

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 25% del capital.

Luis Esteban Arribas – luis.esteban@institutodeanalistas.com
 +34 915 904 226

Una buena idea, pero a "una sola carta": la velocidad de ejecución

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	1,5	1,6
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	3,6	4,0
Número de Acciones (Mn)	7,5	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,00 / 0,48 / 0,17	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,04	
Rotación ⁽²⁾	256,8	
Factset / Bloomberg	VANA-ES / VANA SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Salvador Martí Varó	14,6
Vicente Terol	6,9
Free Float	78,5

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2022	2023e	2024e	2025e
Nº Acc. ajustado (Mn)	0,0	7,2	8,9	8,9
Total Ingresos	0,5	2,3	5,1	9,3
EBITDA Rec.	-1,2	-1,6	-1,1	-0,5
% Var.	n.a.	-27,6	31,8	52,3
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	26,2	20,8	16,0	11,3
Beneficio neto	-0,9	-1,7	-1,3	-1,0
BPA (EUR)	n.a.	-0,23	-0,14	-0,11
% Var.	n.a.	n.a.	38,9	22,4
BPA ord. (EUR)	n.a.	-0,24	-0,16	-0,12
% Var.	n.a.	n.a.	35,4	22,4
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	-2,1	-2,1	-2,6	-2,5
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	n.a.	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	0,1	1,4	4,0	6,4
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

	2022	2023e	2024e	2025e
PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	2,3	3,1	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	n.a.	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	7,67	1,56	0,71	0,39
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

UNA IDEA DENTRO DEL SECTOR DE LA RESTAURACIÓN... VANA es una cadena de cafeterías (en fase de start-up) que ofrece una combinación de productos de alta calidad y una experiencia de cliente innovadora. En junio de 2022 abrió su primer local en Alicante. Estimamos 37 locales abiertos en 2025e.

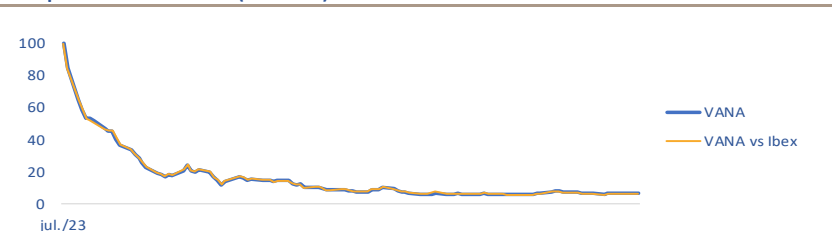
... ANTE UN AUTÉNTICO SALTO DE ESCALA. Nuestro escenario para el período 2023e-2025e contempla un crecimiento exponencial en ingresos (por la reducida base de partida) hasta alcanzar c.EUR 9Mn en 2025e (4x Ingresos 2023e). Un salto de escala muy significativo, y sustentado en: i) creciente número de aperturas (+6 en 2023e, +11 en 2024e y +16 en 2025e), ii) aprovechar la tendencia de alimentación saludable, iii) ganar cuota de mercado frente a formatos tradicionales.

CAPACIDAD "CREÍBLE" DE MEJORAR EN MÁRGENES, AUNQUE SIN SUPERAR BREAK-EVEN (HASTA DESPUÉS DE 2025E)... Por tres razones: i) la mejora del margen bruto (hasta niveles del 65,3% en 2025e vs 50,7% en 2022), ii) reducción de la estructura de costes (menor peso del gasto de personal de administración sobre el total) que aún seguirá presionando el EBITDA Rec. en 2025e (EUR -0,5Mn) y iii) la proximidad física de las nuevas aperturas permite desarrollar economías de escala.

... ELEVANDO LA DEUDA NETA HASTA EUR 6,4MN EN 2025E (AUNQUE MITIGADA MEDIANTE BONOS CONVERTIBLES). Conseguir la financiación para llevar a cabo el plan de expansión es la principal incógnita. El modelo de negocio implica una inversión exigente para llevar a cabo el plan de aperturas. Sólo una mayor velocidad de expansión que adelante la generación de FCF positivo puede reducir las necesidades de financiación. Que esperamos se sigan cubriendo mayoritariamente, con soluciones que impliquen equity y, por tanto, dilución. Proyectamos una deuda neta creciente hasta EUR 6,4Mn en 2025e.

SOBRE EL PAPEL LA IDEA ES CLARA, PERO EXIGE VELOCIDAD DESDE "YA". Más allá de los riesgos implícitos en cualquier start-up, VANA se presenta como una oportunidad de crecimiento (teóricamente) clara. La ubicación, el sector y la apuesta por la alimentación saludable parecen correctas. No obstante, el tiempo necesario para reducir las pérdidas operativas, y la financiación de las mismas, son el factor clave. Por lo que los resultados 2024e pasan a ser la "prueba de fuego". Para probar la velocidad de expansión y su impacto real en márgenes y FCF.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	9,5	-45,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	6,6	-48,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	7,5	-45,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	4,8	-48,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽³⁾	-1,3	-52,8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Europe / Restaurants -IND.

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

(5) 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).

Una “start-up” de cafeterías hiperdependiente de la velocidad de aperturas. La financiación (y su impacto) es la principal restricción del modelo

Una cadena de restauración que apuesta por la alimentación saludable...

Vanadi Coffee (VANA) es una cadena de cafeterías saludables (en fase de start-up) que ofrece una combinación de productos de alta calidad, espacios acogedores, y busca una experiencia de cliente innovadora. Fundada en noviembre de 2021 por Salvador Martí y Vicente Terol, a cierre del 1S23 cuenta con 10 locales abiertos en la región de Alicante, donde se beneficia del turismo, ofreciendo productos saludables y de procedencia local.

... y compite tanto con cadenas premium como con cafeterías locales.

Durante 2023, VANA adquiere la cadena de pastelerías “Le Fournil de Jules”, que cuenta con obradores propios, con el objetivo de mejorar su propia logística. Los locales de VANA sirven desde desayunos hasta cenas con servicio de entrega a domicilio. A diferencia de cadenas de comida rápida como McDonald’s o Taco Bell, la apuesta diferencial del modelo de negocio de VANA se basa en tres pilares: i) competición simultánea tanto con grandes cadenas como con cafeterías tradicionales ubicadas en áreas menos densamente pobladas, ii) la calidad y procedencia de la oferta de productos y iii) la variedad de opciones saludables.

Reflexionamos sobre tres cuestiones clave del modelo de negocio de VANA: i) ¿Cuál es la capacidad real de crecimiento orgánico de la compañía? ii) ¿Qué impacto tendría en márgenes un escenario de alto crecimiento?, y iii) ¿Cuál será el nivel de inversión y financiación necesario? Contestar a estas preguntas exige un análisis sistemático de la cuenta de resultados. Pero antes, ¿qué es VANA hoy?

A) 2021-1S23: Puesta en marcha del negocio (Ingresos 1S23: EUR 0,7Mn vs EUR 0,5Mn a cierre de 2022) con su primera apertura en junio de 2022

VANA abre su primer local en junio de 2022, lo que hace imposible obviar el momento (embrionario) de negocio en que se encuentra. Pese a ello, el esfuerzo comercial realizado desde el comienzo de su actividad le ha permitido registrar en el 1S23 unos ingresos de EUR 0,7Mn, por encima del cierre 2022 (EUR 0,5Mn). Indicativo del elevado ritmo de crecimiento esperado en facturación para los próximos años, aunque (aún) sin superar break-even en EBITDA recurrente. Las principales características de VANA se pueden resumir en:

- **La combinación entre una oferta de alimentación saludable y espacios acogedores de última generación en sus locales** es, esencialmente, la propuesta de valor de VANA. El servicio va más allá del producto (en el que se busca la máxima calidad), apostando por la experiencia de cliente (customer journey) en la que se puede realizar todo el proceso desde el móvil (desde el pedido hasta el pago). La estrategia a medio plazo consiste en crear una red de cafeterías suficiente que aporte capilaridad, permitiéndole competir con cafeterías tradicionales.
- **Un modelo de negocio rápidamente escalable...** El principal activo de VANA son los puntos de venta disponibles (arrendados). En la actualidad, cuenta con 10 en funcionamiento (4 locales abiertos a cierre de 2022). El crecimiento está condicionado al número de aperturas anuales llevadas a cabo. Por tipología de local, VANA dispone de 4 formatos (ordenado de mayor a menor facturación por tipo de local): Premium, District, Le Fournil de Jules y Corner.
- **... aunque exigente en términos de inversión.** Desde julio de 2023, cotiza en BME growth, una salida a bolsa que obedece a la necesidad “real” de captar financiación para cumplir el plan de negocio presentado. Algo clave en una compañía que requiere de una fuerte inversión para aprovechar la oportunidad de “hacerse un hueco” en un sector maduro como es el de la restauración, pero que no deja de crecer (TACC 2023e-2025e: 5%).

Abre su primer local en junio de 2022. Hoy cuenta con 10 locales abiertos

Un modelo de negocio escalable, aunque exigente en términos de inversión

Los resultados vistos hasta ahora cuentan “muy poco” en términos de crecimiento/rentabilidad

La “foto” es la de una compañía en la que el P&L carece de importancia (Ingresos y EBITDA 1S23: EUR 0,7Mn y EUR -0,9Mn, respectivamente) al no reflejar la capacidad de crecimiento/rentabilidad del negocio (ni el nivel de endeudamiento: DN 1S23 EUR 0,5Mn). Los próximos dos años servirán para establecer una estructura, probar la capacidad de creación de marca y tratar de obtener un volumen de ingresos suficiente para dejar atrás el break-even. Hoy lejano.

B) 2023e será la primera piedra de un (teórico) salto de escala (Ingresos 2025e: EUR 9,3Mn; 4x 2023e) con la financiación como gran restricción del modelo

VANA se encuentra en plena fase de despegue...

VANA se encuentra en plena fase de despegue. Los resultados 1S23 son la rueda a seguir (crecimiento en ingresos y reducción de costes de estructura) aunque todavía lejos de alcanzar unos niveles óptimos. La estrategia de VANA pivota sobre la capacidad y, sobre todo, la velocidad de escalar el negocio. Lo planteado hasta ahora puede suponer una oportunidad en el l/p (más allá de 2025e), que actualmente no es visible en el P&L. Por lo que la pregunta es, ¿qué deberíamos esperar para 2023e-2025e?

... esperamos un salto de escala (Ingresos 2025e: EUR 9,3Mn; 4x 2023e)

- **La estrategia de apertura de locales y la venta media por punto de venta harán posible el salto en ingresos (Ingresos 2025e: EUR 9,3Mn vs EUR 2,3Mn en 2023e)...** La estrategia de apertura de locales y la venta media por local impulsarán un fuerte crecimiento en ingresos hasta alcanzar c. EUR 9Mn en 2025e, beneficiado por el empuje del turismo de Alicante, aunque condicionado al cumplimiento de su plan de expansión. Esperamos un ritmo de aperturas creciente para el período proyectado: 2023e (+6 locales a/a), 2024e (+11) y 2025e (+16). Principalmente en la Comunidad Valenciana, permitiéndole crear una red de establecimientos (37 locales en 2025e vs 10 en 2023e).

Asimismo, el otro factor clave en la evolución es la venta media por local. Nuestra hipótesis se basa en que las nuevas aperturas aporten el 50% de su capacidad máxima durante el primer ejercicio. Estimamos 18 meses desde la apertura hasta alcanzar la capacidad máxima teórica de venta. En la fase actual de expansión, caracterizada por un ritmo elevado de apertura de locales (y una base reducida), anticipamos un efecto negativo en la venta media (EUR 321Miles en 2025e; -4% vs 2023e), hasta 2025e. La venta media por local está correlacionada con el mix de aperturas por tipo de local.

No anticipamos EBITDA positivo hasta más allá de 2025e

- **... obteniendo una progresiva reducción de costes, que acercaría el break-even en EBITDA (aunque habrá que esperar a 2026e para superarlo).** El abultado crecimiento esperado para el período 2023e-2025e vendrá acompañado de una progresiva mejora de márgenes que minorará las pérdidas operativas hasta alcanzar un EBITDA 2025e de EUR -0,5Mn (vs EUR -1,6Mn en 2022). Una mejora en la rentabilidad explicada por tres razones: i) mejora en el margen bruto (buscando alcanzar niveles similares a los de su sector c.70% vs 59,5% 2023e), ii) apalancamiento de gastos de personal (reduciendo el peso del gasto en administración sobre el total) y iii) la proximidad en la localización de las nuevas aperturas producirá sinergias que permitirán desarrollar economías de escala.

Estimamos unas necesidades de capital de c. EUR 7Mn hasta 2025e

- **La expansión exigirá un CAPEX elevado (que impedirá la generación de FCF positivo hasta más allá de 2025e).** Nuestro escenario central contempla la apertura de un total de 33 locales en 3 años, que junto con los resultados operativos negativos (y pese a una variación de circulante positiva por la naturaleza del negocio) supondrá unas necesidades de capital acumuladas de c. EUR 7Mn hasta 2025e. Descartamos la generación de FCF positivo en los próximos ejercicios.

La captación de capital es la principal incógnita

- **Lo que (lógicamente) se verá reflejado en un aumento del nivel de Deuda Neta que tocará máximos en 2025e (DN 25e: EUR 6,4Mn).** El incremento del endeudamiento es inevitable como consecuencia de la fase de crecimiento en la que se encuentra el negocio, sumada a la incapacidad de obtener resultados operativos positivos en los próximos dos años. Lo que aviva la única incógnita de nuestro modelo: la captación de capital, que se convierte en la gran restricción del modelo de negocio de VANA (algo usual en cualquier “start up”). En abril de 2023 firma un acuerdo de financiación con GCFO (fondo de inversión dubaití) por valor de EUR 10Mn hasta 2028e. A fecha de este informe, la conversión de los bonos ha supuesto (ya) una dilución de c.30% para los accionistas desde la salida a BMEGrowth (julio 2023). Estimamos una potencial dilución adicional del 48% (a 1,25 EUR/acción; +625% del precio de cotización actual; 85% de dilución con conversión al precio de cotización actual).

Si ponemos el foco en 2023e, nuestros números contemplan ingresos de EUR 2,3Mn (vs EUR 0,5Mn 2022) y un EBITDA Rec. de EUR -1,6Mn. Con una Deuda Neta 2023e de EUR 1,4Mn, resultado de la inversión necesaria para las aperturas de locales y la adquisición de “Le Fournil de Jules” durante 2023e (EUR 0,6Mn).

¿Y en 2025e? Aunque condicionada a la materialización de la inversión necesaria y ejecución del plan de expansión, VANA debería aspirar a unos ingresos de EUR 9,3Mn en 2025e con 37 locales abiertos y un ingreso medio/local de EUR 321Miles. Además, la capacidad de apalancar sus costes al crecimiento de su negocio debería “diluir” el peso del OPEX s/Ingresos visto en su primer año de actividad hasta c.70% en 2025e, lo que, sumado a la mejora del Margen Bruto, dejaría el EBITDA 2025e cerca de break-even (EUR -0,5Mn).

Todo lo anterior, situará la Deuda Neta 2025e en EUR 6,4Mn, un elevado nivel de endeudamiento. De no haber ampliaciones de capital adicionales, VANA tendría Patrimonio Neto negativo desde 2024e, aunque mitigado por los acuerdos de financiación convertibles ya pactados. Lo que es la gran incógnita que debe resolverse en los siguientes ejercicios: la captación de capital y su efecto sobre los accionistas (por dilución).

Tabla 1. Síntesis de las proyecciones financieras Lighthouse (2022-2025e)

EUR Mn	2022	2023e	2024e	2025e
Total Ingresos	0,5	2,3	5,1	9,3
Var. (%)	n.a.	391,0%	119,0%	83,3%
Margen Bruto	0,2	1,4	3,2	6,1
Margen Bruto/Ingresos	50,7%	59,5%	63,3%	65,3%
Gasto de Personal	-0,6	-1,3	-2,1	-3,6
Otros gastos de explotación	-0,8	-1,6	-2,2	-2,9
EBITDA rec.	-1,2	-1,6	-1,1	-0,5
Var. Capital circulante	0,4	0,5	0,4	0,6
Capex	-1,4	-1,0	-1,7	-2,2
Free Cash Flow Recurrente	-2,1	-2,1	-2,6	-2,5
Deuda Financiera Neta	0,1	1,4	4,0	6,4
Número de Tiendas a cierre	4	10	21	37
Número Medio de Empleados	16	55	83	152

C) En conclusión: Una buena idea dentro del sector de la restauración. Pero sometida a un (lógico) riesgo de ejecución. Solo eludible con “velocidad” de aperturas)

Una idea dentro del sector de la restauración en España

Los 2 próximos años van a ser esenciales para testear el modelo de negocio de VANA, no sólo en términos cuantitativos (ingresos, márgenes...) sino también cualitativamente, ganando reconocimiento de marca (más allá de la región de la Comunidad Valenciana) y fidelizando clientes.

VANA espera capitalizar la creciente demanda de opciones alimenticias saludables. El objetivo es convertirse en referencia dentro del segmento de comida saludable en la región de Alicante, para, posteriormente, expandirse a otras regiones de España. Aunque aún se encuentra en una fase inicial del negocio, la rápida escalabilidad de su modelo de negocio le debiera permitir dar un significativo salto en ingresos.

Nuestro equity story pivota, por tanto, sobre dos variables: i) la captación de la financiación necesaria para llevar a cabo el plan de expansión, lo que nos lleva a estimar una fuerte dilución para el accionista y ii) la velocidad de ejecución del plan de expansión que permita mejorar significativamente los márgenes y alcanzar break even en EBITDA en un máximo de tres años. La visibilidad sobre las estimaciones es muy limitada debido a la dependencia del modelo de negocio del ritmo de aperturas, por lo que la evolución del negocio en 2024e será un indicador clave.

El tiempo necesario para mejorar márgenes y alcanzar break-even es el elemento clave

Es decir, nos encontramos ante una dicotomía. Por un lado, existe la oportunidad de crear una marca que atraiga y retenga a un elevado número de clientes, convirtiéndose en referencia (¿Comunidad Valenciana?, ¿España?) y, por otro, ante el riesgo de no obtener la financiación necesaria para aumentar su presencia, alejando los niveles de rentabilidad esperados en los próximos ejercicios y pudiendo verse obligada a reducir sus planes de expansión. La mejora de la rentabilidad sólo es factible con un salto en tamaño muy significativo vía nuevas aperturas (o crecimiento no orgánico). Y tanto la mejora de la rentabilidad como la necesidad de más o menos financiación dependen, casi exclusivamente, de la velocidad de expansión con nuevas aperturas.

La incertidumbre radica en la capacidad de VANA para mantener el respaldo financiero necesario y limitar futuras diluciones. Como en el caso de cualquier start-up, VANA es una combinación de grandes oportunidades y riesgos. Mitigados por un modelo de negocio con fortalezas evidentes: una apuesta de carácter local (Alicante) beneficiada de la alta exposición turística de la zona. Y la capacidad de desarrollar economías de escala a través de la expansión de su negocio. El tiempo necesario, por tanto, para alcanzar el break-even (estimamos que se alcance en 2026e) será un elemento esencial a tener en cuenta en la evolución de VANA.

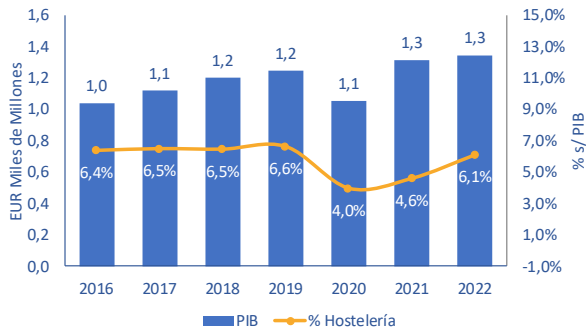
Como toda start-up, VANA es una combinación de oportunidades y riesgos

¿Qué nos dice el precio de la acción? Tras la salida a BMEGrowth en julio de 2023, el precio de la acción ha caído un c.-92%. Nuestros números para 2023e en VANA cotizarían a un EV/Ventas 1,6x por debajo de sus comparables (cadenas de cafeterías, entre las que se encuentran Starbucks y Greengs: EV/Vtas 2,4x). Un descuento explicado por la falta de rentabilidad actual y el riesgo de no obtener la financiación necesaria para ejecutar el plan de negocio.

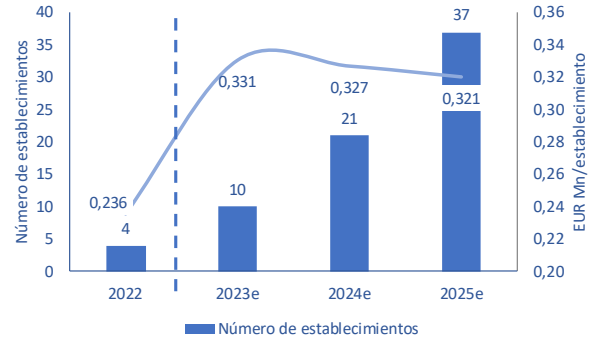
Más allá de los riesgos previamente detallados, VANA se presenta como una buena idea en el sector de la restauración, con una apuesta firme por la alimentación saludable, mostrando una capacidad creíble para expandir su negocio. Con el 2023 ya (casi) finalizado, los resultados 2024e se convierten en la prueba de fuego de VANA. Los resultados 2025e quedan lejos y todavía no cotizan.

La compañía en 8 gráficos

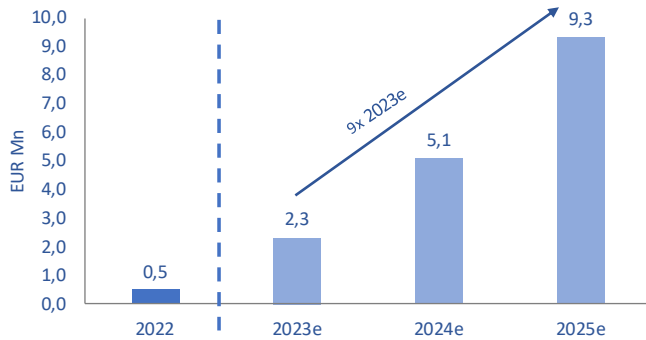
La hostelería es uno de los motores de la economía (y el empleo) en España



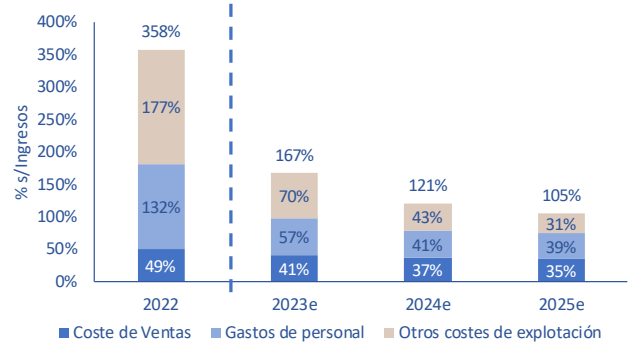
El número de aperturas y la venta media por establecimiento serán los principales catalizadores del negocio...



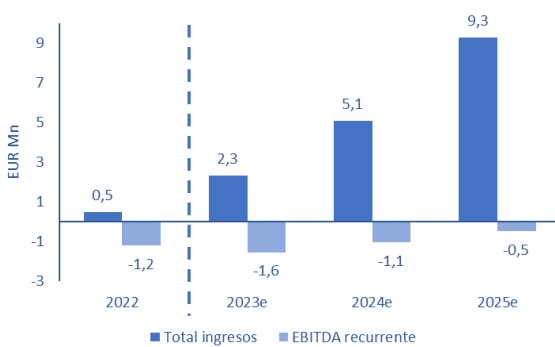
...sobre el que se basa nuestra estimación de crecimiento en ingresos para 2024e y 2025e (Ingresos 2025e: 9x 2023e)



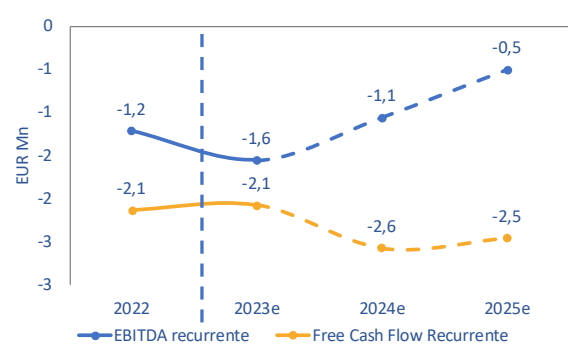
Acompañado de una mejora de márgenes y pudiendo desarrollar economías de escala que reducirán costes



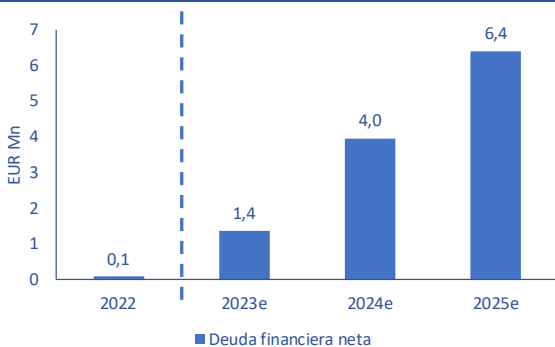
Aunque habrá que esperar hasta después de 2025e para superar break-even en EBITDA



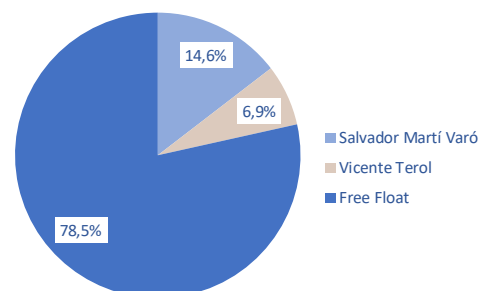
Las necesidades de inversión y los resultados operativos mantendrán la generación de caja bajo presión...



...elevando significativamente la DN hasta EUR 6,4Mn en 2025e (con PN negativo a partir de 2024e)



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



Descripción del negocio

Una start-up de restauración con foco en la alimentación saludable (Fast Good)

Gráfico 1. Evolución de los Ingresos (2021-2022)

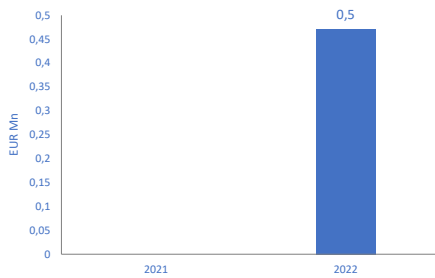


Gráfico 2. Distribución de puntos de venta (2022)

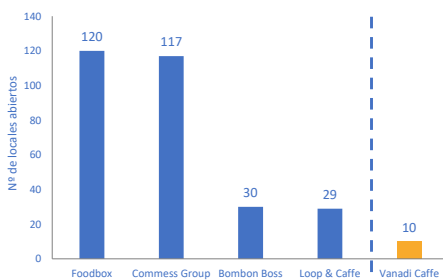


Gráfico 3. Número de puntos de venta abiertos (2021-1S23-2023e)

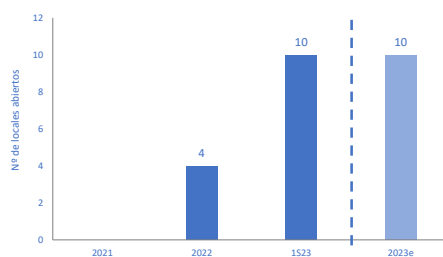
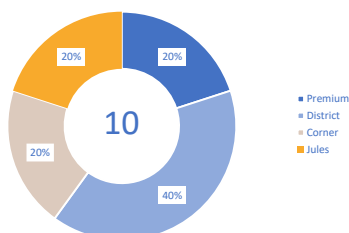


Gráfico 4. Puntos de venta según su tipología (1S23)



Vanadi Coffee (VANA) es una start-up española (Mkt Cap de c. EUR 1,5Mn) con sede en Alicante, fundada en noviembre de 2021 y cuyo modelo de negocio se basa en el arrendamiento y reforma de locales (bares/restaurante) para la venta de productos saludables de máxima calidad y de procedencia local. Durante 2022, obtuvo unos ingresos de EUR 0,5Mn (100% en Alicante, España). Cotiza en BME Growth desde julio de 2023.

Lo que distingue a VANA de sus competidores es su concepto innovador de "Fast Good", que combina la comida rápida con la calidad y la salud. A diferencia de las cadenas de comida rápida tradicionales como McDonald's o Taco Bell, VANA se centra en ofrecer opciones de alimentos saludables. Sus locales sirven desde desayunos hasta cenas con servicio de entrega a domicilio y se ubican estratégicamente en lugares premium y áreas menos congestionadas para competir con las cafeterías locales.

El enfoque del negocio de VANA se basa en tres pilares: i) la escasez de cafeterías saludables en áreas menos densamente pobladas, ii) la oferta de productos de calidad y iii) la variedad de opciones saludables. Sus productos se basan en ingredientes naturales y una oferta gastronómica que incluye café, pan, tostadas, puddings, wraps, etc.

Aunque los principales competidores de VANA son las cafeterías locales por su modelo de proximidad, también lo son las principales cadenas de restauración establecidas en España, que cuentan con una alta red de franquicias y aglutinan varias marcas. En este sentido, destacamos en España: Zena Alsea (grupo mexicano que tiene un total de 1.069 locales, con marcas como VIPS o Starbucks), Áreas (562 locales y marcas como Caffé Caffé, La Pausa o Gastro club), Comess Group (117 locales y marcas como Lizarrán, Levadura Madre o Cantina Mariachi) y Foodbox (>120 locales; incluye la marca Santa Gloria).

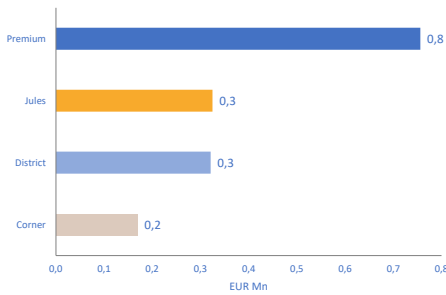
A nivel regional (Comunidad Valenciana) encontramos competidores como: i) Bombon Boss, 30 tiendas a nivel nacional especializados en café y productos recién elaborados y ii) Loops & Caffe, 29 establecimientos en España. En 2022, VANA cerró con 4 locales abiertos (Gráfico 2).

La apertura de locales es el eje central del modelo de negocio

El principal pilar del modelo de negocio de VANA es la proximidad al cliente, para ello, la velocidad de expansión de los locales físicos es clave. La tecnología desempeña un papel importante en la experiencia de los clientes (customer journey). Los locales están completamente digitalizados, lo que incluye menús escaneables mediante códigos QR, pedidos en línea, WiFi, cargadores para dispositivos móviles y una aplicación de pedidos.

VANA se encuentra en la fase inicial de su actividad con el primer local abierto en junio de 2022. En junio de 2023, adquirió "Le Fournil de Jules", negocio dedicado a repostería/panadería con dos locales (y dos obradores) en Alicante por EUR 0,6Mn. Por tanto, el modelo de negocio y estrategia de la compañía puede estar sujeta a grandes variaciones en función de la evolución de sus resultados en los próximos años. El número de locales abiertos en el 1S23 se sitúa en 10 (todos en la provincia de Alicante) y se pueden dividir en cuatro tipos:

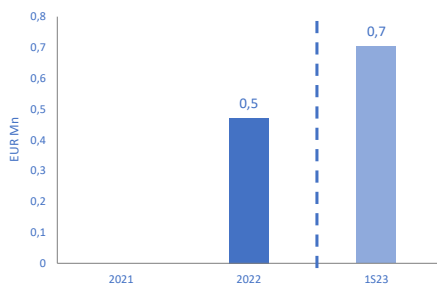
- **Vanadi Premium.** Estos locales se consideran los flagship de VANA, situados en ciudades, con una ubicación excelente y c.400 m2 de superficie. Tienen capacidad para entre 70-90 comensales. El objetivo principal de este tipo de locales es la creación de marca y su uso como obrador para abastecer al resto de locales. Estimamos que el ingreso medio anual por local sea de c. EUR 750Miles anuales.
- **Vanadi District.** Son locales de menor tamaño que los premium, ubicados en barrios estratégicos y entre 80-200m² de superficie. Con capacidad hasta para 60 comensales. Son la base de la estrategia de expansión de VANA. El objetivo de estos locales es implantarse en áreas con menor presencia de marcas de restauración y competir con las cafeterías locales. Estimamos que el ingreso medio sea de c. EUR 320Miles anuales.

Gráfico 5. Facturación máxima por tipo de local


- **Vanadi Corner.** Locales situados en centros comerciales y corners pequeños con entre 1-2 personas encargadas y superficie de entre 20-25m². El objetivo principal de estos locales es el de dotar de capilaridad a la marca, situándolos en zonas de alta rotación. Estimamos que el ingreso medio por local sea de EUR 170Miles anuales.
- **Le Fournil de Jules.** Locales que prestan servicios de cafetería/panadería. El objetivo principal de estos locales es el integrar una nueva marca y servicios dentro del core de la compañía. Estimamos un ingreso medio por este tipo de local de EUR 325Miles.

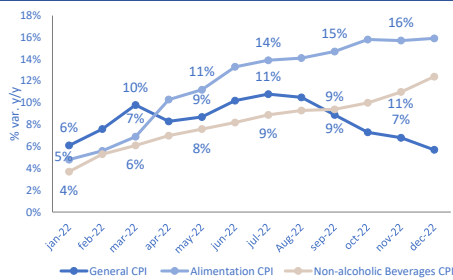
Ingresos (crecientes) aún en fase embrionaria...

Las aperturas de los locales se realizaron a partir de junio 2022, por lo que la mayoría se encuentran aún en fase de despegue (o “ramp up”), es decir, el período necesario hasta que un establecimiento alcanza su nivel óptimo de facturación anual. No obstante, el tiempo transcurrido desde la apertura no es el único factor que afecta a la cifra de negocio por local. Destacamos: i) desconocimiento de marca, ii) climatología, iii) localización y iv) capacidad de atracción a nuevos clientes. El ticket medio depende del tipo de local (va desde los EUR 5 hasta EUR 12). Estimamos un ticket medio general de EUR 7. para los próximos años. Si los 4 locales abiertos en 2022 hubieran facturado a capacidad teórica máxima desde el 1 de enero, los ingresos de VANA habrían sido de EUR 2Mn en 2022 (vs EUR 0,5Mn en el 2S 2022; EUR 1,0Mn proforma).

Gráfico 6. Evolución ingresos (2021-1S23)


Los resultados 1S23 presentaron ingresos de EUR 0,7Mn, muy por encima de la facturación 2S22. El local que más ha facturado durante el 1S23e ha sido “Vanadi Maisonnave, Alicante” con EUR 0,3Mn, un 43,5% s/Ingresos 1S23. El crecimiento visto en 1S23 viene explicado por:

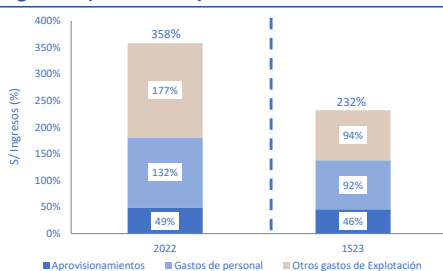
- **Un mayor reconocimiento de marca.** El aprovechamiento de la ubicación de los locales (esencialmente los premium) y el esfuerzo comercial realizado por VANA ha generado un aumento en el reconocimiento de la marca. Lo que se ha traducido en un incremento de la facturación por local ya en 2023.
- **El número de locales abiertos y el tiempo transcurrido desde su apertura.** La inversión que se está llevando a cabo en la apertura de locales se está traduciendo en un mayor tráfico de clientes que ha permitido aumentar los ingresos del período. A lo que debemos añadir el tiempo transcurrido desde la apertura de los locales hasta que alcanza su capacidad objetivo de ingresos (estimamos un período necesario de “ramp-up” de 18 meses).

Gráfico 7. Evolución del IPC 2022


Fuentes: INE.

... aunque la (lógica) presión en márgenes por los costes de inversión y “puesta en marcha” mantienen el EBITDA por debajo de break-even

El coste de ventas de VANA recoge específicamente el coste de las materias primas (alimentos) utilizadas en la fabricación de sus productos (batidos, sándwiches, poke bowl, etc). Durante 2022, la inflación hizo especial mella sobre los precios de los alimentos, llegando a una variación interanual de +16% a/a en los precios durante el 4T22 (vs 4T21). Lo que ha elevado el coste de aprovisionamientos, dejando a VANA con un Mg. Bruto 2022 del 50,7%. A cierre del 1S23, el margen bruto mejora hasta el 54,3% (+3,6p.p. vs 2022; y 68% vs Starbucks).

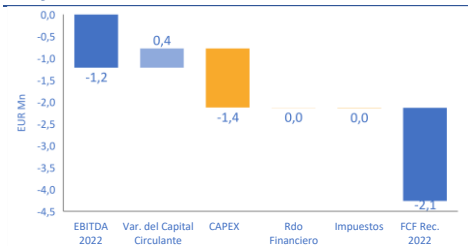
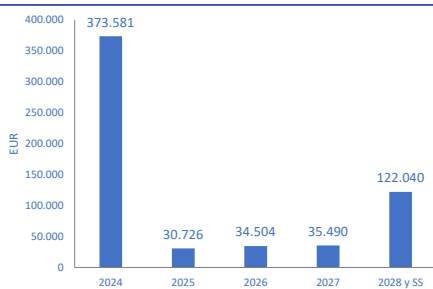
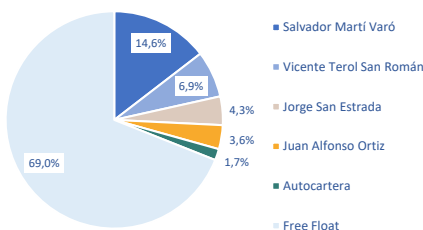
Gráfico 8. Estructura de costes sobre los ingresos (2022-1S23)


Por debajo de la línea del margen bruto, VANA ha puesto el foco en la apertura de locales (CAPEX) y la contratación de personal necesaria para su puesta en marcha durante el 2022. El gasto de personal asciende a EUR 0,6Mn en 2022, de los cuales, el 39% del gasto total se corresponde a la retribución de los 2 administradores solidarios. La plantilla a 31 dic 2022 fue de 37 trabajadores (media de 18 trabajadores en 2022) con 8,5 empleados de media por local (teniendo en cuenta el personal de administración; 4 locales en funcionamiento). VANA registra un gasto por otros costes de explotación de EUR 0,9Mn en 2022.

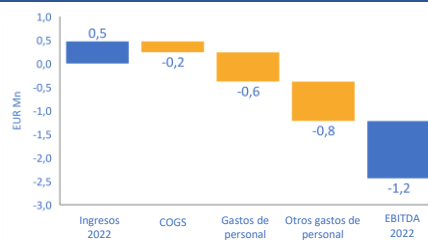
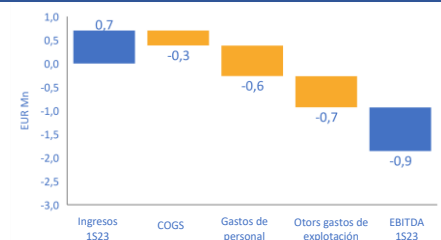
Durante el primer año de actividad, los costes de estructura (personal y otros gastos de explotación) han supuesto c.3,5x los ingresos obtenidos para el mismo período (Ingresos 2022 EUR 0,5Mn). El peso porcentual del gasto de personal fue del 130% s/Ingresos 2022 (16 empleados), mientras que los costes de inversión en estructura, que incluyen los gastos derivados de la puesta en marcha de los locales (arrendamientos, obras, servicios profesionales), han supuesto un 177% s/Ingresos 2022. Todo ello ha llevado a VANA a registrar un EBITDA rec. 2022 por debajo de break-even (EUR -1,2Mn). Pero (lógicamente) los resultados 2022 no son significativos.

Los resultados 1S23 sí son la “rueda a seguir”, empujados por una base comparable poco exigente en términos de costes/ingresos. Los gastos de estructura totales reducen su peso s/Ingresos 1S23 hasta el 186% (vs 310% en 2022). Con todo, el menor peso de los gastos operativos no impide que el EBITDA rec. 1S23 (EUR -0,9Mn) siga por debajo de break-even.

La rentabilidad negativa actual de VANA viene parcialmente explicada por la fase (embrionaria) de creación de estructura en la que se encuentra el negocio. El volumen de ventas será clave para el desarrollo de economías de escala que permitan mejorar los niveles de rentabilidad.

Gráfico 11. De EBITDA A FCF rec. 2022

Gráfico 12. Vencimiento Deuda Bruta 1S23

Gráfico 13. Estructura accionarial


Nota: Porcentaje de participación, a fecha de este informe, teniendo en cuenta los tramos ya convertidos de los bonos convertibles.

Gráfico 9. De Ingresos a EBITDA 2022

Gráfico 10. De Ingresos a EBITDA 1S23


¿Cómo se financia el negocio de VANA?

A cierre del 2022, la deuda neta de VANA asciende a EUR 0,1Mn. La financiación necesaria para su desarrollo, dado el tamaño y momento del negocio, ha procedido de dos fuentes:

- **Financiación bancaria:** El importe de la deuda bruta registrada en 2022 asciende a EUR 0,3Mn con vencimiento en 2030e y un tipo de interés del 2,84%.
- **Variación de Circulante:** La naturaleza del modelo de negocio de VANA con cobro al contado implica un fondo de maniobra negativo. Y, lo que es más importante, la capacidad de que el crecimiento del negocio genere una fuente de generación de FCF via working capital, pero que (aún) no compensa el resultado operativo negativo.

A fecha de este informe, VANA ha obtenido nuevas fuentes de financiación entre las que destacamos: i) en marzo de 2023, ha firmado un contrato de financiación a corto plazo con La Caixa por importe de EUR 0,3Mn y ii) en abril de 2023e firma un acuerdo de financiación convertible de 5 años con Global Corporate Finance Opportunities 21 (GCFO21; gestionado por Alpha Blue Ocean, que mantiene acuerdos de financiación con otras compañías cotizadas españolas como Substrate AI, Endurance Motive o EiDF) por importe de EUR 10Mn.

Una compañía dirigida por los fundadores que controlan el 25% del capital

El Consejo de Administración mantiene el control de la compañía, sin participación significativa de inversores institucionales. Salvador Martí (fundador y presidente), Vicente Terol (CEO) y Juan Alfonso Ortiz (consejero) tienen el control del 25% del capital de VANA y del Consejo de Administración. Lo que garantiza la alineación de intereses del management con los accionistas minoritarios (Free Float: 69%).

Adicionalmente en abril de 2023e, VANA firma un acuerdo de financiación mediante la emisión de bonos convertibles con GCFO 21 (Global Corporate Finance Opportunities 21; vehículo de inversión asesorado por Alpha Blue Ocean, fondo de inversión dubatí con presencia en Europa y con experiencia en financiación de Small Caps cotizadas) por importe total de EUR 10Mn con el objetivo de financiar su crecimiento orgánico. La duración del acuerdo es de 60 meses.

El importe total del acuerdo es de EUR 10Mn y se divide en: i) un primer tramo por importe de EUR 2Mn y ii) 32 tramos de EUR 0,25Mn. El valor nominal de cada bono es de EUR 1Miles, no devengan intereses, y la comisión de apertura/compromiso es de EUR 0,4Mn (mediante emisión adicional de bonos convertibles con condiciones idénticas).

Además, se ha añadido la opción de equity warrants con exclusión del derecho preferente, siendo GCFO 21 la única destinataria de la emisión. Es decir, los equity warrants otorgan a GCFO 21 la opción de adquirir hasta un número de acciones equivalente al 30% del valor nominal de cada uno de los tramos de bonos convertibles emitidos durante los 5 años al precio de: i) 120% del precio de salida a negociación (para el primer tramo) y ii) el 120% del precio medio ponderado de cierre de las 10 sesiones previas a fecha de solicitud de suscripción para el resto de tramos.

En otras palabras, por cada 1.000 acciones a 1 EUR/acción que se emitan tras la conversión de los bonos, GCFO 21 tiene derecho a adquirir hasta el 30% del total del valor nominal emitido por 1,2 EUR/acción (120% del precio de emisión), es decir, 250 acciones. El 75% restante de las acciones emitidas (750 acciones) pasaría a ser free float.

En todo caso, el ritmo (y volumen) de emisión de los bonos convertibles es una opción que determina el Consejo de Administración (en función del precio de la acción), por lo que podría darse el escenario de no emitir el 100% de los mismos. Realizamos un ejercicio teórico para mostrar cómo podría afectar a la estructura accionarial la emisión del 100% de los bonos convertibles (ver tabla 1). Las principales hipótesis que hemos asumido son:

- i) Se convierte el 100% de los bonos de ambos tramos (más la comisión de apertura/compromiso EUR 0,4Mn, sin tener en cuenta el importe ya emitido que a fecha de este informe ha supuesto un total de 2.882.167 acciones).
- ii) Los bonos se emiten (por su valor nominal) y se convierten por el 95% de la media ponderada del cierre de las últimas 10 sesiones (debido a la volatilidad del precio de la acción -3m: -94%, hemos utilizado un rango desde 2 EUR/acción hasta 0,2 EUR/acción). Nuestro escenario central se sitúa en 1,25 EUR/acción (+625% por encima de la cotización actual 0,2 EUR/acción). En un escenario de elevada dilución por el precio de cotización actual, la empresa recurriría a otras opciones de financiación para obtener los recursos necesarios.
- iii) GCFO 21 ejecuta la opción que ofrecen los equity warrants por la adquisición del 30% del valor nominal de las acciones emitidas, con un precio de adquisición del 120% sobre el precio de conversión (a fecha de este informe el fondo GCFO no ha ejecutado ninguna opción de equity warrant).

Tabla 1. Ejemplo teórico del potencial impacto en la estructura accionarial de la conversión de bonos convertibles

Accionistas	% Capital Actual	Precio de conversión				
		0,20	0,75	1,25	1,75	2,00
Salvador Martí Varó	14,6%	2,2%	5,8%	7,6%	8,8%	9,3%
Vicente Terol San Román	6,9%	1,0%	2,8%	3,6%	4,2%	4,4%
Jorge San Estrada	4,3%	0,6%	1,7%	2,2%	2,6%	2,7%
Juan Alfonso Ortiz	3,6%	0,5%	1,4%	1,9%	2,2%	2,3%
Treasury stock	1,7%	0,3%	0,7%	0,9%	1,0%	1,1%
GCFO (Acciones en posesión)	0,0%	21,2%	15,0%	11,9%	9,8%	9,0%
GCFO (Acciones a mercado)	31,6%	68,5%	57,7%	52,2%	48,7%	47,3%
Free Float	37,4%	5,6%	14,9%	19,6%	22,7%	23,8%
Acciones Nuevas		50.545.000	13.478.667	8.087.200	5.776.571	5.054.500

Nota: GCFO Acciones en posesión hace referencia al posible escenario de que GCFO 21 utilice el derecho de adquisición del 30% del volumen de acciones emitidas a un precio de 120%. Mientras que GCFO (Acciones a mercado) es el número de acciones nuevas emitidas restante que formarían parte del free float, descontando las GCFO Acciones en posesión.

Tabla 2. Dilución a asumir (escenario central)

Accionistas	Nº de Acciones hoy	Acumulado tras conversión total (%)	Dilución (%)
Salvador Martí Varó	14,6%	7,6%	-48%
Vicente Terol San Román	7%	4%	-48%
Jorge San Estrada	4%	2%	-48%
Juan Alfonso Ortiz	4%	2%	-48%
Treasury stock	2%	1%	-48%
Acciones en posesión (GCFO 21)	0%	12%	n.a.
Acciones nuevas (GCFO 21)	32%	52%	65%
Free Float	37%	20%	-48%
Acciones Totales	100%	100%	n.a.

En la tabla anterior, hemos asumido que el número de acciones ya emitidas GCFO 21 (Acciones a mercado) en la columna de capital actual como free float para simplificar la situación inicial. En los escenarios propuestos, hemos utilizado la conversión del 30% del valor nominal de las acciones nuevas emitidas al precio de conversión fijado en cada columna de la tabla anterior y lo hemos dividido por el 120% del precio de conversión en cada caso.

El ejercicio anterior nos permite obtener tres conclusiones claras de convertirse el total del acuerdo de financiación: i) si ejerciese su derecho de compra de hasta el 30% del total de acciones emitidas (y lo mantuviese en cada conversión hasta el final del contrato), la participación de GCFO 21 en el capital de VANA sería del 16%, con una fuerte dilución del equipo gestor (y fundador de la compañía), ii) los accionistas actuales tendrían que asumir una dilución del 48% (36% en el mejor de los escenarios y 85% en el peor) y iii) en el caso de que GCFO 21 pusiera en mercado todas sus nuevas acciones producto de la conversión (ver Tabla 1, "Acciones a mercado" y "Acciones en posesión") el free float se elevaría sustancialmente hasta c. 84% (vs Free Float del 69% actual; Tabla 2: Free Float actual + GCFO Acciones a mercado + GCFO Acciones en posesión).

La financiación (elemento clave/decisivo en toda start-up) puede decirse que estaría resuelta. Aunque el precio, una dilución sustancial (48%) para los accionistas actuales sea alto. Este acuerdo le brinda la base financiera necesaria para el crecimiento de la empresa en el m/p.

En conclusión, ¿Qué es VANA hoy?

VANA es hoy una start-up de muy reciente creación (noviembre 2021); que opera en el sector de la restauración. El 1S23 cerró con 10 locales abiertos (no esperamos más aperturas durante 2023e), aunque aún se encuentra en sus primeras etapas de desarrollo, lo que conlleva riesgos. Las claves de su modelo de negocio son:

- Alcanzar un mayor reconocimiento de marca.
- Lograr un crecimiento rápido a través de nuevas aperturas y un incremento en ingresos por local.
- Expandirse a áreas en las que no haya competencia con otras marcas y focalizar el esfuerzo en competir con la cafetería local mediante una diferenciación en producto.
- Obtención de economías de escala, sólo posibles a través de un mayor volumen de negocio, que permita una mayor eficiencia en sus procesos e incremente su poder de negociación con proveedores.
- Alcanzar la generación de caja positiva para poder disponer de financiación propia, favorecida por la posibilidad de financiarse contra proveedores (en un típico negocio de fondo de maniobra negativo).

La financiación está garantizada gracias a la emisión de bonos con GCFO 21. Aunque supondrá una elevada dilución para los accionistas (tanto minoritarios como de control).

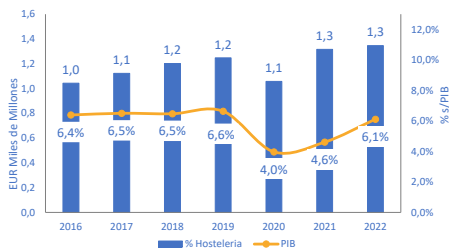
La propuesta de valor de VANA se fundamenta en dos pilares fundamentales: la promoción de una alimentación saludable y la competencia con cafeterías locales. El equity story de VANA pasa por la capacidad y, sobre todo, la velocidad de escalar el negocio (en un equilibrio entre riesgo y oportunidad).

Estamos ante una “start up” de consumo. Sometida a las oportunidades y riesgos habituales en negocios de estas características. La velocidad de crecimiento en ingresos (vía aperturas) es el driver esencial a monitorizar ya que es el único modo de mejorar significativamente la rentabilidad y generar FCF positivo.

Negocio hiperdependiente de la financiación necesaria para el crecimiento esperado. El hecho de que ese “problema” esté resuelto es muy positivo. Pero no debe olvidarse que su precio (vía dilución) puede ser muy alto.

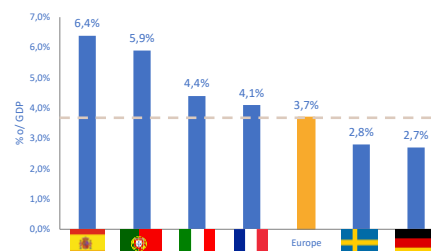
Hostelería en España: Industria (inevitablemente) cíclica, (muy) fragmentada, pero que recupera el “pulso” tras el Covid-19

Gráfico 14. Peso de la hostelería sobre el PIB (2016-2022)



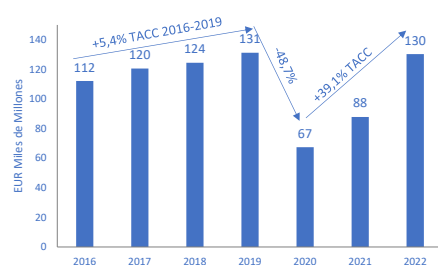
Fuentes: INE.

Gráfico 15. Porcentaje de la hostelería sobre el PIB



Fuentes: INE, Destatis, ELSTAT, INSEE, Eurostat

Gráfico 16. Producción de la Hostelería en España (2016-2022)



Fuentes: INE/Anuario de la Hostelería en España en 2022.

El sector de la hostelería se encuentra en la última fase de la recuperación tras el “shock” producido por la crisis sanitaria del Covid-19 y aspira a hacer de 2023 su nuevo año de referencia, recuperando los niveles de actividad pre-pandemia. En España, el sector se divide en dos subsegmentos: i) restauración, que engloba los establecimientos como bares, restaurantes (aporta entre 65%-70% de la producción total; es el segmento en el que opera VANA) y ii) servicios de alojamiento, que recogen estancias en hoteles, alojamientos turísticos o campings.

La hostelería se caracteriza por su fuerte dinámica estacional, con el 3T (gracias a la mayor afluencia de personas en verano) marcando el punto álgido en todos los KPIs (empleo, número de locales abiertos, facturación, gasto medio per cápita...) y la evolución del año. La estacionalidad tiene tres causas fundamentales: i) las temporadas turísticas, ii) la época de banquetes y celebraciones y iii) el calendario académico.

Sector inevitablemente cíclico, y con una elevada dependencia del turismo, la pandemia tuvo un severo impacto en el sector (en 2020, el peso relativo sobre el PIB cayó hasta el 4%; -2,6p.p. vs 2019; Gráfico 14), provocando cambios de tendencia (también) en el consumo: desde los canales físicos (restaurantes) a los digitales (aplicaciones). Los servicios de entrega a domicilio (“delivery”) y recogida en local (“take away”) tuvieron un aumento de la demanda significativo, pasando del 12% sobre el total de la facturación (en 2019) al 22% en 2021.

Según la consultora Simon-Kucher, pese a que en 2022 se mantuvo la tendencia de recogida y envío a domicilio. En 2023, se ha reducido el número de clientes que hacen pedidos (-8,9% entre enero y abril de 2023) y también la frecuencia de los mismos en un -10%. Lo que puede suponer un punto de inflexión.

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

A diferencia de otros países en los que la hostelería no tiene un peso relativo tan significativo en la economía, en España supone entre el 6%-6,5% del PIB (6,4% en 2022; +1,5p.p. vs 2021 vs 4% en 2020 y 6,6% en 2019 según el INE). Por encima de la media europea (4,3%) y mercados como Grecia (4,3%) o Francia (5,1%), aunque por debajo de economías como la de Portugal en la que supone c.7% (Gráfico 15).

El turismo es el gran motor de crecimiento del negocio hostelero (y de la economía española). España es el segundo país más visitado en el mundo, sólo por detrás de Francia. En 2022, España recibió 71,6Mn de turistas extranjeros, más del doble que en 2021 (31,2Mn en 2021) que aún seguía marcado por las restricciones (aunque por debajo de 2019, con 83,3Mn de turistas) que gastaron EUR 87.000Mn (-5,3% vs 2019). El turismo supuso un 8% del PIB en 2022.

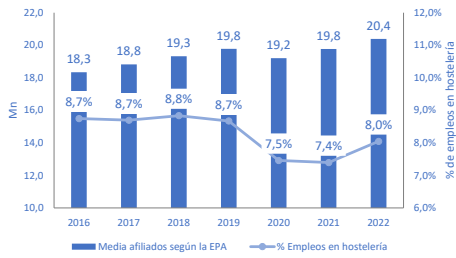
Hasta octubre de 2023 y tras una temporada de verano muy positiva, España ha recibido a más de 74Mn de turistas (en octubre estanco ha recibido un +7,8% de turistas que en 2019), por lo que se espera batir récords y aproximarse a la cifra de 85Mn con un gasto mayor consecuencia de la inflación.

En España, identificamos tres aspectos fundamentales del sector:

- **Producción:** En el período anterior a la pandemia, las cifras de producción (VAB: Valor Añadido Bruto) mostraban una evolución positiva, creciendo establemente a un dígito medio (+5,4% TACC 2016-2019; Gráfico 16). De media, creció desde 2016 hasta 2019 c.+3p.p. por encima del crecimiento visto en el PIB de España para el mismo período. La fuerte dependencia del turismo aupó la producción hostelera hasta EUR 131.000Mn en 2019, registrando su máximo histórico.

En 2020, la producción (VAB) alcanzó un mínimo histórico (EUR 67.000Mn; -48,7% vs 2019), desde entonces, el sector ha estado inmerso en un período de recuperación. Lo que resulta en un 2022 casi completamente recuperado con EUR 130.000Mn de producción (-0,7% vs 2019).

Gráfico 17. Peso de la hostelería sobre el empleo (2016-2022)



Fuentes: INE.

- **Empleo:** La recuperación no sólo se ha visto en las cifras de producción, sino que también lo ha hecho en empleo, alcanzando niveles similares a 2019 (1,7Mn de empleos en hostelería según la EPA 2022). En 2020, los ERTE afectaron a c.364Miles empleados, además de perder c.200Miles de forma definitiva. Lo que dejó 2020 con 1,4Mn de empleados afiliados (-300Miles vs 2019).

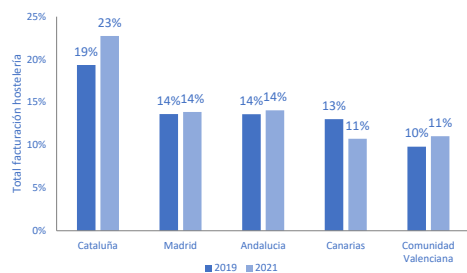
España alcanzó 20,4Mn de empleos totales en 2022 (EPA 22; +3% vs 2019). El 8% relacionado con la hostelería (-0,7p.p. vs 2019), el tercer sector que más empleo genera en España, tras la industria y el comercio (además de crear empleo indirecto como, por ejemplo, para distribuidores de bebida/alimentos del canal Horeca). En el segundo trimestre de 2023, el número de ocupados en el sector asciende a 1,8Mn (+5,2% para el mismo período vs 2019 y +7,1% vs 2022) y se espera que en 2024e siga creciendo y acercándose la cifra de 2Mn de empleados.

Según el Anuario de la Hostelería de 2022, el sector fue capaz de generar más puestos de trabajo en 2022 pero que no se llegaron a cubrir. La pérdida de atractivo por este tipo de empleo se debe principalmente a sus condiciones (bajos salarios, escasa formación, falta de plan de carrera).

- **Gasto medio per cápita:** El gasto “fuera de casa” (o extradoméstico) es otro de los indicadores clave en el sector. En España, el gasto total fuera del hogar ascendió a EUR 33.000Mn en 2022 (+11,5% vs 2021; -8,8% vs 2019). El Informe del Consumo Alimentario publicado por el Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación confirma que la evolución positiva en 2022 viene por: i) un mayor volumen de consumo extradoméstico (menos restricciones en el 1T22 que en el 1T21), ii) el ahorro disponible tras 2020 y 2021 y iii) el aumento de precios (+5,7% vs 2021).

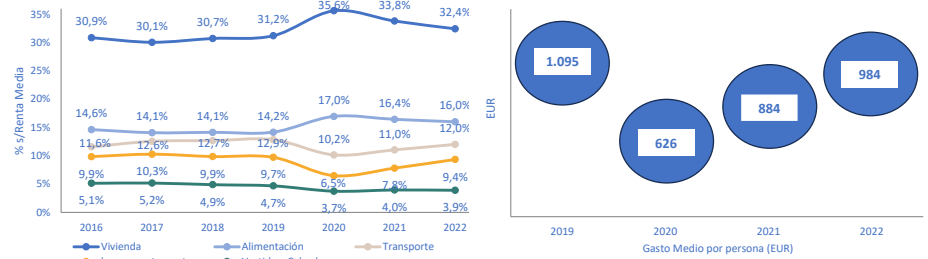
En términos de gasto per cápita, el importe asciende a 984 EUR/año en 2022 (+11,3% vs 2021; Gráfico 19) que implica un crecimiento del +25,3% TACC 2020-2022. Aunque no ha sido capaz de recuperar los niveles pre-Covid. En España se gastaba de media fuera de casa 1.095 EUR/año por persona, cifra que se espera superar en 2023e.

Gráfico 20. Producción por CC.AA. en España (2019 vs 2021)



Fuentes: Anuario de la Hostelería en España en 2022.

Gráfico 18. Gasto en restauración s/la renta **Gráfico 19: Gasto medio/persona en España**

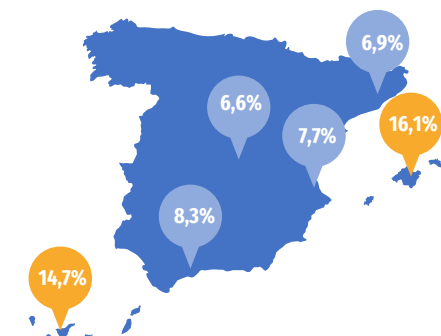


Fuente: INE e Informe del Consumo Alimentario.

Cataluña, a la cabeza, es la referencia a nivel nacional en hostelería

La concentración geográfica de la industria hostelera en España es consecuencia, esencialmente, del turismo. El top cinco de comunidades autónomas representa c.70% de la producción total del año. Los últimos datos extraídos (2021; Gráfico 20) del Anuario de la Hostelería 2022 fijan a Cataluña como la comunidad autónoma que más ingresa por esta actividad con el 23% del total (19% en 2019), seguida de Madrid y Andalucía con el 14% (en niveles similares a 2019) cada una y por detrás Canarias y la Comunidad Valenciana con un 12% y 11%, respectivamente (13% y 10% en 2019). Las islas Baleares y Canarias son las CC.AA. en las que la hostelería tiene un peso relativo sobre el PIB, por encima de la media nacional (20% de la riqueza de la región es generada por la hostelería).

Gráfico 21. % de empleo en hostelería por CC.AA.

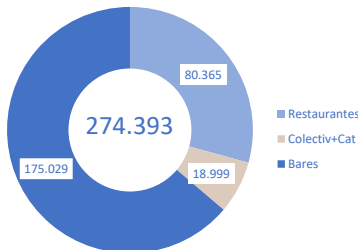


Fuente: Anuario de la Hostelería en España en 2022.

En 2021, había 274Miles de locales abiertos de restauración en España (locales de comida y bebida). Las cuatro principales regiones que concentran >50% de los establecimientos son: Andalucía (18%), Cataluña (16%), Comunidad Valenciana (12%) y Madrid (11%). Aunque quizá lo más interesante sea la (dispar) distribución del empleo por Comunidad Autónoma ya que en Canarias y Baleares suponen hasta el 14,7% y 16,7% del empleo, respectivamente. Lo que explica la alta dependencia de estas regiones de las temporadas vacacionales y el turismo (Gráfico 21). Mientras que en Castilla y León o Madrid el peso relativo del empleo se sitúa entre el 5,7% y 6,6%, respectivamente.

En concreto, la Comunidad Valenciana cuenta con cerca de 33Miles de establecimientos dedicados a la restauración. Entre los destinos que más se van a beneficiar del aumento del turismo son Alicante (el Puerto de Alicante espera acoger más de 100 buques en 2024e con 220 miles de turistas). Según BBVA Research, se espera que el PIB de la región crezca un 2,1% en 2023e y 1,9% en 2024e, manteniendo un ritmo superior al de España. Únicamente Castellón crece por debajo del promedio regional.

Gráfico 22. Distribución por tipo de local (2022)



Fuentes: Anuario de la Hostelería en España en 2022.

Ante un sector maduro, aunque muy fragmentado y con bajos márgenes...

El conjunto de la hostelería (incluyendo restauración y alojamiento) dispone de 312Miles de establecimientos (-2,5% vs 2020). Los establecimientos de comidas y bebidas (restaurantes, cafeterías y bares) suponen el 87% del total (274Miles). Por tipo de establecimiento, los bares predominan sobre el resto (restaurantes y caterings) con cerca de 175Miles en España, lo que implica una elevada capilaridad (un bar por cada 270 habitantes).

El 23% de las empresas cuenta con 0 (son autónomos) o 1 empleado y supuso un 5% de la facturación 2021 (facturación media anual por establecimiento de EUR 67Miles). Las empresas que tienen de 0 a 9 empleados, el porcentaje representan el 92% (facturación de c. EUR 150Miles por empresa). El 8% restante (>10 empleados) generó c.50% de la producción hostelera total en 2021 (c. EUR 2Mn de facturación media al año por empresa).

Gráfico 23. Estructura de Empresas

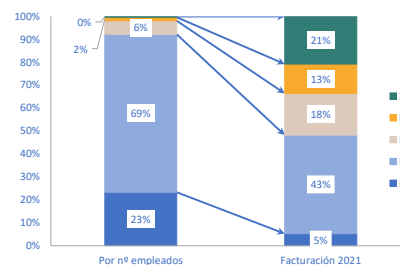
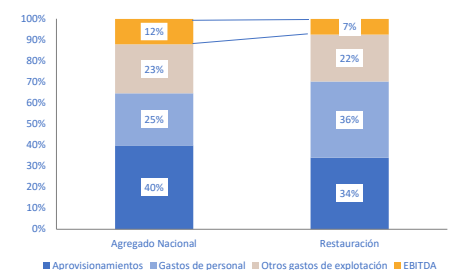


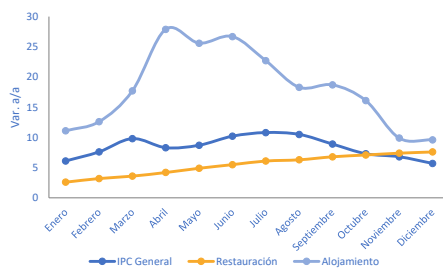
Gráfico 24. Rentabilidad del sector Restauración



Fuente: INE y Centro Nacional de Balances del Banco de España.

De acuerdo con el Centro Nacional de Balances, y pese la desigual distribución en función del tamaño del negocio, la restauración es un negocio con márgenes históricamente inferiores a los del agregado nacional. El peso del gasto de personal sobre el total de facturación es, en términos relativos, más elevado que la media del agregado nacional (36% de media en hostelería; +11p.p. vs la media del agregado nacional). Lo que mantiene los márgenes presionados, dejando el Mg. EBITDA en 7% (casi la mitad de la media del agregado nacional).

Gráfico 25. Evolución del IPC 2022



Fuentes: INE.

... que se ha visto impactado por el aumento de precios

El fuerte aumento de los precios comenzó a principios de 2021, consecuencia de los efectos del frenazo de la producción durante el Covid-19. La contracción de la oferta en sectores clave (por la baja demanda durante los peores meses de la pandemia) y la “acelerada” vuelta de la demanda mundial durante el 4T 2020, dio lugar a tensiones inflacionistas. En septiembre de 2021, el índice internacional de los metales había aumentado un +26%, el de los alimentos un +14%, y el coste de la energía +35%. El alza de costes de producción se traslada al IPC con un tiempo razonable de decalaje, el tiempo transcurrido entre: i) una subida de costes, ii) presión de márgenes y iii) traspaso de los precios al cliente final.

La situación se agudizó con el comienzo del conflicto bélico entre Rusia y Ucrania (febrero 2022), derivando en un aumento del precio de la energía (+27,9%) y materias primas (+11,6%) durante 2022 en España. Lo que inevitablemente llevó a la restauración a subir precios: +5,5% en 2022. Aún por debajo del IPC general en España que subió un +5,8% en el acumulado de 2022 (inflación subyacente 2022 fue del +7%). Lo que ha tenido un doble efecto sobre los negocios de hostelería: i) incremento de la facturación por el traspaso del aumento de precios pese a un menor volumen de actividad y ii) menor rentabilidad por la subida de costes.

Pero, ¿Qué mueve realmente el negocio de la hostelería?

En nuestra opinión, el crecimiento de la Industria en España tiene una visibilidad moderada para los próximos 3 años y estará sujeto a evolución de los siguientes 4 factores:

- **PIB y Consumo privado.** El Banco de España estima que el PIB tendrá un comportamiento positivo (con crecimientos anuales del 2% para el período 2023e-2025e), que se verá reflejado también en el nivel de producción (VAB) del sector; implicando un crecimiento (teórico) del c.5% anual para la hostelería (+3p.p. vs PIB en base al período 2016-2019).

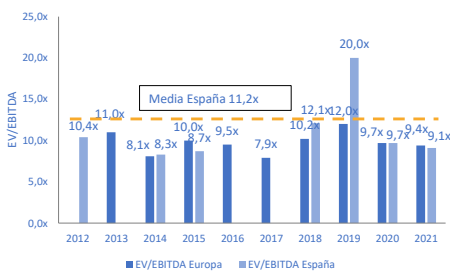
Gráfico 26. KPIs España (2022-2025e)

	2022	2023e	2024e	2025e
PIB (%)	5,5	2,3	1,8	2,0
Consumo Privado (%)	4,4	0,7	2,2	2,0
IAPC (%)	n.a	3,6	4,3	1,8
Nº de Turistas (Mn)	71,6	80,7	83,7	n.a

Fuente: Banco de España e ING.

- **La evolución de los precios.** Las subidas de tipos de interés buscan frenar la escalada de precios vista durante 2022 (+5,8%), y cuyo efecto debería ser visible de forma progresiva hasta alcanzar un IAPC (Índice Armonizado de Precios del Consumo) de c. 2% en 2025e (Banco de España).
- **Ahorro/Gasto Medio:** Desde el 2T 2020, la tasa de ahorro de los hogares mostraba una tendencia negativa hasta el 1T 2023, momento en el que se revierte la tendencia y se supera la media histórica. Dos razones: i) mayor capacidad adquisitiva (inflación en salarios) y ii) contracción del consumo. La tasa de ahorro y el gasto medio mantienen una relación inversa, ambas condicionadas por las expectativas de futuro de los consumidores.
- **Turismo:** España seguirá siendo uno de los principales destinos de turismo mundiales (únicamente superado por Francia).

Gráfico 27. EV/EBITDA medio transacciones de Restauración (2023 vs 2022)



Fuente: EY.

La fragmentación del mercado coloca el M&A como driver de crecimiento

La situación de incertidumbre actual y los elevados costes de financiación durante 2022 han llevado a las compañías a poner el foco en la contención de costes, reduciendo el interés de las compañías en el crecimiento inorgánico. En el sector de la hostelería, el M&A permite escalar el negocio aumentando su capilaridad y diversificando el tipo de producto.

El número de transacciones (M&A) en España se ha reducido un -15% en 2022, especialmente las de alto importe ("Mega-deals"). En Estados Unidos, el múltiplo medio (EV/EBITDA) de las transacciones en el sector de la hostelería asciende a 11,5x en 2022. En España, el múltiplo medio de las transacciones realizadas durante el periodo 2012-2022 es de 11,2x (9,1x en 2021).

Tabla 3. Transacciones 2020-2022

Año	Target	País	Comprador	Precio (EUR Mn)
2022	Good News	España	Pernod-Ricard	11
2022	Clif Bar & Company	EE.UU.	Mondelez International	2.753
2020	ÁREAS	España	Autogrill Iberia	12
2020	On Location Events	EE.UU.	Endeavor Group Holdings	590
2020	Productos Alimenticios Gallo	España	Ta-Tung Platos Precocinados	12
2020	Inspire Brands,	EE.UU.	Dunkin' Brands Group	9.597

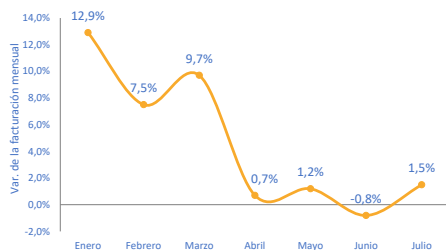
Fuente: EY.

En conclusión, la hostelería es un sector maduro y muy dependiente del ciclo pero que seguirá creciendo moderadamente hasta 2025e. Beneficiado por el empuje del turismo. Muy potente en España. Más aún en la Comunidad Valenciana.

Pese al entorno de incertidumbre actual (marcado por la inflación, los conflictos y la desaceleración económica), España muestra resiliencia en sus previsiones financieras de crecimiento frente a una posible recesión en Europa. Lo que permitirá alcanzar al sector hostelería el objetivo de superar 2019 en 2023e (Gráfico 28) y continuar creciendo a un dígito medio en los próximos años. El sector juega un papel fundamental en la economía española y está caracterizado esencialmente por:

- Un fuerte peso en términos relativos, representando el 6,4% del PIB en 2022 (2x el de Alemania) y generando empleo (1,7Mn de trabajadores, 8% de los activos en 2022). Facturó en 2022 EUR 130.000Mn.
- Sector condicionado a la evolución de factores como: i) el PIB, ii) el turismo, iii) los precios y iv) el gasto medio por individuo. Aunque la situación actual no ofrece una elevada visibilidad, nuestras estimaciones muestran un crecimiento sectorial del +5% TACC 2022-2025e.
- Distribuido por todo el territorio nacional, aunque especialmente concentrado en la costa mediterránea, las islas (Baleares, Canarias) y Madrid. En Baleares y Canarias tiene un peso muy significativo con el 20% del PIB regional y c. 15% del empleo.
- En España hay más de 312Miles de establecimientos relacionados con la hostelería (incluyendo alojamientos y restauración) de los cuales 274Miles son bares (1 bar por cada 270 habitantes). El 50% están repartidos entre Andalucía, Madrid, Cataluña y la Comunidad Valenciana. El 92% del total de empresas de hostelería tiene menos de 10 empleados y facturan c. 50% del total en España.

Gráfico 28. Evolución de la facturación de hostelería (2023 vs 2022)



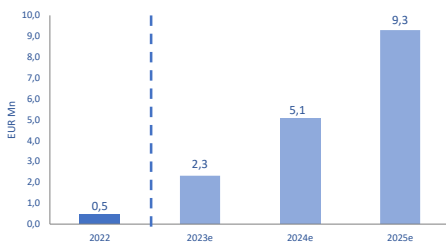
Fuente: INE.

Es decir, estamos ante un sector maduro e hiperdependiente del ciclo (esperamos un crecimiento a dígito medio +5% TACC 2022-2025e). La innovación y la anticipación de nuevas tendencias en el consumo serán claves para diferenciarse a la hora de penetrar en un mercado con (ya) un elevado número de jugadores. A pesar de las bajas barreras de entrada, los estrechos márgenes y la estacionalidad, el sector de la hostelería es un componente vital de la economía española. La digitalización del servicio, la inclusión de la sostenibilidad y la desestacionalización del turismo son algunos de los retos a los que se enfrentará el sector en el futuro.

La gran atomización del sector implica que el driver de crecimiento no orgánico, especialmente para los grandes jugadores (caso de VANA), sea permanente. Estructural. Y una opción de capturar el potencial del sector en zonas de alta exposición al turismo, como es el caso de España y, muy especialmente, la Comunidad Valenciana, en la que VANA concentrará el 100% de su actividad los próximos años.

El ritmo de aperturas marcará el grado de éxito del modelo de negocio. Aunque la financiación necesaria implicará dilución...

Gráfico 29. Evolución de ingresos (2022-2025e)

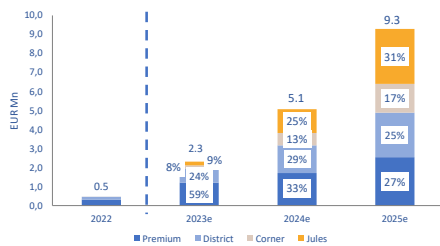


VANA debe ser visto como un negocio de restauración de reciente creación (noviembre de 2021) y centrado en la alimentación saludable. El éxito del modelo de negocio dependerá tanto de la capacidad/velocidad de escalarlo mediante la apertura de nuevos locales como de la gestión de los costes de estructura. A cierre de 2022, contaba con 4 locales (primer local abierto en junio de 2022), generando unos ingresos de EUR 0,5Mn.

Los resultados 1S23 muestran un salto significativo en ingresos, alcanzando EUR 0,7Mn, impulsados por una agresiva estrategia de apertura de locales (10 locales en 1S23 vs 4 en 2022). Adicionalmente, ha adquirido “Le Fournil de Jules”, negocio dedicado a repostería/panadería con dos locales (y dos obradores) en Alicante por EUR 0,6Mn en junio de 2023.

Sin embargo, lo más destacable del 1S23 es la evolución de los costes. Por un lado, el margen bruto aumenta +3,6p.p. hasta el 54,3%. Una mejora que esperamos que continúe y sitúe el Mg. Bruto en el c.60% a cierre de 2023e. Por otro, el OPEX (gastos de personal y otros gastos de explotación) continúa descendiendo en proporción a los ingresos, aunque todavía se encuentra muy sobredimensionado respecto al volumen de facturación, alejando la posibilidad de alcanzar break-even en EBITDA a c/p.

Gráfico 30. Mix de ingresos por tipo de local (2022-2025e)



Por tanto, lo visto hasta ahora nos invita a reflexionar sobre las siguientes cuestiones: ¿Cuál es la capacidad de crecimiento orgánico del negocio?, ¿Podrían mejorarse los niveles de rentabilidad en un escenario de alto crecimiento?, ¿A partir de qué momento esperamos break-even en EBITDA recurrente? y ¿Cómo se financiará este crecimiento?

Un negocio de restauración con capacidad de crecimiento (teóricamente) elevada, pero aún por demostrar (Ingresos 2025e: EUR 9,3Mn; 4x 2023e)

Nuestro modelo asume un fuerte crecimiento de las ventas (explicado, en parte, por la escasa actividad de VANA en 2022) para el período 2022-2025e (Ingresos 2025e c.4x 2023e; Gráfico 29). El negocio de VANA tiene un fuerte carácter estacional ya que el grueso de la actividad (60%-65%) se concentra en el 2S, gracias a la temporada estival. En nuestra opinión, los factores que van a condicionar este crecimiento son dos:

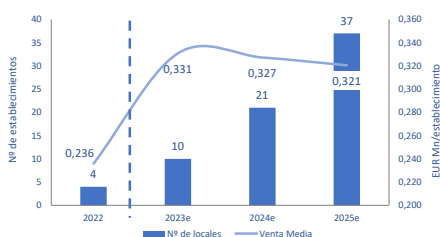
- Ritmo de aperturas.** La red de cafeterías es el activo central del negocio de VANA, tanto en el aspecto cuantitativo (ingresos brutos) como cualitativo (reconocimiento de marca). Estimamos que VANA cierre con 10 locales en diciembre de 2023e (los mismos que en el 1S23; +6 vs 2022). En nuestro escenario central, asumimos un ritmo de aperturas creciente para el período proyectado: 2023e (+6 locales a/a), 2024e (+11) y 2025e (+16).

Tabla 4. Ventas teóricas máximas anuales por tipo de establecimiento (EUR Miles)

Tipo de establecimiento	Ventas Teóricas por tipo de local (EUR)			
	2022e	2023e	2024e	2025e
Premium	756,0	774,9	794,2	814,1
District	321,1	329,2	337,4	345,8
Corner	169,4	173,7	178,0	182,5
Jules	325,0	333,1	341,5	350,0

Fuente: DIM y elaboración propia.

Gráfico 31. Venta media por establecimiento (2022-2025e)



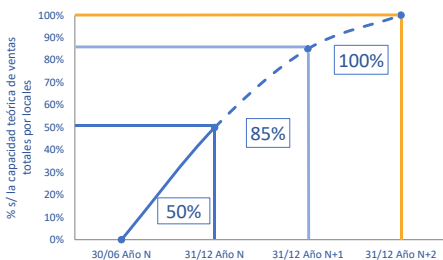
- Venta media por establecimiento.** Proyectamos un incremento anual de +2,5% en la capacidad de venta máxima anual por establecimiento (efecto del IPC teórico; por debajo del IPC esperado para 2023e-2025e; -1p.p. vs Banco de España). La venta media por local es un indicador crucial para evaluar el rendimiento de los locales.

Nuestra hipótesis es que las nuevas aperturas aporten el 50% de su capacidad máxima durante el primer ejercicio. Estimamos 18 meses desde la apertura hasta alcanzar la capacidad máxima teórica de venta. En la fase actual de expansión, caracterizada por un ritmo elevado de apertura de locales (y una base reducida), anticipamos un efecto negativo en la venta media, hasta después de 2025e.

A partir de 2025e, la variación en la venta media por local vendrá explicada, esencialmente, por: i) el número de nuevas aperturas durante el año de cada tipo de local (con una base mayor que diluirá el efecto) y ii) la evolución intrínseca de las ventas medias por tienda durante el año sujeta tanto a factores externos (climatología, consumo privado, evolución de los precios) como internos (reconocimiento de marca, promociones, ubicación).

Por tanto, el escenario central que planteamos para el período 2023e-2025e se traduce en un importante salto en tamaño. Lo que debiera permitir a VANA alcanzar niveles de ingresos de EUR 9,3Mn en 2025e con 37 locales abiertos y un ingreso medio/local de EUR 321Miles. Consideramos esta cifra asumible, aunque condicionada a la materialización de la inversión necesaria para la apertura de los establecimientos necesarios. Además, la adquisición de “Le Fournil de Jules” abre la puerta a continuar con la estrategia de crecimiento inorgánico para escalar (más rápido) el negocio.

Gráfico 32. Evolución de las ventas de las nuevas aperturas



Fuente: INE

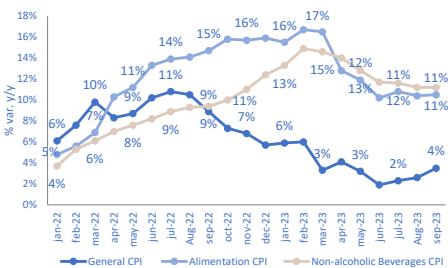
Tabla 5. Principales KPIs (2022-2025e)

EUR Miles	2022	2023e	2024e	2025e
Total Ingresos	471,6	2.315,6	5.071,4	9.294,7
Var. (%)	n.a.	391%	119%	83%
Venta Media Total/Local	235,8	330,8	327,2	320,5
Var. (%)	n.a.	40%	-1%	-2%
LFL (%)	n.a.	91%	-38%	-20%
Nº de Locales Total	4,0	10,0	21,0	37,0
<i>Red de locales (Var. %)</i>	<i>100,0%</i>	<i>150%</i>	<i>110%</i>	<i>76%</i>
Locales Premium	2	2	3	4
Locales District	1	4	6	9
Locales Corner	1	2	6	12
Locales Jules	0	2	6	12

El ingreso medio a nivel global por local decrece a partir de 2023e por dos razones: i) el progresivo número de aperturas hasta 2025e (que aportan un 50% de los ingresos máximos durante el primer año) y ii) el mayor número de locales con ventas máximas inferiores a las de las flagships/premium (ingreso objetivo máximo c. EUR 750Miles).

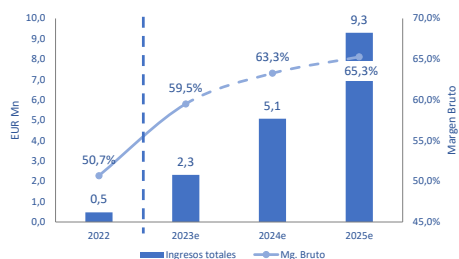
Por otra parte, la variación LFL (que mide las ventas por tienda sin tener en cuenta aperturas, cierres o reformas de locales) aumenta en el primer año completo de actividad (2023e) por los 12 meses completos de actividad (frente a los 6 meses de 2022) alcanzando su potencial máximo de ingresos (período de 18 meses). A partir de 2024e, el LFL es negativo por dos razones: i) porque el agresivo plan de aperturas con menor potencial teórico de ventas reduce las ventas medias/local afectando a la base y ii) porque no esperamos que los locales alcancen su nivel objetivo de ventas hasta pasados 18 meses desde la apertura.

Gráfico 33. Evolución IPC (Ene-2022-Sep-2023)



Fuente: INE

Gráfico 34. Mg. Bruto (2022-2025e)



Nuestra hipótesis consiste en que todas las nuevas aperturas se realizan el 30 de junio, es decir, asumimos que los 6 locales abiertos en 2023e no van a alcanzar su potencial máximo hasta 2025e. Por tanto, esperamos que las ventas de los locales abiertos durante 2023e sólo puedan vender hasta un 85% del total de su capacidad máxima en 2024e y un 100% en 2025e (Gráfico 32). Para los siguientes años, el efecto en las ventas de los años “puente” se vaya reduciendo por la mayor base y el menor tiempo de ramp-up.

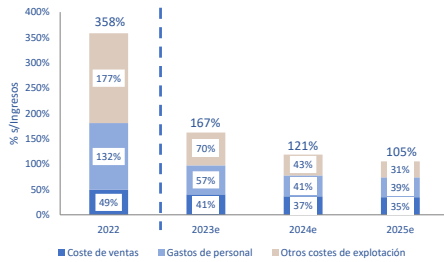
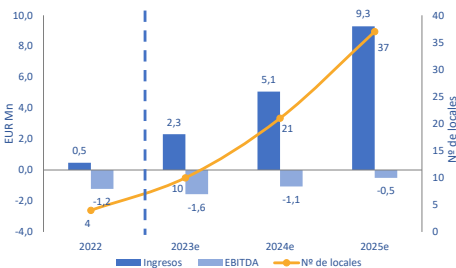
... aunque la necesidad de aumentar la estructura condicionará los resultados operativos y la superación de break-even (no prevista hasta después de 2025e)

La esperada normalización en los precios de los alimentos, que ya comenzó a ser visible durante el 3T de 2023e (Gráfico 4), será uno de los factores que impulse el margen bruto. El coste de ventas está compuesto por los alimentos y bebidas necesarios para su posterior venta en el local. En nuestra opinión, además del precio, el volumen de actividad también jugará a favor de VANA (por mayor poder de negociación con los proveedores) junto con la capacidad de integrarse verticalmente a través de la inversión en obradores. Para el período 2023e-2025e, esperamos una mejora progresiva del Mg. Bruto hasta c. 65% (vs 50,7% en 2022 y vs c. 70% del Sector de cadenas de cafeterías).

Por debajo de la línea de margen bruto, los costes de estructura en el negocio de VANA tienen un fuerte componente variable. Para 2023e, estimamos un crecimiento de los gastos de personal (con un 75% de componente variable) hasta EUR 1,3Mn (vs EUR 0,6Mn en 2022). Los otros costes de explotación deberían situarse en EUR 1,6Mn (vs EUR 0,8Mn en 2022), también con un alto componente variable (aunque inferior al de gastos de personal). Lo que nos lleva a estimar un EBITDA Recurrente 2023e negativo de EUR -1,6Mn.

Tabla 6. Principales magnitudes de proyecciones financieras Lighthouse (2022-2025e)

EUR Mn	2022	2023e	2024e	2025e
Total Ingresos	0,5	2,3	5,1	9,3
Var. (%)	n.a.	391,0%	119,0%	83,3%
Margen Bruto	0,2	1,4	3,2	6,1
Margen Bruto/Ingresos	50,7%	59,5%	63,3%	65,3%
Gasto de Personal	-0,6	-1,3	-2,1	-3,6
Otros gastos de explotación	-0,8	-1,6	-2,2	-2,9
EBITDA rec.	-1,2	-1,6	-1,1	-0,5
Free Cash Flow Recurrente	-2,1	-2,1	-2,6	-2,5
Deuda Financiera Neta	0,1	1,4	4,0	6,4
Número de Tiendas a cierre	4	10	21	37
Número Medio de Empleados	16	55	83	152

Gráfico 35. Peso de los costes s/Ingresos (2022-2025e)

Gráfico 36. Ingresos vs EBITDA


¿Y en 2025e? A nuestro juicio, el negocio de VANA será capaz de apalancar progresivamente sus costes al crecimiento de su negocio. El aumento del ingreso medio por tienda debería “diluir” el peso del OPEX s/Ingresos visto en su primer año de actividad (309% en 2022; Gráfico 35) hasta c.70% en 2025e. Aunque el ritmo de crecimiento en ingresos todavía será insuficiente para superar el break-even en EBITDA Rec. para el período proyectado (EBITDA 2025e: EUR -0,5Mn) con niveles de ingresos de EUR 9,3Mn. Nuestras estimaciones apuntan a un ingreso mínimo de c.EUR 12Mn para superar el break-even en EBITDA recurrente.

Tabla 7. Sensibilidad de ingresos y EBITDA Rec. (2025e)

Ingresos medio / local (EUR Miles)	Ingresos 2025e			EBITDA rec. 2025e			
	nº de Tiendas			nº de Tiendas			
	30	37	45	30	37	45	
0,300	7,7	8,8	9,9	0,300	(1,2)	(0,9)	(0,5)
0,320	8,2	9,3	10,6	0,320	(0,9)	(0,5)	(0,2)
0,346	8,8	10,1	11,4	0,346	(0,7)	(0,4)	0,0

Es claro que en los próximos dos años el negocio de VANA pivotará, esencialmente, sobre dos variables: ventas medias por tienda y número de locales. Nuestro escenario central asume una hipótesis moderada de aperturas de nuevos locales y de venta media por local. Si utilizásemos una hipótesis exigente de aperturas (45 a final de 2025e vs 37 en el escenario central) y de venta media media por local, estimamos unos ingresos de EUR 11,4Mn. Lo que se traduciría en un EBITDA en break-even en 2025e (vs EUR -0,5Mn para 2025e en nuestro escenario central).

En cambio, en nuestro escenario más pesimista, una nueva ralentización en la apertura de locales frente al originalmente estimado (30 locales a cierre de 2025e; -7 vs estimación central), y manteniendo la venta media por tienda de nuestro escenario central (EUR 320Miles) supondría unos Ingresos de EUR 8,2Mn. Lo que tendría un impacto muy negativo en el EBITDA 2025e (EUR -0,9Mn), incrementado las necesidades de capital y el endeudamiento.

La visibilidad sobre nuestras estimaciones es limitada debido a la hiperdependencia del modelo de negocio del ritmo de aperturas. Dado el momento de negocio de la compañía (en pura fase de despegue), el riesgo de las estimaciones es muy alto.

Retrasándose (a l/p) la obtención de Beneficio Neto positivo

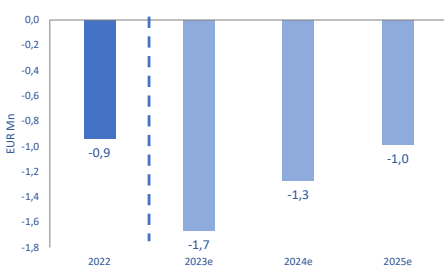
Las principales partidas desde EBITDA hasta Beneficio Neto son: i) el gasto por amortizaciones que estimamos EUR 0,1Mn en 2023e (vs EUR 0,1Mn en 2022) creciente hasta EUR 0,3Mn como resultado de la expansión del negocio y ii) los gastos financieros, derivados del nivel de endeudamiento al alza y, también, por la subida de tipos de interés.

Todo lo anterior, se traduce en un BN 2023e de EUR -1,7Mn (EUR -0,9Mn en 2022). Nuestras estimaciones no contemplan BN positivo hasta más allá de 2025e. Asimismo, en caso de que no se llevaran a cabo ampliaciones de capital adicionales, la empresa registraría Patrimonio Negativo a partir de 2024e.

Dado los resultados esperados, estimamos activaciones anuales entre EUR 0,1Mn y EUR 0,2Mn por créditos fiscales. Lo que beneficiará la tasa fiscal, una vez se supere break-even.

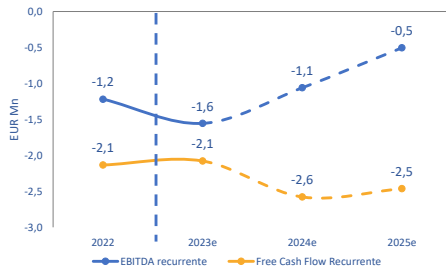
La expansión de su negocio requerirá un elevado CAPEX que junto con los resultados operativos impedirán la generación de FCF positivo en el medio plazo...

Pese a la generación de Cash-flow vía fondo de maniobra (inherente a este modelo de negocio), el FCF estará condicionado por los resultados operativos negativos y el CAPEX.

Gráfico 37. Beneficio Neto (2022-2025e)


Estimamos unas elevadas necesidades de inversión debido al plan de expansión de la compañía. En concreto, estimamos unos costes de apertura de: i) EUR 450Miles para locales premium, ii) EUR 185Miles para los district, iii) EUR 65Miles para los corners y iv) EUR 90Miles para las pastelerías Jules.

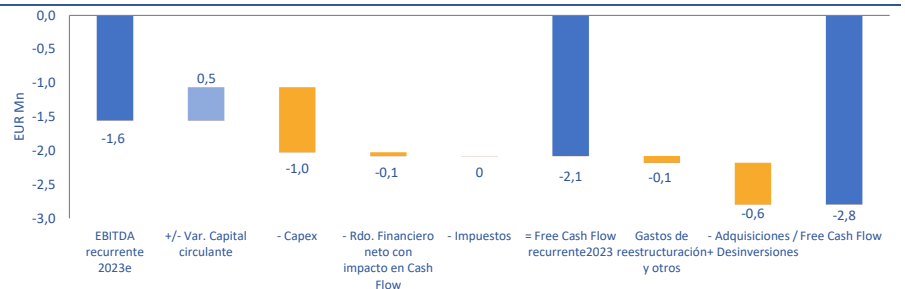
Gráfico 38. EBITDA rec. vs FCF rec (2022-2025e)



Todo lo anterior, nos conduce a un escenario central que no contempla FCF recurrente positivo hasta, al menos, después de 2025e. Una vez VANA consolide un EBITDA rec. suficientemente elevado que le permita amortiguar el consumo de caja necesario para su actividad.

Pese a todo, el comportamiento del FCF será muy sensible a dos factores: i) la mejora en márgenes de la compañía, y ii) el CAPEX necesario para su expansión. Por otro lado, las necesidades financieras de medio/largo plazo, conllevan mantener un pay-out "cero".

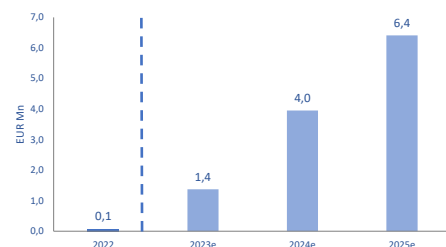
Gráfico 39. De EBITDA Recurrente a FCF 2023e



... y elevarán notablemente el nivel de endeudamiento, que situará la Deuda Neta 2025e en EUR 6,4Mn

El consumo de caja previsto en nuestro escenario central se traducirá en un gradual incremento a medio plazo de la deuda. Parcialmente mitigado por las ampliaciones de capital comprometidas y la conversión de los bonos convertibles del acuerdo con GCFO 21.

Gráfico 40. Deuda Neta (2022-2025e)



A cierre de 2022, la Deuda Neta de VANA se situó en EUR 0,1Mn (vs Caja Neta de EUR 0,6Mn en 2021). Nuestras estimaciones contemplan un consumo de caja de 2,6Mn al año, lo que se traduciría en unas necesidades de caja totales de c. EUR 7Mn para el período 2023e-2025e, en las que: i) EUR 3,2Mn servirían para cubrir el "consumo de caja" operativo (EBITDA Rec.), ii) EUR 5Mn en CAPEX, iii) EUR 0,6Mn en gastos financieros derivado del aumento de deuda. Aunque la variación de circulante mitigará las necesidades de capital en EUR -1,5Mn, por la progresiva reducción de período medio de pago hasta c. 90 días en 2025 (vs 170 días en 2022).

Hoy, VANA tiene pactados EUR 10Mn en ampliaciones de capital por conversión de líneas de financiación con GCFO 21 a fecha de este informe (para más información ver Tabla 1 en el apartado de Descripción del Negocio, página 9 de este informe). Las necesidades de capital de VANA supondrán un incremento de la Deuda Neta de niveles de EUR 6,4Mn en 2025e (vs EUR 0,1Mn en 2022), lo que revela el riesgo que entrañaría la financiación en el futuro si no se realizan ampliaciones de capital adicionales que, en la situación actual, parecen inevitables.

En conclusión: una cadena de cafeterías especializada (segmento "saludable") que supone a partes iguales una oportunidad (de crear marca) y un riesgo (dilución)

A dos años vista, nuestros números reflejan un auténtico salto de escala que servirá como puente (necesario) para la "estabilización" de la compañía. En un sector (hostelería) caracterizado por sus estrechos márgenes, estimamos que VANA necesitará ingresos superiores a EUR 12Mn para dejar atrás las pérdidas operativas. Nuestras estimaciones (2023e - 2025e) se basan en:

- **Auténtico salto de escala** que supondría unos ingresos de EUR 9,3Mn en 2025e (vs EUR 0,5Mn en 2022). Este crecimiento viene condicionado por: i) el ritmo de aperturas (estimamos una red de 37 cafeterías en 2025e vs 10 en 2023e), ii) capacidad de creación de marca (que acortaría el tiempo necesario para que los locales alcancen su capacidad de venta máxima).
- **Progresiva mejora de márgenes.** Pese a que esperamos mejora progresiva del Mg. Bruto y reducción en el peso de los costes de estructura, el alto componente variable (inherente al modelo de negocio y la industria en la que opera VANA) seguirá presentando un desafío en términos de superación de break-even. Nuestras estimaciones recogen un EBITDA 2025e de EUR -0,5M (vs EUR -1,2Mn en 2022).

- **Elevadas necesidades de caja.** Esencialmente como consecuencia del CAPEX necesario para el plan de expansión y los resultados operativos negativos que impedirán la generación de un FCF positivo recurrente hasta después de 2025e. Lo que tendría su reflejo en el nivel de endeudamiento que ascendería hasta EUR 6,4Mn en 2025e, aunque mitigado por los acuerdos de bonos convertibles y ampliaciones de capital comprometidas y que supondrán una importante dilución adicional.

La “foto” es la de una compañía de reciente creación dentro del sector de restauración con una apuesta diferencial (segmento “saludable”), basada en las nuevas preferencias de los consumidores, y para la que estimamos unas elevadas expectativas de crecimiento. Aunque, en nuestra opinión, se enfrenta a tres grandes riesgos: i) operacional (márgenes), ii) comercial (creación de marca) y iii) financiero (captación de capital vía equity y dilución adicional).

Nuestro equity story pivota sobre dos variables que, a su vez, son los principales riesgos de nuestro modelo: i) la captación de la financiación necesaria para llevar a cabo el plan de expansión, lo que nos lleva a estimar una fuerte dilución para el accionista y ii) el grado de ejecución del plan de expansión que permita mejorar los márgenes. La visibilidad sobre las estimaciones es limitada debido a la dependencia del modelo de negocio del ritmo de aperturas, por lo que la evolución del negocio durante los próximos años, y especialmente en 2024e, será un indicador clave.

En resumen, nos encontramos ante una dicotomía. Por un lado, existe la oportunidad de crear una marca que atraiga y retenga a un elevado número de clientes, convirtiéndose en referencia dentro del sector y, por otro, ante el riesgo de no obtener la financiación necesaria para aumentar su presencia, alejando los niveles de rentabilidad esperados en los próximos ejercicios. Ya que la mejora de la rentabilidad sólo es factible con un salto en tamaño muy significativo vía nuevas aperturas (o crecimiento no orgánico).

El éxito futuro dependerá de la capacidad de VANA para traducir el crecimiento en mejoras rápidas y tangibles de los márgenes. Acelerando la entrada en FCF positivo, lo que reduciría significativamente el riesgo que supone la captación de financiación vía equity, por su potencial efecto dilutivo. Como en el caso de cualquier start-up, VANA es una combinación de grandes oportunidades y riesgos. Mitigados por un modelo de negocio con fortalezas evidentes: una apuesta de carácter local (Alicante) beneficiada de la alta exposición turística de la zona. Y la opción de expandir el modelo y aprovechar sus economías de escala con una rápida mejora de márgenes que, sobre el papel, es creíble.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2023e	2024e	2025e	Perpetuo ⁽¹⁾		
Free Cash Flow "To the Firm"	(2,6)	(2,4)	(2,1)	n.a.		
Market Cap	1,5	A la fecha de este informe				
Deuda financiera neta	1,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 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)	2,9%	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	11,3%	Ke = Rf + (R * B)			10,1%	12,7%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	47,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	52,5%	D			=	=
WACC	7,9%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,2%	8,6%
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 Factset	Mkt. Cap	PER 23e	BPA 23e-25e	EV/EBITDA 23e	EBITDA 23e-25e	EV/Vtas. 23e	Ingresos 23e-25e	EBITDA/Vtas. 23e	FCF Yield 23e	FCF 23e-25e
Amrest	EAT-PL	1.343,6	n.a.	n.a.	9,2	16,1%	1,1	8,0%	11,5%	n.a.	n.a.
Alsea	AISEA-MX	2.730,6	22,7	30,9%	6,0	10,5%	1,2	9,2%	20,3%	7,9%	19,8%
Restaurant Brands	QSR-CA	30.942,9	22,6	9,1%	14,7	8,2%	5,4	5,6%	36,6%	3,6%	24,1%
Compass Group PLC	CPG-GB	41.873,4	28,1	13,6%	14,0	11,4%	1,3	7,0%	9,2%	5,0%	-6,9%
Cadenas de restauración			24,5	17,9%	11,0	11,6%	2,2	7,5%	19,4%	5,5%	12,3%
Starbucks	SBUX-US	98.106,2	26,4	15,4%	18,8	16,6%	3,6	10,1%	19,0%	3,4%	12,7%
Greegs	GRG-GB	3.099,8	21,6	10,8%	9,7	11,5%	1,6	10,3%	16,4%	0,5%	n.a.
Luckin Coffe	LKNCY-US	6.801,3	17,3	32,0%	n.a.	n.a.	1,9	32,7%	n.a.	n.a.	n.a.
Cadenas de Cafeterías			21,8	19,4%	14,3	14,1%	2,4	17,7%	17,7%	1,9%	12,7%
VANA	VANA-ES	1,5	n.a.	31,1%	n.a.	44,7%	1,6	n.a.	n.a.	n.a.	6,2%

Análisis de sensibilidad (2024e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 24e	EBITDA 24e	EV/EBITDA 24e
Max	-23,0%	(1,2)	n.a.
Central	-20,9%	(1,1)	n.a.
Min	-18,8%	(1,0)	n.a.

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 24e		
EBITDA 24e	30,7%	34,1%	37,5%
(1,2)	(2,5)	(2,7)	(2,9)
(1,1)	(2,4)	(2,6)	(2,7)
(1,0)	(2,3)	(2,5)	(2,6)

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el Free Cash Flow.

- Competencia y riesgo comercial:** la industria de la hostelería, donde opera VANA, se encuentra muy madura en España, lo que puede suponer un riesgo en la captación de nuevos clientes (por la competencia los bares/restaurantes tradicionales) además de competir con grandes cadenas (Starbucks, Vips, Tahona, Panadería del Molino...) ya asentadas que dispongan de una mejor estructura de costes. Todo ello, puede llevar a un crecimiento inferior al esperado. Una desaceleración en el crecimiento hasta EUR 2,0Mn (vs EUR 2,3Mn en escenario central) en ingresos 2023e (manteniendo mismo margen bruto en términos relativos y costes de estructura) implicaría una reducción del -18,8% en EBITDA recurrente respecto a nuestro escenario inicial.
- Ciclicidad de la industria, especialmente afectada por el contexto económico que muestra claros síntomas de desaceleración.** Inherente a su dependencia de la evolución del consumo. El Banco de España ha mantenido su proyección de crecimiento para España en 2023 (2,3%, aunque ha elevado +0,4p.p. la inflación hasta el 3,6%) y ha recortado en -0,4p.p. la de 2024 (1,8%). La revisión obedece, en parte, a la desaceleración económica fruto de las subidas de tipos impuestas (>+4 p.p. desde finales de 2022, por primera vez desde 2008) por el Banco Central Europeo (BCE) en un intento de controlar la inflación. Adicionalmente, la industria se encuentra altamente correlacionada con el crecimiento del consumo y no será inmune a la pérdida de poder adquisitivo de las familias por la escalada de precios.
- Concentración geográfica:** A fecha de este informe, la actividad de VANA se concentra al 100% en Alicante (Comunidad Valenciana) y hasta que no se lleven a cabo nuevas aperturas. Los problemas específicos de la región podrían impactar negativamente en su negocio.
- Retraso en el plan de expansión:** Nuestro modelo asume un ritmo agresivo de aperturas de nuevos locales hasta alcanzar un total de 37 establecimientos "ya" en 2025e (vs 10 locales a fecha de este informe). Un ritmo de aperturas inferior al esperado (15 tiendas en 2024e frente a 21 de nuestro escenario central), tendría su reflejo en el P&L de VANA, reduciendo nuestras estimaciones de ingresos 2024e hasta EUR 4,2Mn (-15% vs escenario central), traduciéndose en una reducción del EBITDA de -29% respecto a nuestro escenario central.
- Aumento en el precio de las MMPP:** En una industria tradicionalmente de bajos márgenes, la debilidad del consumo junto al encarecimiento de los alimentos han llevado a la industria a subir (inevitablemente) precios para mitigar el efecto. Esperamos una mejora en el margen bruto hasta 59,5% en 2023e. Una caída de -6p.p. (2023) en el Mg. bruto, reduciría un 10% el EBITDA (EUR -1,7Mn).
- Bajas barreras de entrada que hacen muy accesible incrementar un nivel de competencia que ya de por sí es alto.** Las bajas barreras de entrada (principalmente, financiación) en el segmento en el que opera VANA facilita la entrada de competidores con cierta rapidez y con productos relativamente novedosos.
- Riesgo reputacional:** inherente a su elevada exposición al público. Parte de la evolución del negocio va a venir dada por el grado de aceptación del público (reviews, "boca a boca", etc). El potencial deterioro de su imagen corporativa (por una noticia negativa relacionada con el servicio o el producto) podría disuadir a los consumidores (actuales/potenciales) de acudir a sus centros o consumir sus productos, con el consiguiente impacto negativo en el P/L.
- El desarrollo de economías de escala es clave para la mejora en eficiencia y márgenes.** Nuestras estimaciones consideran una reducción de los costes fijos de estructura hasta llevar el total (gastos de personal + otros costes de explotación) al 127% s/ingresos en 2023e (vs 309% en 2022). Mantener los gastos de estructura en el c.300% implicaría una contracción del EBITDA rec. 2023e estimado hasta c.EUR -6Mn (vs EUR -1,6Mn estimación inicial).

- Riesgo de dilución.** En la actualidad, VANA ha firmado un contrato de financiación con GCFO 21 por EUR 10Mn mediante la emisión de obligaciones convertibles. El plan de expansión de VANA requiere de una fuerte inversión en capital. Una aceleración del plan de crecimiento o la necesidad de un mayor nivel de inversión, requeriría de acceso a nuevo capital. Lo que podría pasar por incrementos adicionales del equity (que implicarían dilución adicional para los actuales accionistas).

Un Consejo de Administración nuevo y alineado con los accionistas minoritarios

Salvador Martí y Vicente Terol fundan VANA en 2021 y se mantienen como administradores solidarios hasta la constitución del Consejo de Administración en febrero de 2023. En la actualidad, ambos son accionistas de referencia (Presidente y Vicepresidente del Consejo de Administración de VANA) y, a su vez, ostentan las posiciones ejecutivas de Director General y CEO, respectivamente. VANA cotiza en BME Growth desde julio de 2023. Los aspectos esenciales del Gobierno Corporativo de VANA son:

Tabla 8. Estructura accionarial

Nombre	Directo	Indirecto	Total
Salvador Martí Varó	5,3%	9,3%	14,6%
Vicente Terol San Román	6,9%	-	6,9%
Jorge San Estrada	4,3%	-	4,3%
Juan Alfonso Ortiz	3,6%	-	3,6%
Autocartera	1,7%	-	1,7%
Free Float	69,0%	-	69,0%
TOTAL			100,0%

Nota: Porcentaje de participación, a fecha de este informe, teniendo en cuenta los tramos ya convertidos de los bonos convertibles.

Tabla 9. Consejo de Administración

Nombre	Categoría	Fecha	%Capital ¹
Salvador Martí ¹	Dominical	2023	14,6%
Vicente Terol ¹	Dominical	2023	6,9%
Juan Alfonso Ortiz	Dominical	2023	3,6%
Ramón Villot	Independiente	2023	0,0%
Fernando Orteso	Independiente	2023	0,0%
Total			25,1%

Nota 1: Porcentaje de capital incluyendo participación directa e indirecta.

Nota 2: Adicionalmente a su condición de consejeros dominicales, Salvador Martí y Vicente Terol desempeñan funciones ejecutivas al ostentar las posiciones de Presidente del Consejo y Director General y de Consejero y CEO, respectivamente.

Nota 3: A fecha de este informe, teniendo en cuenta los tramos ya convertidos de los bonos convertibles.

- **Un Consejo de Administración nuevo y con alta exposición al precio de la acción...** el Consejo de Administración se constituye en febrero de 2023. Sin consejeros ejecutivos “puros” (es decir, sin participación accionarial). El Consejo de Administración está compuesto por 5 miembros tras la dimisión de Pablo Reig (presidente de la comisión de auditoría) en septiembre de 2023 y se distribuye en: tres dominicales (de los cuales dos son ejecutivos; tabla 9) y dos independientes.

El Consejo controla de forma directa e indirecta el 25% del capital de VANA. Lo que implica, *a priori*, su alineación con los intereses de los minoritarios. La duración del cargo de consejero está limitada por los estatutos a un plazo de 6 años renovables por periodos de igual duración, sin límite de mandatos.

A fecha de este informe, se ha convocado una Junta General para el 27 de diciembre en la que se propone a Fernando García Beato, Luis Bautista Cespedosa y Manuel Rodríguez Martín como nuevas incorporaciones al Consejo de Administración.

- **... que mantiene la independencia en sus comisiones.** El porcentaje de independientes se sitúa en el 40% (por la salida de Pablo Reig en octubre de 2023; peso anterior del 50%). El 66,7% de los miembros de la Comisión de Auditoría, Control y Cumplimiento y de Nombramientos y Retribuciones son independientes.
 - **Retribución al Consejo de Administración y a la Alta Dirección.** De acuerdo con los estatutos, cada consejero tiene derecho a percibir una cantidad anual fija, entre EUR 99 a EUR 100Miles. El Consejo de Administración ha aprobado en 2023e una remuneración total para el Consejo de Administración que ascenderá a un máximo de EUR 108Miles. La compañía no ha acordado para los consejeros y/o los miembros de la alta dirección i) sistemas de retribución basados en entrega de acciones, en opciones sobre acciones o referenciados a la cotización de las acciones ni ii) cláusulas de garantía o “blindaje” para casos de extinción de sus contratos, despidos o cambio de control de la compañía.
- Los miembros que cumplen funciones ejecutivas adicionales del Consejo (Salvador Martí y Vicente Terol) percibirán, adicionalmente al acordado por su condición de consejeros, una retribución por servicios de gestión y dirección de 10.000 euros al mes para cada uno (en 2022 esta cantidad total teniendo en cuenta ambos contratos ascendió a EUR 240Miles; 38,7% s/Gastos de personal 2022 y c.50% s/Ingresos 2022).
- **Descartamos el pago de dividendo en el medio plazo:** sin existir ningún compromiso de la compañía de pago de dividendo. El foco del negocio está en la consecución de su plan de expansión y consolidación de su presencia dentro del territorio nacional. En ese contexto esperamos un pay-out del 0% para, al menos, los próximos 3 años.
 - **Aún sin política explícita de diversidad.** Ninguna mujer es miembro del Consejo de Administración y ni del Comité de Dirección.

- **Saldos y transacciones con partes vinculadas.** A cierre de 2022, la principal partida corresponde a créditos concedidos a C.F. Intercity (de la que Salvador Martí tiene un >2% de participación siendo el CEO y presidente del Consejo; asimismo es vocal del consejo de administración de la fundación Lucentum que tiene una participación de c.16% a diciembre de 2023) por EUR 150Miles.

- **Ante un riesgo significativo de conflicto de interés.** 4 de los 5 miembros del Consejo de Administración de VANA se encuentran en un posible riesgo de conflicto de interés. Salvador Martí es presidente del Consejo de Administración y accionista de C.F. Intercity y fue Co-fundador y presidente de Facephi Biometría hasta 2021, en la que mantiene un 5% de participación a día hoy.

Tres miembros del Consejo: Juan Alfonso Ortiz (dominical), Ramon Villot (independiente) y Fernando Orteso (independiente) son accionistas de C.F. Intercity (siendo los dos últimos, también, miembros del Consejo de Administración). Adicionalmente, Juan Alfonso Ortiz y Fernando Orteso son también accionistas y consejeros de Facephi Biometría.

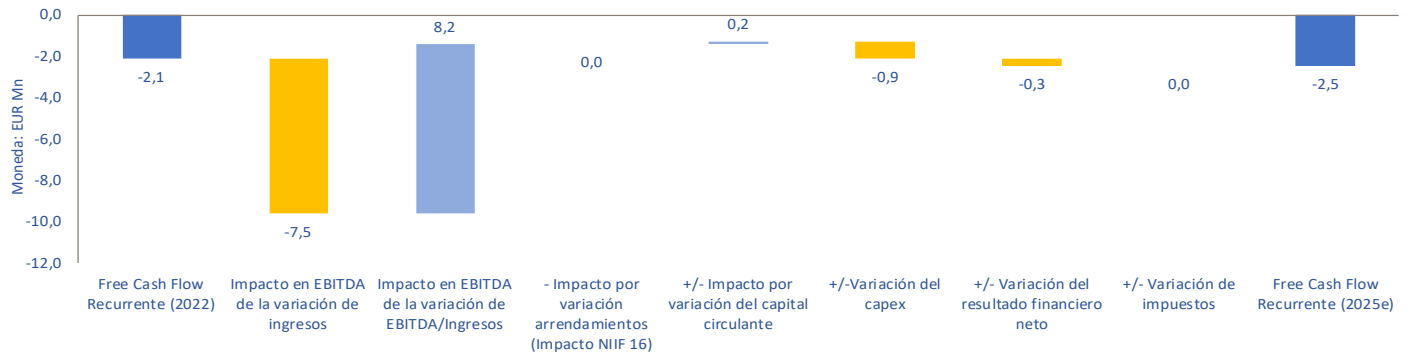
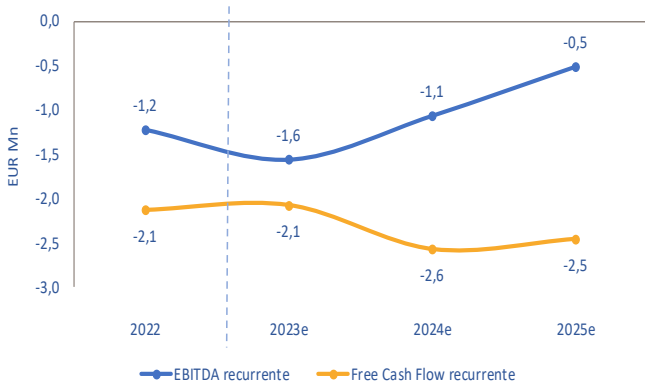
- **Bonos convertibles y nuevos accionistas:** En junio de 2023e, se firma un acuerdo de financiación con Global Corporate Finance Opportunities 21 (“GCFO 21”) por un importe máximo de EUR 10Mn. Distribuido en 1 tramo de EUR 2Mn y 32 tramos de EUR 250Miles con vencimiento en 2028e (VANA no está obligado a suscribir la totalidad de la financiación). El Consejo de Administración ha aprobado a fecha de este informe la conversión de bonos por importe de EUR 0,3Mn. La conversión total de esta línea de financiación ya ha supuesto un -31% de dilución y supondría una dilución potencial adicional para el accionista (según nuestro escenario central) de un -48% en el futuro (para más información ver Tabla 2 en el apartado de Descripción del Negocio, página 9 de este informe).

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
Inmovilizado inmaterial				-	0,3	0,1	0,1	0,1		
Inmovilizado material				-	1,0	2,6	4,1	6,1		
Otros activos no corrientes				0,0	0,4	0,6	0,7	0,8		
Inmovilizado financiero				0,0	0,2	0,2	0,2	0,2		
Fondo de comercio y otros intangibles				-	-	-	-	-		
Activo circulante				0,0	0,4	0,5	0,6	0,7		
Total activo				0,1	2,3	4,0	5,8	7,9		
Patrimonio neto				0,0	0,6	0,5	(0,8)	(1,8)		
Minoritarios				-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP				0,6	0,7	0,7	0,7	0,7		
Otros pasivos no corrientes				-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta				(0,6)	0,1	1,4	4,0	6,4		
Pasivo circulante				0,0	0,8	1,4	1,9	2,6		
Total pasivo				0,1	2,3	4,0	5,8	7,9		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
Total Ingresos				-	0,5	2,3	5,1	9,3	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.Total Ingresos</i>				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>391,0%</i>	<i>119,0%</i>	<i>83,3%</i>		
Coste de ventas				-	(0,2)	(0,9)	(1,9)	(3,2)		
Margen Bruto				-	0,2	1,4	3,2	6,1	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>				<i>n.a.</i>	<i>50,7%</i>	<i>59,5%</i>	<i>63,3%</i>	<i>65,3%</i>		
Gastos de personal				-	(0,6)	(1,3)	(2,1)	(3,6)		
Otros costes de explotación				(0,1)	(0,8)	(1,6)	(2,2)	(2,9)		
EBITDA recurrente				(0,1)	(1,2)	(1,6)	(1,1)	(0,5)	<i>n.a.</i>	<i>25,4%</i>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-27,6%</i>	<i>31,8%</i>	<i>52,3%</i>		
<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>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.				-	-	(0,1)	-	-		
EBITDA				(0,1)	(1,2)	(1,7)	(1,1)	(0,5)	<i>n.a.</i>	<i>25,4%</i>
Depreciación y provisiones				-	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,3)		
Gastos capitalizados				-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)				-	-	-	-	-		
EBIT				(0,1)	(1,3)	(1,8)	(1,2)	(0,8)	<i>n.a.</i>	<i>15,6%</i>
<i>Cto.EBIT</i>				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-40,2%</i>	<i>31,2%</i>	<i>37,7%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Impacto fondo de comercio y otros				-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto				-	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia				-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario				(0,1)	(1,3)	(1,9)	(1,4)	(1,1)	<i>n.a.</i>	<i>5,2%</i>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-44,2%</i>	<i>24,0%</i>	<i>22,4%</i>		
Extraordinarios				-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos				(0,1)	(1,3)	(1,9)	(1,4)	(1,1)	<i>n.a.</i>	<i>5,2%</i>
Impuestos				0,0	0,3	0,2	0,1	0,1		
<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>		
Minoritarios				-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas				-	-	-	-	-		
Beneficio neto				(0,0)	(0,9)	(1,7)	(1,3)	(1,0)	<i>n.a.</i>	<i>-1,6%</i>
<i>Cto.Beneficio neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-77,6%</i>	<i>24,0%</i>	<i>22,4%</i>		
Beneficio ordinario neto				(0,1)	(1,3)	(1,8)	(1,4)	(1,1)	<i>n.a.</i>	<i>5,2%</i>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>-36,4%</i>	<i>19,6%</i>	<i>22,4%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	18-22	22-25e
EBITDA recurrente						(1,6)	(1,1)	(0,5)	<i>n.a.</i>	<i>25,4%</i>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						0,5	0,4	0,6		
Cash Flow operativo recurrente						-1,1	-0,7	0,1	<i>n.a.</i>	<i>28,3%</i>
CAPEX						(1,0)	(1,7)	(2,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,2)	(0,3)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						(2,1)	(2,6)	(2,5)	<i>n.a.</i>	<i>-4,9%</i>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,1)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(0,6)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(2,8)	(2,6)	(2,5)	<i>n.a.</i>	<i>-6,3%</i>
Ampliaciones de capital						1,5	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						1,3	2,6	2,5		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
								19-22	22-25e
EBITDA recurrente			(0,1)	(1,2)	(1,6)	(1,1)	(0,5)	n.a.	25,4%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>			n.a.	n.a.	-27,6%	31,8%	52,3%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante			(0,0)	0,4	0,5	0,4	0,6		
= Cash Flow operativo recurrente			(0,1)	(0,8)	(1,1)	(0,7)	0,1	n.a.	28,3%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>			n.a.	n.a.	-36,6%	36,2%	112,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,9%		
- CAPEX			-	(1,4)	(1,0)	(1,7)	(2,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow			-	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,3)		
- Impuestos			-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente			(0,1)	(2,1)	(2,1)	(2,6)	(2,5)	n.a.	-4,9%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>			n.a.	n.a.	2,6%	-24,0%	4,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros			-	-	(0,1)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones			-	-	(0,6)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			0,6	0,1	-	-	-		
= Free Cash Flow			0,6	(2,0)	(2,8)	(2,6)	(2,5)	n.a.	-6,3%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>			n.a.	-450,5%	-36,5%	7,8%	4,5%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>			39,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)			-	(0,1)	(2,1)	(2,1)	(2,6)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			n.a.	n.a.	(4,8)	(1,9)	(0,9)		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			n.a.	n.a.	4,4	2,3	1,4		
= Variación EBITDA recurrente			n.a.	n.a.	(0,3)	0,5	0,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante			(0,0)	0,5	0,1	(0,1)	0,2		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente			(0,0)	0,5	(0,3)	0,4	0,8		
+/- Variación del CAPEX			-	(1,4)	0,4	(0,8)	(0,5)		
+/- Variación del resultado financiero neto			-	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
+/- Variación de impuestos			-	-	-	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente			(0,0)	(0,9)	0,1	(0,5)	0,1		
Free Cash Flow Recurrente			(0,0)	(1,0)	(2,1)	(2,6)	(2,5)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC	
EBIT			(0,1)	(1,3)	(1,8)	(1,2)	(0,8)	n.a.	15,6%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente			(0,1)	(1,2)	(1,6)	(1,1)	(0,5)	n.a.	25,4%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante			(0,0)	0,4	0,5	0,4	0,6		
= Cash Flow operativo recurrente			(0,1)	(0,8)	(1,1)	(0,7)	0,1	n.a.	28,3%
- CAPEX			-	(1,4)	(1,0)	(1,7)	(2,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente			(0,1)	(2,1)	(2,0)	(2,4)	(2,1)	n.a.	-0,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>			n.a.	n.a.	5,1%	-18,9%	11,1%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>			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)	(2,6)	(2,4)	(2,1)	n.a.	-1,5%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>			n.a.	-450,1%	-29,0%	8,9%	11,1%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>			16,2%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		

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

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	1,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2023
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,7	Rdos. 6m 2023
+ Deuda financiera neta	1,6	Rdos. 6m 2023
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 6m 2023
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	3,6	

Anexo 4. Principales comparables 2023e

		Cadenas de restauración				Cadenas de Cafeterías					
EUR Mn		Amrest	Alsea	Restaurant Brands	Compass Group PLC	Average	Starbucks	Greegs	Luckin Coffe	Average	VANA
Datos Mercado	Ticker (Factset)	EAT-PL	AISEA-MX	QSR-CA	CPG-GB		SBUX-US	GRG-GB	LKNKY-US		VANA-ES
	País	Spain	Mexico	Canada	UK		USA	UK	China		Spain
	Market cap	1.343,6	2.730,6	30.942,9	41.873,4		98.106,2	3.099,8	6.801,3		1,5
	Enterprise value (EV)	2.644,3	4.944,8	34.998,4	45.901,1		116.927,7	3.265,7	6.335,5		3,6
Información financiera básica	Total Ingresos	2.492,0	4.066,5	6.524,6	35.817,9		32.762,6	2.057,7	3.251,6		2,3
	Cto.Total Ingresos	-4,6%	10,6%	12,6%	21,6%	10,1%	11,6%	17,8%	80,7%	36,7%	391,0%
	2y TACC (2023e - 2025e)	8,0%	9,2%	5,6%	7,0%	7,5%	10,1%	10,3%	32,7%	17,7%	n.a.
	EBITDA	286,5	826,1	2.388,5	3.286,5		6.219,3	336,7	n.a.		(1,7)
	Cto. EBITDA	-27,2%	-8,0%	20,9%	24,6%	2,6%	-6,6%	7,2%	n.a.	0,3%	-35,8%
	2y TACC (2023e - 2025e)	16,1%	10,5%	8,2%	11,4%	11,6%	16,6%	11,5%	n.a.	14,1%	44,7%
	EBITDA/Ingresos	11,5%	20,3%	36,6%	9,2%	19,4%	19,0%	16,4%	n.a.	17,7%	n.a.
	EBIT	106,7	393,4	2.062,2	2.270,6		4.897,6	197,5	464,3		(1,8)
	Cto. EBIT	-12,5%	-19,2%	14,1%	34,4%	4,2%	25,6%	9,3%	130,4%	55,1%	-40,2%
	2y TACC (2023e - 2025e)	34,7%	14,6%	9,1%	14,6%	18,3%	19,3%	11,4%	40,5%	23,7%	34,5%
	EBIT/Ingresos	4,3%	9,7%	31,6%	6,3%	13,0%	14,9%	9,6%	14,3%	12,9%	n.a.
	Beneficio Neto	39,4	121,0	1.377,6	1.516,8		3.758,6	147,0	414,3		(1,7)
	Cto. Beneficio Neto	n.a.	32,8%	53,5%	18,1%	34,8%	25,7%	5,9%	527,1%	186,2%	-77,6%
	2y TACC (2023e - 2025e)	64,5%	32,2%	8,0%	17,1%	30,5%	14,4%	9,7%	35,4%	19,8%	23,2%
CAPEX/Ventas	7,4%	6,8%	1,6%	2,9%	4,7%	6,5%	11,6%	3,3%	7,1%	41,5%	
Free Cash Flow	(13,5)	216,9	1.118,0	2.089,4		3.349,1	14,9	n.a.		(2,8)	
Deuda financiera Neta	877,5	1.530,7	10.878,1	4.008,0		18.815,1	181,2	n.a.		1,4	
DN/EBITDA (x)	3,1	1,9	4,6	1,2	2,7	3,0	0,5	n.a.	1,8	n.a.	
Pay-out	0,0%	2,0%	45,9%	41,8%	22,4%	55,6%	49,9%	n.a.	52,7%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	22,7	22,6	28,1	24,5	26,4	21,6	17,3	21,8	n.a.
	P/BV (x)	n.a.	5,2	7,6	7,1	6,6	n.a.	5,3	n.a.	5,3	3,1
	EV/Ingresos (x)	1,1	1,2	5,4	1,3	2,2	3,6	1,6	1,9	2,4	1,6
	EV/EBITDA (x)	9,2	6,0	14,7	14,0	11,0	18,8	9,7	n.a.	14,3	n.a.
	EV/EBIT (x)	24,8	12,6	17,0	20,2	18,6	23,9	16,5	13,6	18,0	n.a.
	ROE	n.a.	22,7	33,8	23,9	26,8	n.a.	24,7	n.a.	24,7	n.a.
	FCF Yield (%)	n.a.	7,9	3,6	5,0	5,5	3,4	0,5	n.a.	1,9	n.a.
	DPA	0,00	0,00	2,06	0,36	0,61	1,82	0,72	n.a.	1,27	0,00
	Dvd Yield	0,0%	0,1%	3,0%	1,5%	1,1%	2,1%	2,4%	n.a.	2,2%	0,0%

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

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

LIGHTHOUSE

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

Alfredo Echevarría Otegui
Head of research
alfredo.echevarria@lighthouse-ieaf.com

Luis Esteban Arribas, CESGA
Equity research
luis.esteban@lighthouse-ieaf.com

Enrique Andrés Abad, CFA
Equity research
enrique.andres@lighthouse-ieaf.com

José Miguel Cabrera van Grieken
Equity research
jose.cabrera@lighthouse-ieaf.com

Jesús López Gómez, CESGA
ESG Analyst & Data analytics
jesus.lopez@lighthouse-ieaf.com

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

Los Analistas de Inversiones que han elaborado el presente Análisis de Inversiones son empleados de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEAF Servicios de Análisis S.L.U. (para la Gestión de Conflictos de Interés en el departamento de Análisis), contacte por correo electrónico con secretaria@institutodeanalistas.com 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
21-Dic-2023	n.a.	0,196	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas

