

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Hotels, Restaurants & Leisure

Precio de Cierre: EUR 0,11 (30 abr 2024)

Fecha del informe: 2 may 2024 (14:20)

Resultados 12m 2023 - Bajamos
estimaciones

Análisis Independiente de Compañías

Resultados 12m 2023

 Opinión ⁽¹⁾: Por debajo de lo esperado

 Impacto ⁽¹⁾: Bajamos estimaciones

Luis Esteban Arribas, CESGA – luis.esteban@institutodeanalistas.com

+34 915 904 226

Vanadi Coffee (VANA) es una cadena de cafeterías con sede en Alicante (España) de pequeño tamaño con foco en la alimentación saludable. Fundada en noviembre de 2021, en la actualidad cuenta con 10 locales abiertos, todos dentro del territorio nacional. Cotiza en BME Growth desde 2023 y el Consejo de Administración controla el 20% del capital.

2023: El fuerte crecimiento en ingresos no cubre (aún) los costes de estructura

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	1,4	1,4
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	2,2	2,4
Número de Acciones (Mn)	12,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,00 / 0,32 / 0,08	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,04	
Rotación ⁽³⁾	530,8	
Factset / Bloomberg	VANA-ES / VANA SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Salvador Marti	9,1
Chase nominees LTD	9,0
Gema Pérez	5,6
Vicente Terol	4,8
Free Float	71,5

A 31 de diciembre

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2023	2024e	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	7,2	13,7	15,6	15,6
Total Ingresos	2,1	5,1	9,2	15,5
EBITDA Rec.	-2,0	-1,9	-1,1	0,5
% Var.	-66,3	7,0	40,7	142,3
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	29,4	11,8	11,5	6,6
Beneficio neto	-2,9	-2,4	-1,9	-0,8
BPA (EUR)	-0,40	-0,17	-0,12	-0,05
% Var.	n.a.	56,4	29,2	60,8
BPA ord. (EUR)	-0,35	-0,17	-0,12	-0,05
% Var.	n.a.	50,4	29,2	60,8
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-2,4	-2,5	-2,6	-2,1
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	1,0	2,7	5,3	7,4
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	15,7
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	2,1	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,08	0,44	0,24	0,14
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	4,7
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

FUERTE CRECIMIENTO EN INGRESOS (EUR 2,1MN EN 2023 VS EUR 0,5MN EN 2022).

Esperado, al ser el año en el que las 4 aperturas de 2022 iban a registrar su primer ejercicio completo de actividad. El crecimiento viene motivado, principalmente, por la apertura de 5 nuevas cafeterías; 2 de ellas, mediante la adquisición de "Le Fournil de Jules" con dos establecimientos (junio de 2023) y que suponen c. 20% de los ingresos 2023. VANA cierra 2023 con 9 cafeterías abiertas.

AUNQUE LOS MÁRGENES CONTINÚAN PRESIONADOS.

El volumen de negocio de VANA actual no cubre (todavía) los costes de estructura, lo que se traduce en un EBITDA rec. de EUR -2Mn (vs EUR -1,2Mn en 2022). La presión en costes y márgenes continuará en 2024e (EBITDA rec. 2024e: EUR -1,9Mn).

LA DEUDA NETA 2023 AUMENTA A EUR 1MN.

El coste del M&A y el de la operativa normal del negocio continúa consumiendo caja (FCF rec. 2023 EUR -2,4Mn y FCF rec. 2024e EUR -2,5Mn) y elevan la Deuda Neta hasta EUR 1Mn en 2023 (EUR 0,9Mn son obligaciones convertibles). En abril de 2023 firma un acuerdo de financiación vía equity con GCFO (fondo de inversión dubaiti) por valor de EUR 10Mn hasta 2028e (EUR 8,1Mn aún pendientes de emitir).

MUY DILUTIVO.

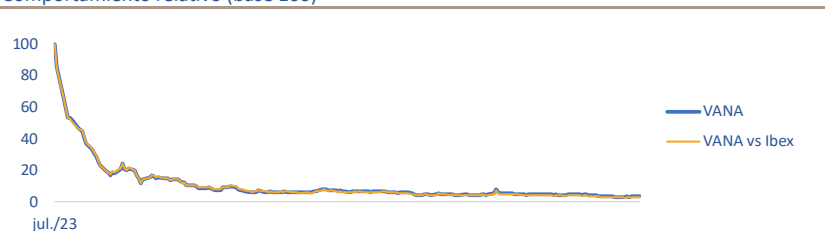
Desde la publicación de nuestro inicio de cobertura (diciembre 2023), los accionistas minoritarios se han diluido "ya" un 43% en 2024. El modelo de negocio de VANA seguirá basado en crecimiento a coste de alta dilución (24e-26e).

BAJAMOS ESTIMACIONES EN EBITDA.

EBITDA rec. 2024 EUR -1,9Mn (vs EUR -1,1Mn previo). Sin variación en nuestras estimaciones de ingresos. Aunque nuestra tesis de superar break-even en EBITDA en 2026e se mantiene intacta. Esperamos un menor ritmo de aperturas (+8 en 24e y +15 en 25e vs +11 y +16, respectivamente de nuestra est. anterior) dada la situación patrimonial (PN negativo en 2024 sin ampliaciones de capital adicionales) y financiera.

LA PRINCIPAL INCÓGNITA ES LA FINANCIACIÓN.

Pese a el crecimiento esperado para 2024e (EUR 5,1Mn vs EUR 2,1Mn en 2022), la visibilidad es reducida. La mejora operativa del negocio es la pieza fundamental para el modelo de negocio. Que según nuestras estimaciones aún requerirá de al menos EUR 7Mn hasta 2026e. Lo que hace la financiación (y la cuantía de la dilución) sea la única incógnita a resolver. El comportamiento de la acción -43% YTD ha retrasado la capacidad de financiación mediante convertibles. VANA cotiza EV/Vtas 2024e 0,4x (vs 2x de sus comparables).

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-22,4	-25,2	n.a.	-43,0	n.a.	n.a.
vs Ibxex 35	-20,9	-30,8	n.a.	-46,9	n.a.	n.a.
vs Ibxex Small Cap Index	-24,7	-28,5	n.a.	-45,1	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-19,9	-29,1	n.a.	-47,6	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-20,1	-25,9	n.a.	-43,7	n.a.	n.a.

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Europe / Restaurants -IND.

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

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

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

Vanadi Coffee (VANA) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.140 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

Resultados 12m 2023
Bajamos estimaciones
Tabla 1. Resultados 2023

EUR Mn	12m23		12m23 Real vs		2023 Real vs	
	Real	12m22	12m22	2023e	2023e	
Total Ingresos	2,1	0,5	336,9%	2,3	-10,4%	
Margen Bruto	1,2	0,2	384,2%	1,4	-15,4%	
<i>Mg. Bruto / Ingresos</i>	<i>56,2%</i>	<i>50,7%</i>	<i>5,5 p.p.</i>	<i>59,5%</i>	<i>-3,3 p.p.</i>	
EBITDA (Recurrente)⁽¹⁾	-2,0	-1,2	-66,3%	-1,6	-26,6%	
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>-98,3%</i>	<i>-258,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-69,6%</i>	<i>-28,8 p.p.</i>	
EBITDA	-2,4	-1,2	-94,8%	-1,7	-39,6%	
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>-115,2%</i>	<i>-258,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>-73,9%</i>	<i>-41,3 p.p.</i>	
EBIT	-2,7	-1,3	-112,7%	-1,8	-51,3%	
BAI	-2,9	-1,3	-124,2%	-1,9	-51,4%	
BN	-2,9	-1,1	-163,7%	-1,7	-69,2%	
BN ordinario	-2,5	-1,1	-131,9%	-1,8	-40,5%	
Nº de Cafeterías	9	4	125%	10	-10%	
Deuda Neta ⁽²⁾	1,0	0,1	n.a.	1,4	-31%	

Nota 1: El EBITDA rec. no incluye gastos por la salida a BME Growth ni por el M&A.

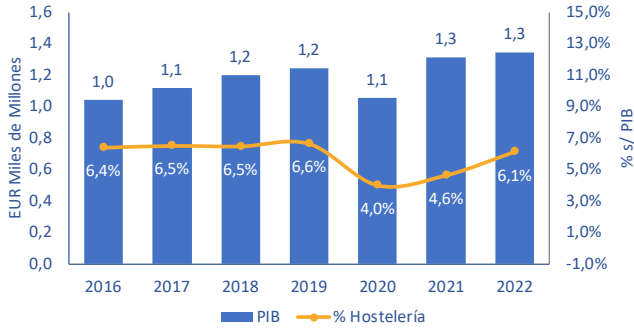
Nota 2: La Deuda Neta incluye obligaciones convertibles.

Tabla 2. Revisión de estimaciones

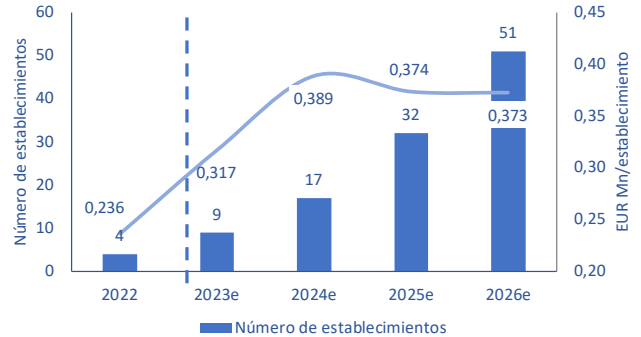
EUR Mn	2024e (Nuevo)	2024e	2025e (Nuevo)	2025e	2026e (Nuevo)
Total Ingresos	5,1	5,1	9,2	9,3	15,5
EBITDA (Recurrente)	-1,9	-1,1	-1,1	-0,5	0,5
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>7,0%</i>	<i>31,8%</i>	<i>40,7%</i>	<i>52,3%</i>	<i>142,3%</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>3,1%</i>
EBIT	-2,3	-1,2	-1,7	0,0	-0,4
Beneficio Neto	-2,4	-1,3	-1,9	-1,0	-0,8
Free Cash Flow (Rec.)	-2,5	-2,6	-2,6	-2,5	-2,1

La compañía en 8 gráficos

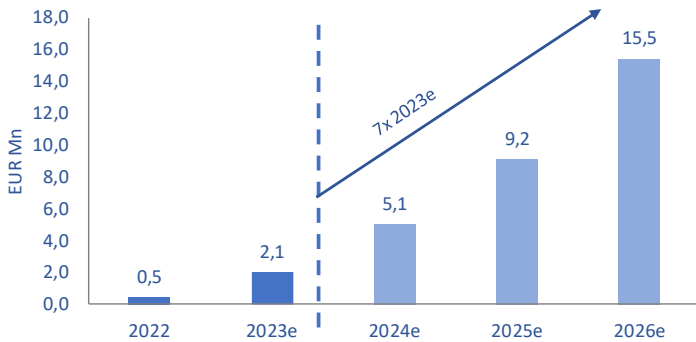
La hostelería es uno de los motores de la economía (y el empleo) en España



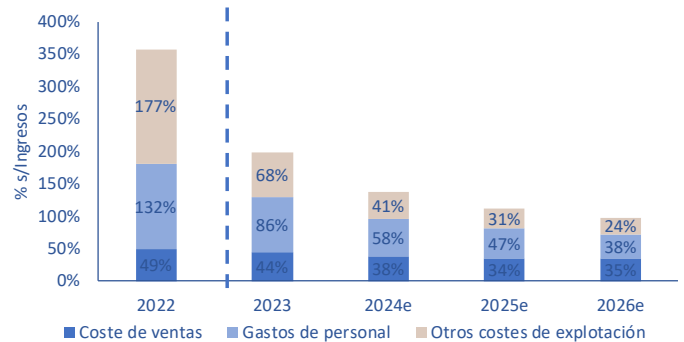
El número de aperturas y la venta media por establecimiento serán los principales catalizadores del negocio...



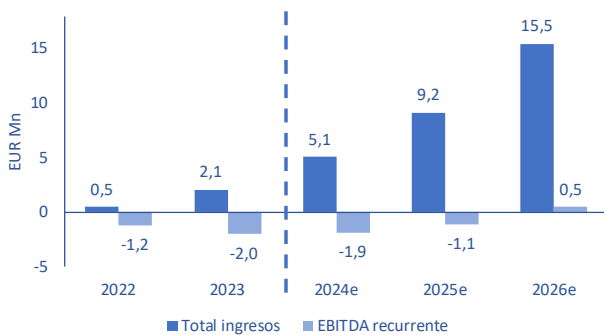
...sobre el que se basa nuestra estimación de crecimiento en ingresos para 2025e y 2026e (Ingresos 2026e: 7x 2023e)



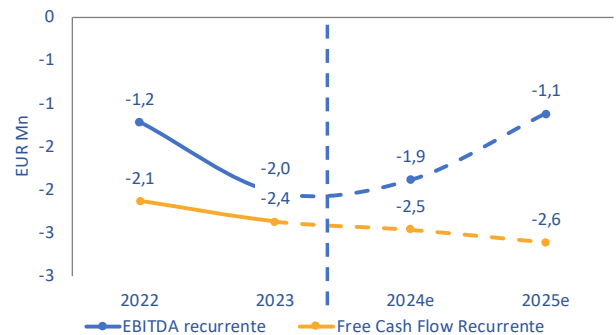
Acompañado de una mejora de márgenes y pudiendo desarrollar economías de escala que reducirán costes



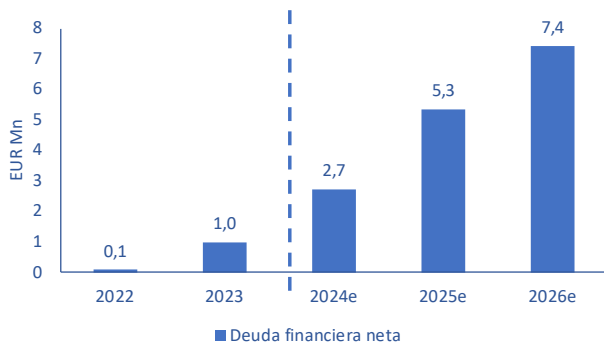
Aunque habrá que esperar hasta después de 2026e para superar break-even en EBITDA



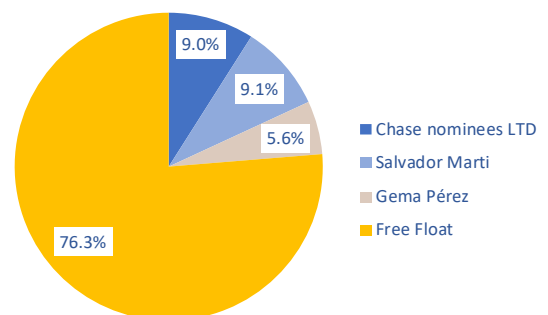
Las necesidades de inversión y los resultados operativos mantendrán la generación de caja bajo presión...



...elevando significativamente la DN hasta EUR 10,4Mn en 2026e (con PN negativo a partir de 2024e)



Situación parcialmente mitigada por bonos convertibles que diluirán a los accionistas de referencia



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2024e	2025e	2026e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,4)	(2,4)	(1,7)	n.a.			
Market Cap	1,4	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	1,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2023)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta			5,8%	6,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,8%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,6%	5,0%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,4	B (estimación propia)			1,3	1,5	
Coste del Equity	11,8%	Ke = Rf + (R * B)			10,5%	13,1%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	58,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	41,8%	D			=	=	
WACC	8,8%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,0%	9,7%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,5%	

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 24e	BPA	EV/EBITDA	EBITDA	EV/Vtas.	Ingresos	EBITDA/Vtas.	FCF Yield	FCF
				24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e-26e	24e	24e	24e-26e
Amrest	EAT-PL	1.337,2	n.a.	n.a.	5,9	n.a.	1,0	n.a.	16,6%	4,3%	n.a.
Alsea	AISEA-MX	3.210,5	17,6	24,4%	5,6	6,9%	1,2	9,9%	21,2%	7,2%	23,1%
Restaurant Brands	QSR-CA	30.827,8	21,5	12,1%	13,9	8,1%	4,5	8,7%	32,8%	4,3%	18,9%
Compass Group PLC	CPG-GB	43.845,3	22,9	11,2%	12,5	8,6%	1,2	7,3%	9,8%	3,7%	12,1%
Cadenas de restauración			20,7	15,9%	9,5	7,9%	2,0	8,6%	20,1%	4,9%	18,0%
Starbucks	SBUX-US	78.923,7	20,1	14,2%	14,1	11,6%	2,8	9,3%	20,1%	4,4%	17,9%
Greegs	GRG-GB	3.247,7	20,1	9,9%	8,8	11,4%	1,4	10,0%	16,3%	0,5%	n.a.
Luckin Coffe	LKNCY-US	5.499,0	91,2	26,1%	n.a.	n.a.	1,4	16,6%	n.a.	n.a.	n.a.
Cadenas de Cafeterías			43,8	16,7%	11,4	11,5%	1,9	12,0%	18,2%	2,4%	17,9%
VANA	VANA-ES	1,4	n.a.	47,3%	n.a.	50,0%	0,4	74,9%	n.a.	n.a.	8,1%

Análisis de sensibilidad (2025e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 25e	EBITDA 25e	EV/EBITDA 25e
Max	-13,4%	(1,2)	-1,8x
Central	-12,2%	(1,1)	-2,0x
Min	-11,0%	(1,0)	-2,2x

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

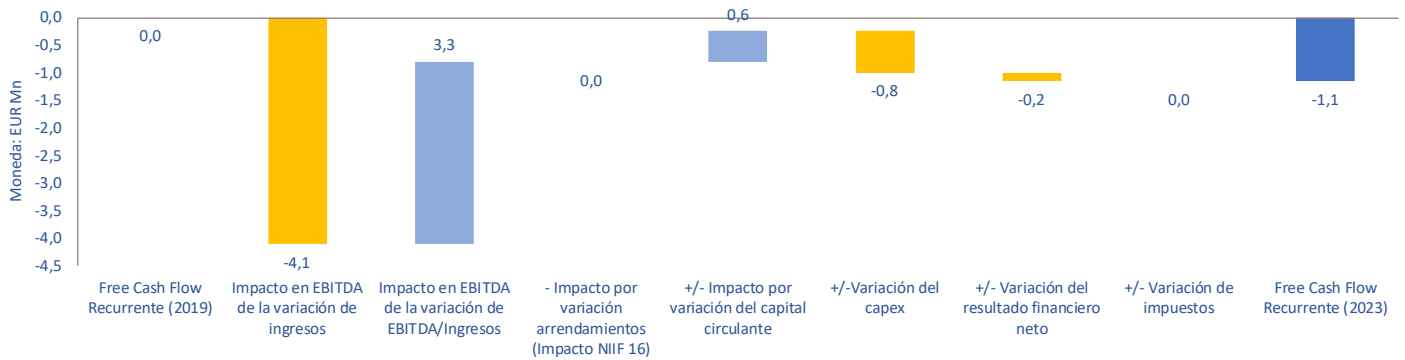
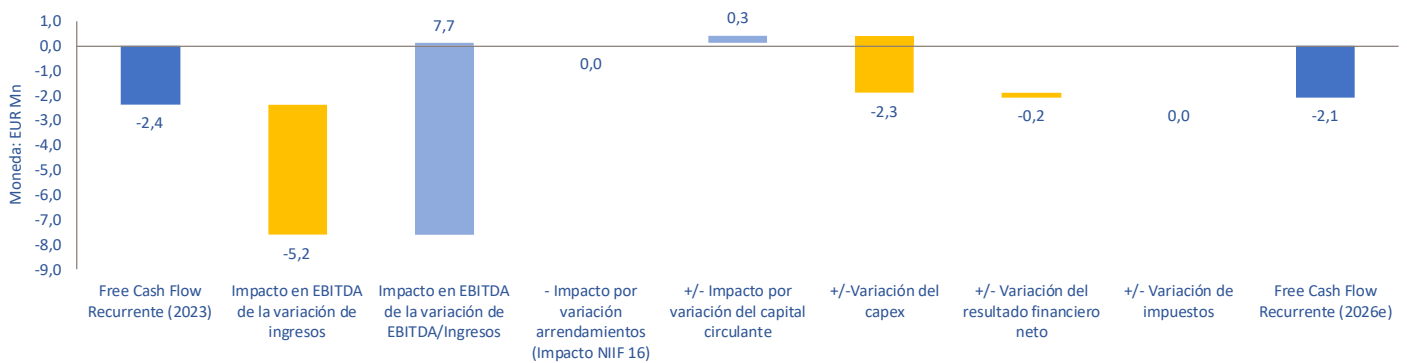
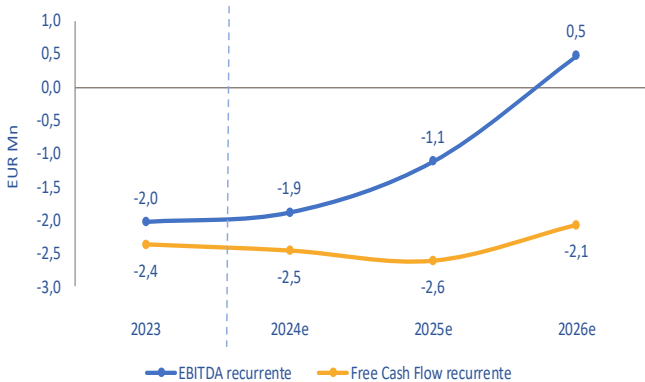
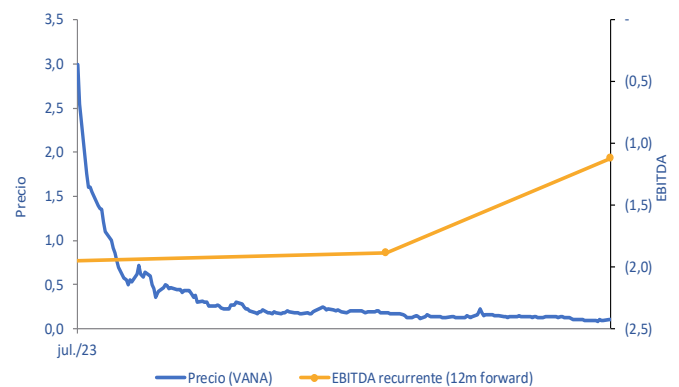
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 25e		
	EBITDA 25e	21,2%	23,5%
(1,2)	(2,5)	(2,7)	(2,9)
(1,1)	(2,4)	(2,6)	(2,8)
(1,0)	(2,3)	(2,5)	(2,7)

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
Inmovilizado inmaterial	-	-	-	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2		
Inmovilizado material	-	-	-	1,0	1,6	2,7	4,3	6,4		
Otros activos no corrientes	-	-	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2		
Inmovilizado financiero	-	-	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	0,4	0,4	0,4	0,4		
Activo circulante	-	-	0,0	0,4	0,7	0,8	0,9	1,2		
Total activo	-	-	0,1	2,2	3,5	4,7	6,3	8,7		
Patrimonio neto	-	-	0,0	0,5	0,6	(1,0)	(3,0)	(3,7)		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	0,6	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	-	-	(0,6)	0,1	1,0	2,7	5,3	7,4		
Pasivo circulante	-	-	0,0	0,8	1,7	2,8	3,8	4,9		
Total pasivo	-	-	0,1	2,2	3,5	4,7	6,3	8,7		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
Total Ingresos	-	-	-	0,5	2,1	5,1	9,2	15,5	<i>n.a.</i>	95,8%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	336,9%	145,4%	81,0%	69,0%		
Coste de ventas	-	-	-	(0,2)	(0,9)	(1,9)	(3,1)	(5,4)		
Margen Bruto	-	-	-	0,2	1,2	3,1	6,0	10,1	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	50,7%	56,2%	62,1%	65,8%	65,2%		
Gastos de personal	-	-	-	(0,6)	(1,8)	(3,0)	(4,3)	(5,9)		
Otros costes de explotación	-	-	(0,1)	(0,8)	(1,4)	(2,1)	(2,9)	(3,8)		
EBITDA recurrente	-	-	(0,1)	(1,2)	(2,0)	(1,9)	(1,1)	0,5	<i>n.a.</i>	30,7%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-66,3%	7,0%	40,7%	142,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	3,1%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	(0,3)	-	-	-		
EBITDA	-	-	(0,1)	(1,2)	(2,4)	(1,9)	(1,1)	0,5	<i>n.a.</i>	30,0%
Depreciación y provisiones	-	-	-	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,6)	(0,9)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	-	-	(0,1)	(1,3)	(2,7)	(2,3)	(1,7)	(0,4)	<i>n.a.</i>	46,3%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-112,7%	16,7%	24,6%	75,4%		
<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>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	-	-	-	(0,0)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	-	-	(0,1)	(1,3)	(2,9)	(2,4)	(1,9)	(0,8)	<i>n.a.</i>	36,0%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-124,2%	17,4%	18,9%	60,8%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	-	-	(0,1)	(1,3)	(2,9)	(2,4)	(1,9)	(0,8)	<i>n.a.</i>	36,0%
Impuestos	-	-	0,0	0,2	-	-	-	-		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	-	-	(0,0)	(1,1)	(2,9)	(2,4)	(1,9)	(0,8)	<i>n.a.</i>	36,0%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-163,7%	17,4%	18,9%	60,8%		
Beneficio ordinario neto	-	-	(0,1)	(1,3)	(2,5)	(2,4)	(1,9)	(0,8)	<i>n.a.</i>	33,2%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-97,1%	6,0%	18,9%	60,8%		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	19-23	23-26e
EBITDA recurrente	-	-	-	-	-	(1,9)	(1,1)	0,5	<i>n.a.</i>	30,7%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
Var.capital circulante	-	-	-	-	-	1,0	0,9	0,9		
Cash Flow operativo recurrente	-	-	-	-	-	-0,9	-0,2	1,3	<i>n.a.</i>	43,0%
CAPEX	-	-	-	-	-	(1,4)	(2,2)	(3,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	(0,1)	(0,2)	(0,3)		
Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente	-	-	-	-	-	(2,5)	(2,6)	(2,1)	<i>n.a.</i>	4,3%
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	-		
Free Cash Flow	-	-	-	-	-	(2,5)	(2,6)	(2,1)	<i>n.a.</i>	11,4%
Ampliaciones de capital	-	-	-	-	-	0,7	-	-		
Dividendos	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta	-	-	-	-	-	1,8	2,6	2,1		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
								20-23	23-26e
EBITDA recurrente	-	(0,1)	(1,2)	(2,0)	(1,9)	(1,1)	0,5	n.a.	30,7%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	n.a.	n.a.	n.a.	-66,3%	7,0%	40,7%	142,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	-	(0,0)	0,4	0,6	1,0	0,9	0,9		
= Cash Flow operativo recurrente	-	(0,1)	(0,8)	(1,5)	(0,9)	(0,2)	1,3	n.a.	43,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	n.a.	n.a.	n.a.	-87,0%	36,7%	73,3%	647,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,7%		
- CAPEX	-	-	(1,4)	(0,8)	(1,4)	(2,2)	(3,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	-	-	(0,0)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,3)		
- Impuestos	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	-	(0,1)	(2,1)	(2,4)	(2,5)	(2,6)	(2,1)	n.a.	4,3%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	n.a.	n.a.	n.a.	-11,0%	-3,9%	-6,2%	20,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	(0,6)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	0,6	0,1	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	-	0,6	(2,0)	(3,0)	(2,5)	(2,6)	(2,1)	n.a.	11,4%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	n.a.	n.a.	-450,5%	-45,7%	17,6%	-6,2%	20,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	0,0%	43,3%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	-	-	(0,1)	(2,1)	(2,4)	(2,5)	(2,6)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	(4,1)	(2,9)	(1,5)	(0,8)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	3,3	3,1	2,3	2,4		
= Variación EBITDA recurrente	n.a.	n.a.	n.a.	(0,8)	0,1	0,8	1,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	-	(0,0)	0,5	0,1	0,4	(0,1)	(0,0)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	-	(0,0)	0,5	(0,7)	0,5	0,7	1,6		
+/- Variación del CAPEX	-	-	(1,4)	0,6	(0,7)	(0,7)	(0,9)		
+/- Variación del resultado financiero neto	-	-	(0,0)	(0,2)	0,0	(0,1)	(0,1)		
+/- Variación de impuestos	-	-	-	-	-	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	-	(0,0)	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	0,5		
Free Cash Flow Recurrente	-	(0,0)	(1,0)	(2,4)	(2,5)	(2,6)	(2,1)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
EBIT	-	(0,1)	(1,3)	(2,7)	(2,3)	(1,7)	(0,4)	n.a.	46,3%
* <i>Tasa fiscal teórica</i>	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	-	(0,1)	(1,2)	(2,0)	(1,9)	(1,1)	0,5	n.a.	30,7%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	-	(0,0)	0,4	0,6	1,0	0,9	0,9		
= Cash Flow operativo recurrente	-	(0,1)	(0,8)	(1,5)	(0,9)	(0,2)	1,3	n.a.	43,0%
- CAPEX	-	-	(1,4)	(0,8)	(1,4)	(2,2)	(3,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	-	(0,1)	(2,1)	(2,2)	(2,4)	(2,4)	(1,7)	n.a.	7,7%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	n.a.	n.a.	n.a.	-4,0%	-6,3%	-1,8%	27,2%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	(0,6)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	0,6	0,1	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	-	0,6	(2,0)	(2,8)	(2,4)	(2,4)	(1,7)	n.a.	14,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	n.a.	n.a.	-450,1%	-38,5%	16,9%	-1,8%	27,2%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	0,0%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	0,0%	26,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2019 - 2023)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2026e)

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	1,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	Rdos. 12m 2023
+ Deuda financiera neta	1,0	Rdos. 12m 2023
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 12m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	2,2	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	TACC	
															13-23	23-26e
Total Ingresos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,5	2,1	5,1	9,2	15,5	n.a.	95,8%
Cto. Total ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	336,9%	145,4%	81,0%	69,0%	n.a.	
EBITDA	-	-	-	-	-	-	-	-	(0,1)	(1,2)	(2,4)	(1,9)	(1,1)	0,5	n.a.	30,0%
Cto. EBITDA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-94,8%	20,6%	40,7%	142,3%	n.a.	
EBITDA/Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1%
Beneficio neto	-	-	-	-	-	-	-	-	(0,0)	(1,1)	(2,9)	(2,4)	(1,9)	(0,8)	n.a.	36,0%
Cto. Beneficio neto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-163,7%	17,4%	18,9%	60,8%	n.a.	
Nº Acciones Ajustado (Mn)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7,2	13,7	15,6	15,6	n.a.	
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0,40	-0,17	-0,12	-0,05	n.a.	50,5%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	56,4%	29,2%	60,8%	n.a.	
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0,35	-0,17	-0,12	-0,05	n.a.	48,4%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	50,4%	29,2%	60,8%	n.a.	
CAPEX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(1,4)	(0,8)	(1,4)	(2,2)	(3,1)	n.a.	
CAPEX/Vtas % ¹	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	286,9%	36,9%	28,4%	23,5%	20,0%	n.a.	
Free Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	-	0,6	(2,0)	(3,0)	(2,5)	(2,6)	(2,1)	n.a.	11,4%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15,7x	n.a.	
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
EV/Vtas (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,44x	0,24x	0,14x	n.a.	
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,7x	n.a.	
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-43,0%			n.a.	
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-46,9%			n.a.	

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

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

Anexo 5. Principales comparables 2024e

Datos	EUR Mn	Cadenas de restauración				Average	Cadenas de Cafeterías			Average	VANA
		Amrest	Alsea	Restaurant Brands	Compass Group PLC		Starbucks	Greegs	Luckin Coffe		
Mercado	Ticker (Factset)	EAT-PL	ALSEA-MX	QSR-CA	CPG-GB		SBUX-US	GRG-GB	LKNCY-US		VANA-ES
	País	Spain	Mexico	Canada	UK		USA	UK	China		Spain
	Market cap	1.337,2	3.210,5	30.827,8	43.845,3		78.923,7	3.247,7	5.499,0		1,4
	Enterprise value (EV)	2.632,4	5.384,7	35.743,7	47.919,9		99.569,7	3.363,3	6.835,3		2,2
Información financiera básica	Total Ingresos	2.690,6	4.516,7	7.869,5	39.076,1		35.117,5	2.345,4	4.738,0		5,1
	Cto.Total Ingresos	5,4%	7,9%	22,1%	7,7%	10,8%	4,4%	10,8%	44,0%	19,7%	145,4%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	9,9%	8,7%	7,3%	8,6%	9,3%	10,0%	16,6%	12,0%	74,9%
	EBITDA	447,5	957,5	2.579,2	3.823,7		7.076,0	381,9	n.a.		(1,9)
	Cto. EBITDA	16,3%	12,1%	20,2%	14,9%	15,9%	10,8%	10,0%	n.a.	10,4%	20,6%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	6,9%	8,1%	8,6%	7,9%	11,6%	11,4%	n.a.	11,5%	50,0%
	EBITDA/Ingresos	16,6%	21,2%	32,8%	9,8%	20,1%	20,1%	16,3%	n.a.	18,2%	n.a.
	EBIT	179,2	494,4	2.244,1	2.759,5		5.649,0	225,0	637,2		(2,3)
	Cto. EBIT	29,3%	20,0%	13,8%	20,0%	20,8%	12,3%	11,9%	55,0%	26,4%	16,7%
	2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	12,1%	8,7%	9,7%	10,2%	12,4%	10,4%	12,2%	11,7%	56,9%
	EBIT/Ingresos	6,7%	10,9%	28,5%	7,1%	13,3%	16,1%	9,6%	13,4%	13,0%	n.a.
	Beneficio Neto	81,7	184,4	1.414,1	1.907,6		3.962,5	161,1	430,6		(2,4)
	Cto. Beneficio Neto	102,6%	16,6%	29,5%	24,1%	43,2%	2,6%	-3,3%	14,4%	4,6%	17,4%
2y TACC (2024e - 2026e)	n.a.	23,9%	9,5%	10,5%	14,6%	12,3%	9,8%	22,6%	14,9%	43,6%	
CAPEX/Ventas	7,1%	6,7%	2,0%	3,3%	4,8%	7,8%	12,0%	5,4%	8,4%	28,4%	
Free Cash Flow	57,1	229,9	1.335,6	1.637,9		3.472,5	15,0	n.a.		(2,5)	
Deuda financiera Neta	903,3	1.833,2	11.095,2	4.437,4		13.921,6	270,2	n.a.		2,7	
DN/EBITDA (x)	2,0	1,9	4,3	1,2	2,3	2,0	0,7	n.a.	1,3	n.a.	
Pay-out	n.a.	n.a.	47,7%	50,8%	49,3%	62,4%	50,4%	0,0%	37,6%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	17,6	21,5	22,9	20,7	20,1	20,1	91,2	43,8	n.a.
	P/BV (x)	n.a.	5,0	6,8	6,8	6,2	n.a.	4,9	n.a.	4,9	n.a.
	EV/Ingresos (x)	1,0	1,2	4,5	1,2	2,0	2,8	1,4	1,4	1,9	0,4
	EV/EBITDA (x)	5,9	5,6	13,9	12,5	9,5	14,1	8,8	n.a.	11,4	n.a.
	EV/EBIT (x)	14,7	10,9	15,9	17,4	14,7	17,6	14,9	10,7	14,4	n.a.
	ROE	n.a.	28,5	31,4	29,8	29,9	n.a.	24,3	n.a.	24,3	n.a.
	FCF Yield (%)	4,3	7,2	4,3	3,7	4,9	4,4	0,5	n.a.	2,4	n.a.
	DPA	n.a.	0,04	2,16	0,56	0,92	2,16	0,80	0,00	0,99	0,00
	Dvd Yield	n.a.	0,9%	3,2%	2,2%	2,1%	3,1%	2,5%	0,0%	1,9%	0,0%

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

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

LIGHTHOUSE

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

Alfredo Echevarría Otegui
Head of research
alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Luis Esteban Arribas, CESGA
Equity research
luis.esteban@institutodeanalistas.com

Enrique Andrés Abad, CFA
Equity research
enrique.andres@institutodeanalistas.com

José Miguel Cabrera van Grieken
Equity research
jose.cabrera@institutodeanalistas.com

Jesús López Gómez, CESGA
ESG Analyst & Data analytics
jesus.lopez@institutodeanalistas.com

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden

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

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
02-May-2024	n.a.	0,106	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas, CESGA
02-May-2024	n.a.	0,106	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
21-Dic-2023	n.a.	0,196	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas, CESGA

