

Resultados 3m 2026

 Opinión ⁽¹⁾: En línea

 Impacto ⁽¹⁾: Mantenemos estimaciones

Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

+34 915 631 972

Audax Renovables (ADX) es un Grupo energético independiente cuya actividad principal es la comercialización de energía eléctrica y gas, focalizada en el segmento Industrial (gran cliente y pyme, c.49% y 44%, respectivamente, de la cartera de clientes) y presencia internacional (c. 60% s/ventas 2025, excl. Portugal). Con una capacidad instalada de 325MW, 36MW en construcción y 676MW fotovoltaicos en varias fases de desarrollo.

Crecen clientes (+6,2%) y energía (+2,8%). Con caída temporal (-15%) de margen bruto y EBITDA.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	584,0	664,7
EV (Mn EUR y USD) ⁽²⁾	907,3	1.032,7
Número de Acciones (Mn)	453,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,54 / 1,37 / 1,22	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,50	
Rotación ⁽³⁾	22,0	
Refinitiv / Bloomberg	ADX.MC / ADX SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

José Elías Navarro	72,5
Global Portfolio Investment	7,2
Autocartera	1,7
Free Float	18,6

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	450,4	453,4	453,4	453,4
Total Ingresos	1.884,0	1.608,0	1.838,9	1.979,6
EBITDA Rec.	100,3	100,1	110,6	119,9
% Var.	-13,0	-0,2	10,5	8,5
% EBITDA Rec./Ing.	5,3	6,2	6,0	6,1
% Var EBITDA sector ⁽⁴⁾	3,0	10,6	6,9	5,5
Beneficio neto	19,6	33,9	40,1	45,7
BPA (EUR)	0,04	0,07	0,09	0,10
% Var.	-67,6	71,7	18,4	13,9
BPA ord. (EUR)	0,07	0,07	0,09	0,10
% Var.	-50,8	13,3	18,4	13,9
Free Cash Flow Rec. ⁽⁵⁾	-11,4	-13,5	23,0	20,6
Pay-out (%)	86,4	44,3	37,4	32,8
DPA (EUR)	0,04	0,03	0,03	0,03
Deuda financiera neta	285,0	331,4	323,4	317,8
DN / EBITDA Rec.(x)	2,8	3,3	2,9	2,6
ROE (%)	9,3	16,1	17,9	18,1
ROCE (%) ⁽⁵⁾	11,9	11,1	11,6	12,0

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁶⁾

PER	29,6	17,2	14,6	12,8
PER Ordinario	19,5	17,2	14,6	12,8
P/BV	2,8	2,8	2,5	2,2
Dividend Yield (%)	2,9	2,6	2,6	2,6
EV/Ventas	0,48	0,56	0,49	0,46
EV/EBITDA Rec.	9,0	9,1	8,2	7,6
EV/EBIT	11,2	11,5	10,3	9,5
FCF Yield (%) ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.	3,7	3,3

CRECEN ENERGÍA SUMINISTRADA (+2,8%) Y CLIENTES (+6,2%).

Por negocios: **(i) Comercialización:** ADX ha suministrado 5,1 TWh durante el 1T26 (+2,8% vs 1T25). Crecimiento apoyado en un mayor número de puntos de suministro (483k CUPS; +6,2% vs 1T25). Por geografías: destacan Iberia (27%/energía suministrada 1T26; +14,6% en energía suministrada) y Países Bajos (46,5%; +6,5%), mientras que Hungría (18,4%; -9,7%) y resto de Europa (8,1%; -16,4%) reflejan la política de optimización de margen y orientación a segmento industrial. **(ii) Generación:** la producción se incrementa hasta 75,2 GWh en 1T26 (+9,1% vs 1T25) debido principalmente a la inclusión de potencia solar en España (+58 MW vs 1T25). Potencia instalada en operación (exc. Panamá) de 259 MW (vs 201 MW en 1T25).

MARGEN BRUTO (EUR 52,9 MN; -15,7% VS 1T25) Y EBITDA (EUR 28,3 MN; -14,9%), IMPACTADOS POR LOS "COSTES DE OPERACIÓN DEL SISTEMA".

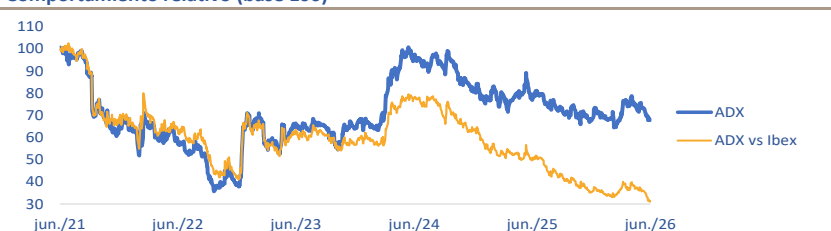
El incremento de los costes de operación del sistema en España hasta c.20 EUR/MWh (vs 8-9 EUR previos), sin posibilidad de traslado a clientes con tarifas a precio fijo (c. 39%/energía suministrada en Iberia), merma la rentabilidad en 1T26. Lo que arrastra el EBITDA un -14,9%, hasta EUR 28,3 Mn, pese a una reducción de gastos de explotación del -16,6%. Excluyendo el efecto coyuntural de los costes del sistema (EUR 5,2 Mn en 1T26), el margen bruto ascendería a EUR 58,1 Mn (-7,5% vs 1T25) y el EBITDA a EUR 33,4 Mn (+0,6% vs 1T25), reflejando la estabilidad del modelo, en línea con la estrategia de ADX.

INCREMENTO DE DN (+8,7% VS 2025; HASTA EUR 309,8 MN) POR EFECTO CIRCULANTE.

La DN aumenta debido a una expansión temporal de circulante. Tras el cierre del 1T26, ADX completó la refinanciación mediante emisión de EUR 350 Mn de bonos high-yield (cupón 7,5%; vencimiento 2031; calificación BB-). Además, ADX obtuvo calificaciones crediticias de S&P (BB-) y Fitch (B+), con perspectiva estable.

CRECIMIENTO EN MÉTRICAS OPERATIVAS, PERO MÁRGENES PRESIONADOS POR LAS CONSECUENCIAS DEL APAGÓN EN LA PENÍNSULA IBÉRICA.

ADX continúa ampliando su base de clientes y reforzando su perfil de generación. El vencimiento progresivo de contratos firmados antes del apagón (28-abr-25), junto con la incorporación de cláusulas de traslado en los nuevos, debería contribuir a recuperar márgenes a lo largo de 2026e. Por lo que mantenemos estimaciones: margen bruto 2026e de EUR 228,9 Mn (+9,7% vs 2025) y EBITDA rec. 2026e de EUR 100,1 Mn (+0,2%). Tras una corrección -12m del -11,5%, ADX cotiza a 9,1x EV/EBITDA rec. 2026e (vs 9,2x de utilities integradas), pese a un crecimiento esperado superior.

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-9,8	-1,8	-11,5	-6,5	4,4	-32,0
vs Ibex 35	-16,7	-14,9	-37,1	-16,9	-50,4	-68,7
vs Ibex Small Cap Index	-13,0	-10,8	-21,8	-12,2	-26,0	-45,9
vs Eurostoxx 50	-12,9	-12,2	-25,9	-13,1	-28,5	-55,5
vs Índice del sector ⁽⁴⁾	-10,3	-7,1	-29,7	-18,6	-35,2	-61,8

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

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities.

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

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

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

Resultados 3m 2026
Tabla 1. Resultados 1T26

EUR Mn	3m26 Real	3m25	3m26 Real		2026e vs	
			vs 3m25	2026e	2025	
Total Ingresos	534,3	571,2	-6,5%	1.608,0	-14,6%	
Margen Bruto	52,9	62,8	-15,7%	228,9	9,7%	
Margen Bruto / Ingresos	9,9%	11,0%	-1,1 p.p.	14,2%	3,2 p.p.	
EBITDA	28,3	33,2	-14,9%	100,1	0,2%	
EBITDA / Ingresos	5,3%	5,8%	-0,5 p.p.	6,2%	0,9 p.p.	
EBIT	23,4	28,4	-17,6%	79,1	-2,3%	
EBIT / Ingresos	4,4%	5,0%	-0,6 p.p.	4,9%	0,6 p.p.	
BN	10,7	12,7	-16,2%	33,9	72,9%	
Puntos de suministro (miles)	483	455	6,2%			
Energía suministrada (TWh)	5,1	4,9	2,8%			
Potencia instalada (MW) ⁽¹⁾	259	201	28,9%			
Energía generada (GWh) ⁽¹⁾	75	69	9,1%			
				3m26 Real vs 2025		2026e vs 2025
Deuda Neta ⁽²⁾	309,8	285,0	8,7%	331,4	16,3%	

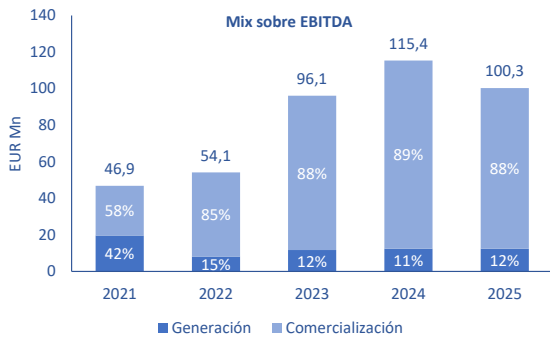
- (1) Potencia instalada (MW) y energía generada (GWh) excluyendo el parque eólico de Panamá (66MW, con una participación del 30%; consolidado por puesta en equivalencia).
- (2) Deuda neta ajustada para excluir el impacto de la NIIF 16.

Tabla 2. Pipeline

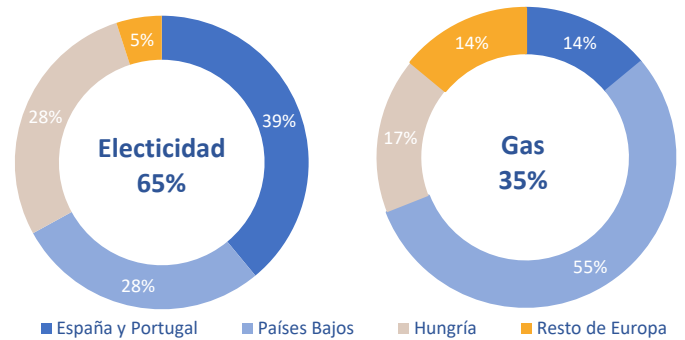
MW	Early Stage	Grid		Environmental approval	Backlog	Under	
		Connection	Approval			Construction	Operation
España	-	-	-	6	295	32	213
Portugal	-	-	-	-	211	-	-
Italia	-	139	-	-	25	4	-
Francia	-	-	-	-	-	-	12
Polonia	-	-	-	-	-	-	34
Panamá	-	-	-	-	-	-	66
TOTAL	-	139	6	6	531	36	325
Total exc. Panamá	-	139	6	6	531	36	259

La compañía en 8 gráficos

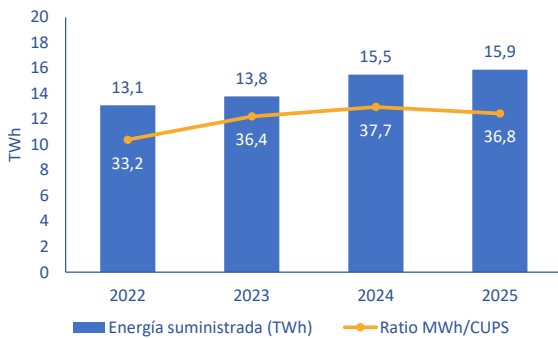
Dos actividades: comercialización y generación de energía. La integración vertical ofrece una cobertura natural al negocio de comercialización



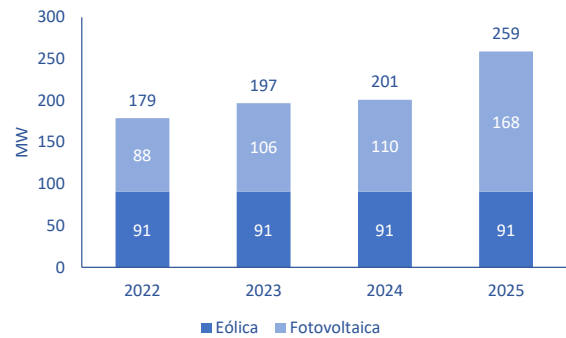
Comercialización de electricidad y gas (15,9 TWh en 2025): un negocio diversificado geográficamente



Foco en cliente industrial (PYME y gran cliente), traducido en crecimiento de la energía suministrada (absoluta y por CUPS)

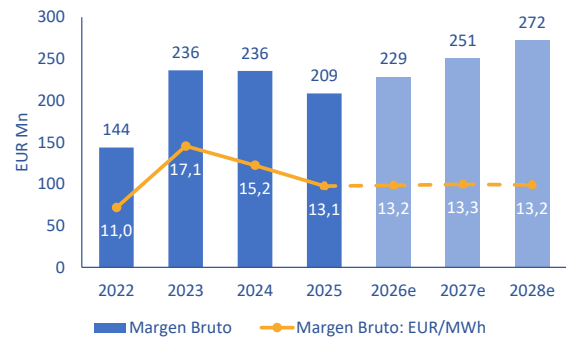
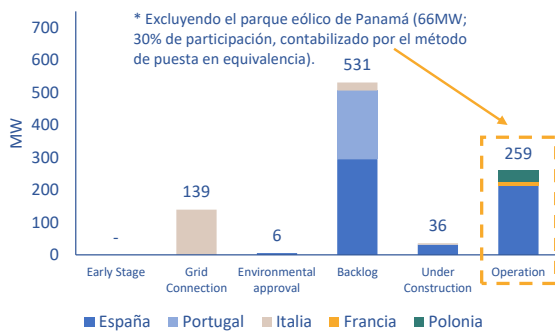


Generación: capacidad instalada (MW) por tecnología

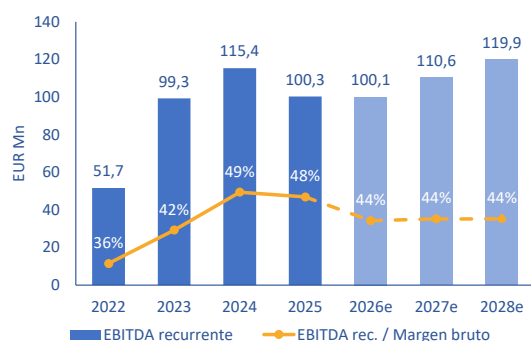


Se estima un crecimiento del margen bruto 2026e-2028e basado principalmente en el incremento de clientes y de la energía suministrada

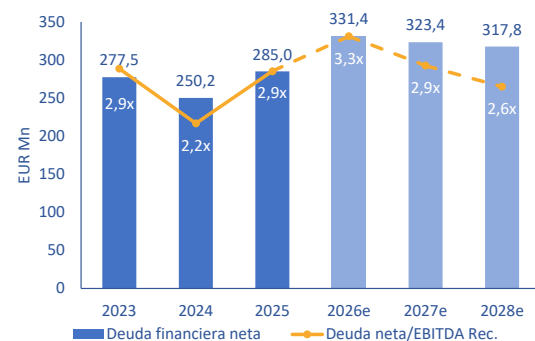
Pipeline de proyectos de generación (2025)



La mejora de la eficiencia operativa permitirá trasladar el aumento de margen bruto a EBITDA (EUR c. 120 Mn en 2028e)



Lo que debería permitir mantener el apalancamiento en una ratio DN/EBITDA rec. en niveles razonables (≤ c. 3x)



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	8,6	45,0	42,4	n.a.			
Market Cap	584,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	309,8	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2026)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,8%	4,2%	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)			1,0	1,2	
Coste del Equity	10,0%	Ke = Rf + (R * B)			8,9%	11,2%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	65,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	34,7%	D			=	=	
WACC	7,9%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,1%	8,8%	
G "Razonable"	1,5%				2,0%	1,5%	

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 26e	BPA 26e-28e	EV/EBITDA 26e	EBITDA 26e-28e	EV/Vtas. 26e	Ingresos 26e-28e	EBITDA/Vtas. 26e	FCF Yield 26e	FCF 26e-28e
Iberdrola	IBE.MC	143.710,2	21,2	7,1%	12,0	5,5%	4,3	3,9%	36,0%	n.a.	-19,0%
Endesa	ELE.MC	40.457,7	16,9	2,7%	8,5	2,1%	2,4	0,9%	28,1%	4,3%	-7,5%
Naturgy	NTGY.MC	27.298,0	13,3	-1,4%	7,6	0,1%	2,1	-0,4%	27,6%	2,9%	46,5%
EDP	EDP.LS	18.631,2	14,7	2,2%	8,6	1,5%	2,6	3,9%	30,5%	4,2%	19,0%
Integrated Utilities			16,5	2,7%	9,2	2,3%	2,9	2,1%	30,5%	3,8%	9,8%
Solaria	SLRS.MC	2.965,8	17,7	28,2%	13,7	27,7%	12,0	28,2%	87,9%	n.a.	-2,6%
Grenergy	GREG.MC	3.145,0	30,8	54,8%	17,9	53,9%	4,5	13,9%	25,1%	n.a.	-8,0%
Scatec ASA	SCATC.OL	1.400,8	26,5	60,4%	10,3	27,2%	6,9	19,9%	67,0%	n.a.	44,0%
Renewable Energy			25,0	47,8%	14,0	36,3%	7,8	20,6%	60,0%	n.a.	11,1%
Elmera	ELMRA.OL	310,2	11,2	8,4%	6,8	2,9%	0,3	-7,1%	5,0%	10,0%	12,7%
Comercializadoras Independientes			11,2	8,4%	6,8	2,9%	0,3	-7,1%	5,0%	10,0%	12,7%
ADX	ADX.R.MC	584,0	17,2	16,1%	9,1	9,5%	0,6	11,0%	6,2%	n.a.	87,9%

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	6,6%	121,6	7,5x
Central	6,0%	110,6	8,2x
Min	5,4%	99,5	9,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e			➔	Escenario			FCF Rec./Yield 27e		
EBITDA 27e	2,7%	3,0%	3,3%		Max	6,3%	5,4%	4,5%		
121,6	39,5	34,0	28,5		Central	4,5%	3,7%	2,8%		
110,6	28,5	23,0	17,5		Min	2,8%	1,9%	1,0%		
99,5	17,5	12,0	6,4							

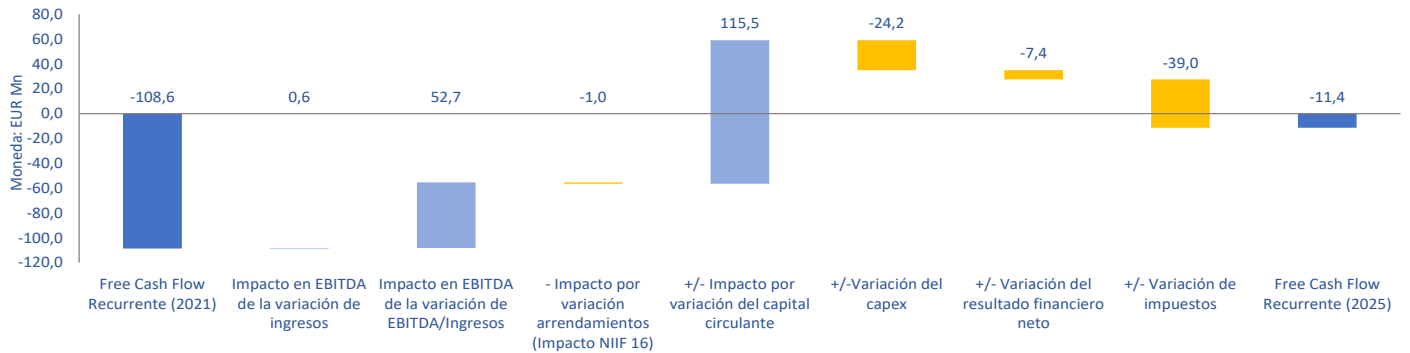
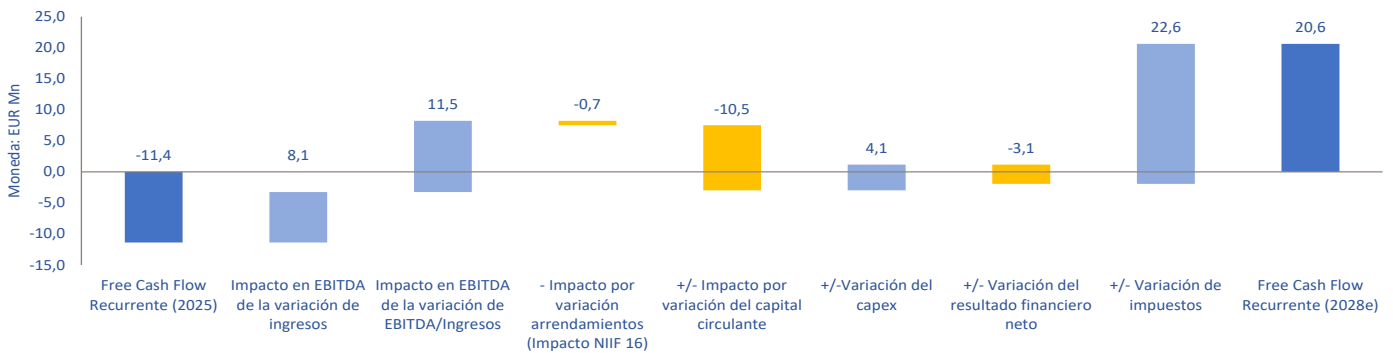
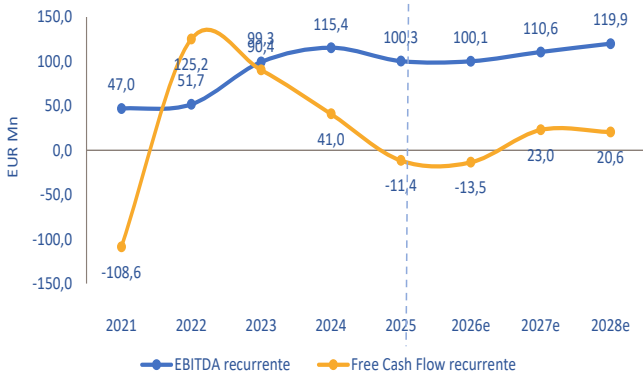
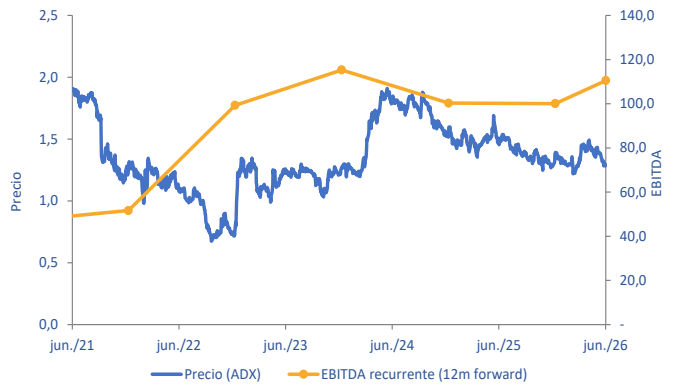
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e		
Inmovilizado inmaterial	200,0	202,0	198,0	196,9	212,3	212,3	212,3	212,3		
Inmovilizado material	117,2	140,0	156,3	194,8	244,3	277,9	313,2	351,2		
Otros activos no corrientes	24,9	27,6	29,2	37,1	40,9	40,9	40,9	40,9		
Inmovilizado financiero	105,7	107,2	89,3	74,2	36,2	35,5	34,7	34,0		
Fondo de comercio y otros intangibles	137,9	137,8	138,0	138,0	155,6	155,6	155,6	155,6		
Activo circulante	399,0	384,6	336,5	362,5	335,0	285,9	327,0	352,0		
Total activo	984,8	999,4	947,2	1.003,5	1.024,4	1.008,2	1.083,7	1.146,0		
Patrimonio neto	132,4	122,4	161,2	210,5	210,5	211,5	236,6	267,3		
Minoritarios	12,0	13,3	12,0	13,4	12,4	15,0	18,1	21,6		
Provisiones y otros pasivos a LP	88,9	64,1	72,4	46,6	37,8	37,8	37,8	37,8		
Otros pasivos no corrientes	16,5	20,7	21,0	22,7	26,9	26,9	26,9	26,9		
Deuda financiera neta	476,6	395,0	277,5	250,2	285,0	331,4	323,4	317,8		
Pasivo circulante	258,4	383,8	403,0	460,0	451,8	385,6	441,0	474,7		
Total pasivo	984,8	999,4	947,2	1.003,5	1.024,4	1.008,2	1.083,7	1.146,0		
TACC										
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	21-25	25-28e
Total Ingresos	1.683,9	2.633,0	2.293,2	1.987,8	1.884,0	1.608,0	1.838,9	1.979,6	2,8%	1,7%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>73,7%</i>	<i>56,4%</i>	<i>-12,9%</i>	<i>-13,3%</i>	<i>-5,2%</i>	<i>-14,6%</i>	<i>14,4%</i>	<i>7,6%</i>		
Coste de ventas	(1.561,2)	(2.489,2)	(2.056,9)	(1.752,1)	(1.675,3)	(1.379,2)	(1.588,1)	(1.707,5)		
Margen Bruto	122,7	143,8	236,3	235,7	208,7	228,9	250,9	272,1	14,2%	9,3%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>7,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>10,3%</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,1%</i>	<i>14,2%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,7%</i>		
Gastos de personal	(27,7)	(30,1)	(37,9)	(41,9)	(45,2)	(48,0)	(52,1)	(56,5)		
Otros costes de explotación	(47,9)	(62,1)	(99,1)	(78,5)	(63,1)	(80,8)	(88,3)	(95,7)		
EBITDA recurrente	47,0	51,7	99,3	115,4	100,3	100,1	110,6	119,9	20,9%	6,1%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>-6,2%</i>	<i>9,9%</i>	<i>92,2%</i>	<i>16,2%</i>	<i>-13,0%</i>	<i>-0,2%</i>	<i>10,5%</i>	<i>8,5%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>2,8%</i>	<i>2,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>5,8%</i>	<i>5,3%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,1%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,2)	2,5	(3,2)	0,0	(0,4)	-	-	-		
EBITDA	46,9	54,1	96,1	115,4	99,9	100,1	110,6	119,9	20,8%	6,3%
Depreciación y provisiones	(20,7)	(19,9)	(19,2)	(19,8)	(16,5)	(18,4)	(19,7)	(21,2)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(2,3)	(2,6)	(2,8)	(3,1)		
EBIT	24,9	32,3	75,1	93,6	81,0	79,1	88,0	95,7	34,3%	5,7%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>-18,2%</i>	<i>29,7%</i>	<i>132,6%</i>	<i>24,6%</i>	<i>-13,4%</i>	<i>-2,3%</i>	<i>11,2%</i>	<i>8,7%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>1,5%</i>	<i>1,2%</i>	<i>3,3%</i>	<i>4,7%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,9%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,8%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(26,5)	(22,7)	(30,9)	(3,5)	(35,3)	(29,7)	(29,7)	(29,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,1)	3,0	0,8	(1,2)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)		
Beneficio ordinario	(1,6)	12,6	45,0	89,0	45,0	48,6	57,6	65,6	n.a.	13,4%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-109,2%</i>	<i>875,7%</i>	<i>258,1%</i>	<i>97,6%</i>	<i>-49,4%</i>	<i>8,1%</i>	<i>18,4%</i>	<i>13,9%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(1,6)	12,6	45,0	89,0	45,0	48,6	57,6	65,6	n.a.	13,4%
Impuestos	(1,7)	(4,8)	(13,6)	(25,7)	(23,3)	(12,2)	(14,4)	(16,4)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>38,2%</i>	<i>30,3%</i>	<i>28,9%</i>	<i>51,8%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	1,6	(4,2)	(2,4)	(2,7)	(2,1)	(2,6)	(3,1)	(3,5)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(1,7)	3,5	29,0	60,6	19,6	33,9	40,1	45,7	91,3%	32,6%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-106,5%</i>	<i>305,8%</i>	<i>720,3%</i>	<i>108,6%</i>	<i>-67,6%</i>	<i>72,9%</i>	<i>18,4%</i>	<i>13,9%</i>		
Beneficio ordinario neto	0,1	2,8	31,4	60,5	29,7	33,9	40,1	45,7	n.a.	15,4%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-98,9%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>92,9%</i>	<i>-50,9%</i>	<i>14,0%</i>	<i>18,4%</i>	<i>13,9%</i>		
TACC										
Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	21-25	25-28e
EBITDA recurrente						100,1	110,6	119,9	20,9%	6,1%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(2,6)	(2,8)	(3,1)		
Var.capital circulante						(17,1)	14,3	8,7		
Cash Flow operativo recurrente						80,4	122,0	125,6	44,1%	2,3%
CAPEX						(52,0)	(55,0)	(59,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(29,7)	(29,7)	(29,4)		
Impuestos						(12,2)	(14,4)	(16,4)		
Free Cash Flow Recurrente						(13,5)	23,0	20,6	43,1%	56,2%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(13,5)	23,0	20,6	48,3%	49,1%
Ampliaciones de capital						(17,9)	-	-		
Dividendos						(15,0)	(15,0)	(15,0)		
Variación de Deuda financiera neta						46,3	(8,0)	(5,6)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
								22-25	25-28e
EBITDA recurrente	51,7	99,3	115,4	100,3	100,1	110,6	119,9	24,8%	6,1%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	9,9%	92,2%	16,2%	-13,0%	-0,2%	10,5%	8,5%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	2,0%	4,3%	5,8%	5,3%	6,2%	6,0%	6,1%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(2,3)	(2,6)	(2,8)	(3,1)		
+/- Var. Capital circulante	139,8	67,4	31,0	19,2	(17,1)	14,3	8,7		
= Cash Flow operativo recurrente	189,6	164,8	144,4	117,2	80,4	122,0	125,6	-14,8%	2,3%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	474,4%	-13,1%	-12,4%	-18,8%	-31,4%	51,8%	2,9%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	7,2%	7,2%	7,3%	6,2%	5,0%	6,6%	6,3%		
- CAPEX	(46,7)	(31,1)	(56,5)	(63,3)	(52,0)	(55,0)	(59,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(10,8)	(27,0)	(26,9)	(26,3)	(29,7)	(29,7)	(29,4)		
- Impuestos	(6,9)	(16,3)	(20,0)	(39,0)	(12,2)	(14,4)	(16,4)		
= Free Cash Flow recurrente	125,2	90,4	41,0	(11,4)	(13,5)	23,0	20,6	-27,9%	56,2%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	215,2%	-27,7%	-54,7%	-127,8%	-18,3%	270,6%	-10,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	4,8%	3,9%	2,1%	n.a.	n.a.	1,3%	1,0%		
- Gastos de reestructuración y otros	2,5	(3,2)	0,0	(0,4)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	2,7	18,5	(2,4)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(47,4)	11,7	5,1	(3,9)	-	-	-		
= Free Cash Flow	82,9	117,5	43,7	(15,7)	(13,5)	23,0	20,6	-29,9%	49,1%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	137,7%	41,8%	-62,8%	-135,9%	14,2%	270,6%	-10,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	19,3%	14,4%	6,6%	n.a.	n.a.	3,7%	3,3%		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	12,8%	18,7%	7,0%	n.a.	n.a.	3,7%	3,3%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(108,6)	125,2	90,4	41,0	(11,4)	(13,5)	23,0		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	26,5	(6,7)	(13,2)	(6,0)	(14,7)	14,4	8,5		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(21,8)	54,3	29,3	(9,0)	14,5	(3,9)	0,9		
= Variación EBITDA recurrente	4,7	47,6	16,1	(15,1)	(0,2)	10,5	9,4		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,6)	0,1	(0,2)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	236,1	(72,4)	(36,3)	(11,8)	(36,3)	31,4	(5,6)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	240,2	(24,7)	(20,5)	(27,2)	(36,7)	41,6	3,5		
+/- Variación del CAPEX	(7,5)	15,6	(25,4)	(6,8)	11,3	(3,0)	(4,2)		
+/- Variación del resultado financiero neto	8,1	(16,2)	0,1	0,6	(3,5)	0,1	0,3		
+/- Variación de impuestos	(6,9)	(9,3)	(3,7)	(19,0)	26,8	(2,2)	(2,0)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	233,8	(34,7)	(49,5)	(52,4)	(2,1)	36,5	(2,4)		
Free Cash Flow Recurrente	125,2	90,4	41,0	(11,4)	(13,5)	23,0	20,6		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	32,3	75,1	93,6	81,0	79,1	88,0	95,7	35,9%	5,7%
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	30,0%	30,0%	28,9%	30,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(9,7)	(22,5)	(27,0)	(24,3)	(19,8)	(22,0)	(23,9)		
EBITDA recurrente	51,7	99,3	115,4	100,3	100,1	110,6	119,9	24,8%	6,1%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(2,3)	(2,6)	(2,8)	(3,1)		
+/- Var. Capital circulante	139,8	67,4	31,0	19,2	(17,1)	14,3	8,7		
= Cash Flow operativo recurrente	189,6	164,8	144,4	117,2	80,4	122,0	125,6	-14,8%	2,3%
- CAPEX	(46,7)	(31,1)	(56,5)	(63,3)	(52,0)	(55,0)	(59,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(9,7)	(22,5)	(27,0)	(24,3)	(19,8)	(22,0)	(23,9)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	133,2	111,1	60,8	29,5	8,6	45,0	42,4	-39,5%	12,9%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	248,4%	-16,5%	-45,3%	-51,5%	-70,7%	421,3%	-5,8%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	5,1%	4,8%	3,1%	1,6%	0,5%	2,4%	2,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	2,5	(3,2)	0,0	(0,4)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	2,7	18,5	(2,4)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(47,4)	11,7	5,1	(3,9)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	90,9	138,2	63,5	25,2	8,6	45,0	42,4	-34,8%	19,0%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	145,2%	52,0%	-54,0%	-60,3%	-65,7%	421,3%	-5,8%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	14,7%	12,3%	6,7%	3,3%	1,0%	5,0%	4,7%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	10,0%	15,2%	7,0%	2,8%	1,0%	5,0%	4,7%		

Nota: Free Cash Flow Yield (s/Market Cap) estimado ajustado por intereses minoritarios.

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)

Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

Comportamiento del precio de la acción vs EBITDA (12m forward)

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	584,0	
+ Minoritarios	13,6	Rdos. 3m 2026
+ Provisiones y otros pasivos a LP	36,7	Rdos. 3m 2026
+ Deuda financiera neta	309,8	Rdos. 3m 2026
- Inmovilizado financiero	36,8	Rdos. 3m 2026
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	907,3	

Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	TACC															
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	15-25	25-28e
Total Ingresos	28,5	30,2	670,6	986,9	1.043,8	969,3	1.683,9	2.633,0	2.293,2	1.987,8	1.884,0	1.608,0	1.838,9	1.979,6	52,1%	1,7%
Cto. Total ingresos	11,1%	5,9%	n.a.	47,2%	5,8%	-7,1%	73,7%	56,4%	-12,9%	-13,3%	-5,2%	-14,6%	14,4%	7,6%		
EBITDA	17,7	17,0	37,1	44,8	68,3	50,1	46,9	54,1	96,1	115,4	99,9	100,1	110,6	119,9	18,9%	6,3%
Cto. EBITDA	-6,2%	-3,8%	117,9%	20,7%	52,4%	-26,7%	-6,5%	15,5%	77,6%	20,0%	-13,5%	0,2%	10,5%	8,5%		
EBITDA/Ingresos	62,2%	56,5%	5,5%	4,5%	6,5%	5,2%	2,8%	2,1%	4,2%	5,8%	5,3%	6,2%	6,0%	6,1%		
Beneficio neto	(13,0)	(31,7)	6,3	8,4	25,4	26,4	(1,7)	3,5	29,0	60,6	19,6	33,9	40,1	45,7	13,4%	32,6%
Cto. Beneficio neto	n.a.	-144,3%	119,8%	33,9%	202,5%	3,7%	-106,5%	305,8%	720,3%	108,6%	-67,6%	72,9%	18,4%	13,9%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	140,0	140,0	140,0	171,4	440,3	440,3	440,3	440,3	439,6	451,5	450,4	453,4	453,4	453,4		
BPA (EUR)	-0,09	-0,23	0,04	0,05	0,06	0,06	0,00	0,01	0,07	0,13	0,04	0,07	0,09	0,10	9,5%	32,3%
Cto. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	9,4%	17,8%	3,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-67,6%	71,7%	18,4%	13,9%		
BPA ord. (EUR)	-0,08	-0,23	0,06	0,01	0,05	0,03	0,00	0,01	0,07	0,13	0,07	0,07	0,09	0,10	10,9%	15,2%
Cto. BPA ord.	n.a.	n.a.	n.a.	-88,2%	n.a.	-42,6%	-98,9%	n.a.	n.a.	87,8%	-50,8%	13,3%	18,4%	13,9%		
CAPEX	(34,9)	(0,8)	(0,3)	(3,1)	(33,5)	(17,0)	(39,1)	(46,7)	(31,1)	(56,5)	(63,3)	(52,0)	(55,0)	(59,2)		
CAPEX/Vtas % ¹	122,2%	2,8%	0,0%	0,3%	3,2%	1,7%	2,3%	1,8%	1,4%	2,8%	3,4%	3,2%	3,0%	3,0%		
Free Cash Flow	(29,9)	8,1	7,3	(31,4)	122,4	(59,9)	(220,0)	82,9	117,5	43,7	(15,7)	(13,5)	23,0	20,6	6,2%	49,1%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	7,2x	6,9x	6,2x	6,5x	2,5x	4,9x	10,2x	7,3x	2,9x	2,2x	2,9x	3,3x	2,9x	2,6x		
PER (x)	n.a.	n.a.	9,4x	25,2x	35,6x	31,2x	n.a.	89,6x	18,9x	11,3x	31,7x	17,2x	14,6x	12,8x		
EV/Vtas (x)	6,27x	6,13x	0,45x	0,50x	1,08x	1,19x	0,61x	0,26x	0,37x	0,47x	0,49x	0,56x	0,49x	0,46x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	10,1x	10,9x	8,1x	11,1x	16,5x	23,1x	21,9x	12,8x	8,8x	8,1x	9,3x	9,1x	8,2x	7,6x		
Comport. Absoluto	n.a.	35,1%	-12,0%	192,0%	66,5%	-9,2%	-35,2%	-40,5%	73,4%	21,4%	-9,1%	-6,5%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	n.a.	37,9%	-18,1%	243,5%	48,9%	7,4%	-39,9%	-37,0%	41,3%	5,7%	-39,1%	-16,9%				

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

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

Anexo 5. Principales comparables 2026e

Datos Mercado	EUR Mn	Integrated Utilities				Average	Renewable Energy			Average	Comercializadoras Independientes	
		Iberdrola	Endesa	Naturgy	EDP		Solaria	Grenergy	Scatec ASA		Elmera	ADX
Ticker (Factset)		IBE.MC	ELE.MC	NTGY.MC	EDP.LS		SLRS.MC	GREG.MC	SCATC.OL		ELMRA.OL	ADXR.MC
País		Spain	Spain	Spain	Portugal		Spain	Spain	Norway		Norway	Spain
Market cap	143.710,2	40.457,7	27.298,0	18.631,2		2.965,8	3.145,0	1.400,8		310,2	584,0	
Enterprise value (EV)	200.672,2	50.854,7	41.168,0	43.425,5		4.465,9	4.326,2	3.922,7		492,5	907,3	
Total Ingresos	46.533,9	21.323,0	19.680,1	16.505,4		372,0	961,8	568,2		1.445,1	1.608,0	
Cto.Total Ingresos	5,6%	-0,5%	1,2%	5,8%	3,0%	88,4%	37,8%	74,4%	66,9%	32,8%	-14,6%	
2y TACC (2026e - 2028e)	3,9%	0,9%	-0,4%	3,9%	2,1%	28,2%	13,9%	19,9%	20,6%	-7,1%	11,0%	
EBITDA	16.741,1	5.985,5	5.430,1	5.034,2		327,0	241,7	380,7		72,2	100,1	
Cto. EBITDA	8,7%	9,3%	4,6%	5,8%	7,1%	23,2%	20,0%	81,1%	41,4%	56,0%	0,2%	
2y TACC (2026e - 2028e)	5,5%	2,1%	0,1%	1,5%	2,3%	27,7%	53,9%	27,2%	36,3%	2,9%	9,5%	
EBITDA/Ingresos	36,0%	28,1%	27,6%	30,5%	30,5%	87,9%	25,1%	67,0%	60,0%	5,0%	6,2%	
EBIT	10.679,4	3.623,4	3.616,2	3.074,2		263,5	190,3	256,0		50,1	79,1	
Cto. EBIT	3,8%	6,0%	0,7%	11,5%	5,5%	21,3%	11,0%	130,5%	54,3%	58,7%	-2,3%	
2y TACC (2026e - 2028e)	6,6%	2,1%	-0,7%	1,5%	2,4%	26,3%	51,2%	31,2%	36,2%	4,1%	10,0%	
EBIT/Ingresos	22,9%	17,0%	18,4%	18,6%	19,2%	70,8%	19,8%	45,1%	45,2%	3,5%	4,9%	
Beneficio Neto	6.697,5	2.369,5	2.023,4	1.259,9		161,2	101,3	34,9		26,5	33,9	
Cto. Beneficio Neto	4,2%	6,1%	-15,2%	-9,9%	-3,7%	17,3%	16,4%	-60,7%	-9,0%	80,5%	72,9%	
2y TACC (2026e - 2028e)	6,6%	1,5%	-1,6%	1,9%	2,1%	26,1%	54,3%	95,8%	58,7%	9,7%	16,1%	
CAPEX/Ventas	28,2%	11,7%	10,8%	18,2%	17,2%	146,9%	89,0%	136,1%	124,0%	1,0%	3,2%	
Free Cash Flow	(1.845,4)	1.735,3	788,3	784,4		(361,9)	(604,3)	(445,0)		30,9	(13,5)	
Deuda financiera Neta	56.029,9	10.940,5	12.936,8	17.080,3		1.609,0	1.588,4	2.652,8		163,9	331,4	
DN/EBITDA (x)	3,3	1,8	2,4	3,4	2,7	4,9	6,6	7,0	6,2	2,3	3,3	
Pay-out	72,7%	73,8%	83,5%	67,2%	74,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	82,8%	44,3%	
P/E (x)	21,2	16,9	13,3	14,7	16,5	17,7	30,8	26,5	25,0	11,2	17,2	
P/BV (x)	2,6	4,6	2,8	1,5	2,9	3,1	5,3	1,5	3,3	2,2	2,8	
EV/Ingresos (x)	4,3	2,4	2,1	2,6	2,9	12,0	4,5	6,9	7,8	0,3	0,6	
EV/EBITDA (x)	12,0	8,5	7,6	8,6	9,2	13,7	17,9	10,3	14,0	6,8	9,1	
EV/EBIT (x)	18,8	14,0	11,4	14,1	14,6	17,0	22,7	15,3	18,3	9,8	11,5	
ROE	11,6	27,4	20,8	9,8	17,4	18,7	18,3	5,2	14,1	18,9	16,1	
FCF Yield (%)	n.a.	4,3	2,9	4,2	3,8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	10,0	n.a.	
DPA	0,71	1,67	1,82	0,20	1,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,20	0,03	
Dvd Yield	3,4%	4,3%	6,5%	4,6%	4,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,5%	2,6%	

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

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

LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta
28006 Madrid
T: +34 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
24-Jun-2026	n.a.	1,29	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2026	Pablo Victoria Rivera, CESGA
26-May-2026	n.a.	1,43	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
02-Mar-2026	n.a.	1,36	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
10-Dic-2025	n.a.	1,33	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: a la baja	Pablo Victoria Rivera, CESGA
17-Nov-2025	n.a.	1,29	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
01-Oct-2025	n.a.	1,33	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
17-Jun-2025	n.a.	1,52	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
14-May-2025	n.a.	1,54	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
03-Mar-2025	n.a.	1,54	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2024	Pablo Victoria Rivera, CESGA
14-Nov-2024	n.a.	1,65	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
01-Oct-2024	n.a.	1,79	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
27-May-2024	n.a.	1,82	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
15-May-2024	n.a.	1,84	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2024	Enrique Andrés Abad, CFA
29-Feb-2024	n.a.	1,24	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
13-Nov-2023	n.a.	1,07	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023 - Subimos estimaciones	Enrique Andrés Abad, CFA
29-Sep-2023	n.a.	1,22	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
12-Jun-2023	n.a.	1,20	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
12-May-2023	n.a.	1,25	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
27-Feb-2023	n.a.	1,25	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
16-Nov-2022	n.a.	0,86	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
03-Oct-2022	n.a.	0,80	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
13-May-2022	n.a.	1,14	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
01-Mar-2022	n.a.	1,25	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
16-Nov-2021	n.a.	1,25	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
01-Oct-2021	n.a.	1,44	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
14-May-2021	n.a.	1,87	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021	David López Sánchez
02-Mar-2021	n.a.	1,97	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
12-Nov-2020	n.a.	1,99	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
13-Oct-2020	n.a.	2,01	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: a la baja	David López Sánchez
24-Sep-2020	n.a.	1,66	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	David López Sánchez
14-May-2020	n.a.	1,87	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
28-Feb-2020	n.a.	2,34	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
14-Nov-2019	n.a.	2,05	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	David López Sánchez
24-Sep-2019	n.a.	1,64	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

