes Lujo Asequible | | | | | | |
| SMCP SA | France | 15,4% | 17,4% | 18,9% | 12,5% | 15,2% |
| Ted Baker PLC | UK | 16,4% | 16,3% | 16,6% | 16,7% | 14,8% |
| Hugo Boss AG | Germany | 22,9% | 21,1% | 18,3% | 18,0% | 17,7% |
| Burberry Group PLC | UK | 23,8% | 23,6% | 23,0% | 22,4% | 20,8% |
| Holdings Retail Especializado | | | | | | |
| PVH Corp | USA | 11,6% | 12,9% | 13,0% | 12,2% | 13,3% |
| Tapestry | USA | 30,0% | 23,4% | 19,2% | 22,8% | 16,2% |
| Capri Holdings Ltd | UK | 31,9% | 29,1% | 24,7% | 23,2% | 21,1% |
| Kering | France | 19,9% | 18,3% | 19,0% | 29,8% | 32,5% |
| Actores de pequeño tamaño | | | | | | |
| Devernois SA | France | 6,8% | 3,8% | 1,1% | 0,7% | 5,4% |
| Stefanel SpA ⁽²⁾ | Italy | n.a. | n.a. | 2,4% | n.a. | n.a. |
| Barbara Bui SA | France | 3,4% | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Ahlers AG | Germany | 6,7% | 4,0% | 4,1% | 3,6% | 2,1% |
| ADZ | España | 0,8% | n.a. | n.a. | n.a. | 2,2% |
| Mg. EBITDA Industria⁽¹⁾ | n.a. | 13,1% | 12,3% | 11,7% | 11,2% | 11,8% |
| Mg. Bruto Industria⁽¹⁾ | n.a. | 44,8% | 44,2% | 43,9% | 44,0% | 43,9% |

(1) Categoría sectorial Specialty Retailers - Apparel & Accessories de Thomson Reuters (datos agregados)

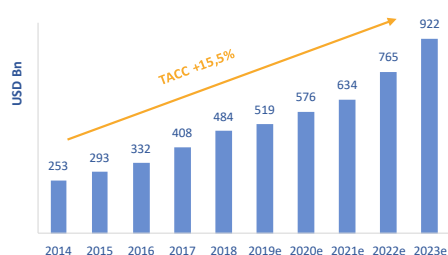
(2) Nota: Stephanel se encuentra actualmente en proceso concursal

Gráfico 17. E-Commerce s/ Total ventas de artículos de moda (España)



Fuente: Moda.es (datos Kantar).

Gráfico 18. E-Commerce mundial de artículos de moda



Fuente: datos Statista

En un entorno cambiante que implica múltiples retos

La supremacía del consumidor, especialmente en un entorno de desaceleración del consumo, junto al aumento de la competencia exacerbado por los canales emergentes, requieren una constante renovación en la industria. La tecnología y las redes sociales han facilitado la proliferación de nuevos actores disruptivos (dada la menor necesidad de inversión en publicidad de este modelo de negocio).

A modo de referencia, diversas fuentes valoran el negocio online mundial en c. USD 3.500Bn en 2019 (TACC 21,5% -5y), siendo previsible que duplique su tamaño +5y. El segmento de la moda habría contribuido con c. USD 519Bn (TACC +15,4% -5y), en el que el subsegmento de prendas de vestir supondría el c.75%. Las ventas online representarían c. 27% de las ventas de artículos de moda a nivel mundial, muy por encima del 7,4% en el que se situaría en España (y del c.14% de Inditex).

En este contexto, la innovación, la relación calidad-precio y la fidelización del consumidor son primordiales. La inversión en el posicionamiento *omnicanal*, junto a la capacidad de renovación de las compañías son clave en este proceso (sirva como ejemplo el reciente cambio de logo de Burberry). Adicionalmente, aquellas compañías que hagan suyo el compromiso con la sostenibilidad se podrían ver más beneficiadas.

Por otro lado, los efectos derivados de las tensiones comerciales (aumento de los aranceles vinculados a origen del producto), junto a la necesidad de reducir el *lead time*⁷ y ajustar los inventarios para dar respuesta a los cortos ciclos comerciales (con productos de mayor calidad y valor añadido), podría conllevar modificaciones de las estrategias de aprovisionamiento en la industria.

Y con un M&A en auge, buscando optimizar el crecimiento

La intensificación de la competencia ha fomentado la concentración en el sector. Según McKinsey⁸, las 20 principales compañías *retail* (entre las que se encuentran Inditex, Nike, H&M y algunas del segmento del lujo, como, entre otras, LVMH, Hermès o Kering) habrían contribuido a > 100% del beneficio acumulado generado por la industria -5y (con c.128% en 2017, c. -15p.p. a/a), poniendo en evidencia las dificultades por las que atraviesan los actores de menor tamaño.

No obstante, las firmas de pequeño tamaño han contribuido especialmente a la innovación de la oferta de productos, generando cierta exclusividad/diferenciación respecto a aquellas que se dirigen al gran consumo, algo valorado por el cliente final. Estas compañías estarían mejor posicionadas para alcanzar pequeños nichos de mercado, lo que junto a la menor frecuencia de promociones en sus artículos (por tratarse de productos premium) podría resultar un atractivo reclamo para actores de mayor tamaño en la industria (holdings de firmas de moda), como mecanismo para potenciar el crecimiento en un mercado cada vez más competitivo.

Entre las operaciones más sonadas, el segmento de lujo ha sido el más activo recientemente, destacando las adquisiciones realizadas por Michael Kors (Versace en 2019 por USD 2,1Bn a 2,5x Ventas y c. 22x EBITDA, tras haber adquirido Jimmy Choo en 2017 por USD1,2Bn) con carácter previo a su transformación en holding (Capri), la adquisición de Boucheron por Kering (2018) y la reciente oferta lanzada por LVMH por Dior (USD 13,2Bn). Es previsible que continúe la consolidación en la industria (en particular en el segmento de lujo), con holdings como PVH Corp y Tapestry (EE.UU.) o Kering, persiguiendo ampliar nuevamente su cartera de marcas.

Tabla 4. Múltiplos de la industria

| Compañía | Mkt. Cap | EV | País | Cto. Ingresos 13-18 | EBITDA/Vtas. 2018 | DN/EBITDA 2018 | EV/EBITDA 2018 | PER 2018 |
|--------------------------------------|-------------|-------------|---------------|---------------------|-------------------|----------------|----------------|-------------|
| Referentes Lujo Asequible | | | | | | | | |
| SMCP SA | 795,7 | 764,1 | France | n.a. | 15,2% | 1,8 | 4,9 | 15,9 |
| Ted Baker PLC | 190,4 | 563,9 | UK | 13,0% | 14,8% | 1,4 | 5,3 | 4,0 |
| Hugo Boss AG | 2.907,4 | 4.124,7 | Germany | 2,8% | 17,7% | 0,0 | 8,4 | 12,3 |
| Burberry Group PLC | 9.563,4 | 10.056,8 | UK | 2,3% | 20,8% | -1,5 | 15,3 | 24,3 |
| Holdings Retail Especializado | | | | | | | | |
| PVH Corp | 6.474,6 | 8.831,8 | USA | 6,8% | 13,3% | 1,8 | 7,8 | 10,3 |
| Tapestry | 6.449,4 | 7.184,9 | USA | 5,2% | 16,2% | 0,4 | 8,8 | 13,3 |
| Capri Holdings Ltd | 4.989,7 | 7.000,2 | UK | 14,2% | 21,1% | 2,2 | 7,1 | 10,3 |
| Kering | 67.859,5 | 74.363,3 | France | 7,2% | 32,5% | 0,4 | 16,7 | 25,6 |
| Actores de pequeño tamaño | | | | | | | | |
| Devernois SA | 17,7 | 19,7 | France | -7,3% | 5,4% | 1,3 | 14,1 | n.a. |
| Stefanel SpA | 9,4 | 9,4 | Italy | -7,7% | n.a. | n.a. | n.a. | 0,7 |
| Barbara Bui SA | 4,7 | 1,5 | France | -15,9% | n.a. | n.a. | n.a. | 1,8 |
| Ahlers AG | 35,0 | 50,2 | Germany | -2,0% | 2,1% | 6,0 | 10,8 | n.a. |
| ADZ | 68,3 | 52,9 | España | -3,0% | 2,2% | -4,8 | 21,3 | n.a. |
| Industria⁽¹⁾ | n.a. | n.a. | n.a. | 5,6% | 11,8% | 9,5 | 9,8 | 24,6 |

(1) Categoría sectorial Specialty Retailers - Apparel & Accessories de Thomson Reuters (datos agregados)

⁷ Tiempo (de ciclo, entrega o suministro) que discurre desde que se genera una orden de pedido a un proveedor hasta que se entrega dicha mercancía al cliente.

⁸ McKinsey: The State of Fashion 2019

Vuelta a EBIT positivo

Gráfico 19. Ingresos vs EBIT Recurrente

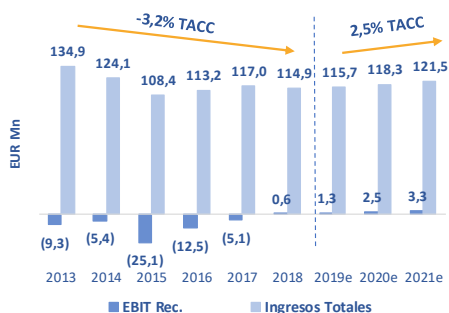
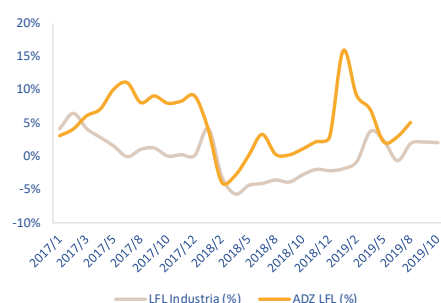


Gráfico 20. Ingresos vs Costes operativos recurrentes ajustados



Nota: Costes operativos recurrentes ajustados incorporan impacto vinculado a alquileres del período 2019-2021e.

Gráfico 21. Ventas LFL ADZ vs Sector (España)



Fuente: Asociación Empresarial del Comercio Textil y Complementos (Acotex) y ADZ

Las proyecciones Incluyen los ajustes por aplicación de IFRS 16 desde enero 2019. En 2019 el EBITDA es c. EUR 8,1Mn mayor por la aplicación de IFRS 16.

La debilidad del consumo y redimensionamiento del negocio han marcado los “números” de ADZ desde 2013. Tras el fallido intento por relanzar el negocio en 2015, la estrategia se ha centrado en la contención de costes, lo que ha supuesto:

- Aceleración en el cierre de puntos de venta menos rentables (TACC -10,4% -3y, con una reducción del -28,1% en los puntos de venta, principalmente corners -un 64% del total- como consecuencia de la reunificación de marcas en 2018). No obstante, el impacto de los cierres ha sido plenamente absorbido (TACC +2,0% en ingresos 2015-2018), con crecimientos de ingresos LFL de un dígito medio (TAMI +7,3% -3y). La creciente contribución del negocio online (TAMI >15% -5y) y la absorción de ventas derivadas de los puntos de venta cerrados habrían respaldado dicho crecimiento.
- Una importante reducción de los gastos de explotación recurrentes (excluido el correspondiente a los alquileres: -9,7p.p. en su ratio sobre ingresos -3y, enfocado en gastos de personal (-7,2p.p.), que ha supuesto una reducción adicional de su plantilla corporativa (c. -20% en el mismo periodo). Dichos ajustes en costes han permitido alcanzar el break-even a nivel de EBITDA recurrente en 2018 (EUR 2,5Mn).

La intensificación de los cierres de puntos de venta en 2018 (que ha concentrado el 53% de los cierres realizados en su red comercial durante los últimos 3 años), ha supuesto un punto de inflexión a la recuperación de ingresos iniciada en 2016 (los puntos de venta cerrados habrían generado c. 6,5% de los ingresos 2017). No obstante, el mejor comportamiento de los puntos existentes habría permitido reducir la caída de ingresos al -1,7% a/a en 2018.

Ingresos (2019-2021e): crecimiento orgánico por venta online y mercado internacional

Tras un inicio de año complicado (-2,2% a/a en ingresos 1T19), la recuperación de las ventas durante el 2T (+2,9% a/a), ha resultado en un crecimiento acumulado de los ingresos del +0,9% a/a en el 1S19 (+7,3% LFL)⁹.

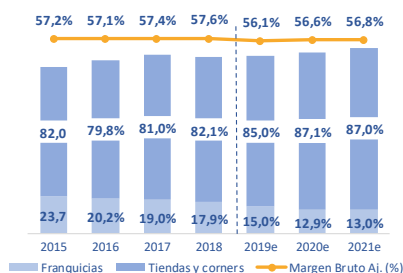
ADZ habría estado registrando crecimientos comparables superiores al sector en España -2y: +5% LFL en agosto 2019 (excluyendo el negocio online), manteniendo un diferencial de c. +3p.p. vs la industria, favorecido por el impacto del cierre de puntos de venta. Los datos a octubre publicados por ACOTEX apuntan una caída sectorial de ventas del 2,1%, reduciendo el crecimiento acumulado al 2% en 2019 (-0,1p.p. vs. el dato publicado en septiembre)¹⁰.

Dado el actual entorno económico, junto a la finalización de la optimización de tiendas, y por consiguiente, de su impacto en el LFL del Grupo, es previsible una desaceleración del crecimiento de los ingresos. Proyectamos +2,1% LFL 2019e (-5,2p.p. a/a), al que se sumará una contribución del negocio online del +1,1% y un impacto divisa estimado del +1,3%, que estará contrarrestado por una contribución del -2,6% de la variación total de la red comercial. Las ventas online se aproximaron al 10% de las ventas consolidadas 2018 (vs. un promedio del 4,6% en la industria de la moda local textil), habiendo contribuido a c. 35% del crecimiento LFL en el año (+3,3%). A título indicativo, Acotex estimaba (junio 2019) un crecimiento de la facturación nacional en la industria de entre el 3,5% y el 5% en 2019.

⁹ El 1S se habría visto afectado por la reducción de la superficie comercial vinculada a la reunificación de marcas realizada durante el 2S18.

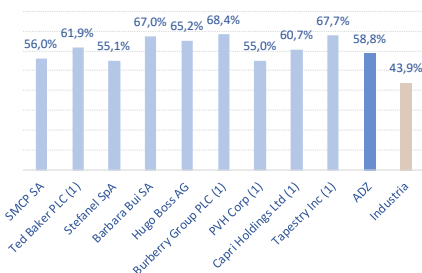
¹⁰ Asociación Empresarial del Comercio Textil y Complementos (Acotex).

Gráfico 22. Contribución a ingresos por formatos vs. Margen bruto ajustado (%)



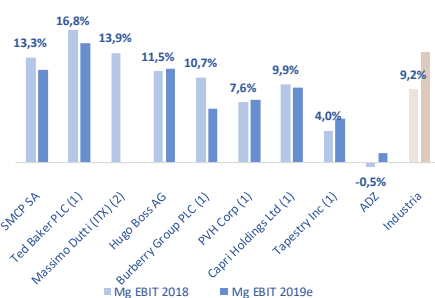
Nota: Margen bruto ajustado por deterioros y reversión de deterioros de inventarios

Gráfico 23. Margen bruto 2018 comparables vs. industria



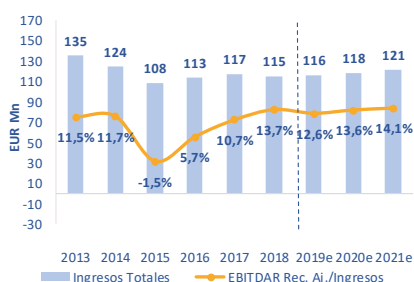
Nota: Industria Retail especializado (Thomson Reuters)

Gráfico 24. Margen EBIT 2018 y 2019e (ADZ vs. comparables)



Nota: Industria Retail especializado - Vestimenta y Complementos (Thomson Reuters)

Gráfico 25. Ingresos vs. margen EBITDA recurrente/Ingresos ajustado



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

Tabla 5. Contribución a ingresos

| EUR Mn | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Ingresos Totales | 113,2 | 117,0 | 114,9 | 115,7 | 118,3 | 121,5 |
| Var. (%) | 4,4% | 3,3% | -1,7% | 0,6% | 2,2% | 2,7% |
| Otros ingresos | 2,9 | 3,2 | 3,0 | 3,0 | 3,0 | 3,0 |
| Var. (%) | 8,0% | 10,8% | -7,7% | 1,5% | 0,0% | 0,0% |
| Ventas totales | 110,3 | 113,7 | 111,9 | 112,6 | 115,2 | 118,4 |
| Var. (%) | 4,3% | 3,1% | -1,6% | 0,6% | 2,3% | 2,8% |
| Var. LFL (%) | 5,4% | 8,2% | 7,3% | 2,1% | 1,2% | 1,4% |
| Online contribution (%) | 0,3% | 0,3% | 3,3% | 1,1% | 1,0% | 1,0% |
| Impacto divisa (%) | -0,8% | -1,2% | -1,0% | 1,3% | - | - |
| Red Comercial Total (%) | -0,3% | -3,9% | -7,9% | -2,8% | 1,1% | 1,4% |
| Europa | 78,5 | 81,8 | 81,4 | 81,3 | 83,4 | 85,7 |
| México | 13,9 | 15,5 | 17,3 | 18,5 | 19,1 | 20,0 |
| Japón | 8,8 | 7,9 | 7,6 | 8,2 | 8,2 | 8,3 |
| Otros | 9,1 | 8,5 | 5,6 | 4,6 | 4,5 | 4,5 |
| Margen Bruto (%) | 57,8% | 58,1% | 58,8% | 56,1% | 56,6% | 56,8% |
| Margen Bruto Aj. (%) | 57,1% | 57,4% | 57,6% | 56,1% | 56,6% | 56,8% |

Nota: contribución estimada (Lighthouse) del negocio online (2016-2018) e impacto divisa (2016-2017). Margen bruto ajustado por deterioros y reversiones de deterioro de inventarios.

Nuestro escenario 2020-2021e contempla el mantenimiento de la red comercial actual y, en contraposición a la tendencia de los últimos años, una tímida vuelta a la apertura de tiendas propias en Latinoamérica (2 tiendas y 2 franquicias anuales), dada la progresiva recuperación del crecimiento (m/p) proyectada para la región por el FMI. A nivel consolidado esperamos una desaceleración del crecimiento LFL en 2020 hasta el 1,2% (dejará de contar el efecto de los cierres) y +1,4% en 2021, sustentado en la capacidad de penetración de la firma a nivel internacional. Adicionalmente proyectamos una contribución anual al crecimiento del negocio online del 1% (2019-2021). Y mantenemos los ingresos por royalties en EUR 3Mn/año (contrato con Puig hasta 2023). Como resultado, proyectamos una TACC del 2,5% en ingresos consolidados para el periodo 2019-2021e (inferior al c. 5% de sus comparables).

En nuestra opinión, el canal online tiene aún recorrido (<10% de los ingresos consolidados 2018, vs. > 25% en la industria global de la moda). Y el crecimiento (m/p) vía mayor penetración de la marca en mercados internacionales es factible.

Contracción inicial de márgenes y progresiva mejora (m/p) por el mix de canales

La desaceleración del consumo (parcialmente explicada por la reducción del crédito al consumo) propiciará la intensificación de la competencia en una industria de por sí deflacionista (a nivel nacional los precios de las prendas de vestir han crecido de forma recurrente por debajo del IPC). El margen bruto ajustado de ADZ se situó en el 57,6% en 2018 (-2,9p.p. -5y), siendo inferior al de sus comparables (c.61,5% 2018, c.-1,8p.p. -5y). El margen bruto de las compañías del segmento de "lujo asequible" es superior al promedio de la industria retail especializada en moda (46% aprox., c. -1,5p.p. -5y).

La tendencia de la industria a apostar por los descuentos (ADZ vende c. del 70% de sus productos en rebajas, en línea con la industria) contrarrestará parcialmente el efecto positivo que la mejora en el mix de canales pueda tener en el margen bruto (+2% p.p. +2y en la contribución a ventas de los negocios directamente gestionados: tiendas y corners).

Durante el 2T19 el margen bruto se habría reducido en -1,9p.p. (-1,6p.p. vs. 1T19), habiendo contribuido a ello la apreciación del USD (c. +6% a/a), ya que c. 65% de los productos comercializados por ADZ se adquieren en USD. Para el conjunto del año proyectamos -1,5p.p. en el margen bruto (56,1% 2019e, -2,7p.p. a/a) en línea con el registrado en el acumulado del 2S19, y una mejora acumulada de +0,7p.p. en los dos años siguientes (margen bruto 56,8% 2021e). Nuestras proyecciones se encontrarían por debajo de las esperadas por el mercado para sus comparables (c.+1,8p.p. 2019-2021e).

En términos de EBITDA, el cambio normativo contable sobre arrendamientos (NIIF 16) ha cambiado la "foto" del Grupo (los alquileres han supuesto un promedio de c. 20% de los costes operativos recurrentes -5y), al alcanzar el break even ya en el 1T19 (EUR 1,1Mn). Proyectamos un EBITDA recurrente de EUR 10,1Mn 2019e (vs. EUR 2,5Mn 2018), resultando en un margen

EBITDA/Ingresos de 8,7% (+7,6p.p. a/a). El traslado de costes vinculados a alquileres (EUR -8,1Mn 2019e) por debajo del EBITDA ha sido clave en esta mejora, habiéndose situado el deterioro del margen comparable (sin efecto NIIF 16) en c.-0,5p.p. a/a. La mejora del margen bruto proyectada para los ejercicios siguientes se trasladará prácticamente en la misma magnitud al margen EBITDA/ingresos (10,3% 2021e, +0,6p.p. +2y, vs. c. +1p.p. en el periodo 2019-2021 esperado por el mercado para sus comparables).

Adicionalmente, el mayor o menor éxito de la reciente estrategia de ventas del Grupo (introducción de micro-colecciones y 4 temporadas con "mid season sales") que persigue la "gestión de la escasez" (en la que los productos ofertados se presentan como bienes escasos y, por consiguiente agotables) implementada por competidores como Massimo Dutti (Inditex), será clave para optimizar los márgenes y, por tanto, para la rentabilidad del negocio.

Superar el break even en BN ordinario (2019e) tras una década en pérdidas

El promedio de los gastos financieros se han situado c. EUR 0,3Mn -3y, afectado por el impacto de la valoración de las posiciones financieras, principalmente por coberturas (EUR -1,1Mn y EUR +0,7Mn respectivamente en 2017 y 2018) y por FOREX (EUR -0,3 Mn/año en el mismo periodo). Junto a los efectos de estos dos factores a futuro, el gasto financiero vuelve recuperar un rol relevante por el impacto de la NIIF 16 desde 2019 (EUR -0,9Mn 2019e).

La cuantiosa venta de activos en 2015 (EUR 45 Mn) dejó al Grupo en posición de caja positiva (EUR 17,3Mn 2015). Y Las ventas de activos de 2018, permitieron al Grupo registrar nuevamente un BAI positivo (EUR 1,2Mn 2018). A corto y medio plazo no prevemos nuevas desinversiones relevantes.

Adicionalmente, el mix geográfico del BAI también juega un rol decisivo en el resultado. El Grupo tiene bases imponibles negativas fuera de balance (EUR 45,3Mn 2018, generados principalmente por su matriz), pero todavía no "aprovechables".

El cambio de la ley tributaria de 2016 supuso modificaciones en la recuperación de bases imponibles negativas pendientes de compensar y la reversión de deterioros de participaciones anteriores a 2013, que elevaron el gasto impositivo a EUR 9,7Mn (con un impacto < EUR 2Mn en CF). Desde entonces, la política de la compañía es la de no activar bases imponibles. Estimamos una tasa fiscal del 30% en los ejercicios siguientes, justificado por el mix geográfico fiscal en el que la matriz seguirá en pérdidas en el m/p.

Tras prácticamente una década con BN consolidado en pérdidas, esperamos que el resultado del Grupo "tantee" el break even este año (EUR -0,1Mn BN 2019e), alcanzando EUR 1,5Mn 2021e: ROE del 2,8% vs. c.15% de sus comparables.

Tras la reducción de tamaño, hay margen para incrementar el CAPEX

El Grupo ha pasado de una etapa expansiva en inversiones (llegó a invertir c. EUR 50Mn 2008-2011 entre compra de inmuebles y aperturas) a la inversa (desinvirtiendo activos por EUR 51,7Mn 2015-2018). Una etapa de contención del CAPEX (promedio anual <EUR 2Mn -5y y <EUR 1Mn -2y), en la que la optimización de los puntos de venta ha acaparado la atención.

Dado el momento de potencial inflexión por el que atraviesa el Grupo, proyectamos una inversión de EUR 2Mn 2019e, 1,7% CAPEX/ventas del ejercicio (vs. c. 5% de la industria), manteniéndose dicha ratio estable hasta 2021. Si el crecimiento orgánico del negocio lo sustentase, ADZ cuenta con margen para acelerar la inversión (aperturas de tiendas propias en ubicaciones comerciales estratégicas), reforzando el mix de tiendas físicas vs negocio online.

Circulante: los inventarios en el punto de mira

Desde que la crisis económica elevase a máximos la ratio de inversión en circulante (39,4% WC/ingresos 2011), la gestión realizada ha permitido reducir progresivamente dicha ratio (15,1% de los ingresos 2018).

La naturaleza del negocio hace que la gestión de inventarios sea clave. Los deterioros realizados en 2015 (EUR 4,2Mn) hundieron los márgenes del Grupo (53,3% en margen bruto, -7,3p.p.), lo que, junto a la caída de ingresos (-12,6% a/a) elevó la ratio de Inventarios/ingresos al 27,2% (2015). Dicha ratio se situó en el 22,6% en 2018 (c. >2x. vs. comparables). Una óptima gestión

Gráfico 26. Beneficio neto vs ROE

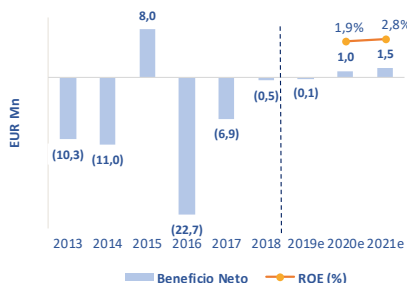


Gráfico 27. Ingresos vs CAPEX/Ventas

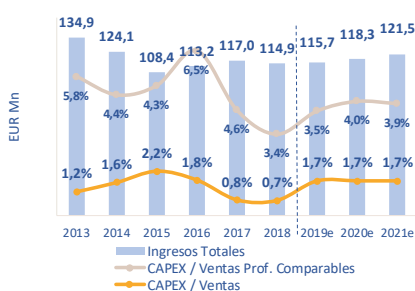


Gráfico 28. FCF Recurrente vs. NWC/Ventas

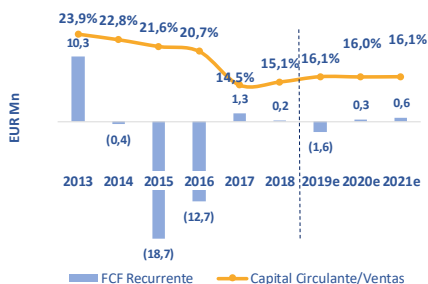
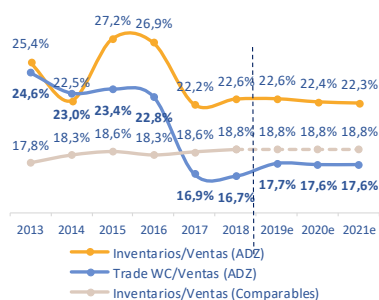


Gráfico 29. Trade WC e Inventarios s/Ventas vs. ADZ vs. Inventarios/Ventas comparables



Nota: Datos 2019-2021e para los competidores se informa en base al dato histórico 2018.

Gráfico 30. Impactos en el Free Cash Flow 2018

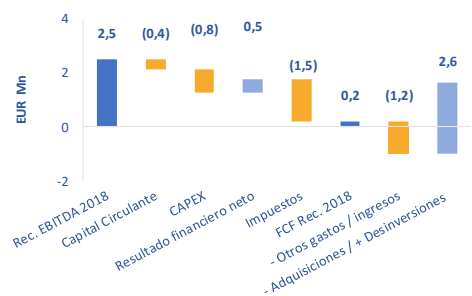


Gráfico 31. Impactos en el Free Cash Flow 2019e

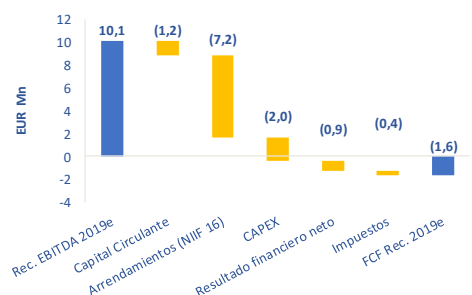
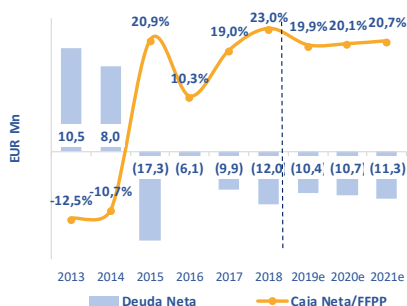


Gráfico 32. Deuda neta vs. DN/FF.PP.



de inventarios permite reducir el impacto en márgenes mediante dos vías: evitando mayores descuentos en las ventas y potenciales deterioros de los inventarios. Proyectamos un repunte de 1p.p. en la ratio WC/Ventas (17,7% 2019e), con ratio de inventarios/ingresos relativamente estable. Las mejoras en la cartera de proveedores (acortando los periodos de entrega), mayor eficiencia derivada de la aplicación de tecnologías innovadoras (RFID¹¹) y mantener la política de venta en firme con determinados franquiciados, permitirán alinear la ratio inventarios/ventas con el sector, reduciendo la inversión en circulante del Grupo.

En condiciones de volver a FCF positivo en 2020

Las mejoras en el circulante, que sumaron un total de EUR 14,8Mn 2014-2018 a la generación de caja, fueron absorbidas por el CAPEX, la carga fiscal y los gastos de reestructuración (EUR 6,5Mn en el periodo).

Mientras que en 2018 la generación del flujo de caja estuvo marcada por los gastos vinculados a la reestructuración (EUR -1,1Mn), la financiación proveniente de la venta de activos (EUR 2,6Mn) y el incremento de la carga fiscal (EUR -1,5Mn, afectada por dichas desinversiones), la ausencia de estos factores en 2019e pondrá el foco en la gestión del circulante (EUR -1,2Mn) y en el CAPEX (EUR -2,0Mn). El crecimiento de los ingresos junto a la mejora del margen derivado del mix de ingresos (mayor contribución a ingresos del negocio directamente gestionado), permitirá dar la vuelta a la "foto" en el medio plazo.

En el escenario contemplado, proyectamos FCF positivo en 2020-2021e, con FCF yield de c. 1% (vs. un FCF yield de c. 7,5% en la industria en 2019). El comportamiento del FCF será muy sensible a tres factores: i) mayor o menor éxito en la gestión de las ventas, ii) circulante y iii) carga fiscal (a nivel internacional).

Descartamos la recuperación del dividendo antes de 2021.

Holgada situación financiera vs. una industria endeudada

ADZ mantiene posición de caja neta desde 2015, habiéndose situado la ratio de caja neta/FF.PP. en el 23% en 2018. El incremento de la inversión (EUR +1,2Mn en CAPEX) y la inversión en circulante (EUR 1,2Mn) en 2019e, reducirá inicialmente la ratio caja neta/FF.PP. (19,9% 2019e), mejorando progresivamente en los ejercicios siguientes (c. 21% 2021e).

La posición de caja neta (EUR 10,6Mn 2019e) podría acelerar el crecimiento orgánico (la inversión requerida estimada para la apertura de una tienda ascendería a c. EUR 0,4Mn) vs. una industria endeudada (un promedio de c. 2x DN/EBITDA).

Por otro lado, la intensificación de la competencia favorecerá el M&A, por lo que el mix: marca con reconocimiento internacional, buena evolución de las ventas LFL y posición de caja neta, podría resultar atractivo en una industria que persigue diversificar la cartera de marcas para optimizar el crecimiento. Tendam (dueño de Cortefiel y Pedro del Hierro), acaba de hacerse con Hoss Intropía (inmersa en un proceso de liquidación desde el pasado mes de febrero), una firma competidora de Uterqüe (Inditex).

En conclusión: tras 5 años de una drástica reestructuración, ADZ alcanza su punto de inflexión en 2019.

El período 2019-2020 debería empezar a mostrar los frutos del giro estratégico y reducción de tamaño ejecutado desde 2013:

- Vuelta a un crecimiento positivo en facturación: TACC +2% (2018-2021) vs -2% (-4y)
- Estabilización del margen bruto en niveles del 56-57%
- EBIT positivo y creciente: EUR 3,3 Mn (2021) vs EUR -0,6 Mn (2018). El EBIT, post entrada en vigor de NIIF 16, pasa a ser la medida lógica de calibrar la evolución del resultado operativo de la compañía vs el período pre-NIIF 16.
- Y, como consecuencia, la consolidación de un FCF (ligeramente) positivo.

¹¹ Tecnología de radiofrecuencia empleada en la gestión de productos, permitiendo obtener la trazabilidad completa desde fábrica hasta el cliente final con una visión global de toda la cadena de suministro prácticamente en tiempo real.

A dos años vista nuestros números reflejan la “estabilización” de la compañía por encima del *break even*. En un modelo sin hipótesis agresivas. Y consistentes con un escenario macro que no anticipa altos crecimientos en el consumo. La vuelta a una generación estable y creíble de FCF positivo, por pequeño que este sea, revaloriza la posición de caja neta de ADZ. En un contexto de potencial reactivación del M&A (activo o pasivo) como vía de crecimiento en el sector. Como manera más lógica de “capear” el temporal (macro).

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

| | 2019e | 2020e | 2021e | Perpetuo ⁽¹⁾ | | | |
|------------------------------------|--------|--|-------|-------------------------|-------------------|----------------------|--|
| Free Cash Flow "To the Firm" | (0,8) | 1,0 | 1,3 | 26 | | | |
| Market Cap | 68,3 | A la fecha de este informe | | | | | |
| Deuda financiera neta | -12,0 | Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m) | | | | | |
| | | | | | Inputs favorables | Inputs desfavorables | |
| Coste de la deuda | 3,0% | Coste de la deuda neta | | | 1,0% | 4,5% | |
| Tasa fiscal (T) | 20,0% | T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo) | | | = | = | |
| Coste de la deuda neta | 2,4% | Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T) | | | 0,8% | 3,6% | |
| Risk free rate (rf) | 0,5% | Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe) | | | = | = | |
| Equity risk premium | 7,0% | R (estimación propia) | | | 6,5% | 7,5% | |
| Beta (B) | 1,1 | B (Thomson Reuters) | | | 0,9 | 1,3 | |
| Coste del Equity | 8,2% | Ke = Rf + (R * B) | | | 6,3% | 10,2% | |
| Equity / (Equity + Deuda Neta) | 100,0% | E (tomando como valor del equity su Market Cap) | | | = | = | |
| Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta) | 0,0% | D | | | = | = | |
| WACC | 8,2% | WACC = Kd * D + Ke * E | | | 6,3% | 10,2% | |
| G "Razonable" | 2,0% | | | | 2,5% | 1,5% | |

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

Inputs de valoración por múltiplos

| Compañía | Ticker | Mkt. Cap | PER 19e | BPA 19e-21e | EV/EBITDA 19e | EBITDA 19e-21e | EV/Vtas. 19e | Ingresos 19e-21e | EBITDA/Vtas. 19e | FCF Yield 19e | FCF 19e-21e |
|--------------------------------------|----------|----------|---------|-------------|---------------|----------------|--------------|------------------|------------------|---------------|-------------|
| SMCP SA | SMCP.PA | 795,7 | 12,1 | 21,2% | 3,9 | 12,8% | 0,7 | 10,4% | 17,2% | n.a. | n.a. |
| Ted Baker PLC | TED.L | 190,4 | 5,8 | -3,0% | 6,2 | 2,5% | 0,8 | 1,5% | 12,4% | 13,0% | 5,8% |
| Hugo Boss AG | BOSSn.DE | 2.907,4 | 12,9 | 9,8% | 7,4 | 5,3% | 1,4 | 3,7% | 19,4% | 7,5% | 8,3% |
| Burberry Group PLC | BRBY.L | 9.563,4 | 22,9 | 11,8% | 14,6 | 10,3% | 3,0 | 5,4% | 20,7% | 4,1% | 21,3% |
| Referentes Lujo Asequible | | | 13,4 | 9,9% | 8,0 | 7,7% | 1,5 | 5,2% | 17,4% | 8,2% | 11,8% |
| Capri Holdings Ltd | CPRI.K | 4.989,7 | 7,5 | 8,4% | 7,0 | 7,0% | 1,3 | 3,4% | 19,0% | 10,5% | 14,6% |
| G-III Apparel Group Ltd | GIIL.OQ | 1.247,4 | 9,2 | 1,6% | 6,3 | 1,3% | 0,6 | 2,6% | 9,1% | 3,8% | 97,9% |
| PVH Corp | PVH.N | 6.474,6 | 10,2 | 8,3% | 7,9 | 4,6% | 1,0 | 3,9% | 12,7% | 6,1% | 7,4% |
| Tapestry | TPR.N | 6.449,4 | 12,3 | 14,0% | 7,4 | 8,0% | 1,4 | 4,0% | 18,4% | 7,2% | 93,8% |
| Holdings Retail Especializado | | | 9,8 | 8,1% | 7,1 | 5,2% | 1,1 | 3,5% | 14,8% | 6,9% | 53,4% |
| ADZ | ADZ.MC | 68,3 | n.a. | n.a. | 5,25 | 11,7% | 0,46 | 2,5% | 8,7% | n.a. | n.a. |

Análisis de sensibilidad (2020e)

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

| Escenario | EBITDA/Ingresos 20e | EBITDA 20e | EV/EBITDA 20e |
|-----------|---------------------|------------|---------------|
| Max | 10,7% | 12,7 | 4,2x |
| Central | 9,7% | 11,5 | 4,6x |
| Min | 8,7% | 10,3 | 5,1x |

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 20e | | | Escenario | FCF Rec./Yield 20e | | |
|-----------------|------------------|-------|-------|-----------|--------------------|------|------|
| EBITDA 20e | 0,7% | 1,7% | 2,7% | Max | 3,9% | 2,2% | 0,5% |
| 12,7 | 2,7 | 1,5 | 0,3 | Central | 2,2% | 0,5% | n.a. |
| 11,5 | 1,5 | 0,3 | (0,9) | Min | 0,5% | n.a. | n.a. |
| 10,3 | 0,3 | (0,9) | (2,0) | | | | |

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

1. **Una industria cíclica, afectada por los conflictos arancelarios y el Brexit** en un contexto económico que muestra claros síntomas de desaceleración. El FMI ha recortado -0,3p.p. su proyección de crecimiento mundial 2019 (3%, uno de los más bajos desde la última crisis) y en -0,1p.p. la de 2020 (3,4%), ajustando en -0,1p.p. el de la Eurozona (1,2% en 2019 y 1,4% en 2020). La revisión obedece, en parte, a los efectos derivados de la prolongación del conflicto comercial entre EEUU y China. El ajuste ha sido aún mayor para Latinoamérica (región clave para ADZ), situándolo en el 0,2% en 2019 y 1,8% en 2020 (-0,4p.p. y -0,5p.p. respectivamente vs. su estimación anterior), afectada por el deterioro político. Adicionalmente, la industria tampoco será inmune al Brexit.

A modo de referencia, una caída del 0,5% en el crecimiento LFL de las ventas (2019), conllevaría -0,7% adicional en los ingresos 2019, con un impacto de -0,2p.p. en el margen EBITDA/Ingresos, que resultaría en una caída del 26,2% en el EBIT (EUR 1,0Mn).

2. **Debilidad del Consumo en las economías europeas desarrolladas**, por factores estructurales como el envejecimiento poblacional, la baja productividad laboral y la falta de poder adquisitivo de la población juvenil. Moody's ha alertado recientemente del bajo crecimiento de la distribución en la región (medio y largo plazo), calificando con "perspectiva negativa" al sector minorista europeo (ADZ generó c. 70% ingresos 1S19 en Europa). Proyectamos una desaceleración del crecimiento LFL consolidado (-5,1p.p. hasta 4,5% 2019), con +2,5% 2020-2021e en Europa, respaldado por el negocio online (c.50%). Esta desaceleración pudiera ser más pronunciada si la macro se debilita más de lo esperado.
3. **Concentración de clientes.** El 41,9% de los puntos de venta 1S19 son corners, con c. 60% ubicados en establecimientos de El Corte Inglés (España) y el Resto en Palacio del Hierro (México). Los problemas a los que se enfrenta el primero podrían impactar negativamente en el negocio de ADZ.
4. **Mayor deterioro de márgenes**, en una industria de por sí deflacionaria, en la que la intensificación de la competencia seguirá propiciando los descuentos. La debilidad del consumo junto al encarecimiento de la mercancía procedente de Asia (proveedor de ADZ) han impactado en el conjunto de la industria. ADZ ha registrado -7,5p.p. en su margen bruto desde principios de la década (vs. c. -1,5p.p. de la industria). Una caída adicional de 0,5p.p. (2019) en el margen bruto, reduciría un 39% el EBIT (EUR 0,8Mn). Adicionalmente, la implementación de políticas comerciales proteccionistas (conflicto arancelario entre EE.UU. - China) podrían dañar de forma colateral los márgenes del Grupo. Este factor podría implicar (l/p) cambios en su cartera de proveedores.
5. **Dependencia contractual de su accionista de referencia: Puig.** ADZ renovó en marzo 2009 la licencia para la fabricación de perfumes y cosméticos (hasta el 31/12/2023). Los ingresos por royalties han contribuido a un promedio de 1,6Mn -5y (en 2018 contribuyó al 4,4% del margen bruto). Nuestras proyecciones contemplan ingresos por EUR 4,5Mn en periodo 2019-2021e, vinculadas a dicho contrato, generando el 64,3% del EBIT proyectado en dicho periodo. La no renovación contractual (PUIG salió del Consejo en 2016) reduciría considerablemente la rentabilidad (a muy l/p) del Grupo.
6. **Riesgo divisa**, tanto a nivel de ingresos, donde está principalmente expuesto al peso mexicano y al yen (el 14,9% y 6,7% de los ingresos consolidados 1S19 se generaron en respectivos países), y en menor medida al USD (c. 4,5% de los ingresos), como en costes (c. 65% de los productos comercializados se adquieren en USD). Mientras que la divisa restó 1p.p. al crecimiento LFL 2019, el impacto habría sido contrario en el 1S19, adicionando 3,4p.p. al crecimiento.
7. **Gestión del circulante.** La gestión de inventarios es clave en la industria. Las mejoras implementadas han permitido reducir la ratio existencias/ingresos en 2,8p.p. -5y (22,6% 2018, vs. c. 30% a principios de la década). Una gestión óptima permite reducir el impacto de los mayores descuentos y de potenciales deterioros de inventarios en los márgenes. Los deterioros realizados en 2015 (EUR 4,2Mn) hundieron los márgenes del Grupo (53,3% en margen bruto), lo que, junto a la caída de ingresos (-12,6% a/a) elevó la ratio al 27,2%.

Un consejo en el que prevalece la familia fundadora

La reestructuración de ADZ ha trascendido también a su Consejo, que sigue presidido por el fundador del Grupo y socio mayoritario (Adolfo Domínguez), y en el que el 50% de sus miembros son independientes (entre otros el vicepresidente). Entre los cambios cabe destacar el nombramiento (julio 2018) de D^a. Adriana Domínguez, primogénita del fundador del Grupo, como consejera delegada (tras haber desempeñado el cargo de Directora General del Grupo durante casi un año), y el de su hermana, D^a Valeria Domínguez, como consejera dominical.

- 1. Un Consejo de Administración renovado y con un perfil mixto**, en el que el 75% de sus 8 miembros ha accedido al cargo en los últimos tres años, habiéndose mantenido la participación de Luxury Liberty como miembro dominical (desde 2005). La duración del cargo de consejero está limitada por los estatutos a un plazo de 4 años renovables por periodos de igual duración (conforme a la legislación vigente), sin estipular sus estatutos ninguna limitación al número de mandatos para sus consejeros independientes. Adicionalmente, su reglamento establece una limitación de dos años a los consejeros salientes antes de ocupar cargos en el consejo o en la dirección de potenciales competidores.
- 2. La renovación vuelve a elevar el peso de la familia fundadora en el Consejo**, representando el 37,5% de sus miembros, que controlan la gestión directa del Grupo desde la destitución del anterior consejero delegado (2016). Esta renovación implicó, adicionalmente, la salida del Consejo de Puig S.A (ex-consejero dominical) y que mantiene una relación contractual con el grupo para la distribución de sus perfumes y cosméticos (contrato renovado en 2009 y con vencimiento en 2023).

El Consejo sigue manteniendo una parte relevante del capital (41,8%), garantizando la alineación de intereses con los minoritarios. No existen restricciones respecto al número de Consejos a los que puedan pertenecer sus miembros, ni pactos para-sociales. Por otro lado, los consejeros no ejecutivos tienen limitada la representación del voto a los de su misma clase.

- 3. Y con cláusulas en los estatutos, que potencian el control de la familia fundadora**, al exigir mayorías reforzadas para la adopción de acuerdos, como la elección del presidente (en el caso de no cumplir con los requisitos establecidos en el Reglamento del Consejo de Administración).
- 4. Con estímulos al desempeño del Consejo con carácter “proporcional” al tamaño de la entidad y vinculados a “criterios de rendimiento” de la sociedad**, que contemplan la remuneración en acciones a sus consejeros no ejecutivos, pero que todavía no incorporan cláusulas *bonus-malus / claw-back*. La retribución del Consejo ha representado un promedio del 1,7% -5y de los gastos vinculados al personal (con una tendencia decreciente, 1,3% en 2018).
- 5. Un equipo directivo renovado, con incentivos vía bonus y con cláusulas contractuales de “blindaje”**. La compañía renovó en 2017 parte de su comité de dirección, habiendo optado por la promoción interna. Adicionalmente, su nueva consejera se beneficia de un plazo de 3 años de obligado cumplimiento por parte de la Sociedad, transcurrido el cual, percibiría una indemnización (en caso de despido no disciplinario) superior a la establecida legalmente. Del mismo modo, se ha pactado una indemnización máxima por extinción del contrato de hasta 60 mensualidades para uno de sus directivos. Por otro lado, el sistema de retribución carece de planes de ahorro a largo plazo.
- 6. Descartamos el pago de dividendo en el medio plazo**: sin existir ningún compromiso de la compañía en relación al pago de dividendos, y siendo el principal foco de atención la vuelta al crecimiento orgánico y alcanzar la rentabilidad del negocio de forma sostenida.
- 7. Inexistencia de acuerdos que entren en vigor o sean modificados en caso de OPA**, aunque con cláusulas de modificación o cese, en el caso de cambio de control, para determinados acuerdos contractuales (corners, alquileres) con terceras partes, que podrían afectar al desarrollo de negocio. Estas cláusulas afectan especialmente, a los corners que ADZ mantiene en los establecimientos de El Corte Inglés, a los outlets de la marca en otras superficies comerciales (en las Rozas y la Roca) y al acuerdo suscrito con Puig SA para la creación de líneas de producto de perfumería y cosmética.

Anexo 1. Proyecciones financieras⁽¹⁾

| Balance (EUR Mn) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e | | |
|---|---------------|----------------|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| Inmovilizado inmaterial | 2,5 | 2,3 | 1,6 | 0,9 | 0,8 | 33,6 | 33,2 | 32,8 | | |
| Inmovilizado material | 30,4 | 17,9 | 16,6 | 12,3 | 10,6 | 11,4 | 12,3 | 13,2 | | |
| Otros activos no corrientes | 19,5 | 18,0 | 8,2 | 8,5 | 8,1 | 8,1 | 8,1 | 8,1 | | |
| Inmovilizado financiero | 3,0 | 5,0 | 5,1 | 5,0 | 5,2 | 5,2 | 5,2 | 5,2 | | |
| Fondo de comercio y otros intangibles | - | - | - | - | - | - | - | - | | |
| Activo circulante | 45,7 | 46,3 | 44,4 | 36,2 | 36,2 | 36,4 | 37,0 | 37,8 | | |
| Total activo | 101,1 | 89,5 | 75,9 | 62,9 | 60,8 | 94,8 | 95,7 | 97,1 | | |
| Patrimonio neto | 74,6 | 82,7 | 59,4 | 52,3 | 52,2 | 52,1 | 53,1 | 54,6 | | |
| Minoritarios | 0,5 | 0,7 | 1,1 | 0,7 | 0,8 | 0,9 | 1,1 | 1,2 | | |
| Provisiones y otros pasivos a LP | 0,6 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | | |
| Otros pasivos no corrientes | - | - | - | - | - | 33,2 | 33,2 | 33,2 | | |
| Deuda financiera neta | 8,0 | (17,3) | (6,1) | (9,9) | (12,0) | (10,4) | (10,7) | (11,3) | | |
| Pasivo circulante | 17,4 | 22,9 | 20,9 | 19,2 | 18,9 | 17,9 | 18,0 | 18,3 | | |
| Total pasivo | 101,1 | 89,5 | 75,9 | 62,9 | 60,8 | 94,8 | 95,7 | 97,1 | | |
| TACC | | | | | | | | | | |
| Cuenta de Resultados (EUR Mn) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e | 14-18 | 18-21e |
| Total Ingresos | 124,1 | 108,4 | 113,2 | 117,0 | 114,9 | 115,7 | 118,3 | 121,5 | -1,9% | 1,9% |
| <i>Cto. Total Ingresos</i> | <i>-8,0%</i> | <i>-12,6%</i> | <i>4,4%</i> | <i>3,3%</i> | <i>-1,7%</i> | <i>0,6%</i> | <i>2,2%</i> | <i>2,7%</i> | | |
| Coste de ventas | (48,9) | (50,6) | (47,7) | (49,0) | (47,3) | (50,8) | (51,3) | (52,5) | | |
| Margen Bruto | 75,1 | 57,8 | 65,5 | 68,0 | 67,6 | 64,9 | 66,9 | 68,9 | -2,6% | 0,7% |
| <i>Margen Bruto / Ingresos</i> | <i>60,6%</i> | <i>53,3%</i> | <i>57,8%</i> | <i>58,1%</i> | <i>58,8%</i> | <i>56,1%</i> | <i>56,6%</i> | <i>56,8%</i> | | |
| Gastos de personal | (43,8) | (43,7) | (42,5) | (39,8) | (38,1) | (35,8) | (35,9) | (36,3) | | |
| Otros costes de explotación | (30,4) | (29,1) | (31,5) | (30,4) | (27,1) | (19,0) | (19,5) | (20,1) | | |
| EBITDA recurrente | 1,0 | (15,1) | (8,6) | (2,2) | 2,5 | 10,1 | 11,5 | 12,6 | 25,8% | 71,7% |
| <i>Cto. EBITDA recurrente</i> | <i>453,6%</i> | <i>n.a.</i> | <i>43,2%</i> | <i>74,2%</i> | <i>212,4%</i> | <i>306,2%</i> | <i>14,3%</i> | <i>9,1%</i> | | |
| <i>EBITDA rec. / Ingresos</i> | <i>0,8%</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>2,2%</i> | <i>8,7%</i> | <i>9,7%</i> | <i>10,3%</i> | | |
| Gastos de reestructuración | (2,5) | (2,8) | - | - | (1,2) | - | - | - | | |
| EBITDA | (1,5) | (17,9) | (8,6) | (2,2) | 1,3 | 10,1 | 11,5 | 12,6 | n.a. | n.a. |
| Depreciación y provisiones | (6,6) | (10,0) | (4,0) | (2,9) | (1,9) | (1,6) | (1,6) | (1,6) | | |
| Gastos capitalizados | 0,2 | - | - | - | - | - | - | - | | |
| Arrendamientos (Impacto NIIF 16) | - | - | - | - | - | (7,2) | (7,4) | (7,7) | | |
| EBIT | (7,8) | (27,9) | (12,5) | (5,1) | (0,6) | 1,3 | 2,5 | 3,3 | -47,4% | n.a. |
| <i>Cto. EBIT</i> | <i>32,0%</i> | <i>-255,7%</i> | <i>55,1%</i> | <i>59,5%</i> | <i>88,2%</i> | <i>318,9%</i> | <i>91,9%</i> | <i>30,4%</i> | | |
| <i>EBIT / Ingresos</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>1,1%</i> | <i>2,1%</i> | <i>2,7%</i> | | |
| Impacto fondo de comercio y otros | - | - | - | - | - | - | - | - | | |
| Resultado financiero neto | 1,5 | (2,2) | (0,2) | (1,6) | 0,5 | (0,9) | (0,9) | (0,9) | | |
| Resultados por puesta en equivalencia | - | - | - | - | - | - | - | - | | |
| Beneficio ordinario | (6,4) | (30,0) | (12,8) | (6,7) | (0,1) | 0,4 | 1,6 | 2,4 | -62,0% | n.a. |
| <i>Cto. Beneficio ordinario</i> | <i>55,5%</i> | <i>-372,4%</i> | <i>57,5%</i> | <i>47,4%</i> | <i>98,0%</i> | <i>437,1%</i> | <i>265,2%</i> | <i>45,2%</i> | | |
| Extraordinarios | 0,0 | 41,7 | (0,5) | 0,4 | 1,3 | - | - | - | | |
| Beneficio antes de impuestos | (6,3) | 11,7 | (13,2) | (6,3) | 1,2 | 0,4 | 1,6 | 2,4 | n.a. | 26,9% |
| Impuestos | (4,7) | (4,0) | (9,7) | (0,4) | (1,5) | (0,4) | (0,5) | (0,7) | | |
| <i>Tasa fiscal efectiva</i> | <i>n.a.</i> | <i>34,2%</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>88,8%</i> | <i>30,0%</i> | <i>30,0%</i> | | |
| Minoritarios | (0,0) | 0,3 | 0,2 | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | (0,1) | | |
| Actividades discontinuadas | - | - | - | - | - | - | - | - | | |
| Beneficio neto | (11,0) | 8,0 | (22,7) | (6,9) | (0,5) | (0,1) | 1,0 | 1,5 | -53,9% | n.a. |
| <i>Cto. Beneficio neto</i> | <i>-7,5%</i> | <i>172,2%</i> | <i>-384,8%</i> | <i>69,8%</i> | <i>92,7%</i> | <i>85,0%</i> | <i>n.a.</i> | <i>50,8%</i> | | |
| Beneficio ordinario neto | (3,9) | (26,9) | (12,6) | (6,8) | 0,6 | 0,2 | 1,0 | 1,5 | n.a. | 34,8% |
| <i>Cto. Beneficio ordinario neto</i> | <i>67,5%</i> | <i>-587,7%</i> | <i>53,3%</i> | <i>45,6%</i> | <i>109,1%</i> | <i>-70,1%</i> | <i>442,7%</i> | <i>50,8%</i> | | |
| TACC | | | | | | | | | | |
| Cash Flow (EUR Mn) | 1,0 | (15,1) | (8,6) | (2,2) | 2,5 | 10,1 | 11,5 | 12,6 | 25,8% | 71,7% |
| EBITDA recurrente | | | | | | 10,1 | 11,5 | 12,6 | 25,8% | 71,7% |
| Arrendamientos (Impacto NIIF 16) | | | | | | (7,2) | (7,4) | (7,7) | | |
| Var. capital circulante | | | | | | (1,2) | (0,4) | (0,6) | | |
| Cash Flow operativo recurrente | | | | | | 1,6 | 3,8 | 4,3 | -18,7% | 27,1% |
| CAPEX | | | | | | (2,0) | (2,0) | (2,1) | | |
| Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow | | | | | | (0,9) | (0,9) | (0,9) | | |
| Impuestos | | | | | | (0,4) | (0,5) | (0,7) | | |
| Free Cash Flow Recurrente | | | | | | (1,6) | 0,3 | 0,6 | n.a. | 42,5% |
| Gastos de reestructuración y otros | | | | | | - | - | - | | |
| - Adquisiciones / + Desinversiones | | | | | | - | - | - | | |
| Extraordinarios con impacto en Cash Flow | | | | | | - | - | - | | |
| Free Cash Flow | | | | | | (1,6) | 0,3 | 0,6 | n.a. | -27,7% |
| Ampliaciones de capital | | | | | | - | - | - | | |
| Dividendos | | | | | | - | - | - | | |
| Variación de Deuda financiera neta | | | | | | 1,6 | (0,3) | (0,6) | | |

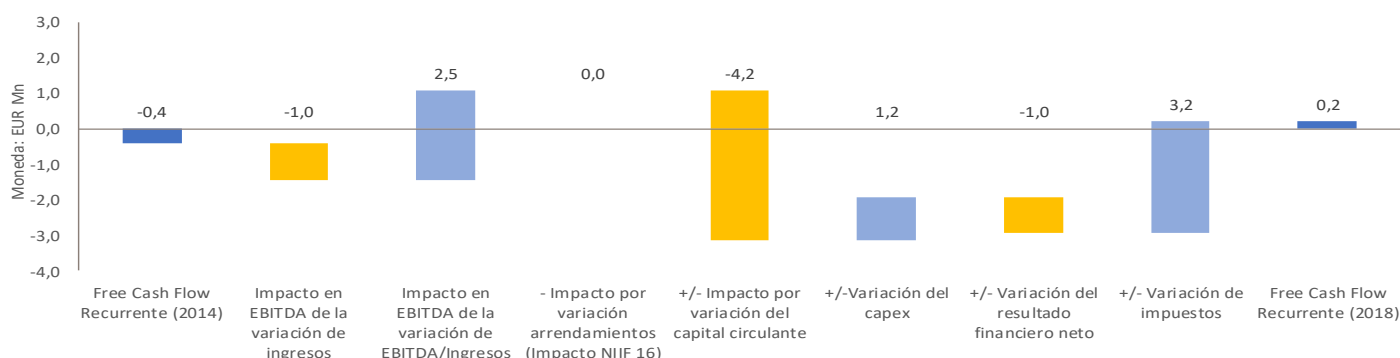
Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de IFRS 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 8,1Mn mayor por la aplicación de IFRS 16.

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow⁽¹⁾

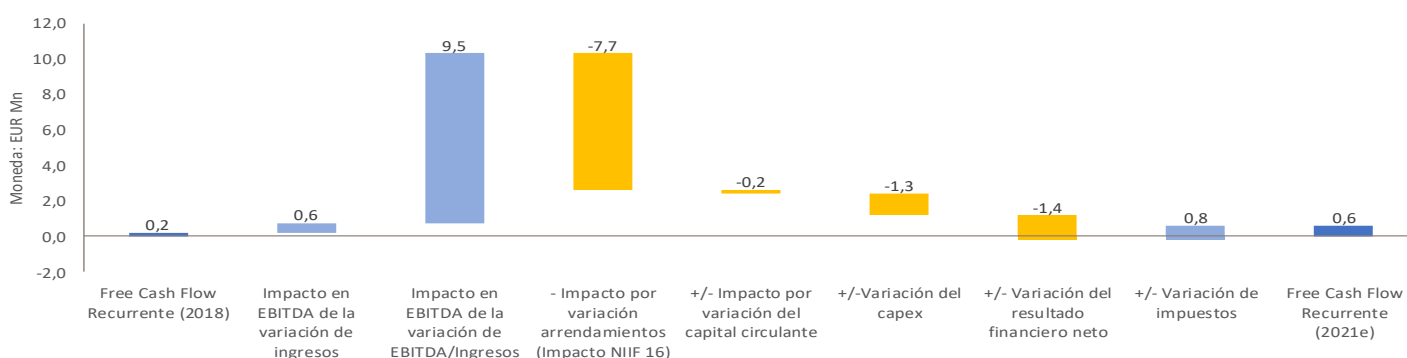
| A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn) | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e | TACC | |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| | | | | | | | | 15-18 | 18-21e |
| EBITDA recurrente | (15,1) | (8,6) | (2,2) | 2,5 | 10,1 | 11,5 | 12,6 | <i>n.a.</i> | 71,7% |
| <i>Cto. EBITDA recurrente</i> | <i>n.a.</i> | <i>43,2%</i> | <i>74,2%</i> | <i>212,4%</i> | <i>306,2%</i> | <i>14,3%</i> | <i>9,1%</i> | | |
| <i>EBITDA rec. / Ingresos</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>2,2%</i> | <i>8,7%</i> | <i>9,7%</i> | <i>10,3%</i> | | |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16) | - | - | - | - | (7,2) | (7,4) | (7,7) | | |
| +/- Var. Capital circulante | 4,9 | (0,0) | 6,5 | (0,4) | (1,2) | (0,4) | (0,6) | | |
| = Cash Flow operativo recurrente | (10,1) | (8,6) | 4,3 | 2,1 | 1,6 | 3,8 | 4,3 | <i>n.a.</i> | 27,1% |
| <i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i> | <i>n.a.</i> | <i>-15,4%</i> | <i>n.a.</i> | <i>-50,4%</i> | <i>-23,0%</i> | <i>130,5%</i> | <i>15,6%</i> | | |
| <i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>3,6%</i> | <i>1,8%</i> | <i>1,4%</i> | <i>3,2%</i> | <i>3,6%</i> | | |
| - CAPEX | (2,4) | (2,0) | (0,9) | (0,8) | (2,0) | (2,0) | (2,1) | | |
| - Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow | (2,2) | (0,2) | (1,6) | 0,5 | (0,9) | (0,9) | (0,9) | | |
| - Impuestos | (4,0) | (1,9) | (0,4) | (1,5) | (0,4) | (0,5) | (0,7) | | |
| = Free Cash Flow recurrente | (18,7) | (12,7) | 1,3 | 0,2 | (1,6) | 0,3 | 0,6 | <i>n.a.</i> | 42,5% |
| <i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i> | <i>n.a.</i> | <i>-31,9%</i> | <i>n.a.</i> | <i>-83,7%</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>85,3%</i> | | |
| <i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>1,1%</i> | <i>0,2%</i> | <i>n.a.</i> | <i>0,3%</i> | <i>0,5%</i> | | |
| - Gastos de reestructuración y otros | (2,8) | - | - | (1,2) | - | - | - | | |
| - Adquisiciones / + Desinversiones | 45,8 | 0,1 | 3,2 | 2,6 | - | - | - | | |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow | - | - | - | - | - | - | - | | |
| = Free Cash Flow | 24,3 | (12,6) | 4,5 | 1,6 | (1,6) | 0,3 | 0,6 | -59,5% | -27,7% |
| <i>Cto. Free Cash Flow</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>-64,3%</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>85,3%</i> | | |
| <i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>1,9%</i> | <i>0,3%</i> | <i>n.a.</i> | <i>0,5%</i> | <i>0,9%</i> | | |
| <i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i> | <i>35,6%</i> | <i>n.a.</i> | <i>6,6%</i> | <i>2,4%</i> | <i>n.a.</i> | <i>0,5%</i> | <i>0,9%</i> | | |
| B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR) | | | | | | | | | |
| Free Cash Flow recurrente (Año -1) | (0,4) | (18,7) | (12,7) | 1,3 | 0,2 | (1,6) | 0,3 | | |
| Impacto en EBITDA de la variación de ingresos | (0,1) | (0,7) | (0,3) | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,3 | | |
| Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos | (15,9) | 7,2 | 6,6 | 4,6 | 7,6 | 1,2 | 0,7 | | |
| = Variación EBITDA recurrente | (16,1) | 6,5 | 6,3 | 4,7 | 7,6 | 1,4 | 1,1 | | |
| - Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16) | - | - | - | - | (7,2) | (0,2) | (0,3) | | |
| +/- Impacto por variación del capital circulante | 1,1 | (5,0) | 6,5 | (6,8) | (0,9) | 0,9 | (0,2) | | |
| = Variación del Cash Flow operativo recurrente | (15,0) | 1,6 | 12,8 | (2,1) | (0,5) | 2,1 | 0,6 | | |
| +/- Variación del CAPEX | (0,4) | 0,4 | 1,1 | 0,0 | (1,2) | (0,0) | (0,1) | | |
| +/- Variación del resultado financiero neto | (3,6) | 1,9 | (1,4) | 2,1 | (1,3) | (0,0) | (0,0) | | |
| +/- Variación de impuestos | 0,7 | 2,1 | 1,5 | (1,1) | 1,1 | (0,1) | (0,2) | | |
| = Variación del Free Cash Flow recurrente | (18,3) | 6,0 | 14,0 | (1,1) | (1,8) | 2,0 | 0,3 | | |
| Free Cash Flow Recurrente | (18,7) | (12,7) | 1,3 | 0,2 | (1,6) | 0,3 | 0,6 | | |
| C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn) | | | | | | | | | |
| EBIT | (27,9) | (12,5) | (5,1) | (0,6) | 1,3 | 2,5 | 3,3 | -72,2% | <i>n.a.</i> |
| <i>* Tasa fiscal teórica</i> | <i>0,0%</i> | <i>0,0%</i> | <i>0,0%</i> | <i>0,0%</i> | <i>30,0%</i> | <i>30,0%</i> | <i>30,0%</i> | | |
| = Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto) | - | - | - | - | (0,4) | (0,8) | (1,0) | | |
| EBITDA recurrente | (15,1) | (8,6) | (2,2) | 2,5 | 10,1 | 11,5 | 12,6 | <i>n.a.</i> | 71,7% |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16) | - | - | - | - | (7,2) | (7,4) | (7,7) | | |
| +/- Var. Capital circulante | 4,9 | (0,0) | 6,5 | (0,4) | (1,2) | (0,4) | (0,6) | | |
| = Cash Flow operativo recurrente | (10,1) | (8,6) | 4,3 | 2,1 | 1,6 | 3,8 | 4,3 | <i>n.a.</i> | 27,1% |
| - CAPEX | (2,4) | (2,0) | (0,9) | (0,8) | (2,0) | (2,0) | (2,1) | | |
| - Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto) | - | - | - | - | (0,4) | (0,8) | (1,0) | | |
| = Free Cash Flow (To the Firm) recurrente | (12,5) | (10,6) | 3,4 | 1,3 | (0,8) | 1,0 | 1,3 | <i>n.a.</i> | -0,5% |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i> | <i>n.a.</i> | <i>-15,6%</i> | <i>n.a.</i> | <i>-62,3%</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>31,7%</i> | | |
| <i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>2,9%</i> | <i>1,1%</i> | <i>n.a.</i> | <i>0,8%</i> | <i>1,0%</i> | | |
| - Adquisiciones / + Desinversiones | 45,8 | 0,1 | 3,2 | 2,6 | - | - | - | | |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow | - | - | - | - | - | - | - | | |
| = Free Cash Flow "To the Firm" | 33,3 | (10,5) | 6,6 | 3,9 | (0,8) | 1,0 | 1,3 | -51,2% | -31,4% |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i> | <i>997,5%</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>-41,3%</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>31,7%</i> | | |
| <i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i> | <i>n.a.</i> | <i>n.a.</i> | <i>6,4%</i> | <i>2,4%</i> | <i>n.a.</i> | <i>1,8%</i> | <i>2,4%</i> | | |
| <i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i> | <i>62,9%</i> | <i>n.a.</i> | <i>12,5%</i> | <i>7,3%</i> | <i>n.a.</i> | <i>1,8%</i> | <i>2,4%</i> | | |

Nota 1: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de IFRS 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 8,1Mn mayor por la aplicación de IFRS 16.

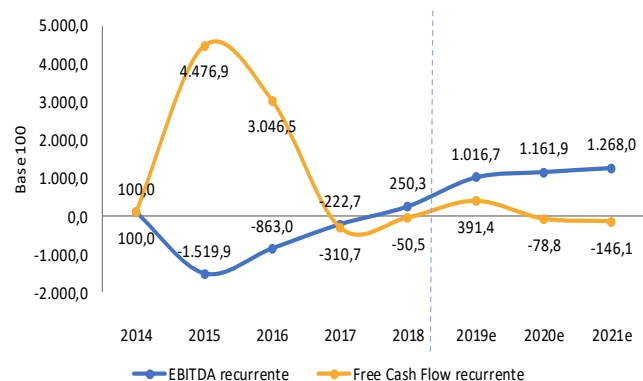
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2014 - 2018)



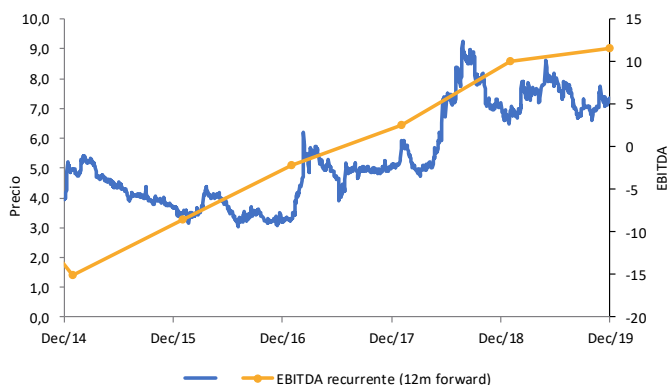
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2018 - 2021e)



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 | 68,3 | |
| + Minoritarios | 0,8 | Rdos. 12m |
| + Provisiones y otros pasivos a LP | 1,0 | Rdos. 12m |
| + Deuda financiera neta | (12,0) | Rdos. 12m |
| - Inmovilizado financiero | 5,2 | Rdos. 12m |
| +/- Otros | | |
| Enterprise Value (EV) | 52,9 | |

Anexo 4. Comportamiento histórico⁽¹⁾⁽²⁾

| Comportamiento histórico (EUR Mn) | | | | | | | | | | | | | TACC | | | |
|-----------------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019e | 2020e | 2021e | 08-18 | 18-21e |
| Total Ingresos | 191,6 | 179,2 | 166,9 | 156,1 | 152,1 | 134,9 | 124,1 | 108,4 | 113,2 | 117,0 | 114,9 | 115,7 | 118,3 | 121,5 | -5,0% | 1,9% |
| Cto. Total ingresos | n.a. | -6,5% | -6,8% | -6,5% | -2,6% | -11,3% | -8,0% | -12,6% | 4,4% | 3,3% | -1,7% | 0,6% | 2,2% | 2,7% | | |
| EBITDA | 20,5 | 19,2 | 10,3 | 1,6 | (5,3) | (2,5) | (1,5) | (17,9) | (8,6) | (2,2) | 1,3 | 10,1 | 11,5 | 12,6 | -24,2% | n.a. |
| Cto. EBITDA | n.a. | -6,2% | -46,5% | -84,7% | -437,4% | 53,1% | 40,0% | n.a. | 52,1% | 74,2% | 158,0% | 686,7% | 14,3% | 9,1% | | |
| EBITDA/Ingresos | 10,7% | 10,7% | 6,1% | 1,0% | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 1,1% | 8,7% | 9,7% | 10,3% | | |
| Beneficio neto | 4,1 | 1,0 | (4,5) | (9,3) | (23,9) | (10,3) | (11,0) | 8,0 | (22,7) | (6,9) | (0,5) | (0,1) | 1,0 | 1,5 | n.a. | n.a. |
| Cto. Beneficio neto | n.a. | -76,4% | -563,1% | -106,1% | -158,4% | 57,1% | -7,5% | 172,2% | -384,8% | 69,8% | 92,7% | 85,0% | n.a. | 50,8% | | |
| Nº Acciones Ajustado (Mn) | 9,1 | 9,1 | 9,1 | 9,1 | 9,1 | 9,1 | 9,1 | 9,1 | 9,1 | 9,0 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | 9,2 | | |
| BPA (EUR) | 0,45 | 0,11 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 0,87 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 0,11 | 0,17 | | |
| Cto. BPA | n.a. | -76,4% | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 50,8% | | |
| BPA ord. (EUR) | 0,83 | 0,41 | 0,29 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 0,07 | 0,02 | 0,11 | 0,17 | | |
| Cto. BPA ord. | n.a. | -50,4% | -29,2% | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | -70,1% | n.a. | 50,8% | | |
| CAPEX | (6,2) | (6,2) | (6,2) | (6,2) | (5,3) | (0,3) | (2,0) | (2,4) | (2,0) | (0,9) | (0,8) | (2,0) | (2,0) | (2,1) | | |
| CAPEX/Vtas % | 3,3% | 3,5% | 3,7% | 4,0% | 3,5% | 0,2% | 1,6% | 2,2% | 1,8% | 0,8% | 0,7% | 1,7% | 1,7% | 1,7% | | |
| Free Cash Flow | (4,2) | 10,1 | (4,2) | (13,2) | 21,7 | 10,3 | (2,7) | 24,3 | (12,6) | 4,5 | 1,6 | (1,6) | 0,3 | 0,6 | n.a. | -27,7% |
| DN/EBITDA (x) ⁽³⁾ | 0,5x | 0,3x | 0,5x | 14,0x | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | -9,4x | -1,0x | -0,9x | -0,9x | | |
| PER (x) | 15,1x | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 4,0x | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 67,0x | 44,5x | | |
| EV/Vtas (x) | 0,3x | 0,5x | 0,5x | 0,3x | 0,4x | 0,5x | 0,5x | 0,4x | 0,2x | 0,3x | 0,5x | 0,5x | 0,4x | 0,4x | | |
| EV/EBITDA (x) ⁽³⁾ | 2,6x | 4,8x | 8,7x | 27,8x | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 42,5x | 5,2x | 4,6x | 4,2x | | |
| Comport. Absoluto | -72,0% | 58,7% | -22,4% | -38,5% | -24,1% | 44,8% | -12,4% | -30,4% | -4,9% | 62,2% | 29,7% | 6,7% | | | | |
| Comport. Relativo vs Ibx 35 | -53,8% | 22,2% | -6,1% | -29,2% | -20,4% | 19,2% | -15,5% | -25,1% | -3,0% | 51,0% | 52,5% | -0,5% | | | | |

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

Nota 2: Las proyecciones incluyen los ajustes por aplicación de IFRS 16. En 2019 el EBITDA es c. EUR 8,1Mn mayor por la aplicación de IFRS 16.

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

Anexo 5. Principales competidores 2019e

| | | Referentes Lujo Asequible | | | | Holdings Retail Especializado | | | | | | |
|-------------------------------|-------------------------|---------------------------|---------------|--------------|--------------------|-------------------------------|----------|----------|--------------------|----------|---------|--------|
| EUR Mn | | SMCP SA | Ted Baker PLC | Hugo Boss AG | Burberry Group PLC | Average | PVH Corp | Tapestry | Capri Holdings Ltd | Kering | Average | ADZ |
| Ticker (Reuters) | | SMCP.PA | TED.L | BOSSn.DE | BRBY.L | | PVH.N | TPR.N | CPRI.K | PRTP.PA | | ADZ.MC |
| País | | France | UK | Germany | UK | | USA | USA | UK | France | | Spain |
| Market cap | | 795,7 | 190,4 | 2.907,4 | 9.563,4 | | 6.474,6 | 6.449,4 | 4.989,7 | 67.859,5 | | 68,3 |
| Enterprise value (EV) | | 764,1 | 563,9 | 4.124,7 | 10.056,8 | | 8.831,8 | 7.184,9 | 7.000,2 | 74.363,3 | | 52,9 |
| Información financiera básica | Total Ingresos | 1.133,1 | 728,0 | 2.858,5 | 3.329,3 | | 8.848,2 | 5.301,8 | 5.248,4 | 15.764,6 | | 115,7 |
| | Cto.Total Ingresos | 11,4% | 1,9% | 2,2% | 5,4% | 5,2% | 4,9% | 5,3% | 12,4% | 15,4% | 9,5% | 0,6% |
| | 2y TACC (2019e - 2021e) | 10,4% | 1,5% | 3,7% | 5,4% | 5,2% | 3,9% | 4,0% | 3,4% | 8,1% | 4,9% | 2,5% |
| | EBITDA | 194,9 | 90,4 | 555,1 | 688,8 | | 1.124,4 | 976,5 | 994,8 | 5.521,7 | | 10,1 |
| | Cto. EBITDA | 26,0% | -14,5% | 12,4% | 4,7% | 7,1% | -0,1% | 20,0% | 1,0% | 24,2% | 11,3% | 686,7% |
| | 2y TACC (2019e - 2021e) | 12,8% | 2,5% | 5,3% | 10,3% | 7,7% | 4,6% | 8,0% | 7,0% | 8,3% | 7,0% | 11,7% |
| | EBITDA/Ingresos | 17,2% | 12,4% | 19,4% | 20,7% | 17,4% | 12,7% | 18,4% | 19,0% | 35,0% | 21,3% | 8,7% |
| | EBIT | 133,7 | 48,9 | 333,1 | 543,2 | | 841,0 | 740,6 | 787,2 | 4.714,4 | | 1,3 |
| | Cto. EBIT | 11,6% | -36,1% | -10,1% | 3,8% | -7,7% | 1,0% | 25,3% | 0,3% | 19,5% | 11,5% | 318,9% |
| | 2y TACC (2019e - 2021e) | 14,4% | 5,4% | 7,5% | 10,7% | 9,5% | 4,0% | 9,4% | 6,7% | 9,3% | 7,4% | 58,2% |
| | EBIT/Ingresos | 11,8% | 6,7% | 11,7% | 16,3% | 11,6% | 9,5% | 14,0% | 15,0% | 29,9% | 17,1% | 1,1% |
| | Beneficio Neto | 71,1 | 26,8 | 223,2 | 421,7 | | 625,5 | 537,9 | 677,8 | 2.998,0 | | (0,1) |
| | Cto. Beneficio Neto | 41,5% | -43,1% | -5,5% | 7,1% | 0,0% | -0,5% | 11,3% | 40,3% | 13,3% | 16,1% | 85,0% |
| | 2y TACC (2019e - 2021e) | 23,5% | 3,4% | 9,9% | 11,5% | 12,0% | 5,9% | 13,1% | 5,9% | 14,2% | 9,8% | n.a. |
| CAPEX/Ventas | -7,2% | -5,0% | -6,2% | -6,7% | -6,3% | -3,8% | -5,0% | -5,0% | -6,1% | -4,9% | -1,7% | |
| Free Cash Flow | (57,9) | 24,7 | 217,4 | 390,5 | | 396,2 | 189,0 | 525,1 | 2.025,7 | | (1,6) | |
| Deuda financiera Neta | 341,3 | 179,8 | 45,3 | (982,2) | | 2.368,0 | 324,5 | 1.607,4 | 2.352,7 | | (10,4) | |
| DN/EBITDA (x) | 1,8 | 2,0 | 0,1 | (1,4) | 0,6 | 2,1 | 0,3 | 1,6 | 0,4 | 1,1 | (1,0) | |
| Pay-out | 0,0% | 55,7% | 80,4% | 51,6% | 46,9% | 1,7% | 64,2% | 0,0% | 48,3% | 28,6% | 0,0% | |
| Múltiplos y Ratios | P/E (x) | 12,1 | 5,8 | 12,9 | 22,9 | 13,4 | 10,2 | 12,3 | 7,5 | 22,2 | 13,1 | n.a. |
| | P/BV (x) | 0,7 | 0,7 | 2,8 | 5,4 | 2,4 | 1,2 | 2,3 | 1,8 | 6,4 | 2,9 | 1,3 |
| | EV/Ingresos (x) | 0,7 | 0,8 | 1,4 | 3,0 | 1,5 | 1,0 | 1,4 | 1,3 | 4,7 | 2,1 | 0,5 |
| | EV/EBITDA (x) | 3,9 | 6,2 | 7,4 | 14,6 | 8,0 | 7,9 | 7,4 | 7,0 | 13,5 | 8,9 | 5,2 |
| | EV/EBIT (x) | 5,7 | 11,5 | 12,4 | 18,5 | 12,0 | 10,5 | 9,7 | 8,9 | 15,8 | 11,2 | 40,4 |
| | ROE | 5,8 | 9,0 | 22,0 | 24,2 | 15,2 | 11,4 | 18,1 | 27,3 | 29,9 | 21,7 | n.a. |
| | FCF Yield (%) | n.a. | 13,0 | 7,5 | 4,1 | 8,2 | 6,1 | 7,2 | 10,5 | 3,0 | 6,7 | n.a. |
| | DPA | 0,00 | 0,33 | 2,60 | 0,52 | 0,86 | 0,14 | 1,19 | 0,00 | 11,50 | 3,21 | 0,00 |
| Dvd Yield | 0,0% | 7,8% | 6,3% | 2,2% | 4,1% | 0,2% | 5,1% | 0,0% | 2,1% | 1,8% | 0,0% | |

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

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

alguna por las pérdidas directas o indirectas derivadas del uso de los análisis publicados, salvo en caso de conducta negligente por parte de IEF 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 IEF Servicios de Análisis S.L.U. El Instituto Español de Analistas Financieros (IEAF) y/o su filial IEF 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. IEF Servicios de Análisis tiene como objetivo la publicación de (al menos) un informe o nota trimestral de actualización de la compañía analizada.

Estados Unidos. IEF 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 |
|---------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|---------------------|----------------------------|
| 03-Dic-2019 | n.a. | 7,36 | n.a. | n.a. | Inicio de cobertura | Ana Isabel González García |