

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Capital Markets

Precio de Cierre: EUR 0,11 (2 feb 2026)

Fecha del informe: 3 feb 2026 (13:20h)

Reinicio de cobertura*

Análisis Independiente de Compañías

Vanadi Coffee (VANA), compañía de inversión en bitcoin ("bitcoin treasury company") dedicada originalmente a la restauración (cadena de cafeterías en Alicante). Fundada en noviembre de 2021, la compañía anunció en mayo 2025 el cambio en su modelo de negocio. Actualmente tiene en cartera 183 BTC. Cotiza en BME Growth desde 2023. Su nombre actual (Vanadi Coffee) cambiará a corto/medio plazo a Vanadi Treasury.

Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com
Daniel Gandoy López– lighthouse@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

 *Dado el radical cambio de modelo de negocio de VANA, este informe es, *de facto*, un Reinicio de cobertura

Una "apuesta", *stricto sensu*

CAMBIO RADICAL DEL MODELO DE NEGOCIO (DE UNA RED DE CAFETERÍAS A LA ACUMULACIÓN DE BITCOIN/BTC). En jun-25 VANA abandona su negocio de cafeterías y gira hacia un modelo de adquisición y tenencia de BTC (Buy & Hold), transformándose en una Bitcoin Treasury Company. La estrategia se basa en la tesis del BTC como reserva de valor a largo plazo, su potencial de revalorización, y en la escasez de vehículos cotizados con exposición directa al BTC en Europa, siendo VANA la única compañía cotizada en España de estas características.

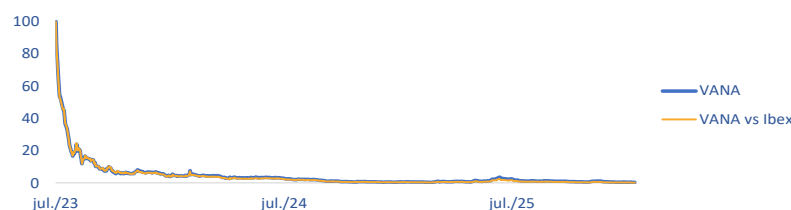
VANA YA PRESENTA UNA CARTERA DE 183 BTC (INVERSIÓN ACUMULADA: EUR 16,4 MN), financiada principalmente con bonos convertibles (acuerdo marco con Patblasc y Alpha Blue Ocean por hasta EUR 1.000 Mn), lo que configura un modelo de crecimiento (teórico) exponencial, altamente dilutivo, complementado con préstamos colateralizados con BTC y ampliaciones de capital. Asumiendo la continuidad del ritmo de adquisición observado desde may-25, estimamos una cartera de c. 440 BTC a cierre de 2026e (inversión adicional: c. EUR 21 Mn en 2026e).

EBITDA Y FCF REC. NEGATIVOS EN 2025E–2026E (EBITDA REC. C. EUR -2,0 MN Y C. EUR -1,5 MN, RESPECTIVAMENTE). El modelo actual no genera ingresos operativos asociados al BTC, por lo que estimamos EBITDA y FCF rec. < 0 estructuralmente, derivados de una actividad operativa residual no rentable y una estructura de costes corporativos ligada al despliegue del nuevo modelo. En este contexto, la creación de valor para el accionista depende exclusivamente de la revalorización de la cartera de BTC ya que el negocio *per se* no es capaz de generar FCF positivo.

VANA HOY, MENOS ATRACTIVA QUE COMPARABLES. Objetivamente, la correlación de VANA vs BTC (-3m: 0,1 y -6m: 0,7) es claramente inferior a la de comparables más maduros como Strategy (-3m y -6m: > 0,9). En valoración, el análisis se articula en torno a múltiplos sobre el valor de la cartera de BTC, con VANA cotizando a c. 0,7x el valor de sus BTC, vs rango de c. 0,7x–1,1x en comparables, un descuento insuficiente en base al menor tamaño, liquidez y track record de VANA.

¿POR TANTO, QUÉ HACER HOY? VANA es un vehículo de exposición a BTC vía equity, pequeño, volátil y dependiente de financiación hiperdilutiva, cuyo equity story pivota sobre la revalorización del BTC (hoy en niveles de abr-25). El limitado track record (6 meses) y una correlación (todavía) inferior a comparables limitan, por el momento, su encaje como réplica del BTC. En este contexto, VANA es un valor a observar, defendible solo bajo un escenario basado en la expectativa de fuerte apreciación del BTC. Un valor que (insistimos) interesa monitorizar en 2026 para evaluar su ejecución del modelo. Y así poder valorar el posible atractivo de su eventual descuento vs peers. Hoy, VANA es solo una "apuesta" (de riesgo) por el BTC.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-31,8	-49,8	-47,0	-34,6	n.a.	n.a.
vs Ibox 35	-34,2	-55,5	-63,8	-37,5	n.a.	n.a.
vs Ibox Small Cap Index	-32,2	-51,4	-57,1	-36,2	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-33,6	-52,7	-53,4	-36,9	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽³⁾	-33,2	-52,5	n.a.	-35,6	n.a.	n.a.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	8,7	10,3
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	9,4	11,1
Número de Acciones (Mn)	82,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,09 / 0,32 / 0,10	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,49	
Rotación ⁽²⁾	1.427,9	
Refinitiv / Bloomberg	VANA.MC / VANA SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Patblasc Software Consulting SL	19,7
Alpha Blue Ocean	7,4
Salvador Marti	3,8
Free Float	69,1

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1,9	27,8	175,6
Total Ingresos	2,0	1,8	1,4
EBITDA Rec.	-1,7	-2,0	-1,5
% Var.	14,4	-16,7	25,9
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	n.a.
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	14,2	-2,3	8,4
Beneficio neto	-3,1	-4,8	-3,1
BPA (EUR)	-1,68	-0,17	-0,02
% Var.	58,5	89,6	90,0
BPA ord. (EUR)	-1,43	-0,16	-0,01
% Var.	57,5	88,6	93,0
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	-1,5	-2,5	-2,1
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	0,9	2,1	4,2
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	n.a.

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

P/BV	n.a.	0,8	0,3
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	n.a.
Mkt cap/Valor cartera BTC ⁽⁶⁾			0,7
EV/Valor cartera BTC ⁽⁶⁾			0,8

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Financial Services.

(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.

(6) Valor cartera BTC calculado con cotización a fecha de este informe.

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

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.

Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

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).

Conclusiones

Una “apuesta” por la revalorización del BTC. Condicionada a una elevada captación de capital vía equity. Y (obviamente) a la evolución del propio precio del BTC...

Cambio radical del modelo de negocio (de una red de cafetería a la adquisición y tenencia de bitcoins/BTC).

La JGA de junio 2025 aprobó un cambio estratégico estructural/radical basado en la acumulación de BTC (Buy & Hold). Casi exclusivamente basado en la visión/creencia de VANA en el potencial de subida del precio del BTC en el largo plazo. Es decir: VANA abandona su proyecto fundacional de crear una cadena de cafeterías de pequeño tamaño con foco en la alimentación saludable. Dado que la primera cafetería abrió en junio de 2022 este proyecto ha tenido una vida muy corta (3 años). Y ahora es abandonado (las 5 cafeterías abiertas quedarán como un negocio marginal) y reemplazado por un proyecto radicalmente diferente: compra y tenencia de BTC.

VANA considera al BTC un activo descentralizado, de oferta limitada y con gran potencial como reserva de valor a largo plazo (“compitiendo con el oro”), posicionándose como una Bitcoin Treasury Company (comparables internacionales: Strategy, Metaplanet o Capital B). El objetivo es crear una oportunidad/alternativa para inversores, dada la escasez de empresas cotizadas con exposición a BTC dentro del mercado español y europeo, aprovechando su volumen relevante de transacciones.

VANA tiene en su balance 183 BTC con una inversión acumulada de EUR 16,4 Mn a fecha de publicación de este informe. Durante la actual fase de transición (de un negocio de cafeterías a uno de cryptoactivos), VANA mantiene los ingresos operativos vinculados a la red de cafeterías, lo que permite cubrir parcialmente los costes de estructura (personal, auditoría, cotización, servicios profesionales, etc.). Esta actividad se encuentra en proceso de desinversión progresiva, priorizando la racionalización de recursos y la concentración de esfuerzos en la nueva estrategia financiera.

FCF negativo en 2025e y 2026e... En su configuración actual, el nuevo modelo de negocio no genera ingresos operativos asociados a la cartera de BTC. En consecuencia, para 2025e-2026e estimamos EBITDA y FCF recurrente negativos, derivados de una actividad operativa residual no rentable y de una estructura de costes corporativos ligada al despliegue del nuevo modelo. Estimamos un EBITDA rec. de c. EUR -2,0 Mn en 2025e y EUR -1,5 Mn en 2026e.

Es decir: el modelo de negocio actual, basado en la mera acumulación de BTC, es un generador estructural/inevitable de FCF negativo. Siempre consumirá caja, y la viabilidad del modelo (desde el punto de vista del accionista) se basa en la potencial revalorización de la cartera de BTC. No en la generación de valor por el negocio *per se*. Cabe señalar que, en el momento de publicación de este informe, tras las últimas caídas, el BTC cotiza en niveles muy bajos, no observados desde abril de 2025.

...y la reversión del FCF estructuralmente negativo requeriría la activación de fuentes de ingresos vinculadas a la cartera de BTC, lo que de momento no está en la agenda. Aunque es una opción (“la opción”) de generar valor adicional a largo plazo. Bajo supuestos alineados con referencias de mercado (rentabilidades nominales c. 5% por venta de puts o préstamos colateralizados), estimamos que VANA necesitaría un volumen de BTC de c. EUR 30-40 Mn (vs los c. EUR 16 Mn de la cartera actual) para afrontar la cobertura de costes operativos.

Este escenario exige un mayor tamaño de balance y la capacidad de generar retornos recurrentes sin comprometer la propiedad de los BTC ni asumir riesgos adicionales relevantes, sobre lo que actualmente existe visibilidad limitada y que, en nuestra opinión, no empezaría a ser visible antes de 2027e.

El principal desafío del investment case es la combinación de una menor correlación del precio de su acción con el BTC comparado con sus principales competidores, y la imposibilidad de calcular el valor intrínseco del BTC. Lighthouse no adopta una posición sobre el valor fundamental del BTC. Desde una perspectiva de mercado, y bajo el supuesto de que BTC pudiera actuar como reserva de valor a largo plazo, resulta relevante evaluar la eficiencia de las Bitcoin Treasury Companies como vehículo de inversión en BTC.

En el caso de VANA, el histórico aún limitado tras el cambio estratégico (mayo de 2025) muestra una correlación vs BTC reducida en horizontes -3m (0,1) y -6m (0,7). Por el contrario, compañías con mayor trayectoria, como Strategy, presentan correlaciones más elevadas (-3m 0,9; -6m 0,9 y beta de 1,6), reflejando

el efecto de una exposición muy apalancada al activo subyacente. Por lo tanto, el análisis de la correlación sugiere que aún bajo un escenario alcista de BTC, la correlación de VANA con el BTC, aunque positiva, es (todavía) baja. Y que, *a priori*, sería más fácil obtener coeficientes de correlación vs BTC cercanos a 1,0 en las grandes Bitcoin Treasury Companies. Aunque en el caso de VANA la experiencia es muy escasa para emitir un juicio definitivo (el nuevo modelo arrancó hace, tan solo, 6 meses).

Métricas de valoración basadas en múltiplos sobre NAV. En este tipo de compañías, el análisis y la valoración se centran, fundamentalmente, en la relación entre capitalización bursátil y valor neto de los activos (NAV; una metodología muy alineada con el sector inmobiliario), más que en métricas tradicionales como PER o EV/EBITDA. Ni en el DCF. Métodos todos ellos inviables en un sector (el de la mera compra y acumulación de BTC; sin ninguna rentabilidad asociada a la cartera) sin capacidad de generación de FCF positivo.

Desde un punto de vista estrictamente lógico, cotizar de forma estructural por encima de 1x NAV implicaría una prima difícil de justificar en modelos cuya creación de valor depende en gran medida del activo subyacente y que incorporan mecanismos recurrentes de dilución (la financiación de las compras de BTC se reduce a la emisión de bonos convertibles o a ampliar capital). Es decir, el capital necesario para “alimentar” el modelo demandará descuentos sobre NAV. Y un nivel de liquidez suficiente en la acción.

Posicionamiento relativo de VANA frente a competidores. Dada la dificultad de estimar con precisión el NAV de VANA y de sus comparables (por la limitada disponibilidad de información pública y homogénea sobre deuda, otros activos y pasivos) utilizamos como aproximación la relación entre la capitalización bursátil y el valor de mercado de la cartera de BTC. Bajo este enfoque, VANA cotiza actualmente a un múltiplo de 0,7x sobre el valor de su cartera de BTC, frente a 0,7x en Strategy, 1,1x en Metaplanet y 0,9x en Capital B¹.

Considerando como factores de comparación: el grado de madurez del modelo, la relevancia del track record de cada compañía (por su antigüedad), el perfil de riesgo, el tamaño y la liquidez de la acción, a día de hoy VANA presentaría (teóricamente/*a priori*) un posicionamiento relativo menos atractivo frente a los grandes comparables del sector. Y que presentan niveles más elevados de correlación vs BTC.

¿Qué ha pasado a ser VANA? ¿qué ofrece VANA al inversor en equity?

VANA es hoy una compañía que ofrece exposición a BTC sometida a dos grandes condicionantes: la alta volatilidad y una muy elevada dependencia del acceso a financiación (condicionada a su vez por el precio y liquidez de la acción; y por el precio del propio BTC).

El nuevo modelo de negocio de VANA es novedoso en España y en la Bolsa española. Pero no lo es a nivel global. Un hecho que ni potencia ni cuestiona su éxito. VANA es, simplemente, una nueva compañía en el subsector de acumulación de BTC. VANA ofrece al inversor la posibilidad de tener exposición a BTC sin necesidad de invertir directamente en el activo, sino a través de equity convencional (una compañía cotizada).

El equity story de VANA pivota sobre un único punto esencial: la apreciación del BTC en el largo plazo. “El elefante en la habitación”. El modelo actual de VANA, basado en la mera acumulación de BTC explica su posibilidad de éxito en la potencial revalorización del BTC. La ejecución del modelo (compra de BTC, proveedores de custodia, gestión de riesgos) tiene una enorme importancia. Pero insignificante respecto a punto esencial: la evolución del precio del BTC.

Un segundo aspecto es el acceso a financiación. Dado que el modelo es de acumulación de BTC, el crecimiento de la cartera (que no es financiable con deuda) solo es viable con acceso a capital vía equity (convertibles, ampliaciones). Dado el volumen de crecimiento esperado, el riesgo de dilución es objetivamente/inevitablemente “descomunal” (otro “elefante en la habitación”; se aspira a que una cartera de BTC de EUR 16,4 Mn reciba inversión adicional de hasta EUR 1.000 Mn). Pero es igualmente obvio que el efecto negativo de la dilución quedaría/podría quedar plenamente absorbido (y más que compensado) por la revalorización del BTC.

Así pues, VANA es una nueva compañía, de muy pequeño tamaño, en el sector que ofrece exposición a BTC (Bitcoin Treasury Companies). Y que aspira a crecer exponencialmente vía ampliaciones de capital. Un crecimiento factible. Pero condicionado a que el precio del propio BTC, sus perspectivas y la liquidez de la acción de VANA resulten atractivos para el inversor institucional que debe financiar el crecimiento.

No debe olvidarse que VANA, en su nuevo modelo de negocio, es un nuevo jugador con una “mínima” historia (6 meses). Pero que su corto track record es positivo: acceso a financiación resuelto, compra de 183 BTC e

¹ Ratio (capitalización bursátil / valor de mercado de la cartera de BTC), calculado a partir de la capitalización de mercado de cada compañía según datos de Refinitiv.

incremento en el volumen de negociación (reflejando un mayor interés del mercado por este tipo de exposición). Aunque con un hándicap que todavía no es significativo: una correlación vs BTC -3m (0,1) y -6m (0,7) sensiblemente inferior al líder del sector (Strategy: > 0,9).

Aunque queda todo por andar. La opción de generar rentabilidad a la cartera está abierta, pero ni es inmediata ni de fácil ejecución. Y hoy vemos a VANA (al menos hasta 2027) como un mero acumulador de BTC.

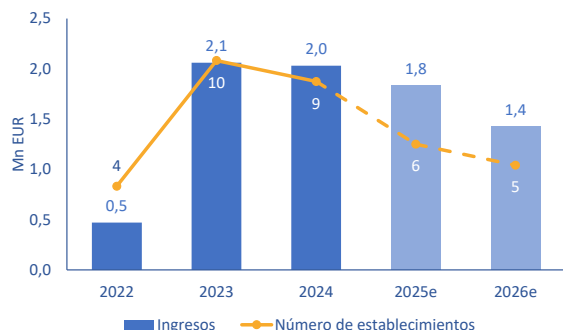
En nuestra opinión VANA es un valor a “observar”... Su propuesta cotiza hoy con un escaso descuento (Mkt Cap/NAV) vs los grandes del sector (-2% vs Strategy, líder sectorial). Pero este descuento solo podrá evaluarse contando con más experiencia sobre la ejecución del modelo de VANA: captación de financiación y velocidad de crecimiento de la cartera de BTC. Respecto a los 161 BTC de dic-25 la compañía espera alcanzar 500 en 2026 (vs nuestra hipótesis más conservadora de c. 440 unidades). Un crecimiento realmente exponencial. Al que VANA espera dar continuidad en 2027, hasta los 1.000 BTC.

La posibilidad de que VANA obtenga una rentabilidad suplementaria a su cartera de BTC no debiera esperarse antes de 2027, y hoy nos parece poco relevante. La clave (la única clave) está en ver si VANA es capaz de ejecutar su crecimiento en el modelo de mera acumulación de BTC. Es decir, si el fortísimo crecimiento de su cartera, esperado “sobre el papel”, puede llevarse a cabo. Y en qué condiciones de financiación. Solo entonces el descuento al que VANA cotiza hoy vs sus grandes comparables podrá valorarse.

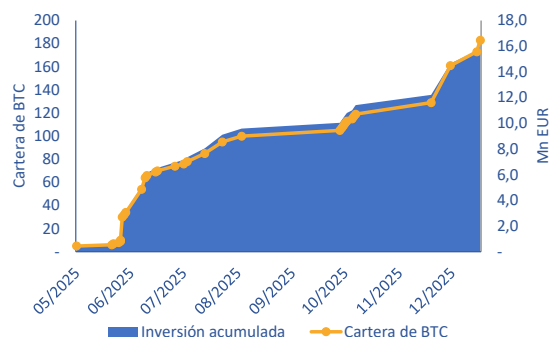
Y en todo caso (una última obviedad) la inversión en un mero tenedor de BTC, como VANA o cualquier otro, solo es defendible bajo una hipótesis de alta revalorización del BTC en el largo plazo. Puede decirse que, con ese requisito, todos los Bitcoin Treasury Stocks son válidos como alternativa de inversión. Y sin ese requisito, ninguno.

La compañía en 8 gráficos

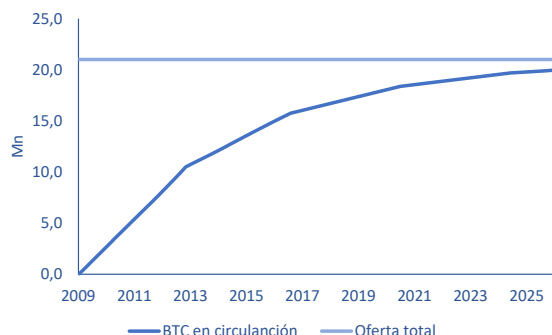
El negocio original de cafeterías se reduce progresivamente y deja de ser el eje de la compañía



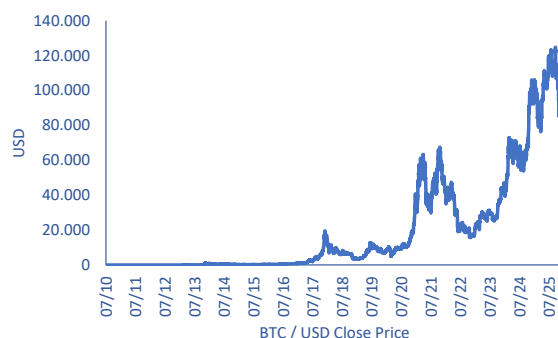
VANA pivota hacia un modelo basado exclusivamente en la acumulación de BTC



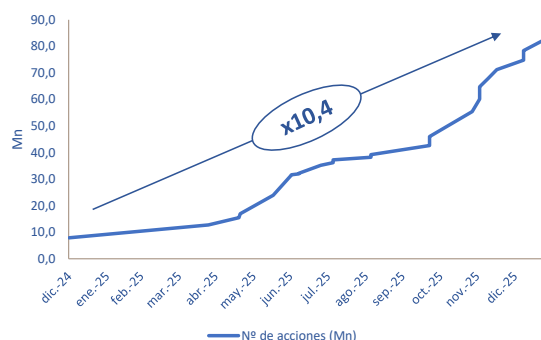
La tesis de inversión se apoya en un activo de oferta limitada



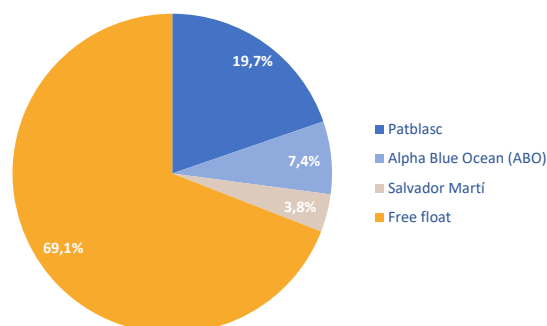
La evolución del BTC ha sido positiva, aunque con elevada volatilidad



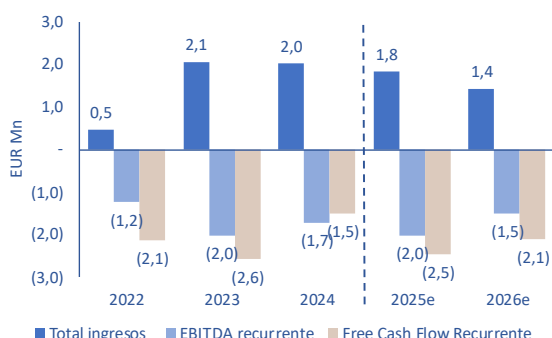
La adquisición de BTC se financia principalmente vía convertibles, configurando un modelo de crecimiento altamente dilutivo



Patblasc actúa como accionista de referencia (19,7%). Free float significativo (69,1%)



El nuevo modelo no genera ingresos operativos y se traduce en EBITDA y FCF recurrentes negativos



La valoración de VANA pivota casi exclusivamente sobre el valor de la cartera de BTC en balance



Descripción del negocio

Cambio radical (sic) del modelo de negocio: de una red de cafeterías a la compra y tenencia de bitcoins (BTC)

La Junta General de Accionistas de VANA celebrada el 29 de junio de 2025 aprobó el cambio de estrategia de la compañía. En esta nueva etapa, la compra, custodia y gestión de BTC se configura como el eje principal del modelo de negocio, marcando un giro estructural respecto a su actividad tradicional (explotación de cafeterías). VANA anunció el cierre de aquellos locales que, aun generando un volumen relevante de ventas, no alcanzaban los niveles mínimos de rentabilidad por su alta carga de costes fijos. Así, mantenía a 30 de septiembre de 2025 una red compuesta por cinco cafeterías y un obrador con venta residual a terceros, frente a los ocho locales en funcionamiento en el ejercicio anterior. En este contexto, Vanadi se posiciona como la única compañía cotizada en España que ha adoptado un modelo de Bitcoin Treasury Company, ofreciendo exposición indirecta al BTC a través de un vehículo cotizado.

Fase de transición con el negocio de cafeterías en proceso de desinversión progresiva.

Durante la actual fase de transición, VANA mantiene los ingresos operativos vinculados a la red de cafeterías, lo que permite cubrir parcialmente los costes de estructura (personal, auditoría, cotización, servicios profesionales, etc.). Esta actividad se encuentra en proceso de desinversión progresiva, priorizando la racionalización de recursos y la concentración de esfuerzos en la nueva estrategia financiera. Estos ingresos no forman parte del núcleo estratégico actual, pero permiten acolchar la cuenta de resultados durante este periodo de transición/transformación, manteniendo la operativa sin necesidad de recurrir a financiación adicional para cubrir los costes básicos. VANA no prevé realizar nuevas inversiones en locales ni acometer gastos de expansión ajenos a su estrategia financiera en 2026-2027, concentrando todos los recursos en la adquisición progresiva de BTC.

Nuevo enfoque estratégico basado en la acumulación de BTC (Buy & Hold). Desde mayo de 2025, Vanadi ha comenzado a adquirir progresivamente BTC para incorporarlo a su balance como activo estratégico de tesorería, destinando la práctica totalidad de los fondos de los que dispone a la compra de BTC. El objetivo no es realizar actividad de trading, sino la mera tenencia como inversión, bajo la visión estratégica de su potencial de apreciación en el largo plazo. VANA tiene un enfoque perpetuo en su estrategia comercial y, por lo tanto, no tiene una salida definida, lo que sugiere el cumplimiento estricto del principio de empresa en funcionamiento para el nuevo modelo de negocio. Es decir, no es un movimiento coyuntural u oportunista, sino un cambio estructural/permanente de actividad.

- VANA ha identificado en BTC un instrumento con vocación de reserva de valor descentralizada y de oferta limitada, con capacidad de actuar como cobertura frente a la inflación y como activo alternativo a los sistemas monetarios tradicionales.
- VANA ofrece exposición indirecta al BTC. El objetivo es crear una ventana estratégica para inversores, dada la escasez de empresas cotizadas con exposición a BTC dentro del mercado español y europeo, aprovechando su volumen relevante de transacciones.
- El nuevo modelo de negocio es similar al de otros emisores cotizados, como MicroStrategy, Metaplanet o Capital B.

Desde la adopción de este nuevo posicionamiento estratégico, se ha observado un incremento en el volumen de negociación de VANA, reflejando un mayor interés del mercado por este tipo de exposición.

Los BTC se reflejan en el balance como un activo intangible. En términos contables, los BTC adquiridos se clasifican como inmovilizado intangible. Conforme a la normativa contable vigente, su valor en libros no se revaloriza con el mercado y solo se reconoce deterioro si procede tras la realización del test de deterioro, o resultado si hay venta.

VANA tiene en su balance 183 BTC con una inversión acumulada de EUR 16,4 Mn a fecha de publicación de este informe. VANA tenía 161 BTC al cierre del año 2025, mientras que, a la

fecha de publicación de este informe, VANA mantiene 183 BTC, tras la compra de 22 BTC entre el 6 y 8 de enero de 2026. La inversión acumulada alcanza los EUR 16,4 Mn, y el precio medio ponderado de la cartera de BTC se sitúa en los EUR 89,7 miles.

La custodia de los activos digitales se realiza a través de soluciones institucionales ofrecidas por terceros especializados, que permiten a la compañía mantener control sobre los activos sin recurrir a esquemas de autocustodia. Actualmente, VANA ha contratado a Bit2Me, proveedor registrado en España, para los servicios de compra, venta y custodia de BTC. Esta estructura permite cumplir con elevados estándares de seguridad y con las obligaciones legales aplicables en materia de prevención del blanqueo de capitales (AML), conocimiento del cliente (KYC) y trazabilidad financiera.

A) La clave del modelo de negocio de tenencia: adquisición y acumulación de BTC. ¿Cómo y por qué crecerá el stock de BTC de VANA?

La estrategia de acumulación de BTC se articula a través de adquisiciones progresivas vinculadas a la recepción efectiva de recursos por parte de inversores, en el marco de los acuerdos de financiación suscritos con Patblasc y ABO ([ver gobierno corporativo](#)). Aunque no se trata de un esquema de Dollar-Cost Averaging (DCA) en sentido estricto —que implicaría compras periódicas fijas con independencia del contexto—, la filosofía subyacente se asemeja: evitar decisiones basadas en market timing y construir la posición de forma gradual, alineada con el flujo de financiación y con el mandato estratégico de la compañía.

Enfoque oportunista en la inversión en BTC. El enfoque de acumulación es iterativo y depende de las condiciones del mercado de capitales, la cotización del BTC y el comportamiento de la acción. VANA priorizará la ejecución de operaciones con impacto neto positivo en el valor de BTC por acción, ajustando el volumen de deuda convertible emitida en función del tipo de conversión o de las garantías exigidas en cada estructura. El objetivo es sostener una política de acumulación constante sin tensionar la liquidez del valor ni provocar dilución significativa en entornos de cotización baja.

Tres vías principales de financiación para la adquisición de BTC. Las adquisiciones realizadas hasta la fecha se han financiado mediante tres alternativas:

- I. ampliaciones de capital dirigidas a inversores cualificados;
- II. emisiones de deuda subordinada convertible, que se realizan sin calendario predefinido y con importes adaptados a la capacidad de absorción del mercado; y
- III. préstamos colateralizados con BTC, lo que implica utilización de parte de stock de BTC en balance como colateral para obtener liquidez en condiciones favorables, sin pérdida de control sobre el activo. Este mecanismo ya ha sido utilizado para anticipar adquisiciones.

Inversión autorizada de hasta EUR 1.000 Mn en BTC en los próximos 5 años mediante la emisión de bonos convertibles. La Junta General Extraordinaria del 23 de septiembre de 2025 aprobó una inversión de hasta EUR 1.000 Mn destinada a la adquisición de BTC, en el marco del nuevo posicionamiento estratégico, mediante la emisión de obligaciones convertibles. El Consejo ha sido facultado para aplicar la estrategia de acumulación de BTC y negociar las líneas de financiación necesarias para implementar el cambio de estrategia.

Esta estructura financiera ha sido concebida de forma que la conversión efectiva de los instrumentos emitidos se produzca de manera gradual, a lo largo de un horizonte temporal de 5 años, en función de las necesidades específicas que demande la ejecución del proyecto de inversión. VANA no prevé, por tanto, una conversión simultánea ni inmediata de la totalidad de los instrumentos, sino una disposición progresiva de recursos a discreción de la sociedad, dentro del marco autorizado y sujeto a inscripción registral.

Las previsiones de VANA para 2026 y 2027 contemplan inversiones destinadas a incrementar la posición en BTC de EUR 60 Mn y EUR 120 Mn, respectivamente. La ejecución de estas inversiones, así como el nivel de apalancamiento asociado, estará determinado por las condiciones de mercado, la evolución del precio del BTC y la capacidad efectiva de acceso a financiación en cada momento.

El modelo de financiación está encaminado a optimizar el acceso al capital sin incurrir en un apalancamiento excesivo, aunque con un impacto dilutivo significativo. Los fondos obtenidos se destinan prioritariamente a la adquisición progresiva de BTC y, de forma complementaria, a inversiones en áreas críticas para la operativa de la compañía, como la mejora de su infraestructura tecnológica y la implantación de soluciones avanzadas de ciberseguridad.

Apalancamiento hasta un LTV del 50% en los préstamos colateralizados. En los préstamos colateralizados suscritos por la compañía, el importe recibido no supera el 50% del valor del BTC ofrecido como garantía. Este umbral operativo es pactado contractualmente con cada financiador.

B) Segunda derivada del modelo de tenencia: estrategias potenciales de generación de ingresos financieros a partir de una cartera de BTC

No existen ingresos relevantes de la nueva actividad principal de inversión en BTC... En su configuración actual, la cuenta de resultados de VANA no refleja ingresos relevantes derivados de la nueva actividad principal de inversión en BTC, dado que el modelo inicial se basa en la mera tenencia y acumulación del activo. A medio plazo, la Compañía prevé articular una estructura financiera que permita cubrir de forma recurrente los costes operativos (personal, auditoría, cotización y servicios legales y financieros).

... sin embargo, VANA está analizando alternativas potenciales de generación de ingresos asociadas a su nueva actividad principal, siempre que no comprometan la seguridad de la posición ni la trazabilidad del activo. En paralelo al proceso de acumulación de BTC, VANA evalúa distintas opciones de ingresos financieros vinculados a la tenencia de BTC, bajo principios de gestión prudente del riesgo, control operativo y estricto cumplimiento regulatorio. En todos los casos, la posible monetización se supedita a la preservación de la seguridad, la trazabilidad y la integridad del balance, priorizándose la acumulación frente a la rotación del activo.

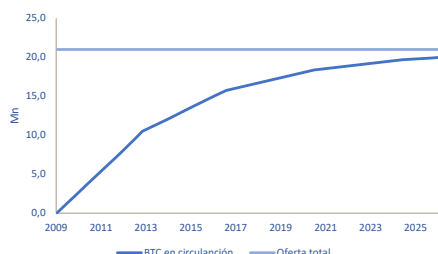
Entre las opciones bajo análisis se encuentran:

- **Monetización mediante opciones:** la venta sistemática de opciones put sobre BTC es una estrategia utilizada por compañías como Metaplanet o algunos fondos especializados, y podría generar ingresos periódicos si se implementa con criterios conservadores (Strike Out-of-the-Money, vencimientos cortos y baja exposición por operación). Esta estrategia aún no ha sido activada por VANA.
- **Generación de yield en plataformas institucionales:** de forma limitada y selectiva, podría evaluarse la obtención de rentabilidad adicional sobre BTC mediante mecanismos de préstamo en plataformas reguladas o acuerdos bilaterales con contrapartes de crédito reconocido. Cualquier decisión en esta línea requeriría una validación previa de los riesgos operativos, legales y contables.

Sin embargo, no debe olvidarse que hoy el modelo de negocio de VANA es de mera tenencia de BTC, sin aspirar a una rentabilidad adicional a la cartera de activos. Esa rentabilidad debe verse como una posibilidad a medio y largo plazo. Sin impacto en el P&L ni en balance de VANA en 2025 y 2026, ni en su valor fundamental.

Compañías que ofrecen exposición a BTC: un sector radicalmente nuevo, un modelo de negocio pendiente de validar

Gráfico 1: Oferta total de BTC



Fuente: Blockchain.com

Gráfico 2: Precio del BTC

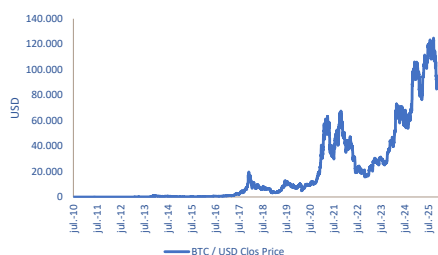


Gráfico 3: Rentabilidad anualizada del BTC (23-01-2026)

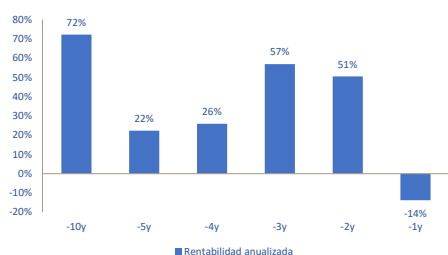
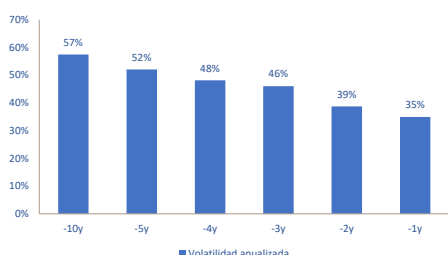


Gráfico 4: Volatilidad anualizada del BTC (23-01-2026)



Racional económico de la exposición a BTC

BTC es un activo digital descentralizado cuya oferta está predeterminada por su protocolo y limitada a 21 Mn de unidades (gráfico 1). Esta escasez programada, junto con su naturaleza global, verificable y resistente a la intervención de terceros, ha llevado a que determinados inversores lo consideren una alternativa a otros activos utilizados históricamente como reserva de valor.

Desde un punto de vista económico, BTC presenta características como escasez, durabilidad, portabilidad, divisibilidad y trazabilidad, atributos tradicionalmente asociados a activos monetarios. A diferencia de las acciones o los bonos, BTC no genera flujos de caja, por lo que su valoración depende fundamentalmente de su dinámica de oferta (limitada a 21 Mn de unidades) y demanda (grado de adopción).

Desde su lanzamiento, el comportamiento de mercado de BTC se ha caracterizado por una elevada volatilidad (gráfico 2), con oscilaciones de precio superiores a las observadas en otras clases de activos tradicionales. Esta volatilidad implica un perfil de riesgo elevado, especialmente en horizontes temporales cortos.

En términos comparativos, el activo que más frecuentemente se utiliza como referencia es el oro. Ambos comparten la condición de no estar emitidos por un banco central y de presentar una oferta limitada. Sin embargo, existen diferencias relevantes en cuanto a historial, profundidad de mercado, estabilidad de precios y madurez regulatoria. Mientras el oro cuenta con cientos de años como reserva de valor, BTC es un activo relativamente reciente cuya adopción y marco normativo continúan en evolución. Ambos son utilizados por determinados inversores como instrumentos de diversificación patrimonial, aunque con perfiles de riesgo y volatilidad significativamente distintos.

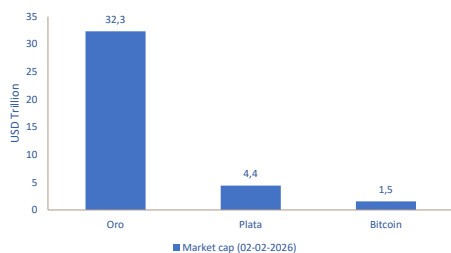
A fecha de la presente nota (03/02/2026), la capitalización de mercado de BTC se sitúa en torno a USD 1,8 billones (fuente: CoinMarketCap), frente a una capitalización estimada del oro de aproximadamente USD 33,6 billones (fuente: World Gold Council y Refinitiv), lo que permite contextualizar el tamaño relativo de ambos mercados (gráfico 5).

Existen distintos tipos de vehículos de exposición a BTC

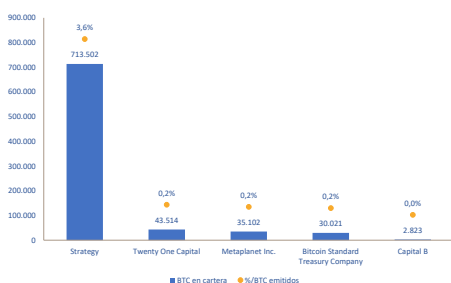
La exposición a BTC puede articularse a través de distintos instrumentos, con implicaciones diferenciadas en términos de riesgo, liquidez, operativa y estructura de costes:

- **Compra directa de BTC.** Implica la adquisición y custodia del activo por parte del inversor, asumiendo plenamente los riesgos de mercado, operativos y regulatorios asociados.
- **ETFs, vehículos financieros cotizados y futuros.** Ofrecen exposición indirecta al precio de BTC mediante instrumentos regulados, con mayor liquidez y simplicidad operativa, aunque sin control directo sobre el activo subyacente.
- **Bitcoin Treasury Vehicles.** Son compañías cotizadas cuya estrategia principal consiste en mantener BTC como activo relevante en su balance. Estas entidades suelen financiar la adquisición de BTC mediante instrumentos de mercado de capitales, como ampliaciones de capital, deuda convertible o financiación colateralizada.

Tras su giro estratégico de 2025, VANA se encuadra en esta última categoría, en la que la evolución de la cotización combina la exposición al precio de BTC con factores propios de los mercados bursátiles, como la liquidez, la dilución y la percepción del riesgo por parte de los inversores.

Gráfico 5: Capitalización de distintos activos


Fuente: World Gold Council y Coinmarket.

Gráfico 6: Cartera de BTC por compañía


Principales comparables cotizados y NAV como métrica clave de valoración

Dentro del universo de compañías cotizadas con estrategias centradas en la tenencia de BTC, destaca el caso de Strategy, pionera en la adopción de BTC como activo de tesorería. Desde entonces, otras compañías han replicado modelos similares, entre ellas Metaplanet (Japón) y Capital B (Francia), entre otras.

Estas compañías ofrecen a los inversores una vía de exposición a BTC a través de acciones cotizadas, en algunos casos incorporando apalancamiento financiero mediante deuda convertible o financiación colateralizada. Como resultado, la cotización de estos vehículos suele mostrar una sensibilidad superior a la del propio BTC, reflejada en una beta elevada frente al activo subyacente.

No obstante, la exposición a BTC a través de una estructura societaria difiere de la tenencia directa del activo. En este caso, el inversor asume riesgos adicionales relacionados con la gestión, la estructura de costes, la dilución accionarial, la gobernanza y la ejecución de la estrategia. A cambio, estas compañías pueden acceder a mejores condiciones de financiación, servicios de custodia institucional y estructuras operativas especializadas.

Desde una perspectiva de valoración, la métrica clave es el Net Asset Value (NAV), calculada como el valor de mercado de los bitcoins en balance menos la deuda financiera neta, ajustado por el valor de mercado de otros activos y pasivos. La comparación entre la capitalización bursátil y el NAV permite identificar si la compañía cotiza con prima o descuento respecto al valor de sus activos subyacentes ([ver tabla de comparables](#)).

Estas primas o descuentos pueden reflejar factores como: (i) liquidez de la acción; (ii) riesgos operativos y regulatorios; (iii) estructura de financiación; (iv) nivel de dilución potencial; y (v) calidad de la ejecución estratégica.

En este tipo de estructuras resulta crítico utilizar métricas que contemplen tanto las acciones ya emitidas como las pendientes de conversión, dado que muchas compañías han emitido instrumentos híbridos (obligaciones convertibles, warrants, preferred stock) que podrían derivar en una ampliación del capital social y, por tanto, en una dilución adicional para el accionista.

Un modelo de negocio sin capacidad de generar FCF positivo. Y 100% dependiente de financiarse vía equity para crecer

Gráfico 7: Número de establecimientos e ingresos totales

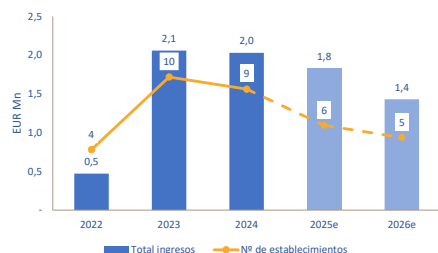


Gráfico 8: Gastos de personal y otros gastos de explotación

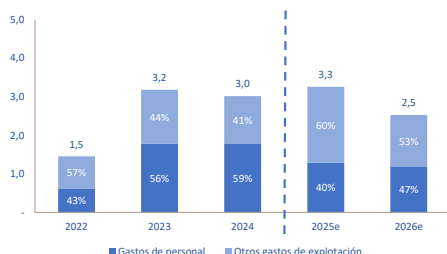
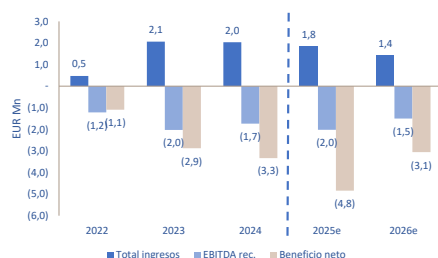


Gráfico 9: Evolución del EBITDA rec. y del beneficio neto



Dado que el profundo giro estratégico de VANA es muy reciente (-6m) la visibilidad que hoy tenemos sobre su impacto en los números (P&L, Balance, Free Cash Flow) es aún muy reducida. Por lo que nuestras proyecciones financieras se reducen a los años 2025 y 2026.

Estructura operativa tras el cambio de modelo

VANA mantendrá una actividad operativa residual en el segmento de cafeterías, con seis locales en 2025e y cinco en 2026e. En ausencia de ingresos significativos asociados a la nueva estrategia de tesorería de BTC, el P&L a corto plazo seguirá dominada por la evolución del negocio de restauración y por los costes estructurales derivados del nuevo posicionamiento estratégico.

Las adquisiciones de BTC no impactan directamente en la cuenta de pérdidas y ganancias, salvo por (i) los posibles deterioros contables de la cartera y (ii) la comisión del 5% asociada a la emisión de obligaciones convertibles utilizadas para financiar dichas compras.

P&L: pérdidas recurrentes en fase de transición (2025 – 2026)

Durante la fase de transición, la compañía mantiene ingresos operativos procedentes de su red de cafeterías, que permiten cubrir parcialmente los costes fijos (personal, cotización, auditoría, servicios profesionales, etc). No obstante, esta actividad se encuentra en proceso de reducción progresiva, priorizando la racionalización de recursos, es decir reduciendo estructura.

Estimamos unos ingresos de EUR 1,8 Mn en 2025e (c. -10% vs 2024), reflejando la reducción del número de locales desde ocho en 2024 hasta cinco cafeterías y un obrador a septiembre de 2025. Para 2026e, proyectamos unos ingresos de EUR 1,4 Mn, en línea con el cierre adicional de un local y una ratio estable de c. EUR 0,3 Mn por establecimiento.

El EBITDA recurrente se situaría en torno a EUR -2,0 Mn en 2025e y EUR -1,5 Mn en 2026e, reflejando una necesidad de caja estructural derivada del negocio residual de cafeterías y de los costes asociados al nuevo modelo estratégico.

Por debajo del EBITDA, se registran: (i) la comisión del 5% sobre el nominal de las obligaciones convertibles emitidas (EUR 0,3 Mn en 2025e; EUR 1,1 Mn en 2026e), (ii) deterioros contables de la cartera de BTC (estimamos c. EUR 2,7 Mn en 2025e, dado un coste medio de EUR 91,2 miles/BTC vs precio de mercado de c. EUR 75 miles/BTC a cierre de 2025) y (iii) gastos financieros de c. EUR 0,2 Mn, derivados principalmente de los préstamos colateralizados con Bit2Me (8%-12%) y un préstamo adicional con Caja Rural (c. 5%).

En conjunto, estimamos un resultado neto de EUR -4,8 Mn en 2025e y EUR -3,1 Mn en 2026e.

Estrategias potenciales de generación de ingresos financieros

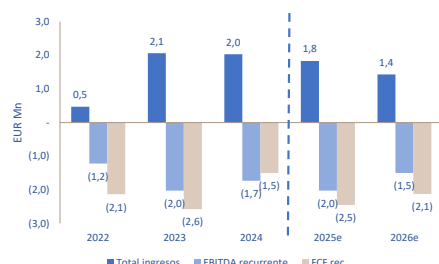
Nuestras estimaciones no incorporan ingresos financieros en 2025e ni en 2026e. En esta fase, VANA está centrada en ejecutar el cambio de orientación estratégica y en la adquisición y acumulación de BTC. La generación de ingresos financieros se contempla exclusivamente como una opción de largo plazo y no forma parte de nuestras previsiones para el periodo 2025e–2026e.

Free Cash Flow: un modelo de negocio con dependencia estructural de financiación externa

El Free Cash Flow recurrente se mantendrá en negativo en 2025e y 2026e, reflejando (i) la necesidad de financiación del negocio de cafeterías y (ii) los costes estructurales asociados al nuevo modelo.

Adicionalmente, el FCF se verá presionado por el pago de comisiones por emisiones de convertibles y la adquisición de BTC (importe invertido en BTC de EUR 14,7 Mn en 2025e; EUR

Gráfico 10: Evolución del Free Cash Flow



21,1 Mn en 2026e). Dado que estas adquisiciones se financian mayoritariamente vía bonos convertibles, la evolución de la deuda financiera neta dependerá fundamentalmente del FCF operativo, es decir, del EBITDA. Lo que implica que, el apalancamiento (Deuda Neta excluyendo bonos convertibles) será necesariamente creciente los próximos dos años.

Este esquema pone de manifiesto la naturaleza del modelo: una estructura patrimonialista en BTC que requiere una base de costes fijos financiada, en última instancia, por los accionistas.

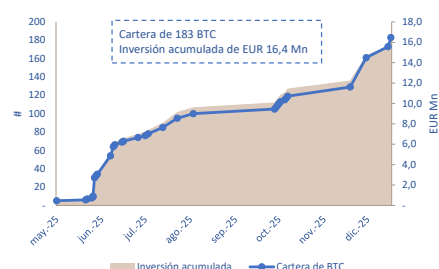
Balance: creciente peso de BTC

El cambio de modelo de negocio tendrá su principal reflejo en el balance, observándose un peso creciente de los activos intangibles (BTC). Para cierre de 2025e, con 161 BTC adquiridos por EUR 14,7 Mn, estimamos que la cartera figure en balance por c. EUR 12 Mn tras deterioros. El activo asociado a cafeterías (c. EUR 2 Mn 2025e) seguirá perdiendo peso relativo.

Para 2026e, proyectamos la adquisición de c. 280 BTC adicionales, lo que situaría la partida de BTC en torno a EUR 34 Mn, asumiendo un precio estable de EUR 75 miles/BTC. El ritmo de adquisición estimado se encuentra en línea con las compras realizadas por VANA desde el inicio del cambio de modelo (mayo 2025).

Por el lado del pasivo, las ampliaciones de capital realizadas en 2025 (c. EUR 16 Mn), junto con el resultado neto estimado (EUR -4,8 Mn), situarían el patrimonio neto en c. EUR 10,7 Mn a cierre de 2025e. La deuda financiera neta se estima en c. EUR 2,2 Mn y seguiría aumentando en 2026e, reflejo de las necesidades de financiación para cubrir el déficit operativo.

Gráfico 11: Evolución del número de BTC en cartera



Comparación con el guidance 2025-2027 de VANA

VANA actualizó sus proyecciones financieras el 14 de octubre de 2025 como consecuencia del cambio de modelo de negocio hacia una estrategia de tesorería basada en la acumulación de BTC. La compañía publicó una revisión de su plan estratégico y de las proyecciones financieras para el periodo 2025–2027 con el objetivo de reflejar la plena implantación del nuevo enfoque, así como los ajustes derivados del cierre de un establecimiento durante el ejercicio 2025. Esta actualización responde a la evolución del modelo de negocio, a la redefinición de las prioridades financieras y al nuevo marco de financiación aprobado por el Consejo de Administración.

Las previsiones del plan estratégico 2025–2027 anticipan un EBITDA negativo, coherente con el carácter no operativo del nuevo modelo. La reducción de ingresos y márgenes operativos se explica por la desaparición progresiva de la actividad comercial, mientras que el incremento de los gastos generales a nivel corporativo responde al cambio de naturaleza del negocio y a la implantación del nuevo modelo financiero. A diferencia del ejercicio 2024, el presupuesto de estructura (EUR 2,5 Mn en 2025, EUR 4,3 Mn en 2026 y EUR 7,2 Mn en 2027) incorpora honorarios y comisiones asociados a las operaciones de financiación aprobadas por la JGA, junto con los costes derivados de su gestión y supervisión. Asimismo, se incluyen servicios profesionales especializados en materia contable, fiscal y legal, además de inversiones en tecnología, control interno y cumplimiento normativo orientadas a reforzar la trazabilidad y la seguridad de los activos digitales.

El guidance publicado por la compañía para el periodo 2025–2027 contempla un ritmo de acumulación de BTC más ambicioso que nuestras estimaciones, contemplando inversiones por importe de EUR 60 Mn en 2026e y alcanzando los 500 BTC adquiridos (vs c. 440 considerados en nuestras estimaciones 2026e). En caso de cumplimiento de este escenario, las implicaciones serían dobles: el activo de VANA se situaría en c. EUR 40 Mn y la comisión pagada ascendería a c. EUR 1,5 Mn, lo que implicaría, ceteris paribus, un beneficio neto de c. EUR -3,3 Mn en 2026e.

La principal diferencia entre nuestras estimaciones y el guidance de VANA radica, por tanto, en el grado de ejecución implícito del programa de financiación. Mientras que el guidance asume una capacidad continuada de acceso a capital en volúmenes crecientes, nuestras proyecciones adoptan un enfoque más conservador, ajustando el ritmo de adquisición de BTC a la experiencia reciente de ejecución, a la liquidez del valor y a la capacidad de absorción del mercado. En términos prácticos, un mayor cumplimiento del guidance implicaría necesidades de financiación adicionales y, ceteris paribus, un mayor nivel de dilución para el accionista, dado el peso predominante de los instrumentos convertibles en la estructura de capital.

Tabla 1: Evolución del número de acciones de VANA

Fecha	Nº de acciones (Mn)	Índice = 2024	Índice = 01-2026
31/12/2024	7,9	100%	9,6%
24/04/2025	12,7	162%	15,5%
19/05/2025	15,5	197%	18,9%
20/05/2025	17,0	216%	20,7%
16/06/2025	23,9	303%	29,0%
30/06/2025	31,1	395%	37,8%
01/07/2025	31,7	401%	38,5%
07/07/2025	32,0	405%	38,9%
07/07/2025	32,2	408%	39,2%
25/07/2025	35,2	447%	42,8%
04/08/2025	36,2	460%	44,1%
04/08/2025	37,2	472%	45,3%
04/09/2025	38,2	485%	46,5%
04/09/2025	39,2	498%	47,7%
22/10/2025	42,6	541%	51,8%
22/10/2025	46,1	584%	56,0%
26/11/2025	55,4	703%	67,4%
02/12/2025	60,1	762%	73,1%
02/12/2025	64,8	822%	78,8%
09/12/2025	67,9	862%	82,6%
16/12/2025	71,3	904%	86,6%
07/01/2026	74,8	949%	91,0%
07/01/2026	78,4	994%	95,3%
23/01/2026	82,3	1043%	100,0%

Gráfico 12: Evolución de la ratio market cap/valor de mercado careta BTC de VANA



Sostenibilidad financiera y variables críticas para el éxito/viabilidad del nuevo modelo de negocio

El modelo de negocio de VANA se basa en la acumulación de BTC financiada mediante instrumentos de mercado de capitales, en un contexto de EBITDA recurrentemente negativo y dependencia estructural de financiación externa. En este entorno, la viabilidad financiera de la compañía queda estrechamente ligada a la evolución del precio de BTC (lo que condiciona el volumen de los deterioros a asumir), a la capacidad de acceso continuado a los mercados de capitales y a la estabilidad de su estructura de financiación.

Dado que BTC constituye el principal activo del balance, una caída prolongada de su cotización en EUR tendría un impacto directo sobre el resultado del ejercicio y el patrimonio neto. Bajo el marco contable del PGC 2007, descensos significativos del precio obligarían a registrar deterioros contables, afectando negativamente a los fondos propios.

Otro elemento clave es la relación entre la capitalización bursátil y el valor patrimonial (NAV)². Una cotización estructuralmente por debajo del NAV (Market Cap/NAV < 1) implicaría que cualquier necesidad adicional de financiación se realizaría a precios inferiores al valor de los activos netos, con un impacto dilutivo para los accionistas. Este efecto se sumaría a la dilución ya inherente a la estructura de financiación mediante obligaciones convertibles y warrants, reduciendo, ceteris paribus, el número de BTC por acción.

Finalmente, la valoración sí importa

Una vez asumida la decisión de buscar exposición a BTC y de hacerlo a través de una “Bitcoin Treasury Company” en lugar de mediante la tenencia directa del activo, la valoración adquiere un papel determinante. Un múltiplo de capitalización/NAV superior a 1x implica pagar una prima sobre el valor neto de los activos de la compañía.

En otros sectores, estas primas pueden justificarse por factores como la escasez del activo, la calidad del equipo gestor o la capacidad de generación de valor operativo. Sin embargo, en el caso de las tesoreras de BTC, una prima estructural sobre el NAV resulta más difícil de sostener. El denominado BTC yield (crecimiento del BTC por acción) suele derivarse precisamente de ampliaciones de capital realizadas a múltiplos superiores al NAV, lo que introduce una lógica circular que no puede constituir la base del modelo.

Por tanto, la valoración es un elemento crítico a la hora de exponerse a BTC a través de este tipo de vehículos. El caso de VANA ilustra este punto: tras un periodo prolongado cotizando con prima sobre NAV, impulsado por la narrativa de mercado, la cotización ha tendido a converger hacia niveles más alineados con el valor patrimonial subyacente.

En conclusión: un modelo con exposición apalancada a BTC, pero con riesgos obvios de ejecución y dilución. Y muy baja visibilidad.

VANA se encuentra en una fase de transición hacia un modelo patrimonial centrado en la acumulación de BTC. En el corto, medio y largo plazo, el EBITDA y el FCF permanecen en negativo, reforzando la dependencia estructural de financiación externa para sostener la actividad y ejecutar la estrategia. Ya que el nuevo modelo de negocio no tiene capacidad de autofinanciarse.

El balance presenta una creciente concentración en BTC como principal activo, incrementando la sensibilidad patrimonial a la evolución de su precio. Esta exposición, junto con una estructura de financiación basada en convertibles, warrants y deuda colateralizada, introduce riesgos elevados de dilución y vulnerabilidad ante escenarios adversos de mercado.

La interacción de todos estos factores conlleva un modelo de negocio en fase de despegue y con una enorme dependencia para su éxito de dos factores sobre los que la compañía carece de control: el precio y liquidez de su propia acción y el de BTC. Factores que además condicionan la capacidad de VANA de financiarse vía equity y crecer.

² Adicionalmente, VANA publica indicadores sectoriales como BTC/acción, mNAV (market cap/valor de mercado de la cartera de BTC) o BTC Yield.

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones y, especialmente, en la ejecución del plan estratégico. La materialización de uno o varios de estos factores podría comprometer la estabilidad financiera de VANA y poner en riesgo la viabilidad de su nuevo modelo de negocio. A efectos de sistematizar los riesgos se presentan agrupados en tres grandes capítulos: Financieros, Operativos y de Gobernanza/Regulación.

Financieros

1. **Alta dependencia del acceso a financiación.** La no obtención de la financiación necesaria podría condicionar el crecimiento y evolución económica de VANA. La capacidad para mantener la dinámica de emisión de las obligaciones convertibles dependerá de la evolución del precio de la acción, la percepción del mercado sobre la estrategia y la liquidez disponible en los inversores objetivo. En fases de baja cotización o escaso apetito inversor, esta vía podría verse limitada o encarecida.
2. **Riesgo de impago de la deuda financiera ya emitida.** Dado que el nuevo modelo de negocio de inversión en BTC no genera resultados para cubrir los gastos operativos a nivel corporativo, y los resultados del negocio residual de cafeterías tampoco, se genera una incertidumbre sobre la potencial capacidad futura de VANA para cumplir las obligaciones comprometidas bajo los contratos de financiación, atender el pago del principal e intereses de la deuda derivada o poder refinanciarla en el caso de que fuera necesario. El incumplimiento de las obligaciones asumidas por VANA frente a las distintas entidades financieras podría provocar el vencimiento anticipado de las obligaciones de pago y que dichas entidades financieras exigieran anticipadamente el pago del principal de la deuda y sus intereses.
3. **Riesgo de liquidación de los préstamos colateralizados por un elevado apalancamiento.** Parte de los BTC mantenidos se han utilizado como colateral en operaciones de financiación. En escenarios de caída abrupta del precio del BTC, el apalancamiento puede acelerar la pérdida patrimonial, generando una volatilidad efectiva superior a la del propio BTC. VANA mantiene préstamos colateralizados sobre su posición en BTC de manera estructural. El funcionamiento de estos mecanismos de financiación implica que una caída significativa en el precio del activo colateralizado podría activar la liquidación automática del colateral (BTC), lo que supondría una pérdida directa de activos estratégicos y una erosión patrimonial relevante para los accionistas. VANA se encuentra agrupando los préstamos anteriormente mencionados en un solo contrato, denominado en modalidad “prime”, lo que permite eliminar el riesgo de ejecución algorítmica o automática, haciendo posible una ejecución consensuada con el proveedor de la financiación.
4. **Exposición al riesgo de tipo de cambio EUR/USD.** Dado que el BTC y los derivados relacionados se denominan principalmente en USD, la empresa está expuesta al riesgo cambiario frente al USD en su actividad principal de adquisición y tenencia de BTC. No obstante, en la actualidad VANA no presenta endeudamiento ni derivados en USD. Si en el futuro se utilizaran plataformas de adquisición, financiación o derivados denominados en USD, podría generarse una exposición cambiaria adicional que requeriría mecanismos de cobertura o seguimiento específico.
5. **A cierre de 1S25, VANA presentaba un fondo de maniobra negativo de EUR 1,4 Mn, lo que genera incertidumbre material sobre el principio de empresa en funcionamiento.** Si bien el informe de auditoría de revisión limitada 1S25 no incluye salvedades, incorpora un párrafo de énfasis por “incertidumbre material relacionada con la empresa en funcionamiento”, derivada de un resultado negativo de EUR 1,1 Mn, capital circulante negativo y deuda corriente vencida por c. EUR 1,0 Mn (principalmente con las Administraciones Públicas y determinadas deudas por operaciones comerciales y combinaciones de negocio). VANA ha cubierto este déficit de liquidez mediante emisiones de obligaciones convertibles, ampliaciones de capital y financiación colateralizada.

Operativos

6. **Riesgo en la ejecución de operaciones.** La operativa con criptoactivos puede verse afectada por ineficiencias o incidencias en la ejecución de órdenes debido a la naturaleza descentralizada y la

fragmentación de los mercados. Estas circunstancias pueden provocar diferencias significativas entre el precio esperado y el precio efectivo de ejecución (slippage), especialmente en entornos de alta volatilidad o baja liquidez. Asimismo, la dependencia de intermediarios tecnológicos, plataformas de intercambio y oráculos de precios puede generar riesgos adicionales derivados de retrasos, errores en la transmisión de datos, fallos operativos o desconexiones temporales de red.

Sin embargo, para el escenario en el que las compras se canalizasen mediante operaciones OTC, con precios cerrados y condiciones pactadas directamente con el proveedor, se podría reducir la exposición a deslizamientos de precio o ineficiencias de mercado.

7. **Riesgo por el proveedor y el tipo de custodia de BTC.** La seguridad de los criptoactivos gestionados por la Sociedad está condicionada por el tipo de solución de custodia empleada y por el proveedor que presta el servicio. En particular, existen diferencias relevantes entre la custodia en frío (offline) y la custodia en caliente (online), que implican niveles de riesgo distintos. La custodia en caliente, al estar conectada permanentemente a internet, permite una mayor agilidad operativa, pero presenta una mayor exposición a ciberataques, accesos no autorizados y vulnerabilidades tecnológicas. Por el contrario, la custodia en frío, al mantenerse desconectada de redes públicas, ofrece mayor seguridad frente a ataques externos, aunque limita la capacidad de reacción inmediata ante eventos de mercado o necesidades de liquidez. La elección del modelo de custodia y su correcta implementación son factores críticos para la protección de los activos digitales de la Sociedad.
8. **Riesgo por dependencia de proveedores externos para los préstamos colateralizados.** En los préstamos colateralizados con BTC es un riesgo relevante si el colateral aportado no permanece segregado, identificado y a nombre del emisor. En ausencia de segregación, el colateral podría quedar expuesto a situaciones de insolvencia del proveedor, conflictos legales o ejecución indebida, y podría derivar en la pérdida total o parcial de los activos comprometidos. Aunque VANA procura contratar únicamente con entidades reguladas y con reconocidas garantías operativas, no puede excluirse la posibilidad de pérdidas.

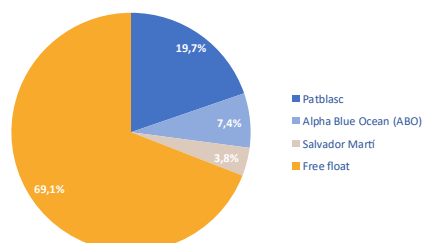
Gobernanza/Regulación

9. **Potencial dilución significativa de los accionistas actuales debido a que la financiación futura de las nuevas inversiones en BTC se hará a través de la emisión de bonos convertibles a propuesta del Consejo de Administración.** El mecanismo de financiación utilizado por VANA hasta la fecha (ampliaciones de capital por compensaciones de créditos o por conversiones de obligaciones emitidas) ha provocado una fuerte dilución de los accionistas. Las previsiones de negocio de VANA recogen necesidades de financiación de aproximadamente EUR 60Mn en 2026 que supondrán necesidades de recursos que serán cubiertas mediante emisión de obligaciones convertibles en acciones, ampliaciones de capital, préstamos colateralizados o suscripciones de deuda financiera. Esto generará igualmente una dilución relevante para los accionistas actuales.
10. **Riesgo regulatorio.** Aunque actualmente la tenencia y gestión de BTC está permitida y regulada en España y la UE, no puede descartarse la aparición de nuevas normas o interpretaciones que afecten a la operativa, fiscalidad, clasificación contable o reporting asociado a criptoactivos por parte de sociedades cotizadas.
11. **Limitaciones contables en la valoración de BTC.** De acuerdo con la normativa contable vigente en España, los criptoactivos como BTC se registran en el balance como inmovilizado intangible por su coste de adquisición, sin que se actualice su valor contable a precios de mercado en caso de revalorización al alza. Esto implica que, aunque el valor económico del activo aumente, no se recoge en los estados financieros hasta su venta. Sin embargo, sí se exige el reconocimiento de deterioro cuando el valor razonable cae por debajo del coste de adquisición, lo que puede generar resultados contables negativos sin deterioro real del valor a largo plazo. El cálculo del valor razonable en el momento del cierre contable anual no es baladí y puede generar cierta incertidumbre adicional.

Los estados financieros incluyen información complementaria, como el número total de BTC mantenidos y el precio de mercado a cierre de ejercicio, lo que permite estimar el valor económico del activo a cierre de cada periodo contable.

El nuevo modelo de negocio, y su necesidad creciente de capital, hacen que la gobernanza sea un factor crítico

Gráfico 13. Estructura accionarial



El accionariado de referencia se encuentra concentrado, con Patblasc Software Consulting, S.L. (Patblasc) como principal accionista con un 19,7% del capital y Alpha Blue Ocean (ABO) con un 7,4%. Adicionalmente, Salvador Martí, presidente del Consejo de Administración, posee de manera directa un 3,8% de la compañía.

La estructura de gobierno corporativo de VANA ha experimentado cambios relevantes como consecuencia de la transformación estratégica de la compañía hacia un modelo centrado en la inversión en BTC. Este proceso ha implicado una reconfiguración del Consejo de Administración, la aprobación de una nueva estrategia corporativa por parte de la Junta General de Accionistas y la adopción de una estructura de financiación basada en instrumentos convertibles. Asimismo, la política de remuneraciones del Consejo y el marco de toma de decisiones reflejan una mayor vinculación a la evolución bursátil de la acción.

Tabla 2. Consejo de Administración

Nombre	Categoría	Cargo	Fecha	% Capital
Salvador Martí Varó	Dominical	Presidente	2023	3,8%
Esaú Rojo Martínez	Ejecutivo	CEO	2025	n.d.
Antonio García García	Independiente	Consejero	2025	n.d.
Fernando Orteso de Travesedo	Independiente	Consejero	2023	n.d.
Elena López-Quesada Sanchiz	Independiente	Consejero	2025	n.d.
Total		Total		3,8%

Tabla 3. Comisión de Auditoría y Comisión de Nombramientos y Retribuciones

Miembro de la Comisión	Categoría	Cargo
Fernando Orteso de Travesedo	Independiente	Presidente
Elena López-Quesada Sanchiz	Independiente	Vocal
Antonio García García	Independiente	Secretario

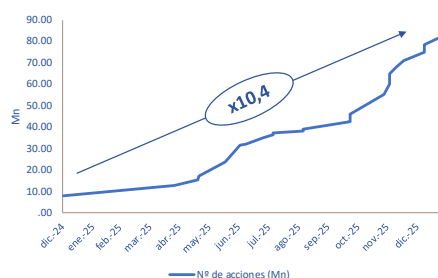
- Composición y evolución del Consejo de Administración.** El Consejo de Administración de VANA estuvo compuesto por ocho consejeros hasta septiembre de 2024. Entre septiembre de 2024 y febrero de 2025 se produjeron muchas dimisiones (ocho), incluyendo la salida del CEO, lo que dio lugar a una reconfiguración significativa del órgano de administración. En febrero de 2025 se nombraron dos nuevos consejeros por cooptación (Antonio García García y Esaú Rojo Martínez) y, en agosto de 2025, se incorporó una consejera independiente (Elena López-Quesada Sanchiz), quedando el Consejo en 5 consejeros, con un 60% de independientes. En esa misma fecha, se modificó la composición de la Comisión de Auditoría y de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones, que quedaron integradas por tres miembros del Consejo (tabla 3) y control de independientes.
- Junta General Extraordinaria del 23 de septiembre de 2025: aprobación de la estrategia bitcoin.** La Junta General Extraordinaria celebrada el 23 de septiembre de 2025 aprobó una inversión de hasta EUR 1.000 Mn destinada a la adquisición de BTC, en el marco del nuevo posicionamiento estratégico de la compañía. En esta nueva etapa, la compra, custodia y gestión de BTC se configura como el eje principal del modelo de negocio de Vanadi, marcando un giro estructural respecto a su actividad tradicional (explotación de cafeterías).
- Estructura de financiación y relación con Patblasc y Alpha Blue Ocean (ABO)³.** VANA ha estructurado un programa de financiación basado en la emisión de obligaciones convertibles y equity warrants, aprobado en la Junta General Extraordinaria del 23 de septiembre de 2025. El programa contempla un importe máximo agregado de hasta EUR 1.000 Mn en obligaciones convertibles —EUR 500 Mn suscritos por Global Corporate Finance Opportunities 21, Ltd. (entidad perteneciente a Alpha Blue Ocean) y otros EUR 500 Mn por Patblasc Software Consulting, S.L.— junto con hasta EUR 200 Mn adicionales en equity warrants, todo ello con exclusión del derecho de suscripción preferente. Duración del acuerdo de 60 meses. La dimensión de estos instrumentos convertibles respecto a los fondos propios actuales de VANA implica un riesgo de dilución evidente y descomunal para los accionistas de VANA.

La financiación se articula en 332 tramos, con un primer desembolso de EUR 4 Mn, seguido de tramos de EUR 1,5 Mn y un último de EUR 1 Mn. Con cada tramo, la compañía emite equity warrants por un importe equivalente al 20% del nominal suscrito. Las obligaciones se emiten a la par, no devengan intereses y son obligatoriamente convertibles en acciones ordinarias (plazo de 24 meses desde emisión). El precio de conversión se fija en el 95% del menor VWAP (volumen weighted average price) de los diez días bursátiles previos a la conversión, mientras

³ Alpha Blue Ocean (ABO) fue fundada en 2017 con varias sedes ubicadas en Dubai y en Bahamas, por Pierre Vannineuse, Hugo Pingray y Amaury Mamou-Mani. Se trata de un family office que ofrece soluciones de financiación a empresas cotizadas.

Tabla 4. Evolución del número de acciones de VANA desde 2024

Fecha	Nº de acciones (Mn)	Índice = 2024
31/12/2024	7,9	100%
24/04/2025	12,7	162%
19/05/2025	15,5	197%
20/05/2025	17,0	216%
16/06/2025	23,9	303%
30/06/2025	31,1	395%
01/07/2025	31,7	401%
07/07/2025	32,0	405%
07/07/2025	32,2	408%
25/07/2025	35,2	447%
04/08/2025	36,2	460%
04/08/2025	37,2	472%
04/09/2025	38,2	485%
04/09/2025	39,2	498%
22/10/2025	42,6	541%
22/10/2025	46,1	584%
26/11/2025	55,4	703%
02/12/2025	60,1	762%
02/12/2025	64,8	822%
09/12/2025	67,9	862%
16/12/2025	71,3	904%
07/01/2026	74,8	949%
07/01/2026	78,4	994%
23/01/2026	82,3	1043%



que el precio de ejercicio de los warrants equivale al 120% del menor VWAP del mismo periodo. Los warrants se anularán 60 meses después de su emisión en caso de no ejercitarse.

El acceso a los tramos de financiación se articula de forma secuencial y condicionada. En particular, el acceso al segundo tramo requiere la conversión del primer tramo y la admisión a cotización de las acciones resultantes. A partir de ese momento, el acceso a tramos sucesivos queda sujeto principalmente al cumplimiento de los periodos de espera contractuales y a las condiciones de liquidez del valor.

El contrato incorpora un periodo de espera de 40 días bursátiles tras el primer tramo y de 20 días entre los siguientes, con un límite máximo de EUR 6 Mn por solicitud de desembolso. En escenarios de baja liquidez, el importe de los tramos puede reducirse hasta EUR 0,975 Mn (liquidez media diaria < EUR 0,4 Mn) o EUR 0,525 Mn (< EUR 0,2 Mn). La estructura incluye, asimismo, una comisión del 5% sobre el importe total financiado.

Este acuerdo de financiación establece un compromiso marco por parte de los dos inversores para suscribir los tramos de obligaciones convertibles que VANA solicite, hasta un importe máximo agregado de EUR 1.000 Mn, dentro de las condiciones previstas en el contrato. En este contexto, VANA dispone de la facultad de solicitar aportaciones de capital de forma recurrente, mediante la suscripción de nuevas obligaciones convertibles, en función de sus necesidades de financiación.

En la práctica, el acceso a nuevas suscripciones de obligaciones se articula de forma gradual y secuencial. Entre una suscripción y la siguiente debe cumplirse uno de los dos siguientes supuestos: (i) que haya transcurrido un periodo mínimo de 20 días de cotización (cool down period) desde la última suscripción, o bien (ii) que el inversor no mantenga obligaciones suscritas y pendientes de conversión (esto es, que no exista remanente convertible). Dado que habitualmente los inversores mantienen obligaciones pendientes de conversión, el mecanismo operativo habitual implica la espera del correspondiente cool down period, lo que introduce un ritmo condicionado en la materialización efectiva de la financiación.

En caso de que VANA solicitase la suscripción de nuevos tramos de obligaciones convertibles y el inversor no dispusiera de fondos suficientes para atenderla, el contrato faculta a la VANA a resolver el acuerdo o exigir la cesión gratuita de los derechos y obligaciones del inversor. Esta previsión se explica por (i) el coste asociado a la resolución o cesión sin incumplimiento – equivalente al 50% de la comisión pendiente sobre el importe total comprometido – y (ii) la existencia de cláusulas de exclusividad, que limitan la capacidad de VANA para formalizar acuerdos de financiación similares con terceros sin autorización de Patblasc o Alpha Blue Ocean.

Hasta diciembre de 2025, Vanadi había emitido aproximadamente 63,4 Mn de nuevas acciones para captar EUR 16,2 Mn, reflejando el carácter dilutivo del modelo. Adicionalmente, VANA mantiene un préstamo con Caja Rural Central por EUR 0,25 Mn y financiación colateralizada sobre BTC a través de Bit2Me por EUR 5,6 Mn (tipos de interés entre el 8,42% y el 12%).

Patblasc figura como principal accionista de referencia de la compañía, mientras que Alpha Blue Ocean ha participado históricamente como financiador mediante estructuras de deuda convertible. En conjunto, los acuerdos de financiación configuran una estructura flexible, pero compleja y potencialmente dilutiva, que traslada una parte significativa del riesgo a los accionistas existentes, mientras otorga a los inversores en convertibles un elevado grado de protección mediante ajustes por liquidez, control del ritmo de inversión y capacidad de conversión.

- Creación del Comité de Expertos en BTC.** El 13 de octubre de 2025, el Consejo de Administración aprobó la creación de un Comité de Expertos de carácter consultivo y no ejecutivo, cuya función es prestar apoyo, asesoramiento y recomendaciones en cuestiones técnicas, jurídicas, regulatorias, estratégicas y de mercado relacionadas con el desarrollo e implementación de la inversión en BTC. Este Comité está formado

por Cristina Carrascosa Cobos (abogado y especialista en derecho fintech y de los activos digitales) y Jesús Pérez Sánchez (ingeniero informático con experiencia en mercados financiero centrada en activos digitales, fintech y gestión de fondos y expresidente de la Asociación Española de Fintech & Insurtech).

5. **Estructura de remuneración del Consejo de Administración ligada al crecimiento de la capitalización, con potencial impacto dilutivo para el accionista.** La política de remuneración del Consejo de Administración de VANA, aprobada en la Junta General de Accionistas del 29 de junio de 2025, establece un importe máximo anual de EUR 2,2 Mn, que incluye retribución fija y variable. La retribución fija agregada asciende a EUR 0,2 Mn, mientras que la retribución variable está vinculada exclusivamente a la capitalización bursátil: EUR 0,5 Mn si supera EUR 20 Mn, EUR 1 Mn si supera EUR 50 Mn y EUR 2 Mn si supera EUR 100 Mn. Adicionalmente, algunos consejeros perciben EUR 6,7 miles mensuales por servicios de gestión, con EUR 100 miles en dietas devengadas a 30 de junio de 2025. La estructura retributiva no está vinculada a métricas operativas o financieras, lo que introduce un incentivo directo a la maximización de la capitalización bursátil en un contexto de elevada dependencia de la financiación vía convertibles y alta sensibilidad del precio de la acción a las ampliaciones de capital, la liquidez bursátil y las expectativas de los inversores, entre otros.
6. **Cambios de modelo y discrecionalidad estratégica.** VANA ha llevado a cabo un cambio significativo de modelo de negocio hacia una estrategia centrada en la inversión en BTC, aprobado por la Junta General de Accionistas. La estructura de gobierno corporativo otorga al Consejo de Administración un amplio margen de discrecionalidad en la definición y ejecución de la estrategia, sin condicionantes ligados a métricas operativas o financieras tradicionales. Lo que implica que el modelo de negocio adolecería de un Gobierno Corporativo que actúe de contrapeso y control. Algo esencial en un modelo basado en la hiperinversión vía equity, con un inevitable impacto hiperdilutivo.
7. **Interrelación entre los acuerdos de financiación y la acción.** La financiación de VANA se basa principalmente en obligaciones convertibles y warrants con conversión condicionada a la evolución del precio y la liquidez de la acción. Este modelo implica emisiones recurrentes de nuevas acciones y puede generar presión sobre la cotización en el mercado secundario. La dependencia del precio de la acción para la ejecución de los acuerdos de financiación introduce incentivos vinculados al comportamiento bursátil y puede ser objeto de escrutinio regulatorio.

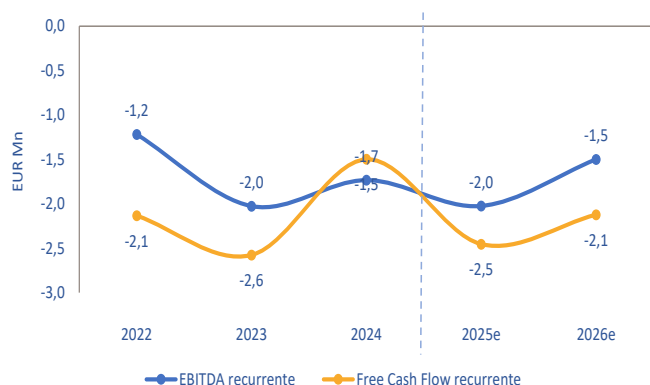
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
Inmovilizado inmaterial			0,3	0,2	0,1	12,6	33,7
Inmovilizado material			1,0	1,6	1,0	0,9	0,8
Otros activos no corrientes			0,2	0,2	-	-	-
Inmovilizado financiero			0,2	0,3	0,4	0,4	0,4
Fondo de comercio y otros intangibles			-	0,4	0,4	0,4	0,4
Activo circulante			0,4	0,7	0,4	0,4	0,4
Total activo			2,2	3,5	2,3	14,7	35,7
Patrimonio neto			0,5	0,6	(0,6)	10,7	29,8
Minoritarios			-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP			0,7	0,4	0,4	0,4	0,4
Otros pasivos no corrientes			-	-	0,0	0,0	0,0
Deuda financiera neta			0,1	1,0	0,9	2,1	4,2
Pasivo circulante			0,8	1,5	1,6	1,4	1,2
Total pasivo			2,2	3,5	2,3	14,7	35,7
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
Total Ingresos			0,5	2,1	2,0	1,8	1,4
Cto.Total Ingresos			n.a.	336,9%	-1,4%	-9,9%	-21,9%
Coste de ventas			(0,2)	(0,9)	(0,7)	(0,6)	(0,4)
Margen Bruto			0,2	1,2	1,3	1,2	1,0
Margen Bruto / Ingresos			50,7%	56,2%	63,3%	67,6%	72,0%
Gastos de personal			(0,6)	(1,8)	(1,8)	(1,3)	(1,2)
Otros costes de explotación			(0,8)	(1,4)	(1,2)	(2,0)	(1,3)
EBITDA recurrente			(1,2)	(2,0)	(1,7)	(2,0)	(1,5)
Cto.EBITDA recurrente			n.a.	-66,3%	14,4%	-16,7%	25,9%
EBITDA rec. / Ingresos			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gastos de reestructuración y otros no rec.			-	(0,5)	(0,5)	(0,3)	(1,1)
EBITDA			(1,2)	(2,5)	(2,2)	(2,3)	(2,6)
Depreciación y provisiones			(0,1)	(0,2)	(0,4)	(2,9)	(0,2)
Gastos capitalizados			-	-	-	0,5	-
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-
EBIT			(1,3)	(2,7)	(2,6)	(4,7)	(2,7)
Cto.EBIT			n.a.	-112,8%	3,8%	-78,5%	41,6%
EBIT / Ingresos			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impacto fondo de comercio y otros			-	-	-	-	-
Resultado financiero neto			(0,0)	(0,2)	(0,5)	(0,2)	(0,3)
Resultados por puesta en equivalencia			-	-	-	-	-
Beneficio ordinario			(1,3)	(2,9)	(3,1)	(4,8)	(3,1)
Cto.Beneficio ordinario			n.a.	-124,2%	-8,9%	-54,5%	36,8%
Extraordinarios			-	-	-	-	-
Beneficio antes de impuestos			(1,3)	(2,9)	(3,1)	(4,8)	(3,1)
Impuestos			-	-	-	-	-
Tasa fiscal efectiva			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Minoritarios			-	-	-	-	-
Actividades discontinuadas			-	-	-	-	-
Beneficio neto			(1,3)	(2,9)	(3,1)	(4,8)	(3,1)
Cto.Beneficio neto			n.a.	-124,2%	-8,9%	-54,5%	36,8%
Beneficio ordinario neto			(1,3)	(2,4)	(2,7)	(4,5)	(2,0)
Cto. Beneficio ordinario neto			n.a.	-86,9%	-11,4%	-70,0%	55,8%
Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
EBITDA recurrente						(2,0)	(1,5)
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-
Var.capital circulante						(0,2)	(0,2)
Cash Flow operativo recurrente						-2,2	-1,7
CAPEX						(0,1)	(0,1)
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,3)
Impuestos						-	-
Free Cash Flow Recurrente						(2,5)	(2,1)
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,3)	(1,1)
- Adquisiciones / + Desinversiones						(14,7)	(21,1)
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-
Free Cash Flow						(17,4)	(24,2)
Ampliaciones de capital						16,2	22,1
Dividendos						-	-
Variación de Deuda financiera neta						1,2	2,1

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
EBITDA recurrente			(2,0)	(1,7)	(2,0)	(1,5)
Cto. EBITDA recurrente			-66,3%	14,4%	-16,7%	25,9%
EBITDA rec. / Ingresos			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-
+/- Var. Capital circulante			0,3	0,5	(0,2)	(0,2)
= Cash Flow operativo recurrente			(1,7)	(1,3)	(2,2)	(1,7)
Cto. Cash Flow operativo recurrente			-121,1%	27,0%	-75,0%	21,7%
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
- CAPEX			(0,8)	(0,2)	(0,1)	(0,1)
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow			(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,3)
- Impuestos			-	-	-	-
= Free Cash Flow recurrente			(2,6)	(1,5)	(2,5)	(2,1)
Cto. Free Cash Flow recurrente			-20,8%	41,8%	-63,7%	13,5%
Free Cash Flow recurrente / Ingresos			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
- Gastos de reestructuración y otros			(0,5)	(0,5)	(0,3)	(1,1)
- Adquisiciones / + Desinversiones			(0,6)	0,3	(14,7)	(21,1)
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-
= Free Cash Flow			(3,7)	(1,7)	(17,4)	(24,2)
Cto. Free Cash Flow			-79,3%	54,8%	-950,4%	-39,1%
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)			(2,1)	(2,6)	(1,5)	(2,5)
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			(4,1)	0,0	0,2	0,4
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			3,3	0,3	(0,5)	0,1
= Variación EBITDA recurrente			(0,8)	0,3	(0,3)	0,5
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante			(0,1)	0,2	(0,7)	(0,0)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente			(0,9)	0,5	(0,9)	0,5
+/- Variación del CAPEX			0,6	0,6	0,1	0,0
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,1)	0,0	(0,1)	(0,2)
+/- Variación de impuestos			-	-	-	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente			(0,4)	1,1	(1,0)	0,3
Free Cash Flow Recurrente			(2,6)	(1,5)	(2,5)	(2,1)
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
EBIT			(2,7)	(2,6)	(4,7)	(2,7)
* Tasa fiscal teórica			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-
EBITDA recurrente			(2,0)	(1,7)	(2,0)	(1,5)
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-
+/- Var. Capital circulante			0,3	0,5	(0,2)	(0,2)
= Cash Flow operativo recurrente			(1,7)	(1,3)	(2,2)	(1,7)
- CAPEX			(0,8)	(0,2)	(0,1)	(0,1)
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente			(2,5)	(1,4)	(2,3)	(1,8)
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente			-16,4%	43,1%	-62,8%	21,9%
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
- Gastos de reestructuración y otros			(0,5)	(0,5)	(0,3)	(1,1)
- Adquisiciones / + Desinversiones			(0,6)	0,3	(14,7)	(21,1)
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			-	-	-	-
= Free Cash Flow "To the Firm"			(3,6)	(1,6)	(17,3)	(23,9)
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)			-74,8%	56,1%	-999,1%	-38,4%
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	-115,3%	(1,6)	n.a.
Central	-104,8%	(1,5)	n.a.
Min	-94,3%	(1,3)	n.a.

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

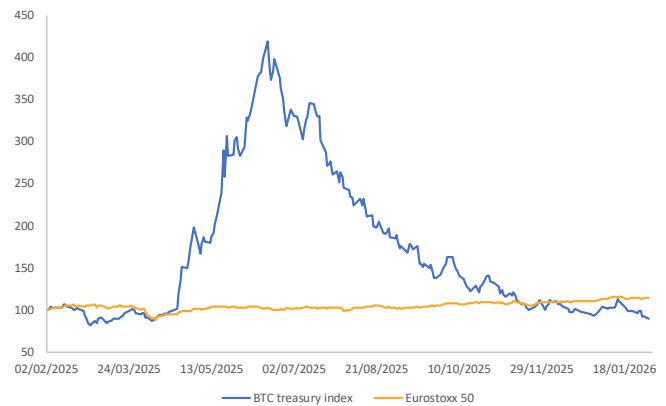
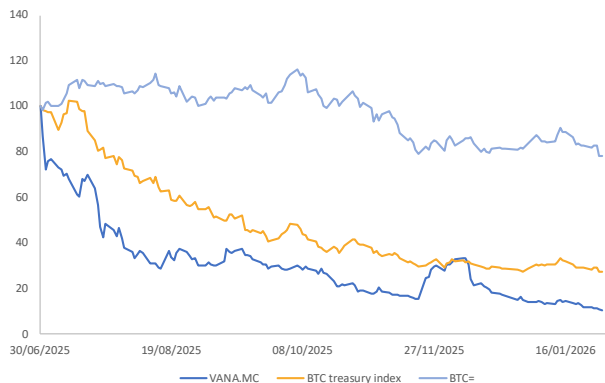
FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	4,7%	5,2%	5,7%
(1,6)	(2,3)	(2,3)	(2,3)
(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)
(1,3)	(2,0)	(2,0)	(2,0)

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	8,7	
+ Minoritarios	-	Rdos. 6m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 6m 2025
+ Deuda financiera neta	1,3	Rdos. 6m 2025
- Inmovilizado financiero	0,6	Rdos. 6m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	9,4	

Anexo 4. Principales comparables

		Compañías de tesorería de bitcoin			
EUR Mn		Strategy	Metaplanet	Capital B	VANA
Datos Mercado	Ticker (Refinitiv)	MSTR.O	3350.T	ALCPB.PA	VANA.MC
	País	USA	Japan	France	Spain
	Market cap	34.744,0	2.528,2	168,8	8,7
	Enterprise value (EV)	46.539,7	2.544,6	292,0	9,4
	Número de acciones (basic - Mn)	295,8	1.165,9	227,0	82,3
	Free float (%)	99,8	94,0	87,3	69,1
	Volumen medio diario (-30d - Mn)	22,5	35,4	2,0	2,1
	Mn EUR medio diario (-30d)	3.084,4	100,4	1,6	0,3
	Volumen medio diario (-6m - Mn)	15,7	39,8	2,7	1,7
	Mn EUR medio diario (-6m)	3.125,8	124,3	3,1	0,4
Información de BTC	Volatilidad (30d)	63,4	95,0	72,4	73,5
	Volatilidad (180d)	58,6	113,8	119,4	135,2
	BTC holdings	713.502	35.102	2.823	183
	Valor de BTC (Mn EUR)	47.480,5	2.335,9	187,9	12,2
Múltiplos y Ratios	Precio medio de adquisición (EUR)	63.919,9	91.370,1	91.138,5	88.727,0
	BTC por 100k acción (non-diluted)	241,238	3,011	1,244	0,2
	Market cap/Valor BTC en cartera	0,7	1,1	0,9	0,7
	EV/Valor BTC en cartera	1,0	1,1	1,6	0,8
	-3m return	-47,2%	-18,1%	-23,3%	-45,4%
	-6m return	-61,9%	-62,2%	-73,0%	-74,2%
	Correlación vs Bitcoin (-3m)	0,89	0,17	0,81	0,08
	Correlación vs Bitcoin (-6m)	0,96	0,64	0,66	0,69
	Correlación vs Bitcoin (-12m)	0,65	0,56	0,55	0,55
	Beta vs Bitcoin (-6m)	1,58	0,79	0,84	0,27



Comportamiento absoluto en bolsa (%)	-1m	-3m	-6m	
VANA	-31,8%	-45,4%	-74,2%	
BTC treasury index(*)	-7,8%	-30,0%	-63,6%	
BTC-USD	-12,9%	-26,6%	-31,1%	
	-1m	-3m	-6m	-12m
Coef. de correlación rendimientos BTC treasury index/BTC=	0,84	0,72	0,54	0,35

Comportamiento absoluto en bolsa (%)	-1m	-3m	-6m	-12m
BTC treasury index(*)	-7,8%	-30,0%	-63,6%	-10,5%
S&P 500	1,7%	1,8%	11,8%	16,4%
Ibex 35	3,6%	13,0%	28,2%	48,4%
Eurostoxx 50	2,7%	5,8%	16,3%	15,1%
Stoxx Europe 600 Financial Services	2,1%	5,8%	6,6%	2,1%
BTC-USD	-12,9%	-26,6%	-31,1%	-23,0%

(*) Índice sintético del sector Bitcoin Treasury Companies elaborado por Lighthouse.

El índice se ha construido ad hoc con el objetivo de aproximar el comportamiento del sector Bitcoin Treasury Companies, ante la inexistencia de un índice de referencia específico. Para su elaboración se han considerado las siguientes compañías cotizadas: Strategy, Twenty One Capital, Metaplanet Inc., Bitcoin Standard Treasury Company y Capital B. El índice se ha calculado mediante ponderación equitativa de todas las compañías incluidas. Adicionalmente, dada la limitada historia operativa de las compañías en la ejecución del modelo de negocio basado en tesorería de BTC, el índice se ha construido con inicio en enero de 2025.

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 91 563 19 72
institutodeanalistas.com/lighthouse

Director de análisis

Alfredo Echevarría Otegui
alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Analistas que han contribuido a este informe:

Pablo Victoria Rivera, CESGA
Equity research
pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Daniel Gandoy López
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

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

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

Todos los derechos reservados. Queda prohibido su uso o distribución no autorizados. Este documento ha sido elaborado y distribuido, según lo establecido en la MiFID II, por IEAF Servicios de Análisis S.L.U. Su actividad empresarial está regulada por la CNMV. La información y las opiniones expresadas en este documento no constituyen ni pretenden constituir una oferta o la solicitud de una oferta para la compra o la venta de los valores referidos (es decir, los valores mencionados en el presente y los warrants, opciones, derechos o intereses relacionados con estos). La información y las opiniones contenidas en este documento están basadas en informaciones de carácter público y en fuentes consideradas fiables por IEAF Servicios de Análisis S.L.U., pero no se ofrece ninguna garantía en cuanto a su precisión o integridad. Todos los comentarios y las estimaciones facilitadas reflejan únicamente la

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

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercado 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
03-Feb-2026	n.a.	0,106	n.a.	n.a.	Reinicio de cobertura	Pablo Victoria Rivera, CESGA
03-Nov-2025	n.a.	0,211	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2025	Alfredo Echevarría Otegui
17-Jun-2025	n.a.	0,421	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
07-May-2025	n.a.	0,236	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
04-Nov-2024	n.a.	0,208	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024	Luis Esteban Arribas, CESGA
27-May-2024	n.a.	0,94	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
02-May-2024	n.a.	1,06	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023 - Bajamos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
21-Dic-2023	n.a.	1,96	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Luis Esteban Arribas, CESGA

