

Company Update

Reason: Estimates revision

21 March 2024

Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 4.44

closing price as of 20/03/2024

Target price: EUR 7.00

from Target Price: EUR 9.00

Upside/Downside Potential 57.7%

Reuters/Bloomberg

AGIL.MC/AGIL.SM

Market capitalisation (EURm) 103

Current N° of shares (m) 23

Free float 50%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth (k) 8

Daily avg. trad. vol. 12 mth (k) 0.04

Price high/low 12 months 4.44 / 3.10

Abs Perfs 1/3/12 mths (%) 36.62/34.95/8.03

Key financials (EUR)

	12/22	12/23e	12/24e
Sales (m)	102	103	108
EBITDA (m)	10	12	13
EBITDA margin	10.1%	11.5%	12.4%
EBIT (m)	(4)	(1)	1
EBIT margin	nm	nm	1.2%
Net Profit (adj.)(m)	(5)	(2)	(0)
ROCE	-4.4%	-0.8%	1.9%
Net debt/(cash) (m)	20	21	19
Net Debt Equity	0.4	0.6	0.6
Net Debt/EBITDA	2.0	1.8	1.4
Int. cover(EBITDA/Fin.int)	8.8	9.2	9.4
EV/Sales	1.2	0.9	1.1
EV/EBITDA	11.6	8.0	8.9
EV/EBITDA (adj.)	11.6	8.0	8.9
EV/EBIT	nm	nm	92.8
P/E (adj.)	nm	nm	nm
P/BV	2.5	2.2	3.2
OpFCF yield	3.4%	5.2%	5.1%
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%
EPS (adj.)	(0.22)	(0.08)	(0.00)
BVPS	1.73	1.53	1.39
DPS	0.00	0.00	0.00

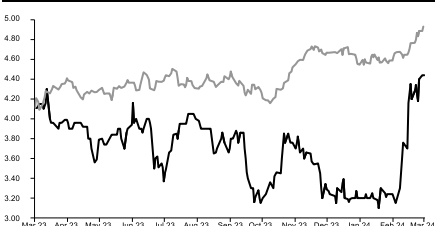
En plena transición hacia el nuevo modelo

Revisamos estimaciones de la compañía antes de la presentación de resultados anuales (que esperamos que se produzca a mediados de abril) reflejando ciertos cambios estratégicos que la compañía ha llevado a cabo en los últimos meses y los nuevos contratos firmados en Italia, Finlandia y Brasil que refuerzan el investment case de la compañía. Adicionalmente, la deuda de la compañía se mantiene bajo control y en condiciones de afrontar la nueva etapa de inversión requerida en 2024 y 2025 para iniciar las operaciones en las nuevas geografías.

- ✓ Los últimos meses han sido muy fructíferos para la compañía en términos de **crecimiento orgánico**. En primer lugar, la compañía anunció en agosto 2023 el primer acuerdo de su historia fuera de España para la provisión de plataforma tecnológica de TV al grupo Tesselis, que cuenta con c.800k clientes de banda ancha en **Italia**. En septiembre se anunció otro nuevo acuerdo en Italia con la compañía Convergenze con c.50k clientes. A finales del año pasado, el agregador de ISPs **brasileño**, Superplayer, anunció el lanzamiento de su plataforma de TV de la mano de Agile y por último en febrero de 2024 se anunció el último acuerdo en **Finlandia** de la mano de Alcom, un operador con c.210k clientes de banda ancha para ofrecer su servicio de TV.
- ✓ Todos estos acuerdos refuerzan el **perfil de crecimiento** de la compañía y confirman nuestra visión sobre el potencial de Agile de ser un partner tecnológico neutral para muchos operadores pequeños y medianos de toda Europa. En paralelo, van a traer inversiones extra (particularmente en opex, pero una pequeña parte también en Capex) durante los próximos años para poder acometer dichas nuevas actividades.
- ✓ Por ello pensamos que la compañía se encuentra en un **momento clave de transición**, una vez digeridas las adquisiciones realizadas durante 2021-2022 y extraídas la mayor parte de las sinergias, hacia una nueva etapa marcada por el crecimiento orgánico y el apalancamiento operativo.
- ✓ Por el camino, la compañía ha realizado algunos **ajustes estratégicos** en algunas líneas de negocio con margen reducido o no rentables que irá abandonando para centrar todos los esfuerzos en la plataforma tecnológica. Dichos ajustes tendrán impactos limitados en el corto plazo, particularmente en ingresos, aunque sin afectar de manera significativa al EBITDA.
- ✓ La **deuda neta** de la compañía se mantiene controlada en torno a c.EUR21m a cierre de FY23e y estimamos que la compañía genere FCF positivo desde 2024 para poder ir, poco a poco, reduciéndola.
- ✓ En base a todo ello, alcanzamos una nueva **valoración de EUR7 por acción**, con una reducción vs el precio anterior de c.-20% debido a que los impactos negativos en el corto plazo derivados de mayores inversiones tienen un peso superior en la valoración que los efectos positivos en el medio y largo plazo de un mayor número de clientes. Hay que considerar que hemos sido prudentes en las estimaciones de crecimiento de nuevos clientes, mientras que los costes asociados al lanzamiento de los productos son reales desde el día 1. No obstante, mantenemos la visión positiva sobre la compañía y reiteramos nuestra recomendación de **Comprar**, con un potencial de c.+60%.

Shareholders

Knowkors Consulting & Investment 16%; Inveready 10%; Onchena, S.L. 7%;



Source: FactSet

— AGILE CONTENT — IGBM (Rebased)

Analyst(s)

Juan Peña

juan.pena@gvcgaesco.es

+34 91 436 78 16

Resultados FY23e

La compañía presentó unos resultados del primer semestre muy positivos con una mejora del margen EBITDA de 0.8pp vs H122 hasta el 11.2% y un crecimiento del mismo del +18%.

Para FY23e estimamos una mejora del margen aún superior gracias al control de costes y la eliminación de ciertas actividades menos rentables, lo cual impacta en un crecimiento de ingresos menor, pero un margen mejor.

AGILE CONTENT. Preview-FY 23e RESULTS.

EURm	FY'22	FY'23e	Δ% y/y
Net Revenues	101.5	103.5	2.0%
OpCF	3.6	5.4	50.4%
Works flows done for own fixed assets	6.7	6.5	-2.8%
EBITDA	10.3	11.9	15.8%
% EBITDA M.	10.1%	11.5%	1.4pp
Net Debt Position	20.3	21.0	3.5%
ND/EBITDA adj. Annualized (vs FY22)	2.0x	1.8x	

Source: Agile Content & GVC Gaesco Valores

Los resultados de 2023 tendrán un crecimiento de ingresos algo menor al inicialmente esperado debido principalmente a dos motivos:

- Por un lado, la ralentización del crecimiento de los clientes de TV debido al proceso de fusión entre Más Móvil y Orange que ha reducido la actividad comercial.
- En segundo lugar, al abandono de la venta de hardware por parte de Edgeware en la última mitad del año para centrarse en actividades de mayor valor añadido (este impacto se reflejará a año completo en 2024).

Con un menor impacto se incluye la menor aportación de Fon a los ingresos de la compañía (esta actividad se dejará de realizar durante 2024) y la menor demanda de dispositivos de Wetek por dos motivos: el menor número de habitaciones a atender por parte de Hilton, una vez desplegada la tecnología en gran parte de Europa y a la pérdida de un cliente relevante en Palestina por el conflicto bélico.

En el plano positivo, el EBITDA no se verá afectado por estos impactos ya que eran actividades con un margen reducido y la compañía ha acelerado la extracción de sinergias de su actividad con Euskaltel mediante la migración de sistemas y tecnología a la plataforma de Agile, lo cual provocará que el margen EBITDA se incremente en más de 1pp frente a FY22, según nuestras estimaciones.

La deuda neta se mantendrá en torno a 2x DN/EBITDA, aunque más de la mitad de la misma son deudas con tipos de interés fijos (obligaciones convertibles y earn-outs de M&A, principalmente), lo cual permite a la compañía no tener impactos significativos en sus gastos financieros derivados de la subida de tipos de interés.

Como se ha comentado, algunos de estos impactos en ingresos tendrán su continuación en 2024, y por ello estimamos un crecimiento de los mismos moderado, que se verá acelerado en 2025 y 2026, una vez los clientes de las plataformas de Italia y Finlandia, principalmente, estén en funcionamiento.

Pensamos que la compañía está bien preparada para el crecimiento orgánico que se le avecina, con una tecnología probada y unos clientes que empiezan a diversificarse en el negocio de Agile TV Platform y un peso relevante en la industria, con unos contratos a largo plazo con recurrencia y visibilidad en el negocio de Agile Technologies. 2024 será un año de seguir afinando la eficiencia del grupo y prepararlo para iniciar las actividades en las nuevas geografías, así como continuar la senda de abrir nuevos posibles mercados.

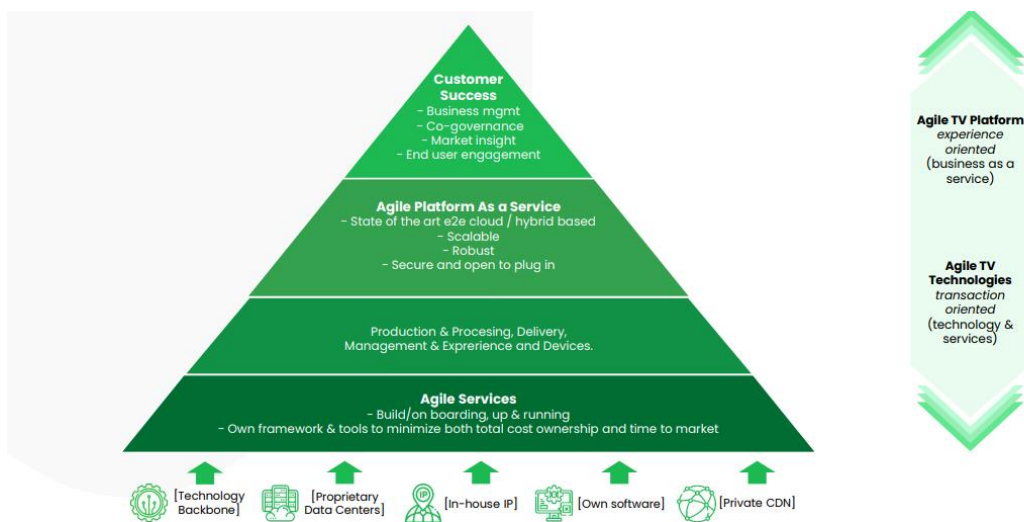
El mercado: confirmando tendencias

En nuestro informe de noviembre de 2020 “Añadiendo eslabones de la cadena de valor para crecer”, exponíamos el investment case de la compañía, basándonos en la premisa de la tendencia imparable en el sector telco de externalizar servicios no core.

Poco a poco esa tendencia se va normalizando y ya el mercado ve como normal que un operador telco no sea dueño de su infraestructura fija y móvil, y en algunos casos se empieza a ver también en sus plataformas de TV.

La TV ha servido durante los últimos años como elemento para añadir valor (subiendo ARPU's y reduciendo churn), así como integrador de plataformas OTT y distribuidor de contenidos deportivos. La mayor parte de estas funciones no necesitan un desarrollo interno por parte de los operadores y su eficiencia aumenta cuando un externo realiza estas funciones. Por ello seguimos defendiendo que la tendencia continuará y que un modelo de negocio como el que defiende Agile se acabará imponiendo en la industria.

La diferencia entre los *carve-out* de las infraestructuras fijas o móviles por parte de los operadores y esta de TV, es que los flujos de caja son muy inferiores en este caso, por lo que las valoraciones no son tan atractivas para posibles desinversiones para los telcos y por ello no se puede “defender” tan claramente una posible operación que permita desapalancarse. Eso y las enormes estructuras *legacy* que muchas de las grandes telecos mantienen en estos negocios, hacen que el cambio de modelo sea más lento.



En el gráfico anterior se observa el modelo de negocio de la compañía, el cual basándose en las tecnologías de las que dispone, en función de las demandas del cliente se pueden ir añadiendo capas de valor a los servicios prestados hasta alcanzar el máximo nivel que es la plataforma de TV, que incluye la provisión completa del servicio de TV.

JV Orange – Másmóvil

Hace unas semanas se conoció el veredicto final de la Comisión Europea acerca del proceso de fusión entre Orange y Másmóvil que se cerró con una aprobación con condiciones en favor de Digi. En nuestra opinión, no observamos riesgo de pérdida de actividad para Agile por dos razones principalmente:

- En primer lugar, el CEO de la JV será de Másmóvil, así como (previsiblemente) el Director de la unidad de negocio de residencial, lo cual implicará una continuidad en el modo de operar de Másmóvil.
- En segundo lugar, pensamos que una compañía con un endeudamiento tan grande ha de buscar eficiencias y reducciones de costes de manera urgente y la provisión del servicio de TV con Agile le puede ofrecer importantes ahorros, además de que la colaboración entre Orange y Agile Content ya se está produciendo.

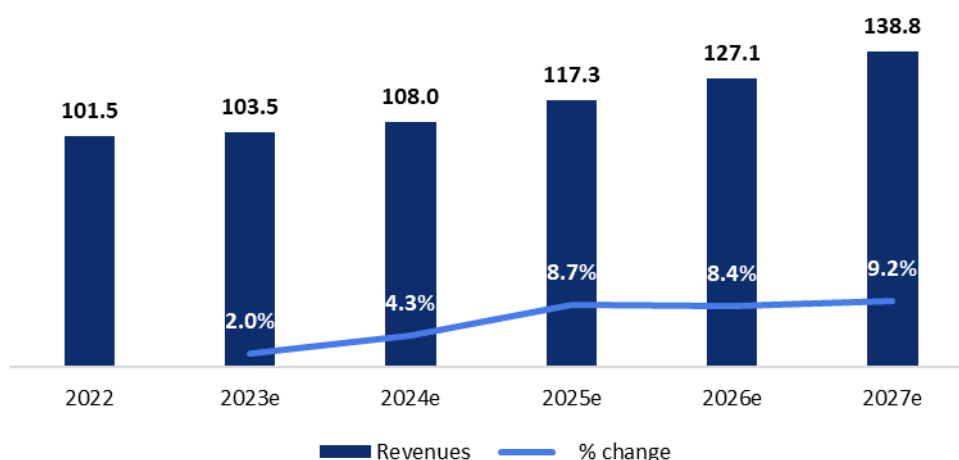
Estimaciones 2023-2027

Las últimas operaciones corporativas de la compañía confirman el foco en crecimiento en la plataforma, que es la que permite escalar el negocio y mostrar apalancamiento operativo en un futuro. Nuestras estimaciones recogen un crecimiento de c.300k en la plataforma de TV en todas las geografías hasta 2027.

Esto se traduce en un CAGR de los ingresos de Agile TV Platform del +9.3% en el periodo 2023-2027, gracias también a una mejora del ARPU de c.+3% durante el periodo.

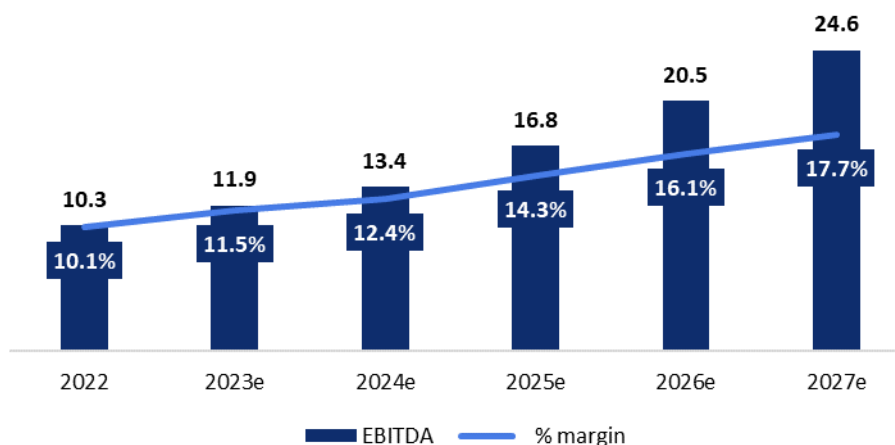
En cuanto a la división de Agile Technologies, estimamos un crecimiento del +4.7% gracias al crecimiento estimado del mercado potencial y al mayor alcance de los servicios de Agile, tanto a nivel de clientes como de nuevas geografías.

Revenues 2022-2027e



En relación a los costes, los mayores costes de contenido asociados al desarrollo de la plataforma provocan que el margen bruto se reduzca desde c.43% en FY23e hasta el c.41.5% en FY27e, no obstante, el control de costes fijos y el apalancamiento operativo, permitirá mejorar el margen EBITDA desde el c.11.4% en FY23e hasta el c.17.5% en FY27e, una vez que las operaciones en Italia y Finlandia principalmente estén ya en *run-rate*.

EBITDA 2022-2027e



En cuanto a la generación de caja, pensamos que en FY23 la compañía será capaz de generar FCF positivo y que podrá mantener una senda de crecimiento gracias a un capex

relativamente estable en torno a EUR8-10m y a unos gastos financieros que no pensamos que se vayan a elevar significativamente, debido al perfil de la deuda de la compañía, comentado anteriormente. Esta proyección implica una reducción de la deuda neta de la compañía hacia niveles de c.1x DN/EBITDA en 2025e.

AGILE CONTENT. CF BREAKDOWN (EURm)

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EBITDA	10.3	11.9	13.4	16.8	20.5	24.6
Organic Capex	-10.4	-7.8	-8.0	-8.6	-9.2	-10.0
Finance + Taxes	-1.4	-2.7	-2.9	-3.2	-4.2	-4.2
WC	5.0	1.0	1.2	1.2	1.2	1.3
FCF	3.6	2.5	3.7	6.1	8.2	11.7
/ Sales	4%	2%	3%	5%	6%	8%

Source: Agile Content & GVC Gaesco Valores Estimates

Valoración

En base a todo lo anterior, alcanzamos un precio objetivo de **EUR7 por acción**, debido principalmente al mayor efecto en el corto plazo de las inversiones en crecimiento a realizar, que tendrán su efecto de manera clara a partir de FY26. Utilizamos una WACC del 9.0% y una $g=1.9\%$. El peso del valor terminal en la valoración es del 82.0% y el EV/EBITDA terminal es de 8.2x.

Esta valoración mantiene intacta nuestra visión positiva sobre la compañía y nuestra recomendación de Comprar, con un potencial del c.+60%.

Los múltiplos implícitos de la valoración son los siguientes:

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e
EV/Sales	1.8x	1.8x	1.7x	1.5x	1.4x	1.3x
EV/EBITDA	17.6x	15.2x	13.5x	10.8x	8.8x	7.4x
P/E	n.a	n.a	n.a	78.8x	36.4x	22.9x

Como se ha comentado en otras ocasiones, debido a las particularidades de la compañía, no procede el uso de múltiplos comparables, ya que no hay compañías cotizadas que puedan tener una comparativa homologable.

Conclusión

En definitiva, mantenemos nuestra convicción en el investment case de la compañía, que se ha visto reforzada en los últimos meses con el logro de nuevos contratos en nuevas geografías, una demanda histórica de muchos inversores que veían una excesiva dependencia del Grupo Más Móvil de la compañía. Con estos nuevos contratos se consigue un doble objetivo: probar el éxito del modelo fuera de España y reducir el riesgo de clientes.

Adicionalmente la compañía ha realizado un significativo esfuerzo en los últimos años por reducir y poner en orden su endeudamiento, lo cual le permite presentarse en este momento con una situación financiera holgada y cómoda para afrontar el siguiente periodo.

Esperamos que los cambios sectoriales sigan su curso aunque el proceso es lento debido a las complejidades que hemos explicado.

Agile Content: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Sales	54.9	102	103	108	117	127
Cost of Sales & Operating Costs	-49.9	-91.2	-91.6	-94.5	-100.5	-106.6
Non Recurrent Expenses/Income	-2.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	5.1	10.3	11.9	13.4	16.8	20.5
EBITDA (adj.)*	7.5	10.3	11.9	13.4	16.8	20.5
Depreciation	0.0	-0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITA	5.1	9.5	11.9	13.4	16.8	20.5
EBITA (adj.)*	7.5	9.5	11.9	13.4	16.8	20.5
Amortisations and Write Downs	-8.7	-13.2	-12.5	-12.1	-12.5	-12.9
EBIT	-3.6	-3.7	-0.6	1.3	4.3	7.6
EBIT (adj.)*	-1.2	-3.7	-0.6	1.3	4.3	7.6
Net Financial Interest	-2.1	-1.2	-1.3	-1.4	-1.6	-1.7
Other Financials	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Non Recurrent Items	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	-5.7	-4.9	-1.9	-0.1	2.7	5.9
Tax	-0.0	-0.2	0.1	0.0	-0.7	-1.5
<i>Tax rate</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>5.0%</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</i>	<i>25.0%</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (reported)	-5.8	-5.1	-1.8	-0.1	2.0	4.4
Net Profit (adj.)	-5.8	-5.1	-1.8	-0.1	2.0	4.4
CASH FLOW (EURm)	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Cash Flow from Operations before change in NWC	2.9	8.9	10.7	12.0	14.6	17.3
Change in Net Working Capital	-0.9	4.9	1.0	1.2	1.2	1.2
Cash Flow from Operations	2.0	13.9	11.8	13.2	15.7	18.5
Capex	-8.7	-10.4	-7.8	-8.0	-8.6	-9.2
Net Financial Investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	-6.7	3.4	4.0	5.2	7.1	9.2
Dividends	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other (incl. Capital Increase & share buy backs)	-31.6	9.9	-9.8	-6.1	-1.2	11.4
Change in Net Financial Debt	-38.3	13.3	-5.8	-0.9	5.9	20.6
NOPLAT	-0.9	-2.8	-0.4	1.0	3.2	5.7
BALANCE SHEET & OTHER ITEMS (EURm)	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Net Tangible Assets	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Net Intangible Assets (incl. Goodwill)	77.1	71.3	64.5	60.4	56.5	56.9
Net Financial Assets & Other	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
Total Fixed Assets	79.2	73.5	66.7	62.6	58.7	59.1
Inventories	1.7	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Trade receivables	20.9	22.8	20.9	19.6	19.1	18.6
Other current assets	4.9	6.0	3.6	3.6	3.6	3.6
Cash (-)	-14.3	-14.8	-9.2	-11.1	-17.4	-32.2
Total Current Assets	41.9	44.7	34.8	35.4	41.2	55.5
Total Assets	121.1	118.2	101.5	98.0	100.0	114.5
Shareholders Equity	44.4	40.0	35.3	32.1	33.6	47.7
Minority	2.1	6.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Equity	46.4	46.4	35.3	32.1	33.6	47.7
Long term interest bearing debt	25.2	26.7	25.2	24.9	24.7	24.4
Provisions	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Other long term liabilities	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Total Long Term Liabilities	25.7	27.1	25.6	25.3	25.1	24.8
Short term interest bearing debt	17.5	8.2	4.9	5.0	5.1	5.2
Trade payables	26.2	32.4	31.5	31.4	32.1	32.7
Other current liabilities	5.2	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1
Total Current Liabilities	48.9	44.7	40.6	40.6	41.3	42.1
Total Liabilities and Shareholders' Equity	121.1	118.2	101.5	98.0	100.0	114.5
Net Capital Employed	75.4	66.9	56.7	51.4	46.3	45.5
Net Working Capital	-3.6	-8.5	-9.5	-10.7	-11.9	-13.1
GROWTH & MARGINS	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e	12/2025e	12/2026e
<i>Sales growth</i>	<i>169.3%</i>	<i>84.8%</i>	<i>2.0%</i>	<i>4.3%</i>	<i>8.7%</i>	<i>8.4%</i>
EBITDA (adj.)* growth	68.3%	38.1%	15.9%	12.5%	25.1%	21.9%
<i>EBITA (adj.)* growth</i>	<i>68.3%</i>	<i>27.4%</i>	<i>25.6%</i>	<i>12.5%</i>	<i>25.1%</i>	<i>21.9%</i>
<i>EBIT (adj.)* growth</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>n.m.</i>	<i>230.8%</i>	<i>77.4%</i>

Agile Content: Summary tables

GROWTH & MARGINS	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Net Profit growth	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	116.2%
EPS adj. growth	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	116.2%
DPS adj. growth						
EBITDA (adj)* margin	13.6%	10.1%	11.5%	12.4%	14.3%	16.1%
EBITA (adj)* margin	13.6%	9.4%	11.5%	12.4%	14.3%	16.1%
EBIT (adj)* margin	n.m.	n.m.	n.m.	1.2%	3.6%	6.0%
RATIOS	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Net Debt/Equity	0.6	0.4	0.6	0.6	0.4	-0.1
Net Debt/EBITDA	5.6	2.0	1.8	1.4	0.7	-0.1
Interest cover (EBITDA/Fin.interest)	2.4	8.8	9.2	9.4	10.7	11.9
Capex/D&A	100.4%	74.5%	62.1%	66.1%	68.9%	71.8%
Capex/Sales	15.9%	10.3%	7.5%	7.4%	7.4%	7.3%
NWC/Sales	-6.5%	-8.4%	-9.2%	-9.9%	-10.1%	-10.3%
ROE (average)	-16.0%	-12.0%	-4.7%	-0.3%	6.2%	10.8%
ROCE (adj.)	-1.2%	-4.4%	-0.8%	1.9%	7.1%	12.8%
WACC	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%	9.0%
ROCE (adj.)/WACC	-0.1	-0.5	-0.1	0.2	0.8	1.4
PER SHARE DATA (EUR)***	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Average diluted number of shares	21.0	23.1	23.1	23.1	23.1	23.1
EPS (reported)	-0.27	-0.22	-0.08	0.00	0.09	0.19
EPS (adj.)	-0.27	-0.22	-0.08	0.00	0.09	0.19
BVPS	2.11	1.73	1.53	1.39	1.45	2.06
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VALUATION	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e	12/2025e	12/2026e
EV/Sales	3.2	1.2	0.9	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	34.9	11.6	8.0	8.9	6.8	4.8
EV/EBITDA (adj.)*	23.7	11.6	8.0	8.9	6.8	4.8
EV/EBITA	34.9	12.6	8.0	8.9	6.8	4.8
EV/EBITA (adj.)*	23.7	12.6	8.0	8.9	6.8	4.8
EV/EBIT	n.m.	n.m.	n.m.	92.8	26.5	13.0
EV/EBIT (adj.)*	n.m.	n.m.	n.m.	92.8	26.5	13.0
P/E (adj.)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	23.3
P/BV	3.4	2.5	2.2	3.2	3.1	2.2
Total Yield Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV/CE	2.4	1.9	1.7	2.4	2.5	2.2
OpFCF yield	-4.5%	3.4%	5.2%	5.1%	6.9%	9.0%
OpFCF/EV	-3.8%	2.9%	4.2%	4.4%	6.3%	9.4%
Payout ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend yield (gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EV AND MKT CAP (EURm)	12/2021	12/2022	12/2023e	12/2024e	12/2025e	12/2026e
Price** (EUR)	7.10	4.36	3.30	4.44	4.44	4.44
Outstanding number of shares for main stock	21.0	23.1	23.1	23.1	23.1	23.1
Total Market Cap	149.4	100.8	76.3	102.6	102.6	102.6
Gross Financial Debt (+)	42.8	34.9	30.2	30.0	29.8	29.6
Cash & Marketable Securities (-)	-14.3	-14.8	-9.2	-11.1	-17.4	-32.2
Net Financial Debt	28.5	20.1	21.0	18.8	12.3	-2.6
Lease Liabilities (+)						
Net Debt	28.5	20.1	21.0	18.8	12.3	-2.6
Other EV components	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
Enterprise Value (EV adj.)	176.3	119.3	95.7	119.9	113.4	98.5

Source: Company, GVC Gaesco Valores estimates.

Notes

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

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

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

Sector: Technology/Software

Company Description: Agile Content is a technological Company that offers cloud-based solutions to media companies, telecom enterprises and corporations. Agile's solutions, focused towards the transformations of business to digital, cover the complete lifecycle of multimedia contents, facilitating content creation and distribution to any destination from mobile, social media and websites.

European Coverage of the Members of ESN 1/2

Automobiles & Parts	Mem(*)	Piaggio	BAK	Bonduelle	CIC	Cnh Industrial	BAK
Brembo	BAK	Richemont	CIC	Campari	BAK	Corticeira Amorim	CBI
Cie Automotive	GVC	Smcp	CIC	Carlsberg As-B	CIC	Cit	CBI
Ferrari	BAK	Swatch Group	CIC	Danone	CIC	Danieli	BAK
Forvia	CIC	Technogym	BAK	Diageo	CIC	Dassault Aviation	CIC
Gestamp	GVC	Trigano	CIC	Ebro Foods	GVC	Datalogic	BAK
Landi Renzo	BAK	Ubisoft	CIC	Fleury Michon	CIC	De Nora	BAK
Michelin	CIC	Energy	Mem(*)	Heineken	CIC	Desa	GVC
Pirelli & C.	BAK	Averve Group	CIC	Italian Wine Brands	BAK	Edenred	CIC
Plastic Omnium	CIC	Cgg	CIC	Lans on-Boc	CIC	Eleonor	GVC
Renault	CIC	Eni	BAK	Laurent Perrier	CIC	Elis	CIC
Sogefi	BAK	Galp Energia	CBI	Ldc	CIC	Enav	BAK
Stellantis	BAK	Gas Plus	BAK	Lindt & Sprüngli	CIC	Enogia	CIC
Valeo	CIC	Gtt	CIC	Nestle	CIC	Exel Industries	CIC
Banks	Mem(*)	Maurel Et Prom	CIC	Orsero	BAK	Fincantieri	BAK
Banco Sabadell	GVC	Pic	BAK	Pernod Ricard	CIC	Getlink	CIC
Banco Santander	GVC	Repsol	GVC	Remy Cointreau	CIC	Global Dominion	GVC
Bankinter	GVC	Rubis	CIC	Tipiak	CIC	Haulotte Group	CIC
Bbva	GVC	Saipem	BAK	Vicofan	GVC	Interpump	BAK
Bnp Paribas	CIC	Technip Energies	CIC	Vranken	CIC	Legrand	CIC
Caixabank	GVC	Tecnicas Reunidas	GVC	Healthcare	Mem(*)	Leonardo	BAK
Credem	BAK	Tenaris	BAK	Amplifon	BAK	Lisi	CIC
Credit Agricole Sa	CIC	TotalEnergies	CIC	Atrys Health	GVC	Logista	GVC
Intesa Sanpaolo	BAK	Vallourec	CIC	Biomerieux	CIC	Manitou	CIC
Societe Generale	CIC	Fin. Serv. Holdings	Mem(*)	Diasorin	BAK	Nbi Bearings Europe	GVC
Unicaja Banco	GVC	Cir	BAK	El En	BAK	Nexans	CIC
Basic Resources	Mem(*)	Corp. Financiera Alba	GVC	Esilorluxottica	CIC	Nicolas Correa	GVC
Acerinox	GVC	Digital Magics	BAK	Eurofins	CIC	Openjobmetis	BAK
Altri	CBI	Eurazeo	CIC	Fine Foods	BAK	Osai	BAK
Acelormittal	GVC	First Capital	BAK	Genfit	CIC	Prosegur	GVC
Ence	GVC	Gbl	CIC	Gpi	BAK	Prosegur Cash	GVC
The Navigator Company	CBI	Peugeot Invest	CIC	Guerbet	CIC	Prysmian	BAK
Tubacex	GVC	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Imd	BAK	Rexel	CIC
Chemicals	Mem(*)	Wendel	CIC	Ipsen	CIC	Saes	BAK
Air Liquide	CIC	Fin. Serv. Industrials	Mem(*)	Prim Sa	GVC	Safiran	CIC
Arkema	CIC	Dovalue	BAK	Recordati	BAK	Salcef	BAK
Mgis	BAK	Nexi	BAK	Sartorius Stedim	CIC	Schneider Electric Se	CIC
Plásticos Compuestos	GVC	Tinxta	BAK	Vetoquinol	CIC	Talgo	GVC
Consumer Products & Svcs	Mem(*)	Financial Services Banks	Mem(*)	Virbac	CIC	Teleperformance	CIC
Abeo	CIC	Amundi	CIC	Vytrus Biotech	GVC	Thales	CIC
Beneteau	CIC	Anima	BAK	Industrial Goods & Services	Mem(*)	Tikehau Capital	CIC
Capelli	CIC	Azimut	BAK	Airbus Se	CIC	Verallia	CIC
De Longhi	BAK	Banca Generali	BAK	Als tom	CIC	Vidrala	GVC
Fila	BAK	Banca Ifis	BAK	Antin Infrastructure	CIC	Zignago Vetro	BAK
Geox	BAK	Banca Mediolanum	BAK	Applus	GVC	Insurance	Mem(*)
Givaudan	CIC	Banca Sistema	BAK	Arteche	GVC	Axa	CIC
Groupe Seb	CIC	Bff Bank	BAK	Avio	BAK	Catalana Occidente	GVC
Hermes Intl.	CIC	Dws	CIC	Biesse	BAK	Generali	BAK
Hexsom	CIC	Fincoobank	BAK	Bollore	CIC	Linea Directa Asseguradora	GVC
Interparfums	CIC	Generalfinance	BAK	Bureau Veritas	CIC	Mapfre	GVC
Kaufman & Broad	IAC	Illimity Bank	BAK	Caf	GVC	Revo Insurance	BAK
Kering	CIC	Mediobanca	BAK	Catenon	GVC	Materials, Construction	Mem(*)
L'Oreal	CIC	Poste Italiane	BAK	Cellnex Telecom	GVC	Abp Nocivelli	BAK
Lvmh	CIC	Food & Beverage	Mem(*)	Cembre	BAK	Acs	GVC
Maisons Du Monde	CIC	Ab Inbev	CIC	Chargeurs	CIC	Aena	GVC
Ovs	BAK	Advini	CIC	Clasquin	IAC	Ariston Holding	BAK

18 March 2024

European Coverage of the Members of ESN 2/2

Buzzi	BAK	Unilever	CIC	Int. Airlines Group	GVC
Cementir	BAK	Winfarm	CIC	Lottomatica Group	BAK
Cementos Molins	GVC	Real Estate	Mem(*)	Melia Hotels International	GVC
Clerhp Estructuras	GVC	Igd	BAK	Nh Hotel Group	GVC
Crh	CIC	Inmobiliaria Colonial	GVC	Pluxee	CIC
Eiffage	CIC	Inversa Prime	GVC	Sicity ByCar	BAK
Fcc	GVC	Kles ios Socimi	GVC	Sodexo	CIC
Ferrovial	GVC	Lar España	GVC	Utilities	Mem(*)
Fluidra	GVC	Merlin Properties	GVC	A2A	BAK
Groupe Adp	CIC	Realia	GVC	Acciona	GVC
Groupe Poujoulat	CIC	Retail	Mem(*)	Acciona Energia	GVC
Heidelberg Materials	CIC	Aramis Group	CIC	Acea	BAK
Herige	CIC	Burberry	CIC	Audax	GVC
Holcim	CIC	Fnac Darty	CIC	Derichebourg	CIC
Imerys	CIC	Inditex	GVC	Edp	CBI
Maire Tecnimont	BAK	Unieuro	BAK	Enagas	GVC
Mota Engil	CBI	Technology	Mem(*)	Encavis Ag	CIC
Obrascon Huarte Lain	GVC	Agile Content	GVC	Endesa	GVC
Sacyr	GVC	Almawave	BAK	Enel	BAK
Saint-Gobain	CIC	Alten	CIC	Engie	CIC
Sergeferrari Group	CIC	Amadeus	GVC	Erg	BAK
Sika	CIC	Atos	CIC	Greenvolt	CBI
Spie	CIC	Axway Software	CIC	Hera	BAK
Tarkett	CIC	Capgemini	CIC	Holaluz	GVC
Thermador Groupe	CIC	Dassault Systemes	CIC	Iberdrola	GVC
Vicat	CIC	Digital Value	BAK	Iren	BAK
Vinci	CIC	Esi Group	CIC	Italgas	BAK
Webuild	BAK	Gigas Hosting	GVC	Naturgy	GVC
Media	Mem(*)	Indra Sistemas	GVC	Neoen	CIC
Arnoldo Mondadori Editore	BAK	tertis	GVC	Opdenery	GVC
Atresmedia	GVC	Lleida.Net	GVC	Redeia	GVC
Believe	CIC	Neuronas	CIC	Ren	CBI
Deezer	CIC	Ovhcloud	CIC	Seche Environnement	CIC
Digital Bros	BAK	Sopra Steria Group	CIC	Snam	BAK
Fill Up Media	CIC	Spindox	BAK	Solaria	GVC
GI Events	CIC	Tier1 Technology	GVC	Solarprofit	GVC
Il Sole 24 Ore	BAK	Visiativ	CIC	Terna	BAK
Ipsos	CIC	Vogo	CIC	Veolia	CIC
Jodecaux	CIC	Worldline	CIC	Volitalia	CIC
Lagardere	CIC	Telecommunications	Mem(*)		
MB	CIC	Bouygues	CIC		
Mogroup	GVC	Nos	CBI		
Nrj Group	CIC	Orange	CIC		
Prisa	GVC	Parlem Telecom	GVC		
Publicis	CIC	Telefonica	GVC		
Tf1	CIC	Unidata	BAK		
Universal Music Group	CIC	Travel & Leisure	Mem(*)		
Vivendi	CIC	Aacor	CIC		
Vocento	GVC	Compagnie Des Alpes	CIC		
P. Care, Drug & Grocery St.	Mem(*)	Edreams Odigeo	GVC		
Bic	CIC	Elior	CIC		
Carrefour	CIC	Fdj	CIC		
Casino	CIC	Groupe Paribuche	IAC		
Jeronimo Martins	CBI	Huneyers	CIC		
Marr	BAK	I Grandi Viaggi	BAK		
Sonae	CBI	Ibersol	CBI		

18 March 2024

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

List of ESN Analysts (**)

Artur Amaro	CBI	+351 213 89 6822	artur.amaro@caixabi.pt
Andrea Belloli	BAK	+39 02 4344 4037	andrea.belloli@bancaakros.it
Andrea Bonfá	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Amaud Cadart	CIC	+33 1 53 48 80 84	amaud.cadart@cic.fr
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cic.fr
Matteo Cuconato	BAK	+39 02 4344 4784	matteo.cuconato@bancaakros.it
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cic.fr
Dominique Descours	CIC	+33 1 53 48 81 12	dominique.descours@cic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cic.fr
Hervé Drouet	CIC	+33 1 53 48 23 45	herve.drouet@cic.fr
Enrico Esposito, CIIA	BAK	+39 02 4344 4022	enrico.esposito@bancaakros.it
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvcgaesco.es
Gian Marco Gadini	BAK	+39 02 4344 4236	gianmarco.gadini@bancaakros.it
Gabriele Gambarova	BAK	+39 02 43 444 289	gabriele.gambarova@bancaakros.it
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Eric Lemarié	CIC	+33 1 53 48 64 25	eric.lemarie@cic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+35 121 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Marisa Mazo, Ph.D, CFA	GVC	+34 91 436 7817	marisa.mazo@gvcgaesco.es
Jaime Pallares Garcia	GVC	+34 91 436 7818	jaime.pallares@gvcgaesco.es
Amaud Palliez	CIC	+33 1 41 81 74 24	amaud.palliez@cic.fr
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvcgaesco.es
Juan Peña	GVC	+34 91 436 78 16	juan.pena@gvcgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cic.fr
Francis Prêtre	CIC	+33 4 78 92 02 30	francis.pretre@cic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvcgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cic.fr
Virginie Royère, CFA	CIC	+33 1 53 48 76 52	virginie.royere@cic.fr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Luigi Tramontana	BAK	+39 02 4344 4239	luigi.tramontana@bancaakros.it

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

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

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

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

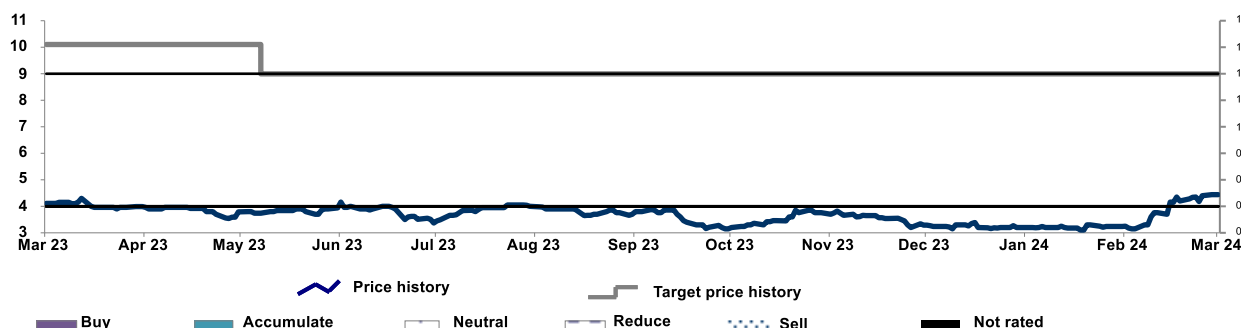
- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: Catenon SA; Clever Global SA; Facephi Biometría SA., Griño Ecologic SA, NBI Bearings Europe S.A.; Trajano Iberia (Socimi), SA; IFFE Futura, S.A.; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi); TIER1 Technology;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

Recommendation history for AGILE CONTENT

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
26-May-23	Buy	9.00	3.74
04-Apr-22	Buy	10.10	5.90
15-Mar-22	Buy	10.10	6.40
23-Sep-21	Buy	10.11	7.40
14-May-21	Buy	8.70	7.62

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

This chart shows GVC Gaesco Valores continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period.
Current analyst: Juan Peña (since 01/12/2018)



ESN Recommendation System

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



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

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

Meaning of each recommendation or rating:

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

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

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

Recommendation	Number of stocks covered	%
Buy	64	78%
Accumulate	7	9%
Neutral	8	10%
Reduce	2	2%
Sell	0	0%

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

Date and time of production: **21st of march 2024 10:15CET**

First date and time of dissemination: **21st of march 2024 10:20CET**

Disclaimer:

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

www.esnpartnership.eu

or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Members:

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.caixabi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cic-marketsolutions.eu regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.gvcgaesco.es regulated by CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)



CIC Market Solutions
6, avenue de Provence
75441 Paris - Cedex 09
France
Phone: +33 1 5348 8193



GVC Gaesco Valores, S.V., S.A.
C/ Fortuny, 17
28010 Madrid
Spain
Phone: +34 91 436 7813

