

## Company Update

<b>Buy</b>	
Recommendation unchanged	
<b>Share price: EUR</b>	<b>5.84</b>
closing price as of 05/05/2023	
<b>Target price: EUR</b>	<b>9.70</b>

<b>Upside/Downside Potential</b>	<b>66.1%</b>
----------------------------------	--------------

Reuters/Bloomberg HLZZ.MC/HLZ SM

<b>Market capitalisation (EURm)</b>	<b>128</b>
-------------------------------------	------------

Current N° of shares (m) 22

<b>Free float</b>	<b>27%</b>
-------------------	------------

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth (k) 7

Daily avg. trad. vol. 12 mth (k) 18.48

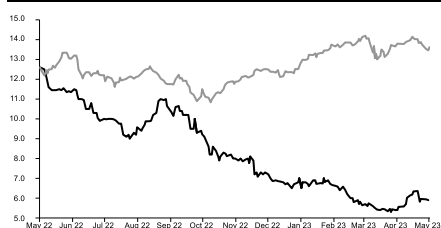
Price high/low 12 months 12.60 / 5.30

Abs Perfs 1/3/12 mths (%) 8.15/-12.31/-53.65

Key financials (EUR)	12/22	12/23e	12/24e
Sales (m)	920	619	666
EBITDA (m)	(0)	(2)	15
EBITDA margin	nm	nm	2.2%
EBIT (m)	(7)	(8)	9
EBIT margin	nm	nm	1.3%
Net Profit (adj.)(m)	(5)	(7)	5
ROCE	13.7%	1.2%	44.1%
Net debt/(cash) (m)	62	52	49
Net Debt Equity	3.2	4.2	2.8
Net Debt/EBITDA	-311.2	-32.3	3.3
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	(0.1)	(0.7)	7.8
EV/Sales	0.2	0.3	0.3
EV/EBITDA	nm	nm	11.8
EV/EBITDA (adj.)	14.5	28.2	7.7
EV/EBIT	nm	nm	20.0
P/E (adj.)	nm	nm	24.5
P/BV	7.3	10.4	7.3
OpFCF yield	-22.4%	7.8%	2.3%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	(0.23)	(0.33)	0.24
BVPS	0.90	0.56	0.80
DPS	0.00	0.00	0.00

### Shareholders

Founder Management 44%; Axon Partners 17%; Geroa 7%;



Source: FactSet

### Analyst(s)

Victor Peiro Pérez  
victor.peiro@gvcgaesco.es  
+34 91 436 7812

## Reason: Fundamental report

8 May 2023

### En el centro de la transición energética

Holaluz continúa adaptando la estructura de negocio a su firme convicción de potenciar la generación de proximidad o distribuida como una de las formas más eficientes de apoyar la transición energética. La volatilidad de los precios eléctricos que hemos visto desde 2021 a causa de la inflación de materias primas y de la invasión rusa de Ucrania, ha frenado temporalmente el crecimiento del negocio liberalizado, pero al mismo tiempo ha incrementado el atractivo del autoconsumo. La figura del “prosumer” genera rentabilidad para el autogenerador, el consumidor de proximidad y el gestor de la energía. Y este es el negocio en el que se centra Holaluz, apalancándose en su plataforma tecnológica, su sólida base de clientes y su fuerte imagen de marca.

- ✓ Desde que Holaluz salió a bolsa en 2019, el contexto del mercado eléctrico ha cambiado mucho. En aquel momento, el número de clientes eléctricos que se pasaban desde las empresas incumbentes a las compañías liberalizadas era creciente y más de medio millón de clientes eléctricos de media entre 2015 y 2019, dejaron las tarifas reguladas para engrosar las cifras de las tarifas liberalizadas. Pero la pandemia COVID y la crisis energética en Europa en 2021, rompió el mercado y las comercializadoras, incluyendo Holaluz, tuvieron que abandonar la estrategia de crecimiento para controlar las necesidades de circulante y preservar la rentabilidad de los clientes y la suya propia. Por otra parte Holaluz, que siempre había considerado la comercialización de gas como una actividad no estratégica, ha salido de ese negocio, lo que ha implicado la renuncia a unos 70.000 clientes que ha traspasado por decisión propia a la tarifa regulada, demostrando que pone la lealtad a los clientes por encima de su crecimiento, ya que con este movimiento les ha evitado una elevada subida de costes.
- ✓ Por el lado contrario, la situación de volatilidad y carestía de los precios energéticos, ha disparado la demanda de sistemas de autoconsumo y la regulación ha ampliado el potencial del negocio de la generación distribuida, al ampliar la distancia exenta de peajes de distribución desde 500 metros a dos kilómetros. Holaluz, pionera en esta actividad, ha centrado sus objetivos en este mercado, aumentando la capacidad de instalación de sistemas de autoproducción (de 72 personas en 2021 a casi 400 a finales de 2022) y poniendo el crecimiento del número de sistemas bajo gestión en el centro de su estrategia de crecimiento, alcanzando más de 11.000 en 2022.
- ✓ La actividad de gestión de la energía conlleva unos márgenes muy superiores a los de la actividad tradicional de comercialización y unas menores necesidades de circulante. La empresa ha llegado a un acuerdo con Banco Santander para la venta de sistemas de autoconsumo.
- ✓ Adaptamos nuestro modelo de estimaciones y valoración al nuevo entorno, objetivos y estrategia de la empresa y el sector. Nuestras hipótesis continúan siendo más conservadoras que las de la empresa, alcanzando un Ebitda ajustado de unos 34 mEUR en 2025 (46 mEUR Holaluz). Con estas estimaciones alcanzamos una valoración de 9,7 EUR/ACC, que, aunque es inferior a los 14 EUR que teníamos antes, deja un potencial atractivo frente a la cotización actual, por lo que reiteramos la recomendación de Comprar.

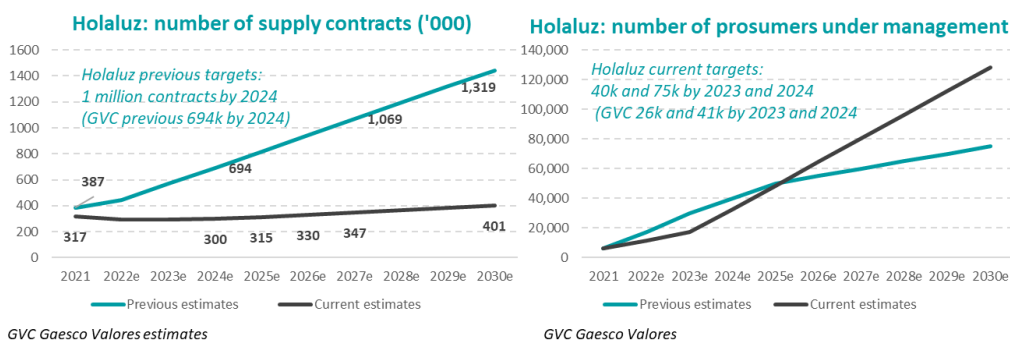
---

## CONTENTS

<b>Menos clientes, pero más rentables y más “renovables”</b>	<b>3</b>
A la búsqueda del “click” entre comercialización y autoconsumo solar	4
<b>Establecemos unas estimaciones conservadoras por la elevada competencia</b>	<b>5</b>
<b>Plan de negocio ajustado a la nueva situación sectorial</b>	<b>6</b>
<b>Valoración por descuento de flujos</b>	<b>7</b>
Comparación con empresas del sector eléctrico	8
<b>ESG: Los hechos dicen más que los ratings</b>	<b>9</b>

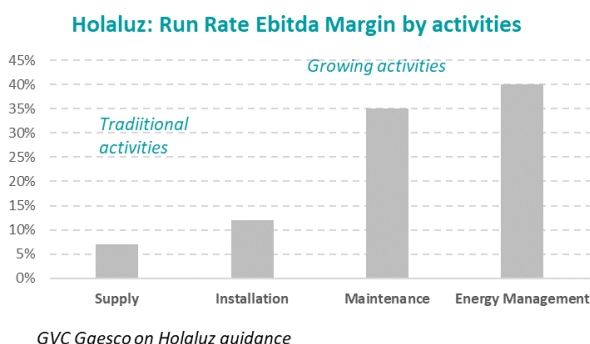
## Menos clientes, pero más rentables y más “renovables”

El marco actual del sector energético, implica en nuestra opinión, un crecimiento más complicado para las empresas libres de comercialización, ya que las tarifas reguladas, incluyen una serie de subsidios y medidas de contención, que han restado el atractivo monetario a las tarifas liberadas. Es cierto que otras modalidades de contratos como tarifa plana o garantía de renovables, pueden seguir siendo un argumento de comercialización, pero estas tarifas a veces conllevan un riesgo para las empresas, por lo que se limita el tamaño de los clientes a los que se pueden ofrecer. No dudamos que en el futuro se retome el atractivo de las tarifas liberalizadas, pero nuestro modelo actual contempla un crecimiento moderado del 5% anual de clientes. Holaluz ha eliminado este KPI de sus objetivos y ha salido de la comercialización de gas, con lo que ahora toda su actividad es renovable.



Por el contrario, la gestión de la energía de los sistemas de autoconsumo ha ganado atractivo, tanto para los clientes como para las empresas con Know How en el sector como Holaluz, que además tiene una amplia experiencia en la gestión y representación de energía para productores independientes, lo que le permite optimizar esa gestión al estar en el lado de la oferta y la demanda y conseguir PPAs atractivos.

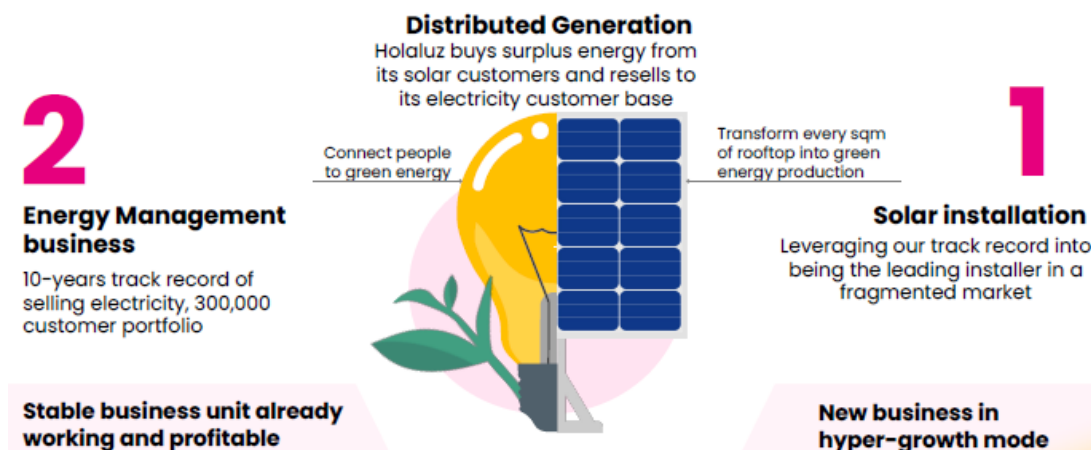
Holaluz nutre su universo de clientes en electricidad por tres vías: a) Instalaciones propias de autoconsumo en las que ha ejecutado alrededor de 5.000 en los últimos tres años, b) gestión de instalaciones realizadas por terceros, donde ha acumulado junto con las propias, 11.384 a finales del año 2022 y c) la representación de plantas fotovoltaicas, para las que ha gestionado alrededor de 3,6TWh en 2022 y que le proporcionan una base de energía a través de PPAs que en 2022 fue de 0,8TWh.



Holaluz nació como comercializadora con un focus en acelerar la “revolución de los tejados” y en la actualidad esa estrategia sigue más vigente que nunca, pero desde 2022 el acelerador se está pisando más en la instalación de autoconsumo y en la gestión de estos sistemas, mientras que el crecimiento en clientes de comercialización se queda en un segundo plano. Financieramente las implicaciones son menores necesidades de circulante, menos churn en los clientes y menos riesgo de volatilidad del precio eléctrico de mercado, a medida que su base de clientes de comercialización, esté más servida por la energía excedentaria de sus prosumers y los PPAs.

## A la búsqueda del “click” entre comercialización y autoconsumo solar

El nexo de unión entre los clientes liberalizados y los auto productores es la generación distribuida, ya que la regulación actual permite que los excedentes de la autogeneración, se puedan vender a clientes de proximidad (se ha aumentado de 500 a 2000 metros la distancia para calificarse como tal) sin pago de peajes de distribución, potenciándose la actividad de “energy manager”. Holaluz se coloca en medio de esta cadena de valor, comprando y gestionando los excedentes y vendiéndoselos a los clientes de comercialización



Para ello, la propuesta de valor de Holaluz supone maximizar el tamaño de la instalación para distribuir los excedentes, compartiendo el ahorro de los peajes entre el productor, el consumidor (a través de una electricidad renovable y más barata que la de la red) y Holaluz. Esta propuesta es diferente a la de otros instaladores que, o bien la optimizan al consumo propio complementándola con baterías, o bien ofrecen la venta del excedente al pool.

Holaluz está complementando la propuesta de valor de autoconsumo a los cargadores de coches eléctricos, baterías, financiación y mantenimiento, actividades que aumentarán la fuente de ingresos progresivamente. La Solución Completa de Holaluz incluye el sistema de autoconsumo, las baterías y el cargador de coche, junto con la gestión de la energía.

Lo cierto es que la propuesta de valor de todos los operadores del sector, está convergiendo hacia un modelo de aprovechamiento del sistema con baterías y sistemas informáticos de gestión de la energía, pero la incorporación de la venta a clientes de proximidad está más desarrollada en Holaluz.

Los resultados de esta actividad incluyen el margen one-off por la instalación y el margen recurrente obtenido por el mantenimiento, la gestión del sistema y el margen del excedente. Estimamos que, a día de hoy, el margen recurrente es de unos 200 EUR/Año por cliente.

### Holaluz Operating KPIs in 2022/2023

#	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
Solar Installations	551	763	830	1,268	996
Sales of HLZ installations (1)	450	814	1,180	1,149	886
Sales of Cloud contracts (2)	788	1,371	1,912	2,566	2,062
Sales of management contracs (1+2)	1,238	2,185	3,092	3,715	2,948
Prosumers Contracts*	7,023	7,737	9,176	11,384	12,007
Energy Contracts*	379,477	367,303	361,149	297,666	300,000
Total Contracts	386,500	375,040	370,325	309,050	312,007

Holaluz \* cumulative at the end of the period

Nuestras estimaciones incluyen casi 50.000 prosumers a finales del año 2025, lo que significa un crecimiento de unos 15.000 nuevos al año, frente a los cerca de 5.000 en 2022. Respecto a las instalaciones netas propias, esperamos que la empresa cierre 2023 con de 600/mes, frente a las 340 que estimamos ha tenido de media en 2022.

## Establecemos unas estimaciones conservadoras por la elevada competencia

En base a este modelo de negocio basado en el crecimiento de la actividad de Energy Management y negocio solar, hemos llegado a las siguientes estimaciones:

### Holaluz: P&G estimates

<i>mEUR</i>	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Total Revenues</b>	<b>571.5</b>	<b>919.8</b>	<b>618.8</b>	<b>665.9</b>	<b>628.4</b>	<b>597.4</b>
Energy Management	296.9	468.4	283.5	274.9	211.1	164.4
Representation	269.2	420.7	272.0	285.6	299.9	314.9
Solar Business	5.4	30.7	54.0	90.0	99.0	99.0
<b>Gross Margin</b>	<b>31.5</b>	<b>46.2</b>	<b>32.0</b>	<b>55.1</b>	<b>68.3</b>	<b>71.2</b>
On sales	5.5%	5.0%	5.2%	8.3%	10.9%	11.9%
<b>Ebitda adjusted</b>	<b>1.4</b>	<b>14.3</b>	<b>6.4</b>	<b>23.0</b>	<b>33.7</b>	<b>35.7</b>
On sales	0.2%	1.6%	1.0%	3.5%	5.4%	6.0%
<b>Ebitda reported</b>	<b>-7.3</b>	<b>-0.2</b>	<b>-1.6</b>	<b>15.0</b>	<b>25.7</b>	<b>35.7</b>
On sales	-1.3%	0.0%	-0.3%	2.2%	4.1%	6.0%
<b>Net Income</b>	<b>-8.4</b>	<b>-5.1</b>	<b>-7.3</b>	<b>5.2</b>	<b>13.1</b>	<b>20.5</b>

*GVC Gaesco Valores Estimates*

Modificamos nuestras estimaciones para incluir un crecimiento muy moderado en la actividad de comercialización, la salida del negocio de gas y la aceleración conseguida en generación distribuida. Nuestras estimaciones están basadas en los márgenes unitarios run rate del negocio y contemplan 8mEUR al año hasta 2025 de CAC (Coste Adquisición Clientes).

El cambio de mix de negocio derivado de la estabilidad en comercialización y crecimiento en solar y energy management se traduce en un aumento progresivo del margen Ebitda.

A nivel de balance, nuestras estimaciones reflejan la normalización del circulante y el descenso del endeudamiento. El negocio de Holaluz es de baja deuda por naturaleza, pero en 2021 y 2022, se produjo cierto aumento debido al mayor circulante por la subida de los precios de la energía y porque la empresa ha financiado algunas instalaciones de auto consumo para constituir el vehículo para financiar clientes, lo cual ha sido un movimiento excepcional, ya que la empresa no tiene intención de otorgar más préstamos directos.

### Holaluz: selected balance sheet items

<i>mEUR</i>	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Equity	7.1	19.7	12.4	17.6	30.6	51.1
Net Debt	46.9	62.2	52.3	49.3	42.5	26.6
Capital Invertido	82.0	94.6	77.3	79.5	85.8	90.4
Fixed Assets	66.1	84.6	82.8	83.6	86.0	88.7
o.w. Intangible Assets	15.5	31.7	29.0	28.7	29.8	30.6
DN/Ebitda	33.5x	4.4x	8.2x	2.1x	1.3x	0.7x
Working Capital	15.9	9.9	-5.5	-4.1	-0.3	1.6
(o/sales)	2.8%	1.1%	-0.9%	-0.6%	0.0%	0.3%
Recivables	83.0	121.8	68.9	74.1	70.0	66.5
(o/sales)	14.5%	13.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
Payables	123.1	144.0	98.3	102.4	93.9	88.2
(o/sales)	21.5%	15.5%	15.9%	15.4%	14.9%	14.8%

*GVC Gaesco Valores Estimates*

## Plan de negocio ajustado a la nueva situación sectorial

A finales de abril, Holaluz presentó sus resultados de cierre de 2022 junto con los KPI's del 1T23 y sobre todo, un plan de negocio con unas perspectivas ajustadas a la nueva situación sectorial que hemos descrito. En las siguientes tablas presentamos como comparan nuestras estimaciones que hemos descrito en el punto anterior con dichos objetivos de la empresa. También presentamos la evolución de algunas variables en el 2022 y 2023.

Holaluz: updated operating and financial targets					Holaluz: 2022 and 1Q23			
Before	2022	2023	2024	2025		2021	2022	1Q23
<b>Holaluz</b>					Revenues (mEUR)	571	920	203.4
Normalized Ebitda (mEUR)	16	32	80		Energy Management	297	468	100.7
Solar Contracts #	11,384	40k	75k		Energy Representation	269	421	93.5
<b>GVC Estimates</b>					Solar	5	31	9.2
Normalized Ebitda (mEUR)	22	33	47	61	Adj. Ebitda (mEUR)	-2.1	14.3	
Solar Contracts #	17,500	30,000	40,000	50,000	Energy Management	1.6	27.6	
<b>New estimates</b>					Solar	-3.7	-13.3	
	<b>2022 (rep.)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	Reported Ebitda (mEUR)	-7.3	-0.2	
<b>Holaluz</b>					Net Debt (mEUR)	47	62	78
Normalized Ebitda (mEUR)	14.3	4-10	27	46	Solar Installations #	n.d	3,400	996
Energy Management	27.6	20	24	27	Solar Contracts # (cum)	6410	11,384	12007
Solar	-13.3	-16-10	3	20	Supply Contracts	370k	300k	300k
Solar Installations #	3,400	5-7k	10,000	16,000	<i>Holaluz, GVC Gaesco Valores</i>			
Solar Contracts #	11,384	15-17k	37k-39k	63k-65k				
<b>GVC Estimates</b>								
Normalized Ebitda (mEUR)	14	6	23	34				
Solar Installations #	3,412	6,000	10,000	11,000				
Solar Contracts #	11,384	17,384	32,384	48,384				

Con el cierre de 2022, Holaluz pasa página y se centra en su nuevo enfoque de negocio: gestionar la energía de su base de 300k clientes fieles en comercialización y de autoconsumo para extraer las sinergias de la generación distribuida. Holaluz sigue demostrando su capacidad de adaptación y ha parado, al menos en 2023, la captación de contratos de gestión de instalaciones de autoconsumo realizadas por terceros, debido a su elevada ratio de churn, para centrarse en sus propias instalaciones. Al mismo tiempo ya ha migrado a casi todos los clientes a la Tarifa Justa, que presenta ventajas tanto para la compañía como para los consumidores.

En el año más complicado para el sector, la empresa ha conseguido 27,6 mEUR de Ebitda normalizado en la división de Gestión de Energía y aumentar su margen bruto desde el 10,4% al 15,4%. La estrategia de sourcing y cobertura del coste de energía a través de PPA's y derivados está funcionando. En solar (la instalación de autoconsumo), debido a que aún no se ha alcanzado el nivel de break-even, que la empresa cifra en 800-1000 instalaciones por mes (en el 1T23 estimamos que ha estado en c.350). La deuda neta se ha situado en 78 mEUR, pero Holaluz espera bajarla a 40-48 mEUR a final de año (efecto acopio de materiales en stocks).

Aunque una revisión de los objetivos no es positiva, nos parece que las nuevas referencias son más realistas, teniendo en cuenta el "terremoto" que ha sacudido al sector energético desde 2020. Ahora parece que la normalización está llegando al sector y las comercializadoras independientes que hayan sabido adaptar su negocio a las nuevas tendencias del sector pueden volver a atraer clientes. Aunque Holaluz ha tenido que cambiar el modelo, la flexibilidad de su estructura y su capacidad de gestión la sitúan en posición de recuperar el crecimiento. Estos cambios nos han llevado a un ajuste en la valoración, pero en principio esa menor, pero más realista guía, pensamos que ya está más que descontada en los actuales niveles de cotización.



## Valoración por descuento de flujos

Hemos actualizado nuestra valoración por descuento de flujos, con una wacc del 12% y un crecimiento a perpetuidad del 1%. Como hemos comentado, las inversiones en circulante, se normalizan desde 2023 y las inversiones en activos se mantienen entre el 1% y el 2% de las ventas en el medio plazo. Para calcular el valor residual, que aporta un 60% del valor total, hemos utilizado los multiplicadores más representativos del sector (EV/Ventas 1x, EV/Ebitda 9x y P/E 12x)

### Holaluz: DCF Group

CASH FLOW (EUR m)	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Terminal
Net Sales	571	920	619	666	628	597	612	619	631	657	663
Adj EBITDA	1.4	14.3	6.4	23.0	33.7	35.7	38.1	39.8	41.5	44.0	53.1
% margin	0.2%	1.6%	1.0%	3.5%	5.4%	6.0%	6.2%	6.4%	6.6%	6.7%	8.0%
D&A	4.0	6.3	6.0	6.1	6.6	7.1	7.6	8.2	8.9	9.7	9.7
EBIT	-2.6	8.0	0.4	16.9	27.2	28.7	30.5	31.6	32.6	34.2	43.3
% margin	-0.5%	0.9%	0.1%	2.5%	4.3%	4.8%	5.0%	5.1%	5.2%	5.2%	6.5%
Taxes	-0.8	3.3	-0.1	-4.2	-6.8	-7.2	-7.6	-7.9	-8.1	-8.6	-10.8
Normative tax rate	-31.6%	-40.7%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
NOPLAT	-3.4	11.2	0.3	12.6	20.4	21.5	22.9	23.7	24.4	25.7	32.5
Depreciation & other provisions	4.0	6.3	6.0	6.1	6.6	7.1	7.6	8.2	8.9	9.7	9.7
Gross Operating Cash Flow	0.6	17.6	6.3	18.8	27.0	28.6	30.5	31.9	33.4	35.4	42.2
Capex	-9.0	-39.5	-4.2	-6.9	-9.0	-9.8	-10.6	-11.5	-12.6	-14.0	-13.3
% sales	1.6%	4.3%	0.7%	1.0%	1.4%	1.6%	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%	2.0%
Change in Net Working C.	-10.0	6.0	15.5	-1.5	-3.8	-1.9	0.1	-0.1	0.1	0.6	0.6
Cash Flow to be discounted	-18.4	-15.9	17.6	10.4	14.1	16.9	20.0	20.3	20.9	22.0	29.5

GVC Gaesco Estimates

### WACC & DCF ANALYSIS

Free Risk Rate (FRR)	3.5%		Cumulated DCF	94.9		- Net Financial Debt 22	(62.2)
Company Risk Factor or Beta	2.1					- Minorities (estimated value)	
Mkt Risk Premium (MRP)	5.0%		Perpetual Growth (g)	1.0%		+ Associates	0.0
Cost of Equity (Ke or COE)	14.00%		Normalised Annual CF	29.5		- Pension underfunding	0.0
Cost of Debt (gross)	5.50%		Terminal Value (TV)	447.2		- Off-balance sheet commitments	0.0
Debt tax rate *	25.0%		Disc. Rate of T.V.	0.40		+Capital increase	0.0
Cost of Debt net (Kd or COD)	4.13%		Discounted T.V.	180.3		Equity Market Value (EUR m)	213.0
Target gearing (D/E) or % Kd	20%		PV Fiscal credit	-		Last Number of shares	21.9
% Ke	80.0%		Financial assets	-		Fair Value per share	9.7
Normative Tax Rate	25%		Enterprise Value (EUR m)	275.2			
WACC	12.0%						

GVC Gaesco Estimates

La sensibilidad de la valoración a la wacc (coste medio ponderado objetivo de los recursos) y a la "g" (crecimiento a largo plazo de los flujos de caja) es la siguiente:

WACC	Long Term EBITDA Margin						
	9.5%	9.0%	8.5%	8.0%	7.5%	7.0%	6.5%
10.5%	12.5	12.0	11.6	11.1	10.6	10.1	9.6
11.0%	12.0	11.5	11.1	10.6	10.1	9.7	9.2
11.5%	11.5	11.1	10.6	10.2	9.7	9.3	8.8
12.0%	11.0	10.6	10.2	9.7	9.3	8.9	8.5
12.5%	10.6	10.2	9.8	9.4	8.9	8.5	8.1
13.0%	10.2	9.8	9.4	9.0	8.6	8.2	7.8
13.5%	9.8	9.4	9.0	8.6	8.3	7.9	7.5

GVC Gaesco Estimates

Por otra parte, los múltiplos implícitos en esta valoración respecto a las estimaciones futuras son los siguientes:

### Holaluz: DCF Valuation Exit Multiples

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
EV/Sales	0.3x	0.4x	0.4x	0.4x	0.5x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x
EV/EBITDA	19.2x	43.1x	12.0x	8.2x	7.7x	7.2x	6.9x	6.6x	6.3x
P/E	-41.5x	-29.1x	40.9x	16.3x	10.4x	9.6x	9.0x	8.6x	8.0x

GVC Gaesco Estimates

## Comparación con empresas del sector eléctrico

Holaluz es en nuestra opinión la empresa más disruptiva del sector, aprovechando el hueco creciente que se está creando en generación distribuida, gracias al encarecimiento del coste energético y las políticas nacionales y europeas que favorecen el autoconsumo, las comunidades solares y la generación distribuida, como forma de aumentar la eficiencia energética, la penetración de renovables y reducir la dependencia energética. Dentro del cuadro de empresas del sector de las eléctricas de todo tipo que seguimos en ESN, no hay ninguna que sea totalmente comparable, siendo las más asimilables la española Solar Profit y la portuguesa Greenvolt (esta empresa tiene una línea de negocio creciente de Generación Distribuida, pero también tiene desarrollos renovables propios, a diferencia de Holaluz).

Company	Country	Rec.	Price	Target Price	Market cap EUR (m)	P/E(adj.)		Div. Yield %		EV/EBITDA	
			5-May-23	Fair value		2023	2024	2023	2024	2023	2024
A2A	IT	Accumulate	EUR 1.61	1.65	5,052	12.9	11.8	5.8	5.9	6.6	5.8
Acciona	ES	Accumulate	EUR 169.70	228.10	9,309	17.9	29.2	2.5	2.6	8.4	10.9
Acea	IT	Buy	EUR 13.42	22.50		8.1		7.2		5.3	
Audax	ES	Buy	EUR 1.10	1.80	483	32.1	39.2	0.0	0.0	12.0	11.2
Derichebourg	FR	Buy	EUR 5.50	8.50	876	6.6	5.6	20.5	38.7	4.3	4.2
E-Pango	FR	Sell	EUR 1.70	0.50	9	nm	nm	0.0	0.0	nm	nm
EDF	FR	Neutral	EUR 12.00	12.00	44,843	11.3	11.6	1.3	2.1	9.0	9.2
EDP	PT	Buy	EUR 4.87	6.00	19,297	18.8	19.2	3.9	3.9	5.5	5.5
Enagas	ES	Buy	EUR 18.28	25.00	4,789	16.8	19.4	9.5	8.6	11.0	11.7
Encavis AG	DE	Neutral	EUR 15.96	21.00	2,570	26.4	24.7	2.1	2.1	11.5	11.1
Endesa	ES	Neutral	EUR 20.42	23.50	21,620	15.1	12.3	4.6	5.7	7.4	6.8
Enel	IT	Buy	EUR 6.16	10.80		9.7		7.0		7.1	
Engie	FR	Buy	EUR 14.55	16.50	35,221	9.1	8.1	7.7	8.7	6.5	6.3
Erg	IT	Buy	EUR 26.94	37.00	4,050	21.3	19.9	3.7	3.7	9.9	9.7
Greenvolt	PT	Buy	EUR 6.12	10.10	851	25.6	18.8	0.0	0.0	8.5	5.7
Hera	IT	Accumulate	EUR 2.82	3.20	4,203	14.7	13.5	4.6	4.8	5.9	5.8
Holaluz	ES	Buy	EUR 5.84	9.70	128	nm	24.5	0.0	0.0	nm	11.8
Iberdrola	ES	Accumulate	EUR 11.80	12.30	73,632	18.0	23.7	4.4	4.7	9.4	10.5
Iren	IT	Neutral	EUR 1.92	2.10	2,494	10.1	9.1	6.3	6.9	5.6	5.5
Italgas	IT	Accumulate	EUR 5.88	6.00		11.3		5.3		9.8	
Naturgy	ES	Reduce	EUR 28.52	24.50	28,067	13.6	13.5	4.2	4.2	8.7	8.6
Opdenenergy	ES	Buy	EUR 3.84	6.70	568	9.8	19.1	0.0	0.0	7.7	11.1
Redeia	ES	Accumulate	EUR 16.61	20.50	8,987	13.6	17.3	6.0	4.8	9.4	10.7
REN	PT	Buy	EUR 2.61	3.40	1,741	17.3	16.7	5.9	5.9	7.3	7.2
Séché Environnement	FR	Neutral	EUR 103.80	110.00	810	13.9	13.6	1.1	1.1	6.0	5.6
Snam	IT	Accumulate	EUR 5.07	5.30		14.2		5.6		12.2	
Solaria	ES	Buy	EUR 14.76	27.00	1,844	17.2	17.9	0.0	0.0	12.7	12.4
SolarProfit	ES	Buy	EUR 3.18	9.00	62	7.6	5.0	0.0	0.0	6.7	4.9
Terna	IT	Accumulate	EUR 7.97	7.00		19.4		4.3		13.6	
Veolia	FR	Buy	EUR 28.34	33.00	20,251	16.3	13.6	4.6	5.1	6.2	6.1
Voitalia	FR	Buy	EUR 13.88	23.42	1,820	27.9	24.3	0.0	0.0	10.6	10.4
<b>Mkt cap total (EUR) &amp; Weighted averages</b>					<b>nm</b>	<b>13.1</b>	<b>nm</b>	<b>4.8</b>	<b>nm</b>	<b>7.9</b>	<b>nm</b>
Arithmetical Average						15.7	17.3	4.2	4.6	8.4	8.3
Median						14.4	17.3	4.3	3.8	8.2	8.6

Source: ESN estimates



## ESG: Los hechos dicen más que los ratings

En lo referente al posicionamiento ESG destacamos que recientemente Morningstar Sustainalytics ha confirmado la calificación de Bajo Riesgo de Holaluz en ESG. Holaluz se sitúa en la posición 9 dentro de la industria global de utilities (712 compañías). Dentro de la subcategoría de Productores y Comercializadores independientes de energía (Independent Power Producers and Traders), Holaluz ocupa el puesto 1º a nivel mundial.

En el ADN de Holaluz está el propósito y la visión de promover la generación de valor compartido para todos sus grupos de interés y el objetivo de maximizar su impacto positivo no solo a nivel medioambiental en el planeta, sino también en la sociedad. La calificación Morningstar Sustainalytics confirma el compromiso de la compañía en este sentido.

Además de esta certificación, Holaluz ha otros reconocimientos:

- Certificado de “Confianza Online” que certifica que la empresa muestra una transparencia, seguridad y confianza máxima hacia sus clientes en la utilización de su website.
- Certificado “B” Corporation: que certifica que Holaluz alcanza altos niveles de desempeño social y medioambiental, superando en 2022 la puntuación de 2018. Es la primera energética en unirse a este rating y alcanza la primera posición en el segmento de empresas con ventas superiores a 1,5 mEUR.
- Baby Friendly: La primera eléctrica española en recibir este certificado, que reconoce a la compañía como favorecedora de la conciliación.
- Fundadora de capitalismo Consciente, una iniciativa que reconoce el poder de los negocios para mejorar el Mundo.
- Case Study published by IESE Business School and Harvard Business School.

Esta reiteración del buen posicionamiento de Holaluz en los ratings de ESG, coloca al valor en una buena posición de cara a ser elegible por los fondos de inversión que tienen que cumplir con unos ciertos requerimientos de cumplimiento de criterios de sostenibilidad.

Más allá del reconocimiento de los diferentes índices y certificados, hay actuaciones que refuerzan a la empresa para conseguir su propósito. Por un lado, desde 2010, la empresa ha evitado la emisión más de 2,3mTn de CO2 gracias a la promoción de convertir a consumidores de electricidad a productores independientes. Además, su esquema de instalación de autoconsumo redundante en más eficiencia para el sistema (ya que al ser una distribución de proximidad reduce las pérdidas de transporte), favorece la estabilidad de precios y reduce la dependencia energética de los pueblos. Además, su sistema permite ofrecer una reducción del 100% de la factura de la luz.

Holaluz salió de la comercialización de gas natural en octubre de 2022 y con ella renunció a más de 70k clientes, con el fin de que estos se puedan beneficiar de la tarifa regulada, que por la acción de las medidas públicas, no refleja las subidas de los últimos meses en el precio del gas. Esta decisión fue tomada, a pesar de que el coste para la compañía puede ser de entre 4 y 5 millones de coste financiero sin salida de caja por impairment de los clientes, además de un impacto puntual en Ebitda que dependerá de la evolución del precio del gas en el corto y medio plazo. Esta decisión ha supuesto un ahorro muy importante en la factura del gas de los dos últimos meses a los antiguos clientes de Holaluz en gas.

La empresa ha publicado en 2023 un Integrated Report con un Propósito, una Propuesta de Valor y unos Valores muy claros (informe completo aquí [here](#)) y una estrategia ESG para 2021-2023 muy clara, que incluye unos criterios muy claros de alineación de la estrategia financiera y el propósito de la empresa, con el objetivo de generar valor para todos los stakeholders. También ha destinado un equipo de personas (Impact Team) responsable de tal integración.

## Holaluz: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2020	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e	12/2025e
<b>Sales</b>	<b>236</b>	<b>571</b>	<b>920</b>	<b>619</b>	<b>666</b>	<b>628</b>
Cost of Sales & Operating Costs	-218.4	-553.4	-866.2	-631.9	-660.9	-613.8
Non Recurrent Expenses/Income	-1.0	-8.7	-14.5	-8.0	-8.0	-8.0
<b>EBITDA</b>	<b>2.5</b>	<b>-7.3</b>	<b>-0.2</b>	<b>-1.6</b>	<b>15.0</b>	<b>25.7</b>
<b>EBITDA (adj.)*</b>	<b>3.5</b>	<b>1.4</b>	<b>14.3</b>	<b>6.4</b>	<b>23.0</b>	<b>33.7</b>
Depreciation	-3.8	-4.0	-6.3	-6.0	-6.1	-6.6
<b>EBITA</b>	<b>-1.3</b>	<b>-11.3</b>	<b>-6.5</b>	<b>-7.6</b>	<b>8.9</b>	<b>19.2</b>
<b>EBITA (adj)*</b>	<b>-0.3</b>	<b>-2.6</b>	<b>8.0</b>	<b>0.4</b>	<b>16.9</b>	<b>27.2</b>
Amortisations and Write Downs	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>-1.3</b>	<b>-11.5</b>	<b>-6.5</b>	<b>-7.6</b>	<b>8.9</b>	<b>19.2</b>
<b>EBIT (adj.)*</b>	<b>-0.3</b>	<b>-2.8</b>	<b>8.0</b>	<b>0.4</b>	<b>16.9</b>	<b>27.2</b>
Net Financial Interest	-0.5	-0.8	-2.1	-2.2	-1.9	-1.8
Other Financials	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Earnings Before Tax (EBT)</b>	<b>-1.8</b>	<b>-12.3</b>	<b>-8.7</b>	<b>-9.8</b>	<b>6.9</b>	<b>17.4</b>
Tax	1.1	3.9	3.5	2.4	-1.7	-4.4
<i>Tax rate</i>	<i>20.0%</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Net Profit (reported)</b>	<b>-0.7</b>	<b>-8.4</b>	<b>-5.1</b>	<b>-7.3</b>	<b>5.2</b>	<b>13.1</b>
<b>Net Profit (adj.)</b>	<b>0.3</b>	<b>-8.4</b>	<b>-5.1</b>	<b>-7.3</b>	<b>5.2</b>	<b>13.1</b>
<b>CASH FLOW (EURm)</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023e</b>	<b>12/2024e</b>	<b>12/2025e</b>
Cash Flow from Operations before change in NWC	4.1	-4.4	1.2	-1.3	11.3	19.6
Change in Net Working Capital	-6.2	-10.0	6.0	15.5	-1.5	-3.8
<b>Cash Flow from Operations</b>	<b>-2.0</b>	<b>-14.4</b>	<b>7.2</b>	<b>14.1</b>	<b>9.9</b>	<b>15.8</b>
Capex	-11.4	-9.0	-39.5	-4.2	-6.9	-9.0
Net Financial Investments	2.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Free Cash Flow</b>	<b>-10.5</b>	<b>-23.4</b>	<b>-32.3</b>	<b>10.0</b>	<b>3.0</b>	<b>6.8</b>
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	-19.4	23.0	-0.4	3.4	-0.5	0.4
<b>Change in Net Financial Debt</b>	<b>-30.0</b>	<b>-0.4</b>	<b>-32.8</b>	<b>13.4</b>	<b>2.5</b>	<b>7.2</b>
NOPLAT	-0.3	-2.1	6.0	0.3	12.6	20.4
<b>BALANCE SHEET &amp; OTHER ITEMS (EURm)</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023e</b>	<b>12/2024e</b>	<b>12/2025e</b>
Net Tangible Assets	0.6	0.8	2.1	2.9	4.0	5.5
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	20.8	15.5	31.7	29.0	28.7	29.8
Right-of-Use Assets (Lease Assets)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Financial Assets & Other	10.0	49.8	50.8	50.8	50.8	50.8
<b>Total Fixed Assets</b>	<b>31.5</b>	<b>66.1</b>	<b>84.6</b>	<b>82.8</b>	<b>83.6</b>	<b>86.0</b>
Inventories	0.0	2.4	14.0	5.7	6.0	5.5
Trade receivables	29.2	83.0	122	68.9	74.1	70.0
Other current assets	1.6	122.1	46.8	46.8	46.8	46.8
Cash (-)	-32.9	-9.9	-10.3	-7.0	-7.5	-7.1
<b>Total Current Assets</b>	<b>63.7</b>	<b>217</b>	<b>193</b>	<b>128</b>	<b>134</b>	<b>129</b>
<b>Total Assets</b>	<b>95.1</b>	<b>283.5</b>	<b>277.5</b>	<b>211.2</b>	<b>218.0</b>	<b>215.4</b>
Shareholders Equity	41.4	7.1	19.7	12.4	17.6	30.6
Minority	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Total Equity</b>	<b>41.4</b>	<b>7.1</b>	<b>19.7</b>	<b>12.4</b>	<b>17.6</b>	<b>30.6</b>
Long term interest bearing debt	13.1	19.9	23.4	23.4	23.4	23.4
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Lease Liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other long term liabilities	0.7	27.9	12.7	12.7	12.7	12.7
<b>Total Long Term Liabilities</b>	<b>13.8</b>	<b>47.8</b>	<b>36.0</b>	<b>36.0</b>	<b>36.0</b>	<b>36.0</b>
Short term interest bearing debt	15.1	37.0	49.2	35.8	33.4	26.2
Trade payables	23.8	123	144	98.3	102	93.9
Other current liabilities	1.0	68.5	28.6	28.6	28.6	28.6
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>39.9</b>	<b>229</b>	<b>222</b>	<b>163</b>	<b>164</b>	<b>149</b>
<b>Total Liabilities and Shareholders' Equity</b>	<b>95.1</b>	<b>283.5</b>	<b>277.5</b>	<b>211.2</b>	<b>218.0</b>	<b>215.4</b>
<b>Net Capital Employed</b>	<b>37.4</b>	<b>82.0</b>	<b>94.6</b>	<b>77.3</b>	<b>79.5</b>	<b>85.8</b>
<b>Net Working Capital</b>	<b>5.9</b>	<b>15.9</b>	<b>9.9</b>	<b>-5.5</b>	<b>-4.1</b>	<b>-0.3</b>
<b>GROWTH &amp; MARGINS</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023e</b>	<b>12/2024e</b>	<b>12/2025e</b>
<i>Sales growth</i>	<i>13.1%</i>	<i>142.2%</i>	<i>61.0%</i>	<i>-32.7%</i>	<i>7.6%</i>	<i>-5.6%</i>
<b>EBITDA (adj.)* growth</b>	<b>46.2%</b>	<b>-60.0%</b>	<b>921.4%</b>	<b>-55.4%</b>	<b>259.9%</b>	<b>46.9%</b>
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>-94.9%</i>	<i>4017.9%</i>	<i>61.2%</i>
<i>EBIT (adj.)* growth</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>-94.9%</i>	<i>4017.9%</i>	<i>61.2%</i>

## Holaluz: Summary tables

<b>GROWTH &amp; MARGINS</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023e</b>	<b>12/2024e</b>	<b>12/2025e</b>
Net Profit growth	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	150.8%
EPS adj. growth	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	150.8%
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin	1.5%	0.2%	1.6%	1.0%	3.5%	5.4%
EBITA (adj)* margin	-0.1%	-0.5%	0.9%	0.1%	2.5%	4.3%
EBIT (adj)* margin	n.m.	n.m.	0.9%	0.1%	2.5%	4.3%
<b>RATIOS</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023e</b>	<b>12/2024e</b>	<b>12/2025e</b>
Net Debt/Equity	-0.1	n.m.	3.2	4.2	2.8	1.4
Net Debt/EBITDA	-1.9	-6.4	-311.2	-32.3	3.3	1.7
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	4.8	n.m.	n.m.	n.m.	7.8	14.7
Capex/D&A	298.0%	212.2%	625.7%	69.6%	112.7%	137.5%
Capex/Sales	4.8%	1.6%	4.3%	0.7%	1.0%	1.4%
NWC/Sales	2.5%	2.8%	1.1%	-0.9%	-0.6%	0.0%
ROE (average)	1.0%	-34.7%	-38.3%	-45.7%	34.8%	54.2%
ROCE (adj.)	-0.9%	-6.6%	13.7%	1.2%	44.1%	58.3%
WACC	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
ROCE (adj.)/WACC	-0.1	-0.7	1.4	0.1	4.4	5.8
<b>PER SHARE DATA (EUR)***</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023e</b>	<b>12/2024e</b>	<b>12/2025e</b>
Average diluted number of shares	20.6	21.9	21.9	21.9	21.9	21.9
EPS (reported)	-0.03	-0.38	-0.23	-0.33	0.24	0.60
EPS (adj.)	0.01	-0.38	-0.23	-0.33	0.24	0.60
BVPS	2.01	0.33	0.90	0.56	0.80	1.40
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>VALUATION</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023e</b>	<b>12/2024e</b>	<b>12/2025e</b>
EV/Sales	0.6	0.6	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	59.8	n.m.	n.m.	n.m.	11.8	6.6
<b>EV/EBITDA (adj.)*</b>	<b>43.1</b>	<b>n.m.</b>	<b>14.5</b>	<b>28.2</b>	<b>7.7</b>	<b>5.0</b>
EV/EBITA	-116.1	-28.4	-31.7	-23.7	20.0	8.9
<b>EV/EBITA (adj.)*</b>	<b>-466.4</b>	<b>-123.4</b>	<b>25.9</b>	<b>440.0</b>	<b>10.5</b>	<b>6.3</b>
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	20.0	8.9
<b>EV/EBIT (adj.)*</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>25.9</b>	<b>n.m.</b>	<b>10.5</b>	<b>6.3</b>
<b>P/E (adj.)</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>24.5</b>	<b>9.8</b>
P/BV	4.0	38.4	7.3	10.4	7.3	4.2
Total Yield Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE	5.5	9.9	4.7	6.8	6.2	4.9
OpFCF yield	-8.1%	-8.5%	-22.4%	7.8%	2.3%	5.3%
OpFCF/EV	-8.9%	-7.3%	-15.6%	5.5%	1.7%	4.0%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>EV AND MKT CAP (EURm)</b>	<b>12/2020</b>	<b>12/2021</b>	<b>12/2022</b>	<b>12/2023e</b>	<b>12/2024e</b>	<b>12/2025e</b>
Price** (EUR)	8.04	12.50	6.60	5.84	5.84	5.84
Outstanding number of shares for main stock	20.6	21.9	21.9	21.9	21.9	21.9
<b>Total Market Cap</b>	<b>165.5</b>	<b>273.6</b>	<b>144.5</b>	<b>127.8</b>	<b>127.8</b>	<b>127.8</b>
Gross Financial Debt (+)	28.2	56.8	72.6	59.2	56.8	49.6
Cash & Marketable Securities (-)	-32.9	-9.9	-10.3	-7.0	-7.5	-7.1
<b>Net Financial Debt</b>	<b>-4.7</b>	<b>46.9</b>	<b>62.2</b>	<b>52.3</b>	<b>49.3</b>	<b>42.5</b>
Lease Liabilities (+)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Net Debt</b>	<b>-4.7</b>	<b>46.9</b>	<b>62.2</b>	<b>52.3</b>	<b>49.3</b>	<b>42.5</b>
<b>Other EV components</b>	<b>-10.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>Enterprise Value (EV adj.)</b>	<b>150.7</b>	<b>320.5</b>	<b>206.7</b>	<b>180.1</b>	<b>177.1</b>	<b>170.3</b>

Source: Company, GVC Gaesco Valores estimates.

### Notes

\* Where EBITDA (adj.) or EBITA (adj.)= EBITDA (or EBITA) +/- Non Recurrent Expenses/Income and where EBIT (adj.)= EBIT +/- Non Recurrent Expenses/Income - PPA amortisation

\*\*Price (in local currency): Fiscal year end price for Historical Years and Current Price for current and forecasted years

\*\*\*EPS (adj.) diluted= Net Profit (adj.)/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs. EPS (reported) = Net Profit reported/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs.

Sector: Utilities/Alternative Electricity

Company Description: Holaluz is an independent Spanish energy supply company, focus in the retail and the development of a broad base of "prosumers", which includes self production installation and management. They only sells green energy and uses derivatives, PPA's and prosumers production to source its supply business, using the regulatory advantages of the distributed generation.

## European Coverage of the Members of ESN

<b>Automobiles &amp; Parts</b>	<b>Mem(*)</b>	L'Oreal	CIC	Finecobank	BAK	Applus	GVC
Brembo	BAK	Lvmh	CIC	Generalfinance	BAK	Arteche	GVC
Cie Automotive	GVC	Maisons Du Monde	CIC	Illimity Bank	BAK	Avio	BAK
Faurecia	CIC	Monnalisa	BAK	Mediobanca	BAK	Biesse	BAK
Ferrari	BAK	Ovs	BAK	Poste Italiane	BAK	Bollore	CIC
Gestamp	GVC	Piaggio	BAK	Rothschild & Co	CIC	Bureau Veritas	CIC
Indelb	BAK	Richemont	CIC	<b>Food &amp; Beverage</b>	<b>Mem(*)</b>	Caf	GVC
Landi Renzo	BAK	Smcp	CIC	Ab Inbev	CIC	Catenon	GVC
Michelin	CIC	Swatch Group	CIC	Advini	CIC	Cellnex Telecom	GVC
Pirelli & C.	BAK	Technogym	BAK	Bonduelle	CIC	Cembre	BAK
Plastic Omnium	CIC	Trigano	CIC	Campari	BAK	Chargeurs	CIC
Renault	CIC	Ubisoft	CIC	Carlsberg As-B	CIC	Clasquin	IAC
Sogefi	BAK	<b>Energy</b>	<b>Mem(*)</b>	Danone	CIC	Cnh Industrial	BAK
Stellantis	BAK	Cgg	CIC	Diageo	CIC	Corticeira Amorim	CBI
Valeo	CIC	Ecoslops	CIC	Ebro Foods	GVC	Ctt	CBI
<b>Banks</b>	<b>Mem(*)</b>	Eni	BAK	Fleury Michon	CIC	Danieli	BAK
Banca Mps	BAK	Galp Energia	CBI	Heineken	CIC	Datalogic	BAK
Banco Sabadell	GVC	Gas Plus	BAK	Italian Wine Brands	BAK	Elecnor	GVC
Banco Santander	GVC	Gtt	CIC	Lanson-Bcc	CIC	Enav	BAK
Bankinter	GVC	Maurel Et Prom	CIC	Laurent Perrier	CIC	Enogia	CIC
Bbva	GVC	Neoen	CIC	Ldc	CIC	Exel Industries	CIC
Bnp Paribas	CIC	Plc	BAK	Lindt & Sprüngli	CIC	Fiera Milano	BAK
Bper	BAK	Repsol	GVC	Nestle	CIC	Fincantieri	BAK
Caixabank	GVC	Rubis	CIC	Orsero	BAK	Getlink	CIC
Credem	BAK	Saipem	BAK	Pernod Ricard	CIC	Global Dominion	GVC
Credit Agricole Sa	CIC	Technip Energies	CIC	Remy Cointreau	CIC	Haulotte Group	CIC
Intesa Sanpaolo	BAK	Technipfmc Plc	CIC	Tipiak	CIC	Interpump	BAK
Societe Generale	CIC	Tecnicas Reunidas	GVC	Vilmorin	CIC	Inwit	BAK
Unicaja Banco	GVC	Tenaris	BAK	Viscofan	GVC	Legrand	CIC
Unicredit	BAK	Totalenergies	CIC	Vranken	CIC	Leonardo	BAK
<b>Basic Resources</b>	<b>Mem(*)</b>	Vallourec	CIC	<b>Healthcare</b>	<b>Mem(*)</b>	Logista	GVC
Acerinox	GVC	<b>Fin. Serv. Holdings</b>	<b>Mem(*)</b>	Abionyx Pharma	CIC	Manitou	CIC
Altri	CBI	Cir	BAK	Amplifon	BAK	Nbi Bearings Europe	GVC
Arcelormittal	GVC	Corp. Financiera Alba	GVC	Atrys Health	GVC	Nexans	CIC
Ence	GVC	Digital Magics	BAK	Biomerieux	CIC	Nicolas Correa	GVC
Neodecortech	BAK	Eurazeo	CIC	Crossject	CIC	Openjobmetis	BAK
Semapa	CBI	Gbl	CIC	Diasorin	BAK	Osai	BAK
The Navigator Company	CBI	Peugeot Invest	CIC	El.En.	BAK	Prima Industrie	BAK
Tubacex	GVC	Rallye	CIC	Fermentalq	CIC	Prosegur	GVC
<b>Chemicals</b>	<b>Mem(*)</b>	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Fine Foods	BAK	Prosegur Cash	GVC
Air Liquide	CIC	Wendel	CIC	Genfit	CIC	Prysmian	BAK
Arkema	CIC	<b>Fin. Serv. Industrials</b>	<b>Mem(*)</b>	Gpi	BAK	Rai Way	BAK
Plasticos Compuestos	GVC	Dovalue	BAK	Guerbet	CIC	Rexel	CIC
<b>Consumer Products &amp; Serv.</b>	<b>Mem(*)</b>	Nexi	BAK	Ipsen	CIC	Saes	BAK
Abeo	CIC	Tinexta	BAK	Korian	CIC	Salcef	BAK
Beneteau	CIC	<b>Financial Services Banks</b>	<b>Mem(*)</b>	Oncodesign	CIC	Schneider Electric Se	CIC
Capelli	CIC	Amundi	CIC	Orpea	CIC	Somfy	CIC
De Longhi	BAK	Anima	BAK	Prim Sa	GVC	Talgo	GVC
Fila	BAK	Azimut	BAK	Recordati	BAK	Teleperformance	CIC
Givaudan	CIC	Banca Generali	BAK	Theraclion	CIC	Tikehau Capital	CIC
Groupe Seb	CIC	Banca Ifis	BAK	Vetoquinol	CIC	Verallia	CIC
Hermes Intl.	CIC	Banca Mediolanum	BAK	Virbac	CIC	Vidrala	GVC
Hexaom	CIC	Banca Sistema	BAK	Výtrus Biotech	GVC	Zignago Vetro	BAK
Interparfums	CIC	Bff Bank	BAK	<b>Industrial Goods &amp; Services</b>	<b>Mem(*)</b>	<b>Insurance</b>	<b>Mem(*)</b>
Kaufman & Broad	IAC	Dea Capital	BAK	Alstom	CIC	Axa	CIC
Kering	CIC	Dws	CIC	Antin Infrastructure	CIC	Catalana Occidente	GVC

Generali	BAK	Rcs Mediagroup	BAK	Nos	CBI	Volitalia	CIC
Linea Directa Aseguradora	GVC	Tf1	CIC	Orange	CIC		
Mapfre	GVC	Universal Music Group	CIC	Parlem Telecom	GVC		
Net Insurance	BAK	Vivendi	CIC	Telecom Italia	BAK		
Unipolsai	BAK	Vocento	GVC	Telefonica	GVC		
<b>Materials, Construction</b>	<b>Mem(*)</b>	<b>Pers. Care, Drug, Grocery St.</b>	<b>Mem(*)</b>	Tiscali	BAK		
Abp Nocivelli	BAK	Carrefour	CIC	Unidata	BAK		
Acs	GVC	Casino	CIC	Vodafone	BAK		
Aena	GVC	Jeronimo Martins	CBI	<b>Travel &amp; Leisure</b>	<b>Mem(*)</b>		
Buzzi Unicem	BAK	Marr	BAK	Accor	CIC		
Cementir	BAK	Sonae	CBI	Autogrill	BAK		
Cementos Molins	GVC	Unilever	CIC	Compagnie Des Alpes	CIC		
Crh	CIC	Winfarm	CIC	Edreams Odigeo	GVC		
Eiffage	CIC	<b>Real Estate</b>	<b>Mem(*)</b>	Elior	CIC		
Fcc	GVC	Igd	BAK	Fdj	CIC		
Ferrovial	GVC	Inmobiliaria Colonial	GVC	Groupe Partouche	IAC		
Groupe Adp	CIC	Inversa Prime	GVC	Hunyvers	CIC		
Groupe Poujoulat	CIC	Lar España	GVC	I Grandi Viaggi	BAK		
Groupe Sipi S.A.	CIC	Merlin Properties	GVC	Ibersol	CBI		
Heidelberg Cement	CIC	Realia	GVC	Int. Airlines Group	GVC		
Herige	CIC	<b>Retail</b>	<b>Mem(*)</b>	Melia Hotels International	GVC		
Holcim	CIC	Aramis Group	CIC	Nh Hotel Group	GVC		
Imerys	CIC	Burberry	CIC	Pierre Et Vacances	CIC		
Maire Tecnimont	BAK	Fnac Darty	CIC	Sodexo	CIC		
Mota Engil	CBI	Inditex	GVC	<b>Utilities</b>	<b>Mem(*)</b>		
Obrascon Huarte Lain	GVC	Unieuro	BAK	A2A	BAK		
Sacyr	GVC	<b>Technology</b>	<b>Mem(*)</b>	Acciona	GVC		
Saint-Gobain	CIC	Agile Content	GVC	Acea	BAK		
Sergeferrari Group	CIC	Almawave	BAK	Alerion Clean Power	BAK		
Sika	CIC	Alten	CIC	Audax	GVC		
Spie	CIC	Amadeus	GVC	Derichebourg	CIC		
Tarkett	CIC	Atos	CIC	Edf	CIC		
Thermador Groupe	CIC	Axway Software	CIC	Edp	CBI		
Vicat	CIC	Capgemini	CIC	Enagas	GVC		
Vinci	CIC	Dassault Systemes	CIC	Encavis Ag	CIC		
Webuild	BAK	Digital Value	BAK	Endesa	GVC		
<b>Media</b>	<b>Mem(*)</b>	Esi Group	CIC	Enel	BAK		
Arnoldo Mondadori Editore	BAK	Exprivia	BAK	Engie	CIC		
Atresmedia	GVC	Gigas Hosting	GVC	E-Pango	CIC		
Believe	CIC	Indra Sistemas	GVC	Erg	BAK		
Cairo Communication	BAK	Izertis	GVC	Greenvolt	CBI		
Deezer	CIC	Lleida.Net	GVC	Hera	BAK		
Digital Bros	BAK	Memscap	IAC	Holaluz	GVC		
Fill Up Media	CIC	Neurones	CIC	Iberdrola	GVC		
Gl Events	CIC	Ovhcloud	CIC	Iren	BAK		
Il Sole 24 Ore	BAK	Reply	BAK	Italgas	BAK		
Ipsos	CIC	Sii	CIC	Naturgy	GVC		
Jcdecaux	CIC	Sopra Steria Group	CIC	Opdenery	GVC		
Lagardere	CIC	Spindox	BAK	Redeia	GVC		
M6	CIC	Stmicroelectronics	BAK	Ren	CBI		
Mediaset Espana	GVC	Tier1 Technology	GVC	Seche Environnement	CIC		
Mfe-Mediaforeurope	BAK	Visiativ	CIC	Snam	BAK		
Miogroup	GVC	Vogo	CIC	Solaria	GVC		
Nrj Group	CIC	<b>Telecommunications</b>	<b>Mem(*)</b>	Solarprofit	GVC		
Prisa	GVC	Bouygues	CIC	Terna	BAK		
Publicis	CIC	Ekinops	CIC	Veolia	CIC		

LEGEND: BAK: Banca Akros; CIC: CIC Market Solutions; CBI: Caixa-Banco de Investimento; GVC: GVC Gaesco Valores

as at 27 January 2023

## List of ESN Analysts (\*\*)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cic.fr
Matteo Cuconato	BAK	+39 02 4344 4784	matteo.cuconato@bancaakros.it
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cic.fr
Dominique Descours	CIC	+33 1 53 48 81 12	dominique.descours@cic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cic.fr
Andrea Devita, CFA	BAK	+39 02 4344 4031	andrea.devita@bancaakros.it
Enrico Esposti, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposti@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvgaesco.es
Gian Marco Gadini	BAK	+39 02 4344 4236	gianmarco.gadini@bancaakros.it
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Jean-Christophe Lefèvre-Moulenq	CIC	+33 1 53 48 80 65	jeanchristophe.lefevremoulenq@cic.fr
Eric Lemarié	CIC	+33 1 53 48 64 25	eric.lemarie@cic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Marisa Mazo, Ph.D, CFA	GVC	+34 91 436 7817	marisa.mazo@gvgaesco.es
Fanny Meindre, PhD	CIC	+33 1 53 48 80 84	fanny.meindre@cic.fr
Jaime Pallares Garcia	GVC	+34 91 436 7818	jaime.pallares@gvgaesco.es
Amaud Palliez	CIC	+33 1 41 81 74 24	amaud.palliez@cic.fr
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvgaesco.es
Juan Peña	GVC	+34 91 436 78 16	juan.pena@gvgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cic.fr
Virginie Royère, CFA	CIC	+33 1 53 48 76 52	virginie.royere@cic.fr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it

(\*\*) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts



Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: [www.gvcgaesco.es](http://www.gvcgaesco.es). GVC Gaesco Valores S.V., S.A., is a company regulated by the CNMV and is registered under number 182 in the Official Register of Securities Companies and Agencies of the CNMV.

All the information contained in this report has been compiled and prepared in good faith by GVC Gaesco Valores S.V., S.A. from sources we believe to be reliable (including public accounts and audits). The opinions expressed in this report are those of our research department at the time of publication and may be changed at any time without notice and without communication. There is no scheduled frequency for updating the recommendations. The recommendation contained in this document has not been communicated in advance to the issuer. This document does not constitute an invitation to buy or sell securities. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. accepts no responsibility for the use of this report. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. has no proprietary investment positions in the securities mentioned in this report. There may be a business relationship between GVC Gaesco Valores S.V., S.A., and the issuer on which this report is issued, and if so, this is detailed in the following section. This and other documents are only one source of information, among others, which is not intended in itself to constitute an investment decision tool. In no way can this or any other analysis documents produced by us be used for investment decisions. Each investor is responsible for his or her own decisions and this document or others are only a source of supplementary information. This document has been distributed only to professional, qualified and selected investors or potential investors and has not been distributed in a generic form. Any use of this document implies an understanding and explicit acceptance of these warnings.

**As of the date of this report, GVC Gaesco Valores S.V., S.A.,**

- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: Catenon SA; Clever Global SA; Facephi Biometría SA.; Griño Ecologic SA, NBI Bearings Europe S.A.; Trajano Iberia (Socimi), SA; IFFE Futura, S.A.; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi); Solaria Casiopea (bonos MARF); TIER1 Technology; Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR); Agile Content; Imaginarium, SA. Plásticos Compuestos SA; Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A. Pangaea Oncology, S.A.; Investment Media Optimization S.A., Inmobiliaria del Sur S.A., Club de Futbol Intercity, S.A.D (CITY); Profithol S.A. (SPH); Vytrus Biotech.; Labiana Health, S.A.; Axon Partners Group, S.A., Biotechnology Assets S.A., Grupo Greening 2022, S.A.
- has participated and/or participates as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies Plásticos Compuestos SA; Holaluz Clidom SA; ASPY Global Services, S.A; The Nimo's Holding; Parlem Telecom Companyia de Telecomunicaciones SA; Inversa Prime Socimi SA; Profithol S.A. (SPH); Hannum S.A., OPDEnergy Holding S.A; Labiana Health S.A., Axon Partners Group S.A., Deoleo S.A., Audasa, S.A., Agile Content, S.A, GIGAS Hosting, S.A., TIER 1 Technology, S.A., Atrys Health, S.A, Pangea Oncology, S.A, Obras y Servicios COPASA, Inmobiliaria del Sur, S.A.G
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Melia Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA); ENCE Energia y Celulosa; Cementos Molins; Desarrollo Especiales de Sistemas de Anclaje, S.A. (DESA).
- has signed a Corporate Brokerage agreement that includes a contractually agreed provision of research services that in return, GVC Gaesco Valores receives a compensation. These reports (sponsored) may/could have been previously shown to the companies: Agile Content; Atrys Health; Audax Renovables; Gigas Hosting; Catenon; Greenalia; TIER1 Technology; Vytrus Biotech.

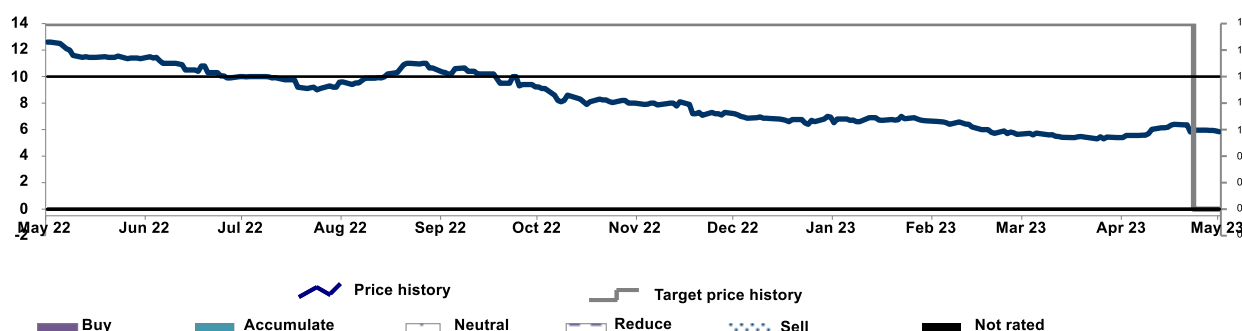
**Recommendation history for HOLALUZ**

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
27-Apr-23	Buy	0.00	5.96
09-Mar-21	Buy	14.00	9.88

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows GVC Gaesco Valores continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period.

Current analyst: Víctor Peiro Pérez (since 01/12/2018)



## ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated based on **total return**, measured by the upside/downside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12-month time horizon**. The final responsible of the recommendation of a listed company is the analyst who covers that company. The recommendation and the target price set by an analyst on one stock are correlated but not totally, because an analyst may include in its recommendation also qualitative elements as market volatility, earning momentum, short term news flow, possible M&A scenarios and other subjective elements.



The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy (B)**, **Accumulate (A)**, **Neutral (N)**, **Reduce (R)** and **Sell (S)**.

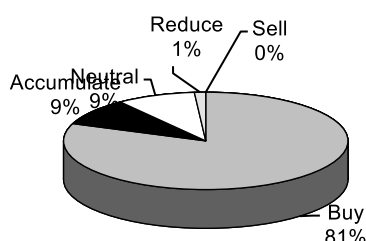
Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

### Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 15%** during the next 12 months
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **5% to 15%** during the next 12 months
- **Neutral:** the stock is expected to generate total return of **-5% to +5%** during the next 12 months
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **-5% to -15%** during the next 12 months
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -15%** during the next 12 months
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to: a) a capital operation (take-over bid, SPO, etc.) where a Member of ESN is or could be involved with the issuer or a related party of the issuer; b) a change of analyst covering the stock; c) the rating of a stock is under review by the Analyst.
- **Not Rated:** there is no rating for a stock when there is a termination of coverage of the stocks or a company being floated (IPO) by a Member of ESN or a related party of the Member.

Note: a certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets

### GVC Gaesco Valores, S.V., S.A. Ratings Breakdown



For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months) please see ESN Website [Link](#)

Date and time of production: **17:00; 05-05-2023, CET**

First date and time of dissemination: **09:00; 08-05-2023CET**

## Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ("ESN"). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. The views expressed in this research report accurately reflect the research analyst's personal views about the subject securities and issuers. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ("related investments"). These reports are prepared for the professional clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. Unless otherwise specified in the research report, no part of the research analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in the research report. For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members or in the local disclaimer of the Members or contacting directly the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN and/or ESN Members will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report, you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document. For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members, on the "interests" and "conflicts" of the analysts and on each "company recommendation history", please visit the ESN website ([https://www.esnpartnership.eu/research\\_and\\_database](https://www.esnpartnership.eu/research_and_database)) or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Members:

[www.bancaakros.it](http://www.bancaakros.it) regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

[www.caixabi.pt](http://www.caixabi.pt) regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

[www.cic-marketsolutions.eu](http://www.cic-marketsolutions.eu) regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

[www.gvcaesco.es](http://www.gvcaesco.es) regulated by the CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

## Members of ESN (European Securities Network LLP)

