

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Construction & Engineering

Precio de Cierre: EUR 0,066 (6 oct 2026)
 Fecha del informe: 7 oct 2026 (12:30h)

Inicio de cobertura
 Análisis Independiente de Compañías

Ezentis (EZE) es un consolidador sectorial español de servicios de instalaciones y mantenimiento integral. Desde marzo de 2025 ha reconstituido su perímetro con cinco adquisiciones (EDA, Elías Equipamientos, Comavic, ADQA y Exyde Techfire). En 2025 facturó EUR 34,4 Mn con una plantilla de 257 empleados. José Elías Navarro controla c. 22,85% vía Eléctrica Nuriel. Cotiza en el Mercado Continuo.

Roberto Barrio Hernando – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com
 +34 915 631 972

El reto de crecer sin los bancos

UN “BUILD-UP” EN EL SECTOR DE INSTALACIONES Y MANTENIMIENTO. Tras la quita del 81,25% de 2023, EZE era en 2024 una cotizada casi “vacía” (EUR 13,9 Mn de ingresos, con EUR 585,5 Mn de bases imponibles negativas). Desde marzo de 2025 ha comprado cinco pymes rentables de instalación y mantenimiento (márgenes EBITDA del 9% al 13%) a 4x-5x EBITDA. Compras del 55% con el objetivo de alcanzar el 75% (pago 50% acciones, 50% efectivo). El Plan estratégico de EZE es muy ambicioso y aspira a EUR 160 Mn de ingresos en 2028 vía M&A (vs EUR 34,4 Mn 2025). Nuestros números solo consideran las adquisiciones ya ejecutadas.

SIN ACCESO A FINANCIACIÓN BANCARIA, HOY EL CRECIMIENTO SE PAGA CON ACCIONES. El número de acciones ha pasado de 488 Mn a 802 Mn en dieciocho meses (+64%), por las ampliaciones, los pagos a vendedores y el convertible de Global Tech. Estimamos 874 Mn de acciones en 2028e sin compras nuevas (+9%) y 1.157 Mn con el Plan estratégico (+43%). Lo que en esta fase del “build-up” ha implicado e implicará una fuerte dilución al accionista. El ROCE (6,1% 2026e; 9,6% 2028e) queda todavía por debajo del coste de capital (11,0%).

2026E-2028E. LOS FUNDAMENTALES SON MUY SÓLIDOS: CRECIMIENTO, MEJORA DE MÁRGENES, DEUDA BAJO CONTROL. Sin compras adicionales a las realizadas en 2025 y 2026, EZE muestra: 1) salto en ingresos (EUR 82,4 Mn 2027e vs EUR 34,4 Mn 2025), 2) en EBITDA (EUR 6,4 Mn 2027e vs EUR 1,0 Mn 2025), 3) márgenes que más que se duplican (7,8% 2027e vs 3,0% 2025) y 4) deuda neta bajo control (DN/EBITDA 2027E 1,3x). Es decir, y al margen del problema de la financiación, el modelo de negocio se prueba rentable, con FCF yield de c.5% ya en 2027e, y potencial de mejora de márgenes. Lo que debiera ayudar a acelerar el acceso a los bancos.

PROGRESIVA MEJORA DE FUNDAMENTALES Y DESCUENTO EN MÚLTIPLOS. EL PROBLEMA ES EL GRAN RIESGO DE DILUCIÓN. EZE cotiza a 9,6x EV/EBITDA 2028e, el primer ejercicio con el perímetro consolidado a año completo, un -33% por debajo de Instalco y Bravida (14,4x si se ajustan sus arrendamientos en EBITDA). Pero el mercado no lo reconoce (-36%, -12m) y la causa es la enorme dilución asociada hoy al modelo de “build-up” de EZE, “condenado” a seguir emitiendo papel si quiere ganar más tamaño. A corto plazo ese hándicap seguirá pesando sobre la cotización. Pero no debe olvidarse que el modelo se ha probado efectivo (al margen del peaje de su financiación). Y que si la financiación bancaria se activa, desaparecería el lastre de la dilución. Y el potencial re-rating en múltiplos (hoy inviable) sería posible.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	53,3	60,0
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	65,1	73,3
Número de Acciones (Mn)	801,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,10 / 0,08 / 0,06	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,15	
Rotación ⁽²⁾	69,8	
Refinitiv / Bloomberg	EZEN.MC / EZE SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

José Elías (Eléctrica Nuriel)	22,9
F. Cuadri (Aicross 914, S.L.)	6,4
Bastionis Capital, S.L.	4,4
Free Float	66,4

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	605,2	764,2	850,6	869,1
Total Ingresos	34,4	66,3	82,4	84,8
EBITDA Rec.	1,0	4,6	6,4	6,8
% Var.	153,4	343,4	39,0	6,0
% EBITDA Rec./Ing.	3,0	6,9	7,8	8,0
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	5,5	12,7	12,7	9,4
Beneficio neto	-3,2	1,9	2,5	3,2
BPA (EUR)	-0,0053	0,0025	0,0030	0,0037
% Var.	-59,0	147,4	18,7	23,2
BPA ord. (EUR)	-0,0026	0,0001	0,0013	0,0023
% Var.	39,6	104,9	981,7	68,2
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	-8,4	-0,4	3,0	4,8
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	11,3	10,9	8,2	3,6
DN / EBITDA Rec.(x)	10,9	2,4	1,3	0,5
ROE (%)	n.a.	15,4	10,8	11,3
ROCE (%) ⁽⁴⁾	n.a.	6,1	8,9	9,6

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	n.a.	26,5	22,3	18,1
PER Ordinario	n.a.	n.a.	49,3	29,3
P/BV	15,7	2,5	2,1	1,7
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	1,89	0,98	0,79	0,77
EV/EBITDA Rec.	n.a.	14,1	10,2	9,6
EV/EBIT	n.a.	37,2	18,9	17,1
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	5,1	8,3

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-5,3	-5,0	-35,9	-12,3	-23,3	-77,7
vs Ibex 35	-2,3	-3,8	-48,7	-21,9	-63,6	-89,9
vs Ibex Small Cap Index	-3,8	-0,2	-38,8	-14,4	-46,5	-83,3
vs Eurostoxx 50	-3,4	-3,1	-42,5	-19,0	-49,3	-85,7
vs Índice del sector ⁽³⁾	-3,8	-1,2	-40,8	-20,2	-57,2	-87,0

(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 Industrial Goods & 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.

(*) 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.

Conclusiones

Un consolidador con “motor” fiscal. Pero sin balance, que obliga a crecer con dilución. El escollo a salvar para generar valor.

EZE: plataforma cotizada para consolidar el sector de instalación y mantenimiento. Cinco compras en quince meses a 4x-5x EBITDA

Con un “motor” fiscal detrás: EUR 585,5 Mn de bases impositivas negativas, sin límite temporal de compensación...

... pero sin acceso a financiación bancaria, lo que obliga a pagar la mitad de cada compra con acciones

Grupo Ezentis (EZE) es una compañía refundada tras la reestructuración de 2023 que desde marzo de 2025 construye, mediante adquisiciones, un consolidador de servicios de instalación y mantenimiento en España. En quince meses ha comprado cinco pymes rentables (EDA, Elías Equipamientos Ganaderos, Comavic, ADQA y Exyde) a múltiplos de 4x a 5x EBITDA. Toma el control con un 55%, sube un 5% anual hasta el 75% y paga la mitad en efectivo y la mitad en acciones. Cerró 2025 con EUR 42,3 Mn de ingresos proforma y apunta a más de EUR 80 Mn en 2026, con 376 empleados a junio. José Elías Navarro, presidente, controla el 22,9% del capital, y Anabel López Porta es consejera delegada.

La tesis de EZE no es la de un grupo industrial que crece orgánicamente, sino la de un consolidador sectorial con un “motor” fiscal por un elevado volumen de BINs acumuladas. La compañía arrastra EUR 585,5 Mn de bases impositivas negativas, y cada compra aporta el beneficio imponible que algún día las hará valer. El plan estratégico multiplica el tamaño por cuatro y el EBITDA por seis hasta 2028 (más de EUR 160 Mn de ventas y EUR 12 Mn de EBITDA, con margen hacia el 8%). Aunque nuestros números se basan exclusivamente en las adquisiciones ejecutadas a fecha de este informe.

El modelo de “build-up” de EZE exige recorrer tres etapas. Comprar para ganar tamaño y base fiscal, que es donde EZE está hoy. Convertir ese tamaño en caja propia y en un historial que le abra la financiación bancaria, hoy cerrada. Y crecer desde ahí hasta que las bases impositivas sean aplicables. Mientras la financiación bancaria no llegue, cada compra se paga con acciones.

A) ¿Dónde está EZE ahora? (2022-2025)

Entre 2022 y 2025, bajo el mismo nombre han cotizado tres compañías distintas. Un grupo de servicios de telecomunicaciones que facturaba EUR 361,4 Mn en 2021, una sociedad cotizada casi vacía que facturó EUR 13,9 Mn en 2024, y un consolidador incipiente de instalaciones y mantenimiento que cerró 2025 con EUR 34,3 Mn. Conviene desagregar ese recorrido.

2022-2024: del precurso a una cotizada casi vacía. Quita del 81,25% sobre EUR 167,5 Mn y plantilla de 1.047 a 197 personas

2025-1S26: el nuevo EZE toma forma. EUR 34,3 Mn de ingresos en 2025 (+146%) y EUR 26,1 Mn en 1S26 (+85%), con instalaciones ya en el 72% del negocio...

- Del precurso a la quita, sin pasar por el concurso. La matriz se acogió al precurso en septiembre de 2022, con la cotización suspendida. El plan de reestructuración, homologado en mayo de 2023, aplicó una quita del 81,25% sobre EUR 167,5 Mn de deuda afectada y segregó el perímetro de telecomunicaciones, sobre el que EZE perdió el control en octubre de 2023. El beneficio de EUR 194,1 Mn de ese año fue el efecto contable de la quita. La plantilla media pasó de 1.047 personas en 2023 a 197 en 2024.
- 2024, una cotizada casi sin actividad y con un activo fiscal enorme. EZE reanudó la cotización con EUR 13,9 Mn de ingresos, un EBITDA de EUR -1,9 Mn, EUR 1,2 Mn de caja, sin deuda financiera y con patrimonio neto negativo (EUR -3,6 Mn). El negocio no valía casi nada. Lo valioso eran la cotización y EUR 585,5 Mn de bases impositivas negativas, sin activar en balance.
- 2025, primer ejercicio del nuevo EZE, todavía no representativo. La compra del 55% de EDA en marzo (c. EUR 5 Mn, a unas 4x EBITDA) y de Elías Equipamientos Ganaderos en octubre llevan los ingresos a EUR 34,3 Mn (+146%) y el EBITDA rec. a EUR 1,0 Mn con un margen del 3%. Instalaciones y mantenimiento ya es el 72% de los ingresos y el único segmento con resultado de explotación positivo (margen del 10,8%).
- Un negocio tradicional en retirada, con una plantilla heredada. Redes de Comunicaciones y Soluciones Tecnológicas, las dos divisiones del antiguo EZE, facturaron EUR 9,6 Mn en 2025 con una aportación de EBITDA prácticamente nula en Soluciones y Redes en negativo. Mantienen la plantilla heredada del antiguo grupo, unos 150 empleados. Dentro de ellas, el “lastre” está en el histórico contrato de operación y mantenimiento de redes para Telefónica, de escasa actividad, más que en

... aunque el beneficio es todavía contable (EUR 3,0 Mn en 1S26, de los que EUR 2,6 Mn son crédito fiscal) y el crecimiento se financia con papel: de 487,7 a 801,9 millones de acciones en dieciocho meses

AENA, donde el grupo sigue ganando adjudicaciones (el sistema TETRA de Barajas, más de EUR 3,6 Mn a 24 meses). Su peso se diluye frente al nuevo negocio, pero el coste fijo permanece.

- Crecimiento financiado con papel desde la primera compra. EDA se pagó con un préstamo puente refinanciado con el convertible de Inveready (precio fijo EUR 0,0975, hoy fuera de dinero). El convertible de Global Tech emite acciones a descuento de forma continua. Y los vendedores de las empresas adquiridas cobran la mitad en acciones. El número de acciones pasa de 487,7 millones a cierre de 2024 a 801,9 millones a 30 de junio de 2026, un 64% más en dieciocho meses.
- 1S 2026, el perímetro se completa y el beneficio todavía no es caja. Con Comavic, ADQA y Exyde, el semestre cierra con EUR 26,1 Mn de ingresos (+85%) y un EBITDA de EUR 1,8 Mn (7,0% de margen). El resultado consolidado de EUR 3,0 Mn es en su mayor parte la activación de EUR 2,6 Mn de crédito fiscal, sin entrada de caja. El fondo de comercio salta a EUR 22,2 Mn, el 96% del patrimonio neto de la dominante, y la deuda neta (incluyendo el pago aplazado de las compras) se sitúa en EUR 10,8 Mn.

Punto de partida: Una compañía que ya no es la del precurso, con un perímetro de más de EUR 80 Mn de ingresos proforma, filiales que operan con márgenes del 9% al 13% y un activo fiscal de EUR 585,5 Mn. Pero con un margen de grupo penalizado por la estructura corporativa y la plantilla heredada, un beneficio positivo pero que es contable y con FCF negativo, y un crecimiento financiado con acciones. EZE ha demostrado que sabe comprar a múltiplos bajos. En un modelo de negocio en fase arranque, el retorno para el accionista es todavía asignatura pendiente.

B) ¿Hacia dónde va EZE? (2026e-2028e)

Nuestras proyecciones financieras recogen solo el perímetro cerrado a junio de 2026, con las subidas de participación comprometidas hasta el 75% y sin compras nuevas. Proyectamos unos ingresos que se duplican en 2026e (EUR 66,3 Mn) y se aplanan en torno a EUR 85 Mn en 2028e. (+3% vs 2027e). Todo lo que separa esa cifra de los más de EUR 160 Mn del Plan estratégico depende de adquisiciones aún por hacer y que nuestras proyecciones no consideran.

2026e-2028e: el perímetro actual tiene techo. Ingresos que se duplican en 2026e (EUR 66,3 Mn) y se aplanan en c. EUR 85 Mn en 2028e...

... con mejora del margen por ganancia de tamaño (EBITDA rec. del 7,0% al 8,0%), FCF recurrente positivo desde 2027e y DN/EBITDA de 2,4x a 0,5x

- El techo de ingresos del perímetro actual está en unos EUR 85 Mn. El salto de EUR 66,3 Mn en 2026e a EUR 82,3 Mn en 2027e no es orgánico, es la anualización de ADQA y Exyde. Desde ahí el negocio crece orgánicamente en torno al 3% y llega a EUR 84,8 Mn en 2028e. Instalaciones y mantenimiento pasa a ser el 88% de los ingresos 2028e. El negocio tradicional queda plano en unos EUR 10 Mn.
- El margen mejora por la ganancia de tamaño. El margen bruto cae al 39% por mix. El EBITDA rec. sube de EUR 4,6 Mn en 2026e (7,0%) a EUR 6,8 Mn en 2028e (8,0%). La mejora viene de diluir c. EUR 3 Mn de estructura corporativa fija. El beneficio neto lo sostiene la activación de crédito fiscal (EUR 2,6 Mn en 2026e y EUR 2,0 Mn anuales después). Sin ella, el BN atribuible es negativo en 2026e y break-even en 2027e-2028e.
- FCF negativo en 2026e, pero 2027e-2028e se autofinancia sin compras adicionales. El circulante absorbe EUR 3,6 Mn en 2026e y el FCF recurrente es negativo (EUR -0,4 Mn). Con EUR 7,1 Mn de pagos por compras, el año se cubre con EUR 10,1 Mn de ampliaciones. Desde 2027e el FCF recurrente se vuelve positivo (EUR 3,0 Mn y EUR 4,8 Mn) y absorbe los pagos aplazados y el dividendo a minoritarios. La salida de caja por las filiales repartiendo el 100% de su beneficio, suma EUR 4,2 Mn entre 2025 y 2028e.
- La deuda neta apenas se mueve en 2026 (EUR 10,9 Mn) y baja a EUR 8,2 Mn en 2027e y EUR 3,6 Mn en 2028e. El ratio DN/EBITDA rec. cae de 2,4x a 0,5x por crecimiento del denominador y amortización de deuda. El covenant de Inveready se cumple con holgura. Las acciones pasan de 801,9 millones 1S 2026 a 874 millones en 2028e (+9%).
- El Plan estratégico es alcanzable, pero con acciones. Para llegar a EUR 160 Mn de ventas y EUR 13,3 Mn de EBITDA en 2028e hacen falta unos EUR 75 Mn de ingresos comprados en 2027e-2028e, a 4x-5x EBITDA y pagados mitad en acciones. Sin acceso a banca, el cumplimiento del Plan estratégico estimamos que requeriría una

ampliación de EUR 6,3 Mn en 2027e (Global Tech más mercado) con potencial acceso a deuda bancaria solo desde 2028e (EUR 3,5 Mn). En el Plan estratégico las acciones llegarían a 1.157 millones (+44% desde junio de 2026) y la deuda neta a EUR 14,2 Mn.

Pero el capital empleado todavía no rinde lo que cuesta: ROCE del 9,6% en 2028e frente a un WACC del 10,9%

- En nuestras proyecciones (al margen del Plan estratégico) el ROCE (2026e – 2028e) queda por debajo del coste de capital (WACC del 10,9%) y se sitúa en el 6,1% en 2026e, el 8,9% en 2027e y el 9,6% en 2028e. Las BINs no alteran este cuadro, porque las filiales solo entran en el grupo fiscal al alcanzar el 75% (2028-2030).

2026e es el año en que el perímetro se completa y la cuenta de resultados se duplica, pero se ha financiado solo con acciones. En 2027e-2028e el perímetro actual se autofinancia y se desapalanca, con ingresos de c.EUR 85 Mn y un margen cerca del 8%.

C) Fortalezas estructurales y riesgos clave del modelo de “build-up” de EZE.

Fortalezas estructurales:

- Lógica industrial y precio de entrada. El sector está atomizado (el 94,9% de las empresas de construcción tiene menos de diez empleados, INE) y la falta de relevo en la pyme familiar alimenta la oferta. EZE compra el control de compañías rentables, sin deuda y con márgenes EBITDA del 9% al 13%, a 4x-5x EBITDA. Los vendedores siguen al frente cinco años y cobran la mitad en acciones, lo que alinea sus intereses con los de EZE.
- Un activo fiscal sin fecha de caducidad. Los EUR 585,5 Mn de bases imponibles negativas son compensables sin límite temporal, y cada compra aporta el beneficio tributable que las hará valer. Su realización es lenta, pero su valor realizable, que estimamos en unos EUR 8,8 Mn, equivale a cerca del 15% de la capitalización actual y no está en nuestros flujos de caja ya que se genera a partir de 2028e.
- Un negocio ligero en activo, con demanda regulada. El CAPEX está por debajo del 1,0% de las ventas. La demanda se apoya en obligaciones con plazo legal más que en el ciclo, como la rehabilitación energética del parque de edificios (Directiva 2024/1275) y la electrificación. Y la cartera ya abarca cinco nichos (edificación e industria, acondicionamiento de espacios comerciales, agroindustria y protección contra incendios, este último con alta recurrencia).
- Un accionista de referencia que sigue aportando capital. José Elías ha respaldado a EZE de forma sostenida desde 2021, con aportaciones por EUR 42,3 Mn. Dos operaciones de EUR 19,9 Mn cada una en 2021 y EUR 0,6 Mn en enero de 2026, todas por capitalización de préstamos concedidos a la sociedad. Más EUR 1,96 Mn suscritos en efectivo en la ampliación de mayo de 2026. A eso se suma la financiación interina que aportó durante la reestructuración. Es alineamiento real.

Fortalezas evidentes: sector atomizado, compras de control a 4x-5x con el vendedor dentro y un activo fiscal con EUR 8,8 Mn realizables (c. 15% de la capitalización)...

Riesgos clave:

- Financiación y dilución. Sin acceso a banca, el crecimiento se paga necesariamente con acciones. En nuestras proyecciones pasan de 801,9 millones a junio de 2026 a 874 millones en 2028e, y a 1.157 millones en el escenario del Plan estratégico. A Global Tech le quedan EUR 5,5 Mn por disponer, que convierte con descuento. El convertible de Inveready (EUR 4,8 Mn y creciendo por el tramo PIK) vence en marzo de 2029 y podría pedir caja o refinanciación.
- Ejecución de la consolidación y fondo de comercio. Bajo perímetro actual, EZE llega a EUR 85 Mn de ventas en 2028e. El resto hasta los EUR 160 Mn depende de compras aún por hacer, sin un criterio formal de retorno y frente a consolidadores mejor capitalizados como Serveo. Cada compra incrementa el fondo de comercio (con riesgo de deterioros), que a junio de 2026 ya equivalía al 96% del patrimonio neto de la dominante.
- Caja que no llega a la matriz. La deuda está en la matriz y la caja se genera en filiales de las que EZE no posee el 100%. El circulante “consume” el EBITDA mientras el negocio crece, y como las filiales reparten todo su beneficio, la parte de los

... pero con un balance corto: fondo de comercio equivalente al 96% del patrimonio de la dominante y una caja que se queda en las filiales (EUR 4,2 Mn a socios externos entre 2025 y 2028e)

minoritarios sale del grupo cada año, EUR 4,2 Mn acumulados entre 2025 y 2028e. El beneficio neto, además, descansa parcialmente en la activación del crédito fiscal.

- Ciclo y concentración de clientes. EDA y ADQA son sobre todo instalación de proyecto, con poco mantenimiento recurrente. La cartera, algo más de EUR 36 Mn, es menos de medio año de ventas, y en EDA los diez primeros clientes, en su mayoría constructoras, suponen el 88% de la facturación. Los compromisos de permanencia de los fundadores, de cinco años, cubren el horizonte del Plan estratégico. El riesgo de su salida se desplaza a 2030-2031.
- Pasivos heredados del antiguo EZE, que sigue como garante del préstamo sindicado ICO (EUR 21,6 Mn tras la reestructuración), cuya prestataria, Atelco Field Factory, está en liquidación desde junio de 2026. El saldo vivo y el alcance del aval no se publican. Y sigue pendiente de vista la demanda de nulidad del acuerdo que aprobó el plan de reestructuración. No incorporamos impacto alguno.

D) ¿Cómo vemos EZE a largo plazo?

EZE está aún en la primera fase de su modelo de “build-up”: comprar para ganar tamaño y base fiscal con el objetivo abrir la financiación bancaria, hoy cerrada, dejando atrás la dilución. ¿Que cabe esperar en el más largo plazo?

A largo plazo, tres fases: ganar tamaño, abrir la financiación bancaria y monetizar las BINs. EZE está todavía en la primera

El mercado no la valora aún como consolidador: 9,6x EV/EBITDA 2028e, un 33% por debajo de Instalco y Bravida ajustados por arrendamientos

- En quince meses, EZE ha comprado cinco pymes rentables entre 4x y 5x EBITDA y ha pasado de EUR 42,3 Mn de ventas proforma en 2025 a más de EUR 80 Mn previstos (proforma) en 2026e. Cada filial suma, además, beneficio tributable al grupo fiscal cuando EZE alcance el 75% (entre 2028e-30e). En esta fase, el retorno queda en segundo plano. El ROCE se sitúa en el 6,1% en 2026e, el 8,9% en 2027e y el 9,6% en 2028e, por debajo de un coste de capital del 10,9%.
- El mercado todavía no valora a EZE como consolidador. EZE cotiza a 9,6x EV/EBITDA 2028e, el primer ejercicio que integra a año completo las adquisiciones de 2025 y 2026. Los consolidadores europeos de referencia, Instalco y Bravida, cotizan a 11,8x sobre 2026e, lo que supone un descuento del 20% a perímetro comparable. Si además se ajusta por arrendamientos (ellos los capitalizan bajo NIIF 16, sin impacto en EBITDA, y EZE los registra como gasto), su múltiplo sube a 14,4x y el descuento llega al 33%.
- El modelo funciona porque EZE emite con descuento para comprar a bajos múltiplos. EZE paga la mitad de cada compra en acciones. Mientras el precio al que emite implique un múltiplo superior al que paga, cada compra aporta más EBITDA del que entrega en papel. Incluso a EUR 0,0647, el precio de la ampliación de mayo, EZE cotizaba a unas 15,1x EBITDA 2026e, muy por encima de las 4x-5x a las que compra. El margen es amplio, pero cada emisión presiona la cotización y lo estrecha.
- Un historial que le abra el acceso a financiación bancaria, sin el que cada compra se sigue pagando en acciones. Para lo que se necesitan ejercicios completos con un perímetro estable, generación de caja y el circulante bajo control. EZE inmoviliza en torno al 9% de sus ventas en circulante, frente al 1,6% de Instalco y circulante negativo de Bravida (-0,9% de sus ventas). 2027e y 2028e serían los primeros años con caja positiva, con un FCF yield del 5,1% y el 8,3%, respectivamente. La financiación bancaria cortaría la dilución, abarataría el coste de capital y permitiría refinanciar el convertible de Inveready, que vence en 2029 (si no convierte).
- Y acelerar la monetización de las BINs (EUR 585,5 Mn de bases imponibles negativas) Cuanto antes gane tamaño con beneficio en el grupo fiscal, antes y más valor aflorará.

A largo plazo, EZE es una opción sobre un modelo de “build-up” con lógica industrial. La lógica existe (un sector fragmentado, oportunidad de compras baratas y un activo fiscal enorme) y el accionista de referencia ya ha ejecutado antes una estrategia similar. Pero hoy está en la primera fase (el “arranque”) y sus números son los propios de ella: con ROCE por debajo del coste de capital, FCF todavía negativo y crecimiento pagado con acciones. El mercado lo refleja y cotiza por debajo de los consolidadores europeos. La asignatura pendiente es obvia: el retorno y la generación de FCF deberían confirmar la validez del modelo de negocio, primero para abrir la

financiación bancaria y dejar de diluir y después para crecer, mejorar márgenes y monetizar las BINs.

E) Conclusión: el riesgo de dilución es inevitable (y material) todavía. La clave está en la velocidad de ejecución, que acelere el acceso a financiación bancaria. En ese caso (solo en ese caso), los múltiplos indican que el potencial teórico puede ser alto.

EZE reúne valencias poco comunes: EUR 585,5 Mn de bases imponibles sin caducidad, un sector atomizado que ofrece pymes rentables a 4x-5x EBITDA y un accionista que ya construyó un grupo cotizado comprando compañías. Pero también un balance corto, sin acceso a financiación bancaria y un fondo de comercio que iguala el 78% del patrimonio de la dominante.

Quien invierte hoy en EZE no compra un negocio que crea valor creciendo. En fase de “arranque” de su modelo de “build-up” el ROCE está todavía por debajo del coste de capital: EZE entrega tamaño, no retorno.

EZE puede ser vista como opción sobre tres hitos, todos posteriores a 2026: alcanzar un FCF rec. por encima de EUR 3 Mn (FCF yield c.5%), que la ejecución abra el acceso a la banca y que las BINs empiecen a consumirse. Aunque los hitos realmente materiales y decisivos (e interconectados: vasos comunicantes) son los dos primeros.

La dilución es el precio cierto de la opción: de 801,9 a 874 millones de acciones sin comprar nada más (+9%) y a 1.157 millones con el Plan estratégico (+44%)...

Esa opción tiene un precio cierto para el accionista: la ineludible dilución asociada a un gran salto de escala. Las acciones pasan de 801,9 millones a 874 millones en 2028e sin comprar nada más (+9%; en nuestras proyecciones financieras), y a 1.157 millones si se ejecuta el Plan estratégico (+43%). Entre 2025 y 2028e, el papel entregado a los vendedores y el que esperamos que emita Global Tech equivale al 26% de la capitalización, y al 61% con el Plan estratégico.

Y, en el caso del convertible, el mecanismo se retroalimenta. Global Tech convierte con descuento sobre el precio de mercado y vende el papel, presionando la cotización y haciendo más dilutivas las futuras ampliaciones. Una dinámica que solo neutraliza la financiación bancaria. O el cese del “build-up”, algo que no está en la hoja de ruta de EZE.

... y el efecto ya está en la cotización: la acción cae más de un 40% desde la compra de EDA, con un número de acciones un 64% mayor en dieciocho meses

El efecto es visible en la cotización. Desde la compra de EDA, en marzo de 2025, la acción cae más del 40%. La explicación está en la dilución ya ejecutada. El número de acciones pasó de 487,7 millones a cierre de 2024 a 801,9 millones a junio de 2026, un 64% más en 18 meses, entre ampliaciones, conversiones de Global Tech y acciones entregadas a los vendedores.

Pero en la misma balanza aparecen los fundamentales del modelo de negocio (al margen de su financiación). Sin compras adicionales EZE muestra: 1) salto en ingresos (EUR 82,4 Mn 2027e vs EUR 34,4 Mn 2025), 2) en EBITDA (EUR 6,4 Mn 2027e vs EUR 1,0 Mn 2025), 3) márgenes que más que se duplican (7,8% 2027e vs 3,0% 2025) y 4) deuda neta bajo control (DN/EBITDA 2027E 1,3x). Fundamentales que debieran ayudar a acelerar el acceso a los bancos.

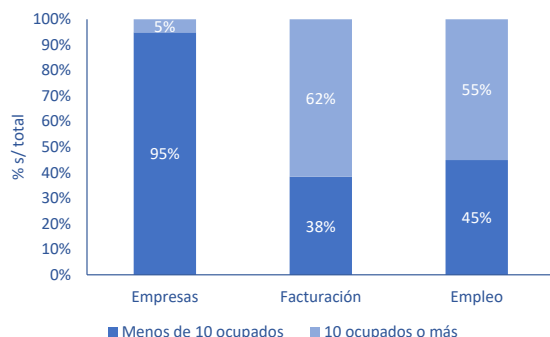
El mercado cotiza a EZE por debajo de los consolidadores europeos (9,6x EV/EBITDA 2028e sin compras) y no ha premiado el crecimiento comprado. Los consolidadores europeos de referencia, Instalco y Bravida, cotizan a 11,8x sobre 2026e; ajustado por arrendamientos su múltiplo sube a 14,4x y el descuento de EZE llega al 33%. Es decir, los múltiplos de referencia indican que hay una opción teórica de re-rating.

¿Cuál es la conclusión entonces? La pregunta puede contestarse con otra: ¿qué pasaría si no hubiera necesidad de financiar con equity la estrategia de M&A? En ese caso tendríamos una compañía: 1) en crecimiento (esencialmente inorgánico), 2) con potencial de mejora adicional de márgenes (por dilución de costes), 3) con un activo fiscal a rentabilizar, y 4) con un coste de capital eficiente y, por tanto (ROCE – WACC), capaz de crear valor. Esa compañía podría comprarse hoy con un descuento significativo vs peers.

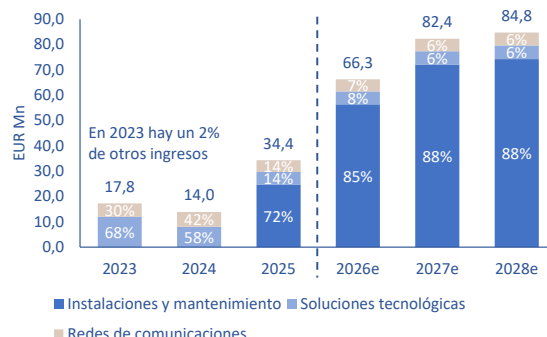
Así pues, en el corto plazo el valor podría seguir “lastrado”. Pero lo interesante es saber que, libre de “lastres”, la estrategia escogida (un “build-up” en el sector de Instalaciones) puede haber acertado (creación de valor, potencial de re-rating de múltiplos). Pero, solo si la compañía sorteaba el “escollo” de su financiación. La visibilidad sobre este punto a lo largo de 2027 (ritmo del “build-up” y vías de financiación) nos parece decisiva para la cotización.

La compañía en 8 gráficos

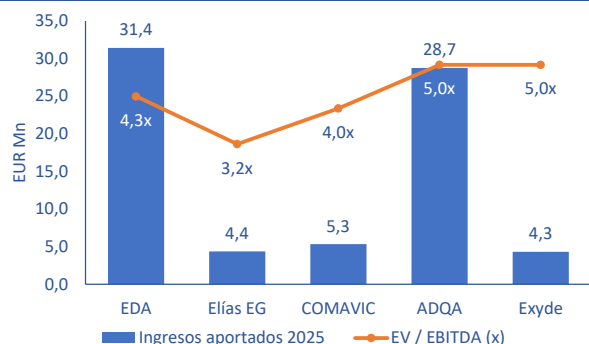
El 94,9% de las empresas del sector tiene menos de 10 ocupados y solo factura el 38,4%/total. La fragmentación es la oportunidad.



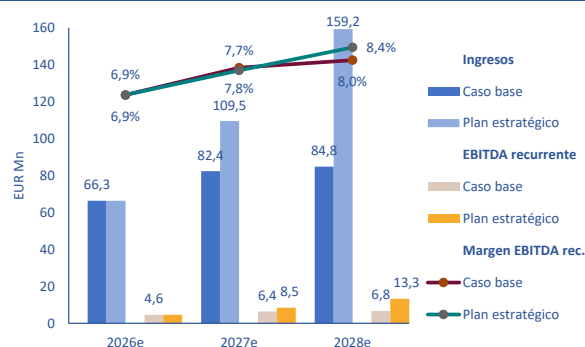
En tres años EZE deja de ser una compañía de telecomunicaciones. Instalaciones pasa del 0% al 88% de los ingresos.



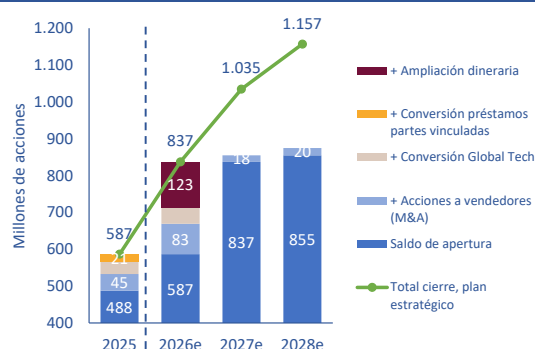
5 compras en 15 meses, EUR 38 Mn de valor implícito al 100% y un múltiplo agregado de 4,9x EBITDA que crece operación a operación.



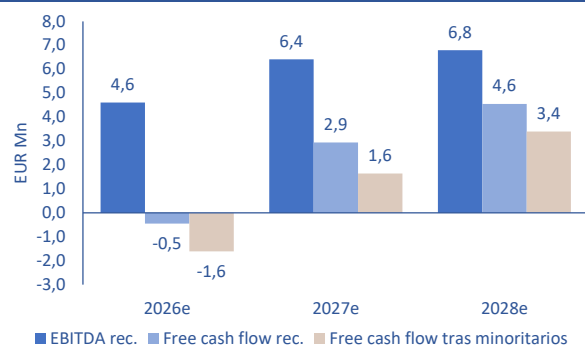
La mitad de la compañía que el plan estratégico promete para 2028e todavía no está comprada.



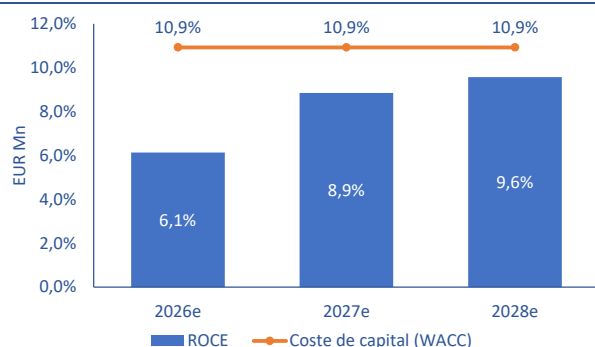
Nº de acciones: +79% entre 2024 y 2028e en el caso base (+137% si se ejecuta el plan estratégico). Prácticamente sin entrada caja.



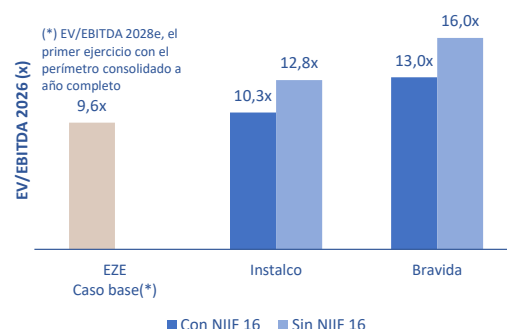
2026e lo paga el accionista. El negocio solo genera caja desde 2027e, y una parte se va cada año a los socios de las filiales.



Ni en 2028e el capital empleado rinde lo que cuesta. El plan entrega tamaño, no retorno.



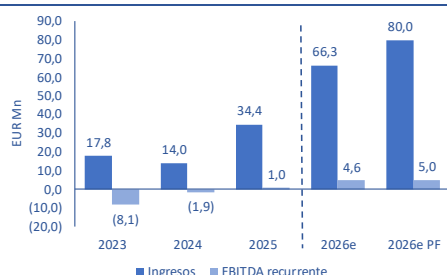
EZE cotiza a 9,6x EV/EBITDA 2028e, un 20% por debajo de Instalco y Bravida. Un 33% si se ajustan sus arrendamientos capitaliz. (14,4x).



Descripción del negocio

De una multinacional de telecomunicaciones al borde de la liquidación a plataforma cotizada para la consolidación sectorial en instalación y mantenimiento integral.

Gráfico 1. Evolución de ingresos y EBITDA recurrente 2024-2026e Proforma



Grupo Ezentis, S.A. (EZE) es una compañía española cotizada en las Bolsas de Madrid y Bilbao, en plena refundación como consolidador sectorial de servicios de instalación y mantenimiento técnico en España. Sobre la estructura saneada que dejó la reestructuración de 2022-2023, y con EUR 585,5 Mn de bases imponibles negativas pendientes de compensar, el grupo ha iniciado desde 2025 un programa de adquisición de pymes rentables dentro del sector con el que ganar tamaño de forma acelerada.

El accionista de referencia de la compañía es José Elías Navarro, presidente no ejecutivo, con un 22,85% del capital a través de Eléctrica Nuriel. La gestión ejecutiva recae en Anabel López Porta, consejera delegada desde marzo de 2025, con más de dos décadas de experiencia en entornos industriales y cotizados.

En términos proforma, EZE facturó EUR 42,3 Mn en 2025. Para 2026 la compañía prevé unos ingresos por encima de EUR 80 Mn también proforma, sobre los que estima un EBITDA recurrente de en torno a EUR 5,0 Mn. El plan estratégico apunta a superar los EUR 160 Mn de ingresos en 2028, con una expansión del margen EBITDA hacia el 8%. Contaba con 257 empleados a cierre de 2025 y, tras las adquisiciones de 2026 (Comavic, ADQA y Exyde, que aportan 119 empleados), su plantilla asciende a unos 376 a junio 2026.

Tabla 1. Cronología de la refundación

Cronología de la refundación

De Radiotrónica (1959) a plataforma de consolidación sectorial (2006)

HERENCIA (1958-2020)

- 1959 Fundación de Radiotrónica, filial de la constructora Agromán para instalaciones eléctricas.
- 1988 Salida a bolsa.
- 2000 Pasa a denominarse Avanzit al diversificarse hacia el negocio audiovisual.
- 2010 Adopta el nombre Grupo Ezentis y concentra su actividad en O&M de redes en Latinoamérica (pico de EUR 470 Mn de ventas).

LA REFUNDACIÓN (2021-2026)

- 2021 Entra José Elías vía Eléctrica Nuriel (~EUR 40 Mn, 28,6% del capital). Pérdidas de EUR 144,1 Mn.
- 2022 Preconcurso al amparo de la Ley Concursal; la CNMV suspende la cotización.
- 2023 Quita del 81,25% sobre EUR 167,5 Mn de deuda y separación de perímetros; efecto contable de EUR 194,1 Mn.
- 2024 Reanuda la cotización con EUR 13,9 Mn de ventas, EUR 1,2 Mn de caja y sin deuda financiera.
- 2025-26 Refundación como consolidador de instalación y mantenimiento: EDA, Elías EG, Comavic, ADQA y Exyde.

El grupo articula su actividad en tres divisiones, (i) Redes de Comunicaciones, (ii) Soluciones Tecnológicas e (iii) Instalaciones y mantenimientos integrales, si bien el peso del negocio se concentra de forma abrumadora en la última. Para 2026 el negocio tradicional (redes y soluciones) representará en torno al 12% de los ingresos y el nuevo negocio de instalaciones el 88% restante. El desequilibrio es aún mayor en resultado operativo. Estimamos que la práctica totalidad del EBITDA procederá de la división de instalaciones, ya que el negocio tradicional apenas aporta margen y básicamente cubre costes.

Una refundación en tres actos: crisis, quita y reconstrucción.

EZE tiene sus raíces en Radiotrónica, fundada en 1959 como filial de la constructora Agromán para trabajos de instalaciones eléctricas en España. La compañía salió a bolsa en 1988, se renombró Avanzit en 2000 al diversificarse hacia el negocio audiovisual, y adoptó la denominación Grupo Ezentis en 2010, momento en que canceló su dependencia de Telefónica en España y concentró su actividad en la operación y el mantenimiento de redes de telecomunicaciones y energía en Latinoamérica. En su etapa de mayor tamaño llegó a facturar EUR 470 Mn con varios miles de empleados.

El modelo latinoamericano acabó siendo su perdición. La combinación de una internacionalización intensiva en consumo de caja, márgenes operativos insuficientes y una estructura corporativa sobredimensionada llevó al grupo a pérdidas de EUR 144,1 Mn en 2021 sobre una cifra de negocios de EUR 361,4 Mn, con un fondo de maniobra negativo de EUR 221,7 Mn y patrimonio neto negativo.

En enero de 2021 EZE y Eléctrica Nuriel, S.L., sociedad indirectamente controlada por José Elías Navarro, suscribieron un acuerdo de inversión con el fin de regular la entrada como inversor de referencia en el capital de EZE, a través de una ampliación de capital mediante aportación dineraria y una emisión de obligaciones convertibles en acciones, ambas a 0,30€ por acción por un total cercano a EUR 40 Mn que le situaron en el 28,6% del capital. Ante la situación de deterioro de EZE y no habiendo prosperado una solicitud de apoyo público de EUR 70 Mn, el grupo presentó en 2022 la comunicación de apertura de negociaciones con acreedores al amparo de la Ley Concursal, con la consecuente suspensión de la cotización de la acción de EZE por la CNMV.

La reestructuración de 2023 fue una cirugía de supervivencia. El plan aprobado en 2023 aplicó una quita del 81,25% sobre una deuda financiera de EUR 167,5 Mn. En paralelo se aisló el riesgo mediante la separación de perímetros. La deuda pesada y el negocio de telecomunicaciones se encapsularon en el llamado Perímetro Telecomunicaciones, cuya deuda se capitalizó en octubre de 2023 y sobre el que EZE perdió el control, quedando en el grupo el negocio tecnológico con un balance saneado.

El efecto contable de la quita disparó el resultado consolidado de 2023 hasta EUR 194,1 Mn positivos (de los que EUR 111,6 Mn procedían de actividades discontinuadas), pero sin entrada alguna de caja operativa. La cifra de negocios de continuidad se desplomó hasta EUR 17,4 Mn.

El resultado fue una compañía radicalmente más pequeña pero estable. En 2024 EZE reanudó la cotización, facturó EUR 13,9 Mn, cerró el ejercicio con EUR 1,2 Mn de caja y sin deuda financiera y consolidó su liderazgo con Elías como presidente no ejecutivo y Anabel López Porta como consejera delegada.

Sobre esa micro cap cotizada y saneada, y con EUR 585,5 Mn de bases imponibles negativas pendientes de compensar, el grupo inició en 2025 su verdadera refundación. La construcción, vía adquisiciones, de un consolidador de servicios de instalación y mantenimiento.

Un negocio tradicional residual y un nuevo negocio construido nicho a nicho

EZE organiza su actividad en tres divisiones, con un peso económico muy desigual. Las dos divisiones heredadas del antiguo grupo (Redes de Comunicaciones y Soluciones Tecnológicas) forman el negocio tradicional, de márgenes ajustados y en retirada relativa, que mantiene la plantilla heredada del antiguo EZE (unos 150 empleados). Dentro de él, el lastre está en el histórico contrato de operación y mantenimiento de redes para Telefónica, de escasa actividad, más que en AENA, donde el grupo ha ganado nuevas adjudicaciones. Su peso está destinado a diluirse frente al nuevo negocio, que concentra el crecimiento y la práctica totalidad del EBITDA.

Instalaciones y mantenimientos integrales, en cambio, construida íntegramente por adquisiciones desde 2025, concentra el crecimiento y la práctica totalidad del EBITDA. En el primer semestre de 2026 Instalaciones aportó EUR 21,6 Mn, el 83% de los ingresos, frente a EUR 4,5 Mn del negocio tradicional.

Negocio tradicional (Redes de Comunicaciones y Soluciones Tecnológicas). Es el residuo del antiguo EZE. Redes de Comunicaciones agrupa la operación y el mantenimiento de infraestructuras de telecomunicaciones, la actividad histórica de la compañía, y Soluciones Tecnológicas los servicios y proyectos tecnológicos para grandes clientes. En conjunto facturaron EUR 9,6 Mn en 2025, con una aportación de EBITDA prácticamente nula.

En 2026 las dos divisiones divergen. Redes de Comunicaciones creció un +16% en el primer semestre, hasta EUR 2,2 Mn, y reforzó su cartera con la adjudicación por parte de AENA de la renovación del sistema de radiocomunicaciones TETRA del aeropuerto Adolfo Suárez Madrid-Barajas (más de EUR 3,6 Mn y 24 meses de ejecución).

Soluciones Tecnológicas, en cambio, cayó un -27%, hasta EUR 2,3 Mn, por vencimiento de contratos; la filial ISS, de comunicación audiovisual interactiva, es la única línea que crece, con unos EUR 0,6 Mn adicionales en el semestre, insuficientes para compensar la caída.

El lastre estructural está, por tanto, en el lado de telecomunicaciones, en concreto en la escasa actividad del histórico contrato de operación y mantenimiento de redes para Telefónica, y no en AENA, donde el grupo ha ganado nuevas adjudicaciones. Es un negocio de margen estrecho y en retirada relativa, cuyo peso está destinado a diluirse frente al nuevo negocio.

Nuevo negocio: Instalaciones y mantenimientos integrales. Es el motor de la compañía y la razón de ser de la tesis de consolidación sectorial. Se ha construido en poco más de un año mediante la adquisición de cinco pymes rentables, todas con toma de control desde el primer momento, agrupadas en cuatro nichos de actividad. El denominador común es un modelo de proyecto llave en mano en instalación técnica, si bien el peso del mantenimiento recurrente es muy desigual entre nichos.

Tabla 2. Evolución de ingresos por división

EUR Mn	2023	2024	2025	2026e	% s/ total
Redes de Comunicaciones	5,3	5,8	4,7	4,8	7,2%
Soluciones Tecnológicas	12,0	8,0	4,9	5,1	7,7%
Instalaciones y manten. integrales	0,0	0,0	24,7	56,4	85,1%
Total Ingresos	17,3	13,9	34,3	66,3	100,0%

Tabla 3. EBITDA recurrente por división y Estructura corporativa

EUR Mn	2025	2026e
Soluciones Tecnológicas	0,1	0,1
Redes de Comunicaciones	(0,1)	(0,1)
Instalaciones y manten. integrales	3,7	7,5
HoldCo (estructura corporativa)	(2,8)	(2,9)
EBITDA recurrente	1,0	4,6
Ingresos	34,3	66,3
Margen EBITDA (%)	2,8%	7,0%

Tabla 4. Tabla de adquisiciones

Sociedad	Control desde	Participación (→ objetivo)	Contra-prestación (EUR Mn)	Reparto (Efectivo / acciones)	Múltiplo 100% (x EBITDA)
EDA Instalaciones y Energía	mar-2025	55% → 75%	12,1	50% / 50%	4,0x
Elías Equipamientos Ganaderos	oct-2025	56% → 76%	1,4	50% / 50%	2,7x
Comavic	may-2026	100%	2,7	100% caja	4,5x
ADQA Proyectos	may-2026	55% → 75%	8,5	50% / 50%	5,0x
Eyde Techfire	jun-2026	55% → 75%	1,7	50% / 50%	5,0x

Tabla 5. Compañías del nuevo negocio (Instalaciones y mantenimientos integrales)

Compañía	Nicho	Entrada	Part.	Ventas 2025	EBITDA 2025	Margen EBITDA (%)	Empleados
				(EUR Mn)	(EUR Mn)		
EDA Instalaciones y Energía	Edificación e industrial	mar-25	65%	31,4	4,0	12,7%	89
ADQA Proyectos	Espacios comerciales	may-26	55%	29,0	2,6	9,0%	60
Elías Equipamientos Ganaderos	Agroindustrial	oct-25	56%	4,4	0,6	13,6%	30
COMAVIC	Agroindustrial	may-26	100%	5,2	0,7	13,5%	13
Exyde Techfire	Protección contra incendios	jun-26	55%	4,3	0,5	11,6%	40
Total				74,3	8,4	11,3%	232

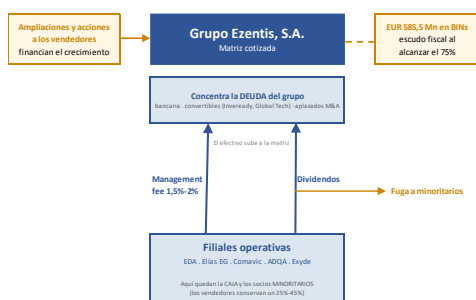
- a) **Edificación e industrial (EDA Instalaciones y Energía).** Es la compañía ancla de la consolidación y la mayor con diferencia (EUR 31,4 Mn de ventas y EUR 4,0 Mn de EBITDA en 2025). Con sede en Badalona, presta servicios integrales de instalación y mantenimiento en proyectos industriales, centros logísticos y edificios corporativos y residenciales, con foco en eficiencia energética y zona de Cataluña. Su cartera está muy concentrada. Los diez primeros clientes, todos con facturación superior a EUR 1 Mn, suponen el 88% de las ventas, con nombres como Acciona Construcción, Roig Construcciones y Servicios o Certis. EDA está clasificada como contratista del Estado, tanto para obra como para mantenimiento.
- b) **Adecuación de espacios comerciales (ADQA Proyectos).** Segunda línea por tamaño (EUR 29,0 Mn de ventas y EUR 2,6 Mn de EBITDA en 2025), especializada en proyectos integrales llave en mano para espacios profesionales de alta calidad. Ha ejecutado más de 1.800 proyectos para más de 150 clientes en comercios, restauración, hoteles, oficinas y sanidad, con marcas como Mango, Adidas o Áreas. A diferencia de EDA, su cartera está mucho más repartida. Los ocho mayores clientes suponen el 45% de las ventas. Tiene sede en Sevilla y oficinas en Madrid, Barcelona y Vigo, además de presencia en Lisboa y París.
- c) **Agroindustrial, avícola y porcino (Elías Equipamientos Ganaderos y Comavic).** Dos compañías complementarias en el nicho de instalaciones para explotaciones ganaderas (EUR 9,6 Mn de ventas y EUR 1,3 Mn de EBITDA agregados en 2025). Ofrecen proyectos llave en mano de obra, equipamiento y mantenimiento para el sector avícola y porcino. COMAVIC refuerza a Elías Equipamientos en el mismo nicho, ampliando presencia geográfica y capacidades. Conviene precisar que Elías Equipamientos Ganaderos no guarda relación con el accionista de referencia José Elías.
- d) **Protección contra incendios (Exyde Techfire).** Especializada en el diseño, la instalación y el mantenimiento de sistemas de protección activa contra incendios para clientes industriales, infraestructuras y edificios con altos requisitos de seguridad (EUR 4,3 Mn de ventas y EUR 0,5 Mn de EBITDA en 2025). Es el nicho con mayores barreras de entrada y mayor recurrencia de ingresos de los cuatro, por el componente de mantenimiento normativo obligatorio. Centrados en ferrocarriles y metro hasta ahora.

Vistas en conjunto, las cinco compañías comparten el modelo de proyecto llave en mano, pero la recurrencia de ingresos es baja y desigual a día de hoy. EDA y ADQA, en torno al 81% de las ventas del nuevo negocio, son esencialmente instalación, sin apenas mantenimiento y más expuestas al ciclo (a la construcción, EDA, y a la inversión en espacios comerciales, ADQA). La recurrencia se concentra en las compañías pequeñas, sobre todo en Exyde, por el mantenimiento normativo de protección contra incendios.

Tabla 6. Esquema modelo de negocio

El modelo: una máquina de consolidación

Arquitectura cash-up: deuda en la matriz, caja y minoritarios en las filiales



La plataforma cotizada da liquidez a los vendedores vía acciones, lo que realimenta el pipeline de nuevas compras.

Una "máquina" de consolidación: control barato, caja hacia arriba y beneficio protegido por las BINs.

El modelo de negocio de EZE se entiende mejor como una "máquina" de consolidación con tres elementos que se refuerzan entre sí. Una arquitectura financiera que sube la caja de las filiales a la matriz, un motor de compras disciplinado y una palanca fiscal que multiplica el valor de cada adquisición rentable.

- **La arquitectura cash-up.** La matriz concentra la deuda del grupo, mientras la caja y los socios minoritarios quedan en las filiales operativas. Los recursos suben a la matriz por dos vías. Un management fee sobre los ingresos de las filiales, hoy del 1,5% (aunque los pactos permiten un rango de entre el 1% y el 2,5%), y el reparto de dividendos, que la compañía prevé al 100% del beneficio de las filiales.

En cada dividendo, una parte se paga a los vendedores que conservan la participación minoritaria, en torno al 35%-45% hoy según la sociedad y del 25% cuando EZE alcance el 75% objetivo. Al ser el payout íntegro, esa parte del minoritario no se retiene, se escapa en caja cada año y crece con el beneficio de las adquiridas. Es una estructura eficiente para financiar el crecimiento, pero con una tensión evidente. Toda la deuda arriba, la caja abajo y una salida de caja estructural a minoritarios.

Tabla 7. Criterios M&A

Criterio	Detalle
Múltiplo	4x-5x EBITDA (entrada c.4x, +1x en tramos posteriores)
Control	Más del 51% desde el primer momento, hasta un mínimo del 75%
Escalado	Ampliaciones del 5% anual sobre el EBITDA de cada ejercicio
Pago	50% efectivo / 50% acciones de EZE, también en tramos
Compromiso de no venta	6 meses sobre las acciones recibidas
Permanencia directiva	5 años de permanencia y exclusividad del equipo vendedor
Filtro	Encaje en las 3 divisiones; compañías rentables y con caja recurrente
Criterio de retorno	No formal; selección cualitativa
Vigencia	2025-2026 (otras fórmulas posibles desde 2027)

Tabla 8. Escalado participación en EDA

Tramo	Fecha	% adq.	% acum.	Precio (EUR Mn)	EV impl. 100% (EUR Mn)
Entrada	mar-25	55%	55%	8,0	14,5
Ampliación	sep-25	+5%	60%	0,9	18,0
Ampliación	may-26	+5%	65%	1,2	24,0
Objetivo			75%		

- **El motor de M&A disciplinado.** EZE adquiere pymes rentables, con EBITDA y resultado positivos y generación de caja positiva, a múltiplos de 4x-5x EBITDA y con toma de control desde el primer momento. La operación se estructura en tramos. Una entrada por encima del 55% a un múltiplo de entre 4-5x EBITDA y ampliaciones posteriores del 5% anual hasta el 75%, referenciadas al EBITDA de cada ejercicio y a un múltiplo un punto superior (+1x) al de entrada.

El pago se reparte al 50% en efectivo y 50% en acciones de EZE, incluso en los tramos del 5%, con un compromiso del vendedor de no venta en seis meses. El equipo directivo vendedor asume un compromiso de permanencia y exclusividad de mínimo 5 años (salvo jubilación), que retiene el conocimiento y difiere, sin eliminar, la dependencia del fundador.

La compañía reconoce que no aplica un criterio de retorno sobre la inversión formal. El filtro es cualitativo, encaje en la división y que las compañías adquiridas sean sostenibles por sí solas. La progresión en EDA, del 55% al 65% a valoraciones crecientes camino del 75%, ilustra el mecanismo (Tablas 7 y 8).

El plan estratégico cuantifica un objetivo de ingresos que descansa de forma decisiva en el crecimiento inorgánico, lo que ha llevado a revisarlo a medida que avanzaba el programa de compras (última actualización en marzo de 2026).

- **El driver fiscal.** El umbral del 75% no es arbitrario. Es el nivel que permite integrar la filial en el grupo de consolidación fiscal de EZE y compensar los beneficios de las adquisiciones contra las bases imponibles negativas acumuladas. Es la lógica que ordena el modelo: objetivo del 75% y comprar compañías rentables y que tributen.

EZE arrastra EUR 585,5 Mn de BINs compensables sin límite temporal, aunque sujetas a un tope anual (el 25% de la base imponible previa para grupos con cifra de negocios superior a EUR 60 Mn). Sobre el papel es la palanca de valor menos visible del grupo, pero su recorrido real es gradual y de largo plazo.

Las filiales actuales solo entran en el grupo fiscal a medida que EZE alcanza el 75% (entre 2028 y 2030). A partir de ahí, el tope del 25% rebaja la tasa fiscal de caja desde el 25% hacia un entorno del 18,75%, de modo que las BINs liberan caja poco a poco, no de golpe. La cuantificación se aborda en el análisis financiero.

- **La plataforma cotizada cierra el círculo.** Aporta a los vendedores el apoyo corporativo y la liquidez, vía las acciones recibidas, que una pyme familiar no tendría de otro modo, lo que a su vez alimenta el pipeline de compras. En conjunto, EZE toma control barato de compañías rentables, sube su caja a la matriz, avanza hacia el 75% para activar la consolidación fiscal y reinvierte en nuevas adquisiciones. Un motor de consolidación cuyo principal punto de tensión es un balance que debe sostener el ritmo de compras.

Conviene entenderlo como el modelo de la fase actual, de arranque. A medida que las adquisiciones maduren y EZE alcance la plena propiedad, cabría una evolución hacia una estructura más integrada, con la deuda obtenida a nivel de grupo contra los flujos del conjunto y menor dividendo a minoritarios, y más eficiente en coste de capital, posibilidad que EZE no descarta.

La rentabilidad del modelo pasa por ganar escala.

En su nuevo perímetro, EZE es un negocio de instalación con márgenes de grupo estructuralmente bajos, hoy en el 6-7% (7,0% reportado y 6,4% proforma en el primer semestre de 2026), y que consume caja para financiar su crecimiento.

El dato de grupo, sin embargo, esconde una diferencia clave. Las filiales operan en torno al 9%-13% de margen EBITDA (EDA 12,7%, ADQA 9,0%, agroindustrial 13,5%, Exyde 11,6%), de modo que el margen consolidado no está lastrado por las adquiridas, sino por la estructura corporativa fija y el residual del negocio tradicional. Ese hueco entre el 11% de la división de instalaciones y el 6-7% del grupo es, precisamente, el recorrido de mejora sobre el que descansa la tesis, y solo se cierra ganando escala.

a) Ingresos: crecimiento casi enteramente inorgánico. El plan contempla pasar de EUR 42,3 Mn proforma en 2025 a más de EUR 160 Mn en 2028, con más de EUR 80 Mn proforma esperados en 2026. Es un salto próximo a 4x en tres años que no sale del crecimiento orgánico, sino de las adquisiciones. El vuelco del mix lo ilustra. En el primer semestre de 2026 el nuevo negocio ya alcanzaba el 83% y estimamos que cerrará el año cerca del 88%. En la práctica, la cifra de negocios de EZE es un reflejo directo del ritmo de compras.

b) Estructura de costes: aprovisionamientos y subcontratación. Dominan los aprovisionamientos (EUR 18,2 Mn en 2025, con consumos de EUR 10,0 Mn y subcontratas de EUR 8,1 Mn) y el personal (EUR 11,2 Mn). Entre las dos partidas se llevan el 86% de los ingresos. El alto peso de la subcontratación, propio del llave en mano, flexibiliza la estructura pero comprime margen.

Por encima de los costes de las filiales opera una estructura corporativa fija (HoldCo) de EUR 3 Mn anuales, que es la que separa el margen unitario (11%) del grupo (6-7%) y, a la vez, la palanca de la tesis: al ser un coste fijo, su dilución sobre una base de ingresos que se multiplica por cuatro es la principal fuente de mejora del margen hasta 2028.

Las cifras de 2025 aún incluyen el negocio tradicional, así que son transitorias. La intensidad de capital es mínima, con una inversión en inmovilizado de solo EUR 185.000 en 2025, por debajo del 1% de ingresos. La caja se consume en circulante y M&A, no en CAPEX.

c) Margen EBITDA consolidado del 3% en 2025, con la escala y el mix como palancas. En 2025 el EBITDA recurrente fue de EUR 1,0 Mn. El margen EBITDA recurrente es todavía reducido. Estimamos que pasará del entorno del 3% en 2025 al c.7% en 2026 y c.8% en 2028 (en línea con el objetivo del plan). La mejora no procede de los márgenes de las filiales, en torno al 11% en la división de instalaciones, sino de dos vías, el apalancamiento operativo sobre la estructura corporativa fija (HoldCo de unos EUR 3 Mn) a medida que crece el volumen, y el cambio de mix hacia el nuevo negocio.

EZE lleva a resultados los arrendamientos de corto plazo (EUR 711.000 en 2025), que penalizan su EBITDA, mientras un comparable que capitalice arrendamientos equivalentes mostraría un EBITDA superior.

d) El circulante drena liquidez. El nuevo perímetro opera con una necesidad de financiación de circulante en torno al 9% de las ventas. La compañía proyecta que pase de EUR 3,9 Mn proforma en 2025 a EUR 7,4 Mn en 2026, una necesidad adicional de caja de EUR 3,6 Mn que no responde a un deterioro, sino al propio crecimiento, ya que la instalación exige adelantar materiales y nóminas antes de cobrar. En un negocio sin apenas activo fijo, ese circulante es prácticamente todo el capital operativo empleado, con implicaciones directas sobre el ROCE.

e) Deuda financiera y convertibles: poca deuda cara y mucha financiación en papel. EZE cerró 2025 con una deuda financiera neta de EUR 11,3 Mn (EUR 6,6 Mn según reporta la compañía, excluyendo el aplazado de las adquisiciones), desde una posición sin apenas deuda en 2024 y con un coste medio ponderado del 7,8%. Se concentra en la matriz, en coherencia con la arquitectura cash-up, y se compone de deuda bancaria, el importe aplazado de las compras y dos instrumentos convertibles (Tabla 11).

f) La garantía del ICO, un riesgo latente que la liquidación de Atelco activa. Más allá del balance, EZE sigue como garante del préstamo sindicado ICO (EUR 21,6 Mn tras la reestructuración de 2023) alojado en Atelco, sociedad hoy en liquidación y en la que EZE conserva una participación del 5,24%, ya deteriorada a cero.

Tabla 9. Estructura de costes

EUR Mn	2025	% s/ ingresos
Estructura de costes (grupo consolidado)		
Total ingresos	34,4	100,0%
Aprovisionamientos	(18,2)	-52,8%
· Consumos	(10,0)	-29,1%
· Subcontratas	(8,1)	-23,6%
Gastos de personal	(11,2)	-32,5%
Otros gastos de explotación	(4,0)	-11,7%
EBITDA recurrente	1,0	3,0%
Puente al EBITDA de grupo		
Soluciones tecnológicas	0,1	
Redes de Comunicaciones	(0,1)	
Instalaciones y mantenimientos integrales	4,0	
EBITDA de filiales (antes de HoldCo)	4,0	11,7%
(-) Coste de estructura corporativa (HoldCo)	(3,0)	
(=) EBITDA de grupo (recurrente)	1,0	3,0%

Tabla 10. Periodos de cobro por filial

Sociedad	Cobro (días)	Pago (días)
Sociedades preexistentes del grupo		
Grupo Ezentis, S.A.	30	63
Ezentis Tecnología, S.L.	51	78
Navento Technologies, S.L.	36	30
Networks Test, S.L.	39	30
Intelligent Screen Services, S.L. (ISS)	42	32
GTS Thaumet SXXI, S.A.	98	79
Grupo Comunicación y Sonido, S.L. (CYS)	95	75
Sociedades adquiridas (2025-2026)		
EDA Instalaciones y Energía	175	143
ADQA Proyectos	93	91
Elías Equipamientos Ganaderos	93	49
Comavic	94	44
Exyde Techfire	58	38

Tabla 11. Reconciliación deuda financiera 2025

Instrumento	Importe (EUR Mn)	Coste
Deuda bancaria	3,6	~5%
Convertible Inveready (senior)	5,0	11% (4,5% efect. + 6,5% PIK)
Convertible Global Tech / Alpha Blue Ocean	1,0	0% (dilución, 8% dto.)
Aplazado de adquisiciones (M&A)	4,6	0%
Pasivos por arrendamiento	0,3	—
Deuda financiera bruta	14,5	
(-) Efectivo y equivalentes	-3,3	
Deuda financiera neta	11,2	
Deuda neta (excl. aplazado)	6,6	
Coste medio ponderado de la deuda	7,8%	

Tabla 12. Resumen convertible Inveready

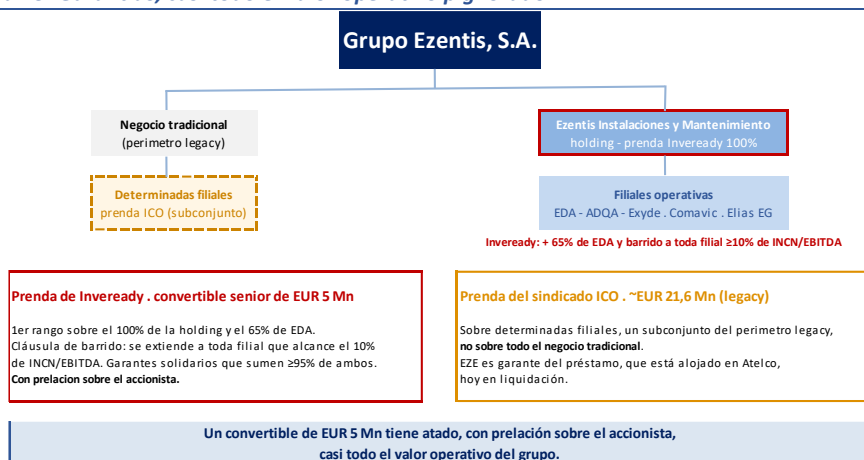
Concepto	Detalle
Instrumento	Obligaciones senior convertibles
Suscriptor	Inveready Convertible Finance II, F.C.R.
Importe	EUR 5 Mn (nominal)
Origen	Refinanciación del préstamo puente de marzo de 2025 asociado a la compra de EDA
Emisión	Junio de 2025
Vencimiento	31 de marzo de 2029
Cupón	11% anual: 4,5% en efectivo (trimestral) y 6,5% PIK, que se capitaliza al nominal (el saldo crece hasta el vencimiento)
Precio de conversión	Fijo, 0,0975 €/acción, sobre el principal más el PIK capitalizado
Amortización anticipada	No permitida en ninguna circunstancia; solo sale del balance por conversión o a vencimiento
Situación (jun-2026)	Fuera de dinero (cotización ~0,065-0,078); no ha convertido y se comporta como deuda. El saldo crece por el PIK (4,6 a 4,8 Mn en el 1S 2026)
Garantías	Prenda de primer rango sobre el 100% de Ezentis Instalaciones y Mantenimiento (holding de EDA y Exyde) y sobre el 55% de EDA; prenda de barrido sobre cualquier filial que represente el 10% de los ingresos o el EBITDA; garantía solidaria de las garantas, que deben sumar al menos el 95% de los ingresos y el EBITDA consolidados
Préstamo de acciones	Eléctrica Nuriel presta acciones para la entrega tras la conversión, con el coste a cargo de EZE
Covenants	Dos: DFN/EBITDA (por debajo de 3,0x en el 2S 2025, descendiendo hasta 2,0x en 2028) y EBITDA/intereses
Naturaleza	Deuda senior garantizada

La garantía está reforzada con la pignoración de acciones, participaciones y cuentas bancarias de siete sociedades del perímetro heredado (las antiguas holdings internacionales y el negocio tradicional, entre ellas Ezentis Tecnología y Ezentis Gestión de Redes), no de las filiales operativas incorporadas desde 2025. Su colateral es, por tanto, de bajo valor, pero la exposición del aval equivale a cerca del 40% de la capitalización, y la apertura de la fase de liquidación de Atelco en junio de 2026 es precisamente el hecho que puede activar la garantía. Se detalla en los epígrafes de riesgos.

- g) **El convertible de Inveready** es un instrumento senior de EUR 5 Mn, emitido en junio de 2025 por conversión del préstamo puente de marzo para la compra de EDA. Su coste es alto, un 11% anual, entre un 4,5% en efectivo (trimestral) y un 6,5% PIK que se capitaliza al nominal, de modo que el saldo crece hasta el vencimiento. Vence el 31 de marzo de 2029 y, un rasgo relevante, EZE no puede amortizarlo anticipadamente en ninguna circunstancia, así que solo sale del balance por conversión o a vencimiento. La conversión se hace a un precio fijo de 0,0975€ sobre el principal más el PIK capitalizado, muy por encima de la cotización actual, por lo que hoy está fuera de dinero y, salvo un fuerte repunte de la acción, se comportará como deuda hasta 2029, cuando exigirá caja o refinanciación.

Pese a su reducido nominal, es el instrumento con la garantía más potente del grupo. Cuenta con prenda de primer rango sobre el 100% de Ezentis Instalaciones y Mantenimiento (la holding) y sobre el 55% de la propia EDA, más una cláusula de barrido que extiende la prenda a cualquier filial que llegue a representar el 10% del importe neto de la cifra de negocio y/o del EBITDA consolidado, y una garantía solidaria que obliga a que las sociedades garantes sumen en todo momento al menos el 95% tanto del importe neto de la cifra de negocio como del EBITDA consolidados. En la práctica, un convertible de EUR 5 Mn tiene atado, con prelación sobre el accionista, casi todo el valor operativo del grupo.

Tabla 13. Garantías, casi todo el valor operativo pignorado



El accionista de referencia, vía Eléctrica Nuriel, presta acciones para garantizar la entrega tras la conversión, con el coste a cargo de EZE. Lleva además covenants financieros que se endurecen con el tiempo (Tabla 12). El de apalancamiento exige una DN/EBITDA por debajo de 3,0x en el segundo semestre de 2025 y baja hasta 2,0x en 2028, justo cuando el plan reclama más deuda para adquisiciones.

- h) **El convertible de Global Tech / Alpha Blue Ocean** es de naturaleza opuesta. Una línea de hasta EUR 13,2 Mn en siete tramos, sin cupón, obligatoriamente convertible en acciones nuevas con un descuento del 8% sobre la cotización y vencimientos a doce meses por tramo. No es deuda que se repague, sino una emisión continua de acciones en manos de un vehículo de arbitraje. A la fecha del informe, EZE ha dispuesto EUR 7,7 Mn de la línea, con EUR 5,5 Mn aún por disponer, y ha convertido en acciones la totalidad de lo dispuesto.

La mecánica es la propia de estas estructuras. EZE dispone del efectivo, Global Tech convierte a descuento y vende las acciones en el mercado para monetizar. Para no esperar a la inscripción de cada ampliación, toma prestadas acciones de Eléctrica Nuriel, el vehículo del accionista de referencia, y las vende de inmediato, devolviéndolas cuando se emiten

Tabla 14. Resumen convertible GlobalTech

Concepto	Detalle
Instrumento	Obligaciones obligatoriamente convertibles (línea dispuesta en tramos)
Vehículo	Global Tech Opportunities 30 (gestionado por Alpha Blue Ocean)
Marco	Agosto de 2024
Importe	Línea de hasta EUR 13,2 Mn (hasta 2.640 obligaciones de 5.000 € de nominal), en siete tramos
Cupón	Sin cupón
Precio de conversión	Variable, con un descuento del 8% sobre la cotización de referencia (92% del precio de cierre del día anterior)
Vencimiento	12 meses por tramo
Situación (a la fecha)	Dispuesto EUR 7,7 Mn; pendiente de disponer EUR 5,5 Mn. Convertida en acciones la totalidad de lo dispuesto
Precios de conversión 2026	Decrecientes: 0,0762 € (marzo), 0,0709 € (mayo) y 0,0670 € (julio), a menor cotización más acciones por euro convertido
Acciones emitidas	Unos 30,4 Mn hasta julio de 2026 (14,4 + 7,8 + 8,2 Mn)
Límite de venta	Ventas acotadas al 15% del volumen diario negociado (salvo operaciones de bloque)
Préstamo de acciones	Eléctrica Nuriel presta acciones para venderlas de inmediato antes de la inscripción de cada ampliación, con el coste a cargo de EZE
Derecho de suscripción preferente	Excluido; las acciones nuevas van al tenedor y diluyen al resto sin recurso
Naturaleza	Emisión continua de acciones (no deuda a repagar)

las nuevas, con el coste del préstamo a cargo de EZE. El contrato acota esas ventas al 15% del volumen diario negociado (salvo operaciones de bloque).

El punto crítico, común a ambos convertibles, es que se emiten con exclusión del derecho de suscripción preferente. El accionista existente no puede acudir ni protegerse, las acciones nuevas van al tenedor y le diluyen sin recurso, y esa dilución se retroalimenta con cada caída de la cotización.

Tabla 15. Reconciliación número de acciones

Concepto	2025	2026e
Nº acciones a apertura (mill)	487,7	586,9
+ Acciones a vendedores de M&A	45,2	82,5
+ Conversión Global Tech / Alpha Blue Ocean	33,4	45,4
+ Conversión Inveready	0,0	0,0
+ Préstamos Nuriel y Coenersol	20,6	0,0
+ Ampliación dineraria a mercado	0,0	122,7
Nº acciones a cierre (mill)	586,9	837,5

i) **Ampliaciones de capital: el crecimiento se financia con papel (equity) y por tanto, con dilución.** EZE financia su transformación fundamentalmente con acciones. El número de acciones pasa de 487,7 Mn a cierre de 2024 a 801,9 Mn a 30 de junio 2026 y a c. 840 Mn a cierre de 2026 estimado, +70% en menos de dos años.

El aumento de 2026 procede de tres vías (Tabla 15). La ampliación dineraria a mercado de mayo (122,7 Mn de acciones a 0,0647 EUR), única que aporta caja fresca (EUR 7,9 Mn); las acciones entregadas a los vendedores de las adquisiciones (82,5 Mn ya emitidas en julio para EDA y ADQA, a 0,0791 EUR y 0,0781 EUR respectivamente, con más entregas pendientes hasta cerrar el ejercicio); y la conversión del convertible de Global Tech (unos 30 Mn de acciones hasta julio, camino de unos 45 Mn de acciones en el conjunto del año).

De todo el papel emitido en 2026, solo la mitad ha captado dinero nuevo; el resto liquida las compras o monetiza el convertible. Los precios de emisión se mueven entre 0,065 EUR y 0,079 EUR según el instrumento, muy por debajo de los 0,14 EUR de 2024, de modo que cada euro captado diluye más. Su cuantificación se aborda en el análisis financiero.

¿Qué es, dónde está y hacia dónde va EZE?

EZE es hoy una plataforma cotizada, saneada y con EUR 585,5 Mn de bases imponibles negativas, sobre la que se construye por adquisiciones un consolidador de servicios de instalación y mantenimiento. En poco más de un año ha ensamblado cinco compañías rentables que en 2026 aportan el 88% de los ingresos y la práctica totalidad del EBITDA, con una arquitectura cash-up que concentra la deuda en la matriz y financia el crecimiento fundamentalmente con acciones.

Desde un ángulo puramente financiero/fiscal, EZE es un vehículo que monetiza un enorme stock de bases imponibles negativas. Una micro cap cotizada y saneada compra pymes (build up) rentables y generadoras de caja con control barato, pagando con efectivo y mucho papel, y subiendo su participación hasta el 75% para activar la consolidación fiscal y cruzar el beneficio de las adquiridas contra las BINs. La caja sube a la matriz vía management fee y dividendos.

Es un modelo ágil pero no plenamente eficiente, ya que la caja de las filiales enfrenta dos vías de salida, la de los minoritarios en cada dividendo, mientras no se alcanza el 100%, y la de un circulante que es un gran consumidor de caja en cada compañía adquirida. El crecimiento se financia más con dilución, acciones a vendedores y conversión de convertibles, que con deuda.

La compañía está en una fase temprana. Ingresos por encima de EUR 80 Mn proforma en 2026 con un margen EBITDA recurrente cercano al 6%, circulante que consume caja y un balance ajustado. Su tamaño y su historial reciente le cierran hoy la puerta a la financiación bancaria en condiciones normales, y de ahí que recurra a convertibles caros, dilución y pagos aplazados. Es una restricción de partida que debería ir aliviándose a medida que el grupo gane tamaño, consolide un historial de cumplimiento y reduzca su apalancamiento, abriéndole un acceso gradual a deuda bancaria más barata.

Hacia dónde va lo marca un plan ambicioso, más de EUR 160 Mn de ingresos y margen EBITDA hacia el 8% en 2028, que descansa de forma decisiva en compras aún por identificar y financiar.

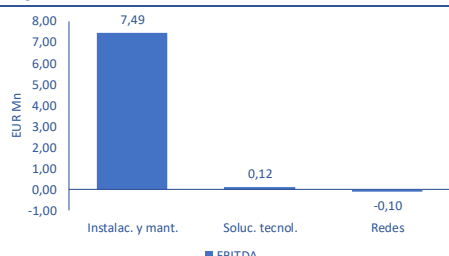
La tesis se juega, por tanto, en una carrera de plazos desiguales. La dilución es inmediata y el balance está muy limitado, mientras que las dos recompensas del modelo están diferidas. La mejora de márgenes por escala depende de ejecución e integración de M&A; el escudo fiscal de las BINs no empieza a operar hasta que las filiales entran en el grupo fiscal (entre 2028 y 2030) y el acceso a financiación bancaria ordinaria, más barata y menos dilutiva, solo llega cuando la escala y un historial de integración probado reconstruyan el perfil de crédito.

Es decir, a la pregunta ¿dónde está EZE? ¿a dónde se dirige?, la respuesta simple. La compañía dispone de un modelo de negocio ("un plan") que, tras la reestructuración, se ha mostrado eficaz

pero el track record es necesariamente breve. La compañía enfrenta ahora la fase clave de ejecución: disciplina/velocidad de adquisiciones, ganancia de tamaño y balance, mejora de márgenes, rentabilidad fiscal y activación de la financiación vía deuda (liberando al modelo de la dilución). Todo pivota sobre la ejecución, y que esta sea capaz de aprovechar (y, sobre todo, acelerar) las ventajas del modelo (que existen) y eludir sus debilidades (que también existen). 2027 y 2028 aparecen como años decisivos para probar la verdadera eficacia del “plan” de EZE.

La fragmentación en el sector de instalaciones y mantenimiento abre una oportunidad para la consolidación y, por tanto, el M&A.

Gráfico 2. EZE - EBITDA 2026E



EZE opera en tres segmentos, pero instalaciones y mantenimiento integral concentra el 72% de la cifra de negocios de 2025 y es el único con resultado de explotación positivo. Los otros dos, soluciones tecnológicas y redes de comunicaciones, son menores y de peor calidad. Por ello, el análisis sectorial se centra en instalaciones y mantenimiento, eje además de la estrategia de consolidación de la compañía.

La instalación española ronda los EUR 39.000 Mn y el mantenimiento de edificios supera los EUR 10.400 Mn (INE y DBK, 2024), con un crecimiento moderado y sesgado positivamente hacia ciertos verticales. La construcción se desacelera (+2% en 2028e), mientras los segmentos técnicos donde opera EZE, instalación y mantenimiento, crecen en torno al +5%.

Aunque el tamaño del sector es importante, la fragmentación es el factor más relevante. El 94,9% de las empresas del sector tiene menos de diez empleados (INE). Esa fragmentación es la que da sentido a una tesis de consolidación sectorial, ya probada por otros consolidadores del sector como Bravida o Instalco en el norte de Europa.

Un mercado grande, en crecimiento moderado y muy atomizado.

La actividad principal de EZE, a través de EDA y ADQA a fecha de este informe, se enmarca en la construcción especializada (división 43 del CNAE), tanto en instalaciones eléctricas, de fontanería y otras instalaciones (EDA) como en la reforma y el acondicionamiento de espacios (ADQA).

Las cifras de referencia son grandes. Según la Estadística Estructural de Empresas del INE (datos 2024, publicada en 2026), el conjunto de la construcción especializada facturó EUR 69.490 Mn, el 33,9% del sector construcción. La rama concreta de instalaciones, el subsegmento principal de EZE, representó el 19,1% de la facturación del sector, del orden de EUR 39.000 Mn.

Al segmento de instalación se suma el de mantenimiento. El mantenimiento de edificios en sentido estricto superó los EUR 10.400 Mn en 2024 (Observatorio DBK). Como marco del universo total de externalización, la gestión integral de inmuebles ronda los EUR 49.000 Mn en 2025 (DBK y EuroFM), si bien esa cifra engloba fincas, seguridad, jardinería y otros servicios que EZE no presta.

El mercado crece a ritmo moderado y desigual. La construcción en su conjunto se desacelera, del +3,6% en 2026e al +2,2% en 2028e (Euroconstruct), pero los segmentos en los que opera EZE crecen por encima: la climatización a una TACC del +5,6% hasta 2030e y el mantenimiento técnico de edificios en torno al +5,3% hasta 2029e, frente al +2% o +3% de la construcción general. La rehabilitación es hoy la más lenta, del +1% al +2% anual, aunque con el suelo regulatorio de la directiva de eficiencia. El principal viento en contra a medio plazo es la retirada de los fondos NextGenerationEU, que a partir de 2027 restará impulso a la rehabilitación.

La característica estructural del mercado no es su tamaño, sino su atomización. El 94,9% de las empresas de construcción tenían menos de diez ocupados en 2024, y aportaban el 38,4% de la facturación y el 44,9% del empleo del sector. En el extremo opuesto, las empresas de 250 o más ocupados, menos del 0,1% del total, concentraban el 20,2% de la facturación (INE). El registro sectorial cuenta del orden de 94.000 empresas en la rama de instalaciones.

Un dato resume el perfil del negocio: la construcción especializada genera el 33,9% de la facturación del sector pero ocupa al 50,9% de su empleo. Un tercio de la facturación con la mitad del empleo es la prueba estadística de que es una actividad intensiva en mano de obra y de bajo valor añadido por persona.

¿Cómo funciona el negocio? Contratos cortos, cliente diverso y barreras de escala.

El negocio se compone de muchos trabajos pequeños, locales y con un componente de mantenimiento recurrente elevado. Por su naturaleza, la mayoría de la facturación procede de

Gráfico 3. La construcción se desacelera (% crecimiento anual en España)

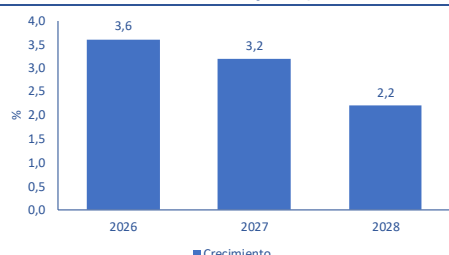


Gráfico 4. Un mercado atomizado: empresas frente a facturación por tamaño (2024)

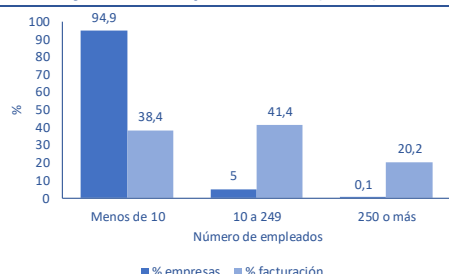
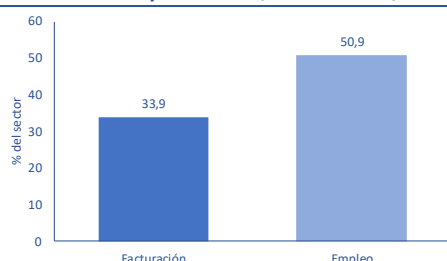


Gráfico 5. Un sector intensivo en mano de obra (construcción especializada, % del sector, 2024)



encargos de pequeño importe, y la actividad se reparte casi por igual entre instalación y servicio recurrente, con una base de cliente muy diversificada entre construcción, industria, sector público y propietarios de inmuebles.

Esa estructura define qué obra es accesible según el tamaño y la solvencia de cada operador. Una compañía pequeña compite por obra local, de importe reducido y de servicio, no por los grandes contratos llave en mano ni por las concesiones que persiguen los operadores nacionales. La barrera de entrada real no es tecnológica, sino de escala financiera, clasificación administrativa y densidad territorial.

En la contratación pública se añade una barrera adicional, la clasificación del contratista, que se estructura en grupos, subgrupos y categorías ligadas a la solvencia del titular y condiciona el tamaño de obra al que se puede optar.

Panorama competitivo. ¿En qué liga juega EZE?

El sector se organiza por niveles, y situar a EZE en el nivel correcto es clave para calibrar la tesis.

Tabla 16. Mapa competitivo por niveles

Nivel	Ejemplos
Grandes contratistas	Cobra (Vinci), Eiffage Energía, Elecnor
Grandes operadores de servicios y FM	Eulen, Serveo, Veolia, Engie, ISS
Regional, donde compite EZE	EDA y ADQA, y firmas familiares locales
Referencias cotizadas	Dominion, Bravida, Instalco, SPIE, Bilfinger

En el tramo alto operan los grandes contratistas de servicios industriales, con capacidad para grandes proyectos llave en mano, concesiones, energía a gran escala e internacionalización. Cobra, hoy integrada en el grupo francés Vinci, Eiffage Energía y Elecnor son sus exponentes. Cuentan con el balance, la capacidad de aval y la clasificación necesarios para la gran obra pública y los grandes contratos llave en mano. EZE no compite en esa liga.

EZE, a través de EDA y ADQA, juega en el tramo regional, en obra de instalación y mantenimiento de importe pequeño y mediano, frente a operadores de segundo y tercer nivel, en su mayoría empresas familiares no cotizadas y de ámbito local. Es un terreno de proximidad, donde pesan más la densidad territorial y la relación con el cliente que la escala.

Entre unos y otros opera un tercer grupo, el de los grandes operadores de servicios técnicos, mantenimiento y facility management. El más cercano a la actividad de EZE es la división de ingeniería y mantenimiento de Eulen, grupo español de instalaciones técnicas y mantenimiento integral con red nacional, junto a Serveo, respaldada por el fondo Portobello, y las multinacionales de facility management y servicios energéticos como Veolia, Engie o ISS.

Compiten sobre todo por los grandes contratos nacionales, un terreno alejado de la obra pequeña y local de EZE, por lo que el solapamiento comercial es parcial. El choque más relevante con los operadores respaldados por capital riesgo podría no ser comercial sino por ciertas adquisiciones, ya que persiguen los mismos objetivos de consolidación con mucho más balance.

Entre las cotizadas, la referencia de modelo más cercana en España es quizá Global Dominion Access, que como EZE presta varios servicios técnicos combinados de instalación y mantenimiento sin apenas necesitar activos fijos, mientras que los comparables europeos más puros del sector son Bravida e Instalco en los países nórdicos, SPIE en Francia y Bilfinger en Alemania.

Los motores de la demanda: ¿qué genera trabajo de instalación y mantenimiento?

La demanda de instalación y mantenimiento se apoya en tres palancas estructurales. Buena parte de ellas son regulatorias, con plazos fijados por directiva, por lo que dependen poco del ciclo económico.

Rehabilitación y eficiencia energética del parque de edificios. Es la palanca más potente y, sobre todo, obligada por ley. El parque español es viejo e ineficiente. En torno al 45% de los edificios es anterior a 1980, la vivienda tiene de media más de cuarenta años y más del 80% del parque tiene calificación energética E, F o G. La directiva europea de eficiencia energética de los edificios (Directiva 2024/1275) obliga a descarbonizar el parque hacia 2050 y fija umbrales intermedios en 2030 y 2033. Su transposición en España, cuyo plazo venció en mayo de 2026, avanza por fases y sigue incompleta, con el Código Técnico ya modificado y el Plan Nacional de Renovación de Edificios pendiente de aprobarse a finales de 2026.

El cuello de botella es el ritmo. La tasa de rehabilitación en Europa ronda el 1,2% anual y habría que llevarla al 2% o 3%. Euroconstruct prevé para la rehabilitación en España crecimientos anuales del +1% al +2% en 2026 y 2027, y la construcción ligada a la energía es el nicho más

expansivo, con un crecimiento acumulado estimado del +14% entre 2024 y 2027. El Plan de Recuperación destinó más de EUR 6.800 Mn a rehabilitación.

Electrificación de los edificios. Lo relevante para EZE no es la generación, sino la instalación y el mantenimiento eléctrico que la electrificación genera en edificios e industria: puntos de recarga de vehículo eléctrico, bombas de calor, almacenamiento y refuerzo de las instalaciones eléctricas asociadas. Es demanda impulsada por la electrificación del consumo y por los objetivos de descarbonización.

Digitalización de los edificios. Es el driver de mayor recorrido en servicios técnicos. Sistemas de gestión de edificios, sensores, mantenimiento predictivo y gestión energética. Los informes del sector señalan que los servicios que integran esta tecnología son los de mayor crecimiento, al desplazar el mantenimiento de la simple reparación hacia un servicio más recurrente y de mayor valor. Es, además, la vía por la que un instalador tradicional eleva su margen.

Por verticales, el crecimiento del sector se concentra hoy en los centros de datos, la climatización y las bombas de calor, el frío industrial, la protección contra incendios y la seguridad, y la automatización de edificios. Son los terrenos donde crecen los grandes consolidadores cotizados. La exposición de EZE se reparte entre el núcleo de edificación y energía (EDA) y varios verticales adyacentes incorporados por adquisición: agroindustrial (Elías Equipamientos y Comavic), reforma de espacios profesionales (ADQA) y protección contra incendios (EXYDE).

El sector en clave financiera: márgenes estrechos, intensivo en circulante y sensible al ciclo.

El perfil económico del sector condiciona la rentabilidad del negocio. Márgenes estrechos e intensivos en mano de obra con baja productividad por ocupado.

Es una actividad ligera en activo fijo pero intensiva en circulante, porque las obras se ejecutan y se cobran con desfases largos. Por ello, el retorno sobre el capital empleado no solo depende del margen sino también de la gestión del circulante. Solo si los cobros, los pagos y el trabajo en curso se mantienen a raya, un margen estrecho llega a traducirse en un ROCE razonable.

La construcción es, además, un sector cíclico y ligado al PIB, aunque conviene no extrapolar el desplome de 2008-2013. Aquella caída, con una inversión que se hundió cerca del -60%, fue la corrección de una burbuja que llevó al sector a pesar más del 10% del PIB, un nivel insostenible. Hoy pesa en torno al 5%, un peso más sano, de modo que una recesión ordinaria no produciría un ajuste de esa magnitud.

La ciclicidad, más moderada que la de aquel episodio, recae sobre todo en la obra nueva de instalación, cuyas decisiones de inversión se aplazan cuando cae la actividad. El mantenimiento es más resiliente, aunque conviene matizar el relato defensivo. Aguanta en volumen, porque el servicio recurrente no se interrumpe, pero sufre en precio cuando el cliente renegocia tarifas en la fase baja.

Tabla 17. Por qué el sector no consolida solo

Freno	Efecto
Dependencia del fundador	Valor difícil de transferir, fuerte descuento
Opacidad contable	Diligencia lenta y mayor prima de riesgo
Sucesión generacional	Muchos en venta a precios poco realistas
Coste de cierre (indemnización)	Barrera de salida, el dueño no liquida

Como contrapeso, buena parte de los drivers del sector son regulatorios, con plazos fijados por directiva (como la directiva europea que exige rehabilitar y mejorar la eficiencia energética de los edificios en plazos concretos 2030, 2033 y 2050), lo que aporta un suelo parcialmente anticíclico a la demanda. El cliente público añade la variable del ciclo político y presupuestario, ligado a la ejecución de los fondos.

La conclusión es doble. Es un sector cíclico, solo en parte amortiguado por el servicio recurrente, y de rentabilidad ajustada. Con márgenes estrechos, la solidez de balance del consolidador es determinante. Para EZE, además, el matiz decisivo no es el ciclo sectorial sino el perfil de su propia cartera, muy escorada a día de hoy a instalación de proyecto y con poco mantenimiento recurrente.

La paradoja del pipeline: ¿por qué un sector tan fragmentado no se consolida solo?

La fragmentación descrita debería alimentar un flujo abundante de operaciones. En la práctica, en el extremo de las microempresas familiares, que es donde está la fragmentación y donde compra EZE, estas compañías están crónicamente en venta pero rara vez se transaccionan. La explicación está, en nuestra opinión, en cuatro factores que distorsionan el mercado.

El primero es la dependencia del fundador. En la microempresa de instalaciones, buena parte del valor reside en las relaciones y el conocimiento del propietario, difíciles de transferir, lo que obliga al comprador a aplicar un fuerte descuento.

El segundo es la opacidad contable. Son compañías con información financiera limitada y poco homogénea, lo que encarece y ralentiza la diligencia debida y eleva la prima de riesgo exigida.

El tercero es la crisis de sucesión generacional en la pyme familiar española. Hay muchos negocios a la venta por falta de relevo, pero a menudo en condiciones y con expectativas de precio poco realistas.

El cuarto, y más singular, es el coste de cierre bajo la legislación laboral española. La indemnización por despido convierte el cierre ordenado de una empresa en una operación cara, de modo que funciona como barrera de salida: el propietario no puede liquidar con facilidad y se aferra al negocio o exige un precio que refleje ese coste evitado.

El resultado es un pipeline de potenciales transacciones teóricamente amplio pero de baja conversión, en el que además los activos que sí cambian de manos incorporan pasivos laborales latentes que se trasladan al comprador por subrogación. Es lo que hace que esta consolidación sectorial sea a la vez una oportunidad real y un ejercicio estructuralmente difícil de ejecutar.

La consolidación sectorial: un modelo probado que exige capital.

Pese a esas fricciones, el modelo de consolidación sectorial funciona en instalaciones y mantenimiento, como demuestran varios precedentes.

En el norte de Europa cotizan dos consolidadores puros que han hecho de la adquisición e integración su estrategia central, ambos suecos y cotizados en el Nasdaq de Estocolmo.

Bravida ha cerrado más de 160 adquisiciones, integra las compañías en un plazo de tres a doce meses y las compra a un múltiplo del orden de cinco a seis veces EBITDA antes de sinergias. Instalco opera con más de 150 filiales bajo un modelo descentralizado. Ambos son referencia de cómo se comporta un consolidador cotizado en este sector.

En España, el precedente más directo es Eiffage Energía, nacida de un proceso de adquisiciones. Desde 2003 Eiffage empezó a comprar instaladoras eléctricas y de renovables españolas, de donde surgió Eiffage Energía en 2006, y sigue comprando. En el verano de 2025 cerró tres adquisiciones (Grupo CVS, M3i Controls e Inmotechnia). Al cierre de 2024 facturaba unos EUR 1.100 Mn con más de 5.000 empleados, la segunda mayor implantación de su matriz tras Francia. La distancia de escala frente a EZE ilustra tanto el potencial del modelo como el largo camino por recorrer.

El mensaje de los precedentes es de doble filo. El modelo de crecimiento por adquisiciones funciona en instalaciones y mantenimiento, pero funciona con balance sólido, disciplina de integración y capacidad de financiar el circulante que cada compañía comprada incorpora.

En resumen: un sector que ofrece una oportunidad (real y probada) de crecimiento vía M&A pero que exige balance y disciplina en la ejecución.

EZE opera en un mercado grande, del orden de EUR 39.000 Mn en instalación y más de EUR 10.400 Mn en mantenimiento de edificios, con una demanda estructural, de crecimiento moderado pero sostenido, apoyada en la rehabilitación obligada del parque de edificios, la electrificación y la digitalización de los edificios.

Es, además, un mercado extremadamente fragmentado, lo que da lógica industrial a una tesis de consolidación sectorial y explica el foco de EZE en instalaciones y mantenimiento, su único segmento rentable. Pero esa misma fragmentación esconde un pipeline de baja conversión, con activos difíciles de transferir y pasivos laborales latentes que se trasladan al comprador.

Es también un sector de márgenes estrechos, intensivo en mano de obra y en circulante, en el que el retorno depende de la disciplina de caja y la escala. Los precedentes, tanto los consolidadores cotizados del norte de Europa como la propia Eiffage Energía en España, demuestran que el modelo funciona, pero que exige precisamente la solidez de balance que en EZE es la principal restricción.

Análisis financiero

Ganar tamaño (a la mayor velocidad posible), mejorar márgenes y gestionar el “peaje” de la dilución.

2025 es el primer ejercicio completo del nuevo perímetro y sus cifras están condicionadas por el calendario de adquisiciones, así que todavía no son 100% representativas. Ofrecen, eso sí, la foto del punto de partida. EZE cerró 2025 con ingresos reportados de EUR 34,3 Mn (frente a EUR 13,9 Mn en 2024), un EBITDA recurrente de EUR 1,0 Mn, un margen EBITDA recurrente del 3% y un resultado neto negativo de EUR 3,2 Mn. La plantilla media era de 257 personas.

Proyectamos sobre la cifra reportada, que consolida cada compra desde su fecha de toma de control, y no sobre el proforma que comunica la compañía. Nuestras proyecciones recogen el perímetro actual, con las subidas de participación comprometidas hasta el 75% pero sin adquisiciones nuevas, y llega hasta 2028e. Es decir, nuestras proyecciones financieras solo consideran las adquisiciones ya realizadas a fecha de este informe.

Bajo el perímetro actual, EZE dibuja un negocio pequeño, de márgenes estrechos y consumidor de caja en circulante, pero que se desapalanca con fuerza por sí solo, sin necesidad de nuevas compras, según madura el EBITDA de lo ya adquirido. La creación de valor y el salto del plan estratégico dependen de una segunda palanca, las adquisiciones, financiadas al 50% con papel.

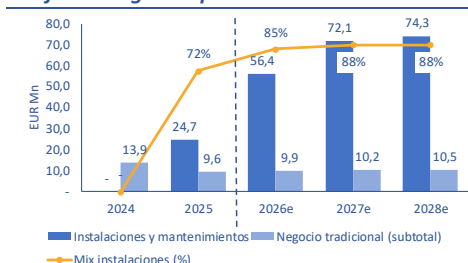
Tabla 18. Puente de ingresos proforma a reportado

(EUR Mn)	2025	2026e
Ingresos reportados (consolidado)	34,3	66,3
(+) Anualización de adquiridas del ejercicio	8,0	15,5
(-) Ingresos proforma	42,3	81,8

Ingresos. El crecimiento es casi enteramente inorgánico, y con el perímetro actual se alcanzan EUR 85 Mn en 2028e.

La cifra de negocio de EZE es hoy un reflejo del ritmo de compras, no del crecimiento orgánico. Los ingresos reportados pasan de EUR 13,9 Mn en 2024 a EUR 34,3 Mn en 2025 y EUR 66,3 Mn en 2026e, casi 5x en dos años, procedente en su práctica totalidad del M&A. Trabajamos sobre la cifra reportada, no proforma. Nuestra proyección consolida cada compra desde su fecha de toma de control.

Gráfico 6. Ingresos por división



Nota: 2026e incorpora a año completo EDA y Elías Equipamientos, y las compras de 2026 (COMAVIC, ADQA, Exyde) desde su fecha de consolidación. Crecimiento orgánico subyacente en torno al 3% desde 2027e

El crecimiento orgánico es moderado. El salto de EUR 66,3 Mn a EUR 82,3 Mn en 2027e no es orgánico, es el efecto de consolidar a año completo las compras cerradas en 2026 (ADQA en mayo y Exyde a finales de junio). Desde 2027, con todo el perímetro ya consolidado el año entero, el negocio actual crece en torno al 3% y alcanza EUR 84,8 Mn en 2028e.

Ese techo es la lectura clave de nuestras proyecciones. Con el perímetro actual, incluidas las subidas comprometidas hasta el 75%, EZE llega a unos EUR 85 Mn en 2028e, muy por debajo de los más de EUR 160 Mn del plan estratégico. Cuyo cumplimiento depende de adquisiciones todavía por hacer.

El mix de ingresos gira hacia instalaciones. La división de Instalaciones y mantenimientos integrales pasa del 72% de los ingresos en 2025 al 85% en 2026e y al 88% en 2027e-2028e. El negocio tradicional (Redes de Comunicaciones y Soluciones Tecnológicas) queda plano, en el entorno de EUR 10 Mn, y pierde peso hasta representar poco más del 12% (Gráfico 6).

Dentro del negocio tradicional, las dos divisiones divergen. Redes de Comunicaciones se sostiene, apoyada en la adjudicación de AENA del sistema TETRA de Barajas (más de EUR 3,6 Mn a 24 meses, vía Grupo CYS). Soluciones Tecnológicas cae por el vencimiento de contratos heredados. El neto es una división residual y sin apenas margen, cuyo objetivo es dar carga de trabajo a la plantilla heredada mientras su peso se diluye.

La visibilidad de la cifra de negocios es limitada. La cartera de proyectos superaba los EUR 36 Mn a 30 de junio de 2026, menos de medio año de ventas 2027e. Es coherente con un negocio actual de instalación de proyecto, con escaso mantenimiento recurrente en las dos compañías mayores (EDA y ADQA), y que refuerza la idea de exposición al ciclo de EZE.

Margen bruto. Cae con el cambio de mix, ya que Instalaciones es un negocio de subcontrata con margen bruto entorno al 33-35%.

El margen bruto consolidado se reduce del 73% en 2024 al 47% en 2025 y se estabiliza en torno al 38%-39% en 2027e-2028e. No es un deterioro operativo, es la aritmética del cambio de mix.

Gráfico 7. EDA y ADQA representan más del 80% de los ingresos totales de la división Instalaciones y mantenimientos

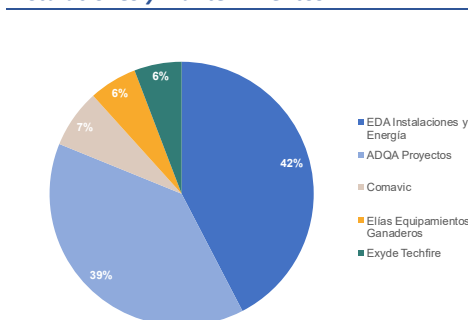
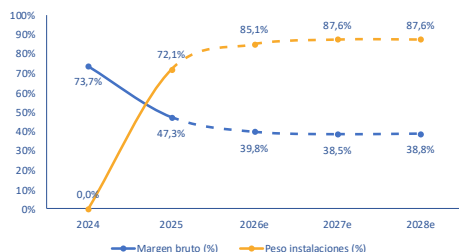


Tabla 19. Margen bruto

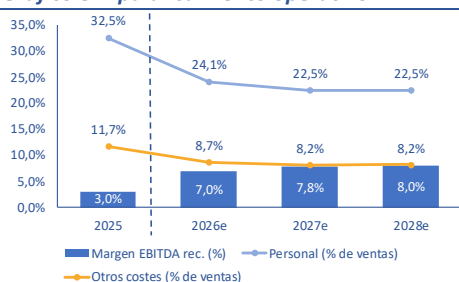
(EUR Mn)	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Ventas	13,9	34,3	66,3	82,3	84,8
Otros ingresos	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Coste de ventas (aprovisionamientos)	(3,7)	(18,2)	(40,0)	(50,7)	(52,0)
Margen bruto	10,2	16,2	26,4	31,7	32,9
Margen bruto (%)	73,7%	47,3%	39,8%	38,5%	38,8%
Peso de instalaciones (%)	0,0%	72,1%	85,1%	87,6%	87,6%


Tabla 20. Margen bruto por segmento

Segmento	2025	2026e	2027e-2028e
Redes de Comunicaciones	80%	80%	80%
Soluciones Tecnológicas	75%	75%	75%
Instalaciones y mantenimientos	35%	33%	33%

Tabla 21. Del margen bruto al EBITDA recurrente

(EUR Mn)	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Ventas	13,9	34,3	66,3	82,3	84,8
Margen bruto	10,2	16,2	26,4	31,7	32,9
Gastos de personal	(9,2)	(11,2)	(16,0)	(18,6)	(19,1)
Personal (% de ventas)	66,1%	32,5%	24,1%	22,5%	22,5%
Otros costes de explotación	(3,0)	(4,0)	(5,8)	(6,7)	(7,0)
Otros costes (% de ventas)	21,7%	11,7%	8,7%	8,2%	8,2%
EBITDA recurrente	(1,9)	1,0	4,6	6,4	6,8
Margen EBITDA rec. (%)	-14,0%	3,0%	7,0%	7,8%	8,0%

Gráfico 8. Apalancamiento operativo

Tabla 22. Estructura corporativa fija (HoldCo)

(EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Coste HoldCo	(2,8)	(2,9)	(3,0)	(3,1)
% de ventas	8,0%	4,4%	3,6%	3,6%
Ingresos	34,3	66,3	82,3	84,8

Tabla 23. Calidad del resultado neto

(EUR Mn)	2026e	2027e	2028e
Resultado neto atribuible reportado	1,9	2,5	3,2
(-) Activación de crédito fiscal (no monetario)	(2,6)	(2,0)	(2,0)
(-) Resultado atribuible ex crédito fiscal	(0,7)	0,5	1,2

El negocio tradicional que pierde peso trabajaba con márgenes brutos altos (Redes en torno al 80%, Soluciones al 75%), por su escaso consumo de materiales. Instalaciones, que pasa a dominar, opera al 33-35% (Tabla 19 y 20).

Instalaciones tiene un margen bruto estrecho porque es un negocio de proyectos llave en mano, intensivo en aprovisionamientos y subcontratación. En 2025, de los EUR 18,2 Mn de coste de ventas, EUR 10,0 Mn eran consumos de material y EUR 8,1 Mn subcontratas. Ese traslado de material y mano de obra externa a coste directo deja poco margen bruto, pero también flexibiliza la estructura, porque convierte en variable buena parte del coste de ejecución.

Los consolidadores comparables, Bravida o Instalco, operan con márgenes similares. El 38% no es una anomalía de EZE, es el suelo estructural del negocio hacia el que converge el grupo a medida que instalaciones pasa a ser el negocio dominante.

La palanca de mejora no está, por tanto, en el margen bruto. El margen bruto del grupo se estabiliza en el 38% y no esperamos que mejore. La mejora del margen EBITDA que persigue EZE no vendrá de vender con más margen, sino de diluir los costes fijos de estructura sobre una base de ingresos mayor.

Estructura de costes. Los costes fijos se diluyen sobre una base que se cuadruplica. Ahí está, casi entera, la mejora de margen.

Por debajo del margen bruto, el resultado lo marcan dos bloques de coste, el personal propio y los otros gastos de explotación, con una estructura corporativa fija. La clave es que el nuevo negocio de instalaciones se apoya en subcontratación, un coste variable que va en coste de ventas, así que su consumo de personal propio es ligero. El personal propio es el heredado en el negocio tradicional, y es fijo.

El personal cae del 66% de las ventas en 2024 al 33% en 2025 y al 23% en 2028e. No es por recortar plantilla. El gasto de personal incluso crece en términos absolutos, de EUR 11,2 Mn a EUR 19,1 Mn, pero muy por debajo de unos ingresos que se multiplican, porque el crecimiento se ejecuta con subcontrata. La plantilla heredada del antiguo EZE, unos 150 empleados, en un negocio sin apenas margen, es un coste fijo que se conserva por el coste de su potencial reestructuración. El coste de personal se diluye con la escala, pero no desaparece.

La estructura corporativa (HoldCo), en torno a EUR 3 Mn anuales y prácticamente fija, cae del 8,0% de los ingresos en 2025 al 3,6% en 2028e. Es lo que explica la diferencia del margen de la división de instalaciones (c. 11%) del margen de grupo (7-8%). Diluir ese coste fijo sobre una base de ingresos mucho mayor es la principal palanca para la mejora de margen.

El resultado es un margen EBITDA recurrente que salta del 3% en 2025 al 7% en 2026e y hacia el 8% en 2028e. Es una mejora casi enteramente mecánica, de apalancamiento operativo sobre costes fijos, no de vender con más margen. Con el perímetro actual el margen ya alcanza el 8% en 2028e. A partir de ahí, más mejora exige más escala, y la escala solo llega comprando. Lo que explica de manera muy simple el modelo de crecimiento no orgánico de EZE.

Calidad del resultado. El EBITDA es "cash" y recurrente. El beneficio neto (2026e - 2028e) se origina por combinación de resultado operativo y crédito fiscal.

El beneficio neto reportado cuenta con el "plus" de la activación de crédito fiscal, un apunte contable que no genera caja. La compañía activa parte de sus bases imponibles negativas como activo por impuesto diferido, lo que convierte la línea de impuestos en un ingreso (EUR +2,4 Mn en 2026e) en lugar de un gasto. Ese crédito se estima en EUR 2,6 Mn en 2026e y EUR 2,0 Mn en 2027e-2028e. Depurado del efecto del crédito fiscal, el resultado atribuible sería negativo en 2026e (EUR -0,7 Mn) y ligeramente positivo en 2027e-2028e (EUR 0,5 Mn y EUR 1,2 Mn).

El primer semestre de 2026 EZE reportó un resultado consolidado de EUR 3,0 Mn, de los que EUR 2,6 Mn eran activación de crédito fiscal y unos EUR 0,6 Mn liberación de provisiones. El beneficio antes de impuestos fue de EUR 1,1 Mn y, depurado de esos apuntes, el resultado atribuible a la dominante quedaba en breakeven.

A efectos comparativos con el sector, EZE lleva a gasto los arrendamientos de corto plazo (EUR 0,711 Mn en 2025), penalizando su EBITDA frente a comparables que los capitalizan y amortizan

bajo NIIF16, sin impacto en EBITDA. El management fee de las filiales, en cambio, se elimina en consolidación y no requiere ajuste.

Gráfico 9. Resultado reportado vs ex crédito fiscal

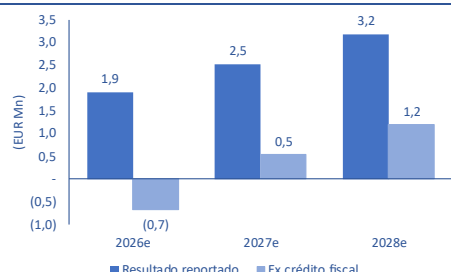


Gráfico 24. Fondo de comercio, intangibles y patrimonio

(EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Fondo de comercio	7,5	12,3	12,3	12,3
Intangibles	8,4	16,3	14,0	11,7
Suma	15,9	28,6	26,3	23,9
Patrimonio neto	3,4	21,5	25,7	30,6
Suma / patrimonio neto	n,a	133%	102%	78%

Nota. Fondo de comercio provisional a 1S 2026 de EUR 22,2 Mn (96% del patrimonio neto); el modelo asume reasignación parcial a intangibles amortizables al cerrar el precio de compra como ya ocurrió en EDA.

La amortización es relevante. El fondo de comercio y los intangibles de las compras pesan casi como todo el patrimonio.

Al adquirir una empresa, la asignación del precio de compra reparte el exceso sobre fondos propios entre activos identificables que se amortizan, como la cartera de clientes o los contratos, y el fondo de comercio, que no se amortiza pero se somete a test de deterioro. En EZE, el impacto contable de las compras es creciente, como es lógico en toda compañía que ejecuta un modelo de negocio de “build-up”.

La amortización, al contrario de lo que sugiere la cifra neta del 1S 2026, no es despreciable. La depreciación y amortización pasa de EUR 0,3 Mn en 2024 a EUR 3,0 Mn en 2028e, y su grueso es la amortización de los intangibles (EUR 1,7 Mn en 2026e y EUR 2,3 Mn anuales desde 2027e). Los intangibles son deducibles fiscalmente, así que su amortización reduce el impuesto de caja.

Las compras generan mucho fondo de comercio e intangibles. A cierre de 2025 el fondo de comercio era de EUR 7,5 Mn. En el primer semestre de 2026, con las nuevas compras, saltó a EUR 22,2 Mn, el 96% del patrimonio neto de la dominante, todavía en asignación provisional, con todo el exceso aparcado en el fondo de comercio para Comavic, ADQA y Exyde.

El modelo asume que, al cerrarse una compra, parte del precio se reasigna a intangibles identificables que sí se amortizan, dejando el fondo de comercio en torno a EUR 12,3 Mn y los intangibles en EUR 16,3 Mn a cierre de 2026e (Gráfico 24). Es el mismo patrón que ya se dio en EDA, que asigno el exceso sobre fondos propios, casi a partes iguales entre intangibles identificados (EUR 7,8 Mn) y fondo de comercio (EUR 7,3 Mn). A partir de ahí, y sin compras adicionales, el fondo de comercio se mantiene estable en EUR 12,3 Mn hasta 2028e, mientras los intangibles se reducen hasta EUR 11,7 Mn por la amortización de intangibles (EUR 1,7 Mn en 2026e y EUR 2,9 Mn en 2027e). Las subidas de participación hasta el 75% no generan fondo de comercio nuevo, porque al no modificar el control se registran como transacciones con socios contra patrimonio neto.

Fondo de comercio más intangibles por las compras de compañías suman EUR 28,6 Mn en 2026e, el 133% del patrimonio neto, y aún equivalen al 96% en 2028e. Un deterioro de esas partidas (ligadas a una buena integración y expuestas al ciclo) consumiría parte del patrimonio. Es el principal riesgo de balance del grupo, y no se diluye con el tiempo, porque el fondo de comercio crece (por compras ya comprometidas) al mismo ritmo que se amortizan los intangibles.

BINs y fiscalidad. EUR 585,5 Mn de bases negativas, que son una auténtica vía de crecimiento. Pero se materializan con lentitud.

EZE arrastra EUR 585,5 Mn de BINs, compensables sin límite temporal. Son, además, uno de los móviles económicos de las compras. EZE adquiere empresas rentables y que tributan, con la base imponible necesaria para rentabilizar el activo fiscal.

La activación del crédito fiscal incrementa el beneficio reportado. El modelo reconoce EUR 2,6 Mn en 2026e y EUR 2,0 Mn anuales en 2027e-2028e, que van a la línea de impuestos y la convierten en un ingreso (EUR +2,4 Mn en 2026e), con el activo por impuesto diferido acumulándose hasta EUR 6,7 Mn en 2028e. Sin esa activación, el resultado sería negativo en 2026e y ligeramente positivo en 2027e-2028e.

La realización de las BINs es lenta. Los EUR 585,5 Mn nominales equivalen a un ahorro fiscal potencial de unos EUR 146 Mn al tipo del 25%. El modelo solo reconoce EUR 6,7 Mn a 2028e, apenas el 5% de ese potencial. La razón es doble. Las filiales solo entran en el grupo de consolidación fiscal a medida que EZE alcanza el 75%, entre 2028 y 2030, y una vez dentro la compensación está limitada al 25% de la base imponible anual para grupos con cifra de negocio superior a EUR 60 Mn. Las BINs liberan valor poco a poco (Tablas 26 y 33).

Tabla 25. Crédito fiscal en la cuenta de resultados

(EUR Mn)	2026e	2027e	2028e
Activación de crédito fiscal en P&L (no monetario)	2,6	2,0	2,0
Activo por impuesto diferido acumulado (balance)	2,7	4,7	6,7
Impuesto en P&L (ingreso)	2,4	1,4	1,2
Impuesto de caja	(0,2)	(0,6)	(0,8)

Tabla 26. Realización de las bases imponibles negativas.

Concepto	Valor (EUR Mn)
BINs nominales	585,5
Ahorro fiscal potencial (al 25%)	146,4
Crédito fiscal activado a 2028e	6,7
% del potencial realizado a 2028e	5%

Nota. Compensación sin límite temporal, pero limitada al 25% de la base imponible anual para grupos con cifra de negocio superior a EUR 60 Mn. Las filiales entran en el grupo fiscal al alcanzar el 75% (2028-2030)

Minoritarios. Los vendedores conservan entre el 35% y el 45% de cada filial hasta que EZE llega al 75%. Con un payout del 100% en las filiales y que implica una salida de caja.

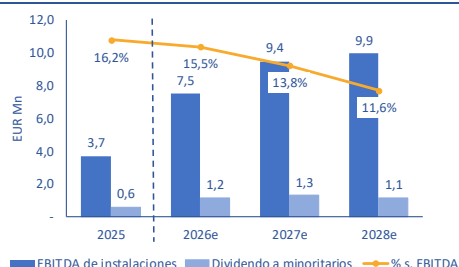
Los socios minoritarios solo existen en las filiales de instalaciones. El negocio tradicional y la matriz son 100% de EZE, y Comavic, que se compró al 100%. En el resto, EZE entra con el 55% y se compromete a subir un 5% anual hasta el 75%.

Tabla 27. Minoritarios: participación de los vendedores y dividendo

(EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Participación de los vendedores (%)				
EDA Instalaciones y Energía	40%	35%	30%	25%
Elías Equipamientos Ganaderos	44%	39%	34%	29%
ADQA Proyectos		45%	40%	35%
Exyde Techfire		45%	40%	35%
EBITDA de instalaciones	3,7	7,5	9,4	9,9
Dividendo a minoritarios (caja, payout 100%)	(0,6)	(1,2)	(1,3)	(1,1)
% sobre EBITDA de instalaciones	16%	16%	14%	12%
Fuga acumulada a minoritarios	(0,6)	(1,8)	(3,1)	(4,2)

Nota. En sus cuentas, EZE consolida desde la compra el 75% comprometido y muestra un minoritario del 25%, por lo que el resultado contable atribuido a minoritarios puede diferir ligeramente de nuestras cifras.

Gráfico 10. Salida de caja acumulada a minoritarios



Los socios externos cobran según su propiedad real. Mientras no se ejecuta cada tramo, el vendedor sigue siendo dueño de ese porcentaje y cobra su parte del dividendo. Hoy EZE tiene minoritarios del 35% de EDA, el 39% de Elías Equipamientos y el 45% de ADQA y Exyde, y ese porcentaje baja cinco puntos al año hasta el 25%, que EDA alcanza en 2028, Elías Equipamientos en 2029 y ADQA y Exyde en 2030 (Tabla 27).

La compañía prevé que las filiales repartan el 100% de su beneficio para “subir” toda la caja posible a la matriz, así que beneficio correspondiente a minoritarios no se queda en las filiales, sino que sale del grupo cada año como dividendo. La salida de caja pasa de EUR 0,6 Mn en 2025 a EUR 1,2 Mn en 2026e y alcanza un máximo de EUR 1,3 Mn en 2027e, cuando ADQA y Exyde aportan un año completo con el 40% todavía en manos de sus vendedores. En 2028e cae a EUR 1,1 Mn, porque las subidas de participación empiezan a pesar más que el crecimiento del beneficio. En total, EUR 4,2 Mn acumulado hasta 2028e (Tabla 27).

Es un desgaste estructural del modelo “cash-up”. Cada euro de beneficio que sube de las filiales a la matriz pierde una porción por el minoritario. Esa salida de caja se modera según EZE escala hacia el 75% y su participación sube, pero no se elimina mientras no llegue al 100%, algo que el plan no contempla. Lo que tensiona el objetivo de desapalancamiento a caja neta que el plan prevé.

Del EBITDA al FCF. El circulante consume casi toda la caja en la fase de arranque en que está EZE. El CAPEX, en cambio, es irrelevante.

El EBITDA no se convierte en caja en la fase de build-up en que se encuentra EZE. En 2026e, con EUR 4,6 Mn de EBITDA recurrente, el free cash flow recurrente es todavía negativo, EUR -0,4 Mn. Solo se vuelve positivo en 2027e (EUR 3,0 Mn) y 2028e (EUR 4,8 Mn), cuando termina el crecimiento del perímetro actual (Tabla 28).

El circulante absorbe EUR 3,6 Mn en 2026e, en línea con lo que espera la compañía, y va decayendo a EUR 1,5 Mn en 2027e y EUR 0,2 Mn en 2028e a medida que se frena el crecimiento. Es un negocio que adelanta materiales y nóminas antes de cobrar.

Buena parte de esa caja “atrapada” es obra en curso todavía no facturada y retenciones de garantía que el cliente no libera hasta la recepción, dos partidas que crecen con el volumen de obra abierta. Con un circulante en torno al 9% de las ventas, cada euro de crecimiento consume caja por adelantado.

El CAPEX, por el contrario, es casi irrelevante. En torno al 0,8% de las ventas, EUR 0,5-0,7 Mn al año. Es un negocio ligero en activo fijo. La caja se consume en circulante y en las compras, no en inversión productiva.

El capital empleado es casi todo circulante, el retorno sobre el capital depende de forma crítica de gestionar ese circulante. Lo que marca un campo de mejora para EZE, frente a comparables como Instalco y Bravida que operan con circulante ajustado o negativo.

Deuda y estructura de capital. Desapalancamiento por crecimiento de EBITDA y financiación vía equity. Ampliación de capital en 2026.

A cierre de 2025 la compañía reporta una deuda financiera neta de EUR 6,6 Mn, excluyendo el importe aplazado de las adquisiciones. Incluyéndolo, la deuda total se sitúa en EUR 11,3 Mn. Parte de ese pago aplazado se paga en acciones, no en caja (Tabla 30).

Nuestras proyecciones muestran que EZE se desapalanca con fuerza, de 10,9x sobre EBITDA recurrente en 2025 a 2,4x en 2026e y 0,5x en 2028e. La deuda neta apenas baja en 2026e, de EUR 11,3 Mn a EUR 10,9 Mn, y se reduce a EUR 8,2 Mn en 2027e y EUR 3,6 Mn en 2028e. La

Tabla 28. Del EBITDA al FCF recurrente

(EUR Mn)	2024	2025	2026e	2027e	2028e
EBITDA rec.	(1,9)	1,0	4,6	6,4	6,8
Var. de capital circulante	(2,4)	(8,0)	(3,6)	(1,5)	(0,2)
Cash flow operativo rec.	(4,3)	(7,0)	1,0	4,9	6,6
Capex	-	0,0	(0,5)	(0,7)	(0,7)
Resultado financiero (caja)	(0,6)	(1,5)	(0,8)	(0,6)	(0,3)
Impuestos (caja)	(0,0)	-	(0,2)	(0,6)	(0,8)
Free cash flow rec.	(4,9)	(8,4)	(0,4)	3,0	4,8

Nota. Free cash flow recurrente antes de adquisiciones y dividendos. La conversión de EBITDA a caja es negativa en 2026e por la absorción de circulante.

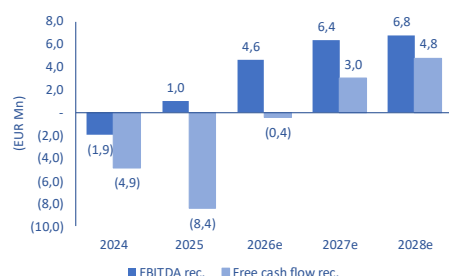
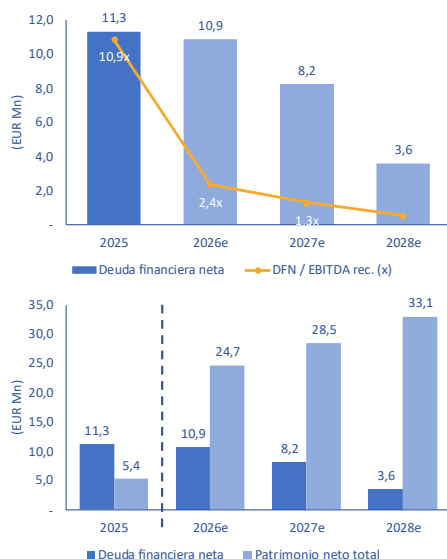


Tabla 29. Circulante y CAPEX

(EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Capital circulante	2,5	6,1	7,6	7,8
Capital circulante / ventas	7,4%	9,2%	9,2%	9,2%
CAPEX	(0,0)	0,5	0,7	0,7
CAPEX / ventas	-0,1%	0,8%	0,8%	0,8%
Ventas	34,3	66,3	82,3	84,8

Tabla 30. Deuda financiera neta y patrimonio

(EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Deuda financiera bruta	14,4	14,0	11,4	6,7
Caja	(3,1)	(3,1)	(3,1)	(3,1)
Deuda financiera neta	11,3	10,9	8,2	3,6
EBITDA recurrente	1,0	4,6	6,4	6,8
DFN / EBITDA rec. (x)	10,9x	2,4x	1,3x	0,5x
Patrimonio neto atribuible	3,4	21,5	25,7	30,6
Intereses minoritarios	2,0	3,2	2,8	2,4
Patrimonio neto total	5,4	24,7	28,5	33,1


Tabla 31. Del free cash flow recurrente a la variación de deuda neta

(EUR Mn)	2026e	2027e	2028e
Free cash flow recurrente	(0,4)	3,0	4,8
Gastos de reestructuración y otros	(0,6)	-	-
Adquisiciones (desembolso en caja)	(7,1)	-	-
Extraordinarios con impacto en caja	-	-	-
Free cash flow	(8,2)	3,0	4,8
Dividendo a minoritarios	(1,2)	(1,3)	(1,1)
Ampliación de capital dineraria	7,9	-	-
Conversión de convertibles Global Tech	2,2	-	-
Variación de deuda neta (+ aumento)	(0,8)	(1,7)	(3,6)
Acciones a vendedores (no monetario)	5,8	1,3	1,4

Tabla 32. Ratios vs covenant de Inveready

	2026e	2027e	2028e
DFN económica / EBITDA rec.	2,4x	1,3x	0,5x
Límite covenant (máximo)	2,8x	2,5x	2,0x
Margen	0,4x	1,2x	1,5x
EBITDA recurrente / intereses	4,2x	6,5x	9,9x
Cobertura mínima exigida	2,0x	2,5x	3,0x
Margen	2,2x	4,0x	6,9x

Nota. El covenant se calcula sobre la deuda neta reportada por la compañía, menor que la deuda neta usada aquí, y que incluye el precio aplazado de las compras. Así que el margen efectivo es todavía mayor.

caída de la ratio se explica sobre todo por un EBITDA recurrente que se multiplica por seis y medio entre 2025 y 2028e, y en el último tramo también por la amortización de deuda.

En 2026e el grupo consume EUR 8,2 Mn de free cash flow tras las adquisiciones, con EUR 7,1 Mn de desembolso por las compras sobre un flujo de caja operativo ya tensionado por el circulante, y paga EUR 1,2 Mn de dividendo a minoritarios. Lo que explica los EUR 10,1 Mn de financiación vía equity: la ampliación dineraria de mayo (EUR 7,9 Mn) más conversiones de convertibles de Global Tech (EUR 2,2 Mn). A lo que se suman otros EUR 5,8 Mn de las compras pagados directamente en acciones a los vendedores. El patrimonio neto total pasa de EUR 5,4 Mn a EUR 24,7 Mn en un solo ejercicio (Tabla 30).

El número de acciones pasa de 487,7 millones a cierre de 2024 a 837,5 millones en 2026e, un 72% más en dos años. El desapalancamiento es real pero, objetivamente, se alcanza pagando el peaje de la dilución. Que en una compañía sin acceso a financiación bancaria es, otra vez, inevitable.

Desde 2027 el negocio se autofinancia, con un flujo de caja recurrente de EUR 3,0 Mn en 2027e y EUR 4,8 Mn en 2028e que absorbe los tramos aplazados de las compras y el dividendo a minoritarios. EZE cumple los covenants con margen creciente.

Ratios frente al covenant de Inveready. El perímetro actual cumple con margen. El covenant no es un problema mientras EZE financie con equity las adquisiciones.

Inveready impuso a EZE dos covenants que se endurecen año a año, diseñados para forzar el desapalancamiento. Un máximo de deuda financiera neta sobre EBITDA que baja del 3,0x en el segundo semestre de 2025 al 2,75x en 2026, al 2,5x en 2027 y al 2,0x desde 2028. Y una cobertura mínima de EBITDA sobre intereses que sube del 2,0x al 4,0x en el mismo periodo.

En base a nuestras proyecciones, se cumplen los dos con holgura creciente. La deuda neta sobre EBITDA recurrente queda en 2,4x en 2026e, 1,3x en 2027e y 0,5x en 2028e, por debajo de unos límites que van del 2,75x al 2,0x. Y la cobertura de intereses, en 4,2x, 6,5x y 9,9x, multiplican los mínimos exigidos (Tabla 32).

El margen real es incluso mayor que ese. El covenant se mide sobre la deuda neta reportada por la compañía, que excluye el aplazado de las adquisiciones y es menor que nuestra definición.

El covenant no es la restricción del modelo. EZE cumple con holgura, porque cada compra añade EBITDA a la vez que deuda, pero contribuye a desapalancar. Lo que de verdad restringe el crecimiento es el acceso a financiación bancaria. Sin ella, EZE se ve obligada a financiar el plan con equity, es decir, con dilución.

Plan estratégico. El plan es alcanzable y financiable. Pero a costa de más dilución.

EZE tiene su propio plan. Dando continuidad a la estrategia de “build-up” iniciada en 2025. En nuestro caso el plan no puede incorporarse a proyecciones financieras, ya que no hay certidumbre ni sobre las posibles adquisiciones ni sobre las condiciones de las mismas. Pero es relevante saber las implicaciones del plan estratégico si se lleva a cabo en los términos previstos.

Asumimos un M&A que añadiera ingresos de EUR 40 Mn en 2027e y EUR 45 Mn en 2028e con adquisiciones de más de EUR 30 Mn. Para alcanzar el objetivo de c. EUR 160 Mn en 2028 con c.8% margen EBITDA. Múltiplos como los de las compras ya hechas: c.0,5x EV/Ventas y c.4-5x EV/EBITDA, y pago mitad caja mitad acciones. Financiación 100% equity en 2027e. Asumimos que EZE no tendrá acceso a banca y financiará la caja necesaria con ampliaciones de capital dinerarias (Global Tech + ampliación a mercado). Compras con parte en Deuda solo desde 2028e, cuando el apalancamiento baja lo suficiente para empezar a construir historial con los bancos. Las ampliaciones hasta 2028e se estiman al precio de mercado actual, EUR 0,07/acc.

El coste del plan recaería sobre el accionista, por dos vías. Dilución, ya que el número de acciones se incrementa desde 587 millones en 2025 a 1.157 millones en 2028e, con c. EUR 22 Mn de las compras pagados en acciones a vendedores. Y salida de caja, ya que las filiales reparten el 100% de su beneficio y el minoritario se lleva una porción creciente de caja (EUR 1,2 Mn 2026e a EUR 3,2 Mn en 2028e; EUR 6,6 Mn en el trienio) que no llega a la matriz.

Tabla 33. Valor presente de las BINs

Periodo	Base imponible	BINs compensadas	BINs pendientes al cierre	Ahorro fiscal (25%)	Valor presente al 11,9%
2029 (entra EDA)	9,7	2,4	583,1	0,6	0,4
2030 (entra Elías)	13,6	3,4	579,7	0,9	0,5
2031-2035	79,0	19,8	559,9	4,9	2,3
2036-2045	229,5	57,4	502,5	14,3	2,8
2046-2078	2.380,1	502,5	-	125,6	2,7
Total		585,5		146,4	8,8

Valor de las BINs. EUR 585 Mn sobre el papel, un valor realizable de unos EUR 8,8 Mn con el plan estratégico.

El ahorro de las BINs solo arranca cuando las filiales entran en el grupo fiscal, para lo que EZE necesita poseer el 75% de su capital al inicio del ejercicio. EDA lo alcanza en 2028 y se integra en 2029, Elías Equipamientos en 2030, y ADQA y Exyde en 2031. Desde entonces, cada año el grupo puede compensar BINs por el mayor de dos importes: el 25% de su base imponible o EUR 1 Mn.

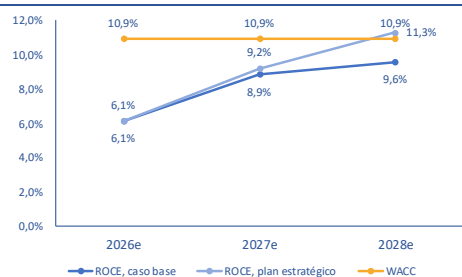
Para valorarlas partimos del beneficio antes de impuestos del Plan estratégico en 2028-30, lo proyectamos al 5% anual desde 2031 y descontamos el ahorro fiscal al coste del equity, del 11,9% (ver pg. 27 de este informe).

Estimamos que el VAN es de c.EUR 8,8 Mn, el 6% de los EUR 146 Mn de ahorro teórico y en torno al 15% de la capitalización actual. El grupo usaría menos del 10% de su stock de BINs en la próxima década. El resto exigiría décadas de beneficio. El valor depende, además, de que el plan de compras se ejecute, porque es lo que aporta la base imponible. El incentivo a incrementar el BAI es lógico y existe.

Conclusiones: una estrategia agresiva de “build-up” que garantiza tamaño y mejora de márgenes, pero a costa de un alto riesgo de dilución. El único escollo a salvar. El gran escollo.

EZE ha empezado a comprar (2025), ejecutando su plan de “build-up” y el mercado no lo ha premiado todavía. Desde que entró en el negocio de instalaciones y mantenimiento con la compra de EDA en marzo de 2025, los ingresos se multiplican casi por cinco, de EUR 13,9 Mn en 2024 a EUR 66,3 Mn en 2026e, y el EBITDA recurrente pasa de negativo a EUR 4,6 Mn.

La deuda neta se ha incrementado de cero a EUR 10,8 Mn, pero la compañía, gracias al “despegue” del EBITDA, se ha desapalancado con claridad. El número de acciones pasa de 488 millones en 2024 a 802 millones a junio 2026, un +64% más. Es decir, ha habido un alto crecimiento y saneamiento del balance, pero se ha financiado emitiendo una gran cantidad de papel con alto descuento. Y por tanto dilutivo. Desde la compra de EDA en marzo 2025, cuando la acción subió a 0,12 por acción, el valor ha perdido más de un 40% hasta los 0,07 que cotiza hoy.

Gráfico 11. ROCE vs WACC


La EZE actual (sin incorporar nuevas adquisiciones) cotiza a 9,6x EV/EBITDA 2028e, un 20% por debajo del múltiplo actual de los consolidadores europeos de referencia en el sector de instalaciones (Instalco y Bravida, 11,8x EV/EBITDA 2026e). Para EZE tomamos 2028e porque es el primer año con un EBITDA comparable, que integra plenamente las adquisiciones de 2025 y 2026. Para los consolidadores tomamos su múltiplo actual. Ajustando por arrendamientos que Instalco y Bravida capitalizan y por tanto excluyen del EBITDA (por IFRS 16) y EZE los lleva a gasto, el múltiplo subiría a 14,4x y el descuento de EZE sería del 33%.

La foto actual es por tanto clara. Las adquisiciones han aportado tamaño y conceden una doble oportunidad: diluir costes y mejorar márgenes, y empezar a rentabilizar las BINs. Pero el crecimiento orgánico del sector sigue siendo bajo, y a día de hoy no hay creación de valor: durante el periodo 2026-28 el ROCE se queda por debajo del coste de capital del 10,9% (penalizado por su infraexposición a financiación vía deuda).

Ya no hay un problema de apalancamiento en EZE. Pero si lo hay de balance, en la medida en que el acceso a financiación bancaria está cerrado por el momento. Y eso obliga a financiar con equity cualquier operación de M&A. Y asumir dilución. Dado que el plan estratégico es agresivo, la dilución potencial también lo es. Solo la dilución explica el fuerte underperformance de la acción -12m.

¿Hay catalizadores que puedan revertir el mal comportamiento de la acción? El punto de partida es un valor que cumple el plan previsto y que cotiza por debajo de los consolidadores. Pero el “lastre” de la dilución permanece. ¿Qué puede cambiar? El acceso a financiación bancaria, que dejaría atrás las ampliaciones y bajaría el coste de capital, lo que supondría un re-rating automático. Y alejaría el riesgo de dilución al permitir operaciones sin financiación 100% equity. Este es claramente el gran catalizador.

Tabla 34. Papel emitido a accionistas, presión vendedora potencial

Fuente (millones de acciones)	Caso base	Business Plan
A vendedores de las compras (lock-up 6 meses)	165,3	353,7
Conversión de Global Tech	45,4	92,5
Ampliación dineraria a mercado	-	46,4
Total papel emitido	210,7	492,6
<i>Como % acciones a 1S26</i>	<i>26,3%</i>	<i>61,5%</i>

Nota. Acciones a vendedores incluye tanto emitidas como por emitir; Global Tech EUR 2,2 Mn 2026 y EUR 3,3 Mn 2027e.

Otras opciones no parecen materiales. La monetización de las BINs no se ve en 2026e-2027e, ya que empieza cuando EZE consolide el 75% a efectos fiscales, a partir de 2028-30. La mejora de márgenes está asociada a la dilución de costes de estructura por M&A (y por tanto más dilución). La única palanca adicional es una mejora operativa que mejore el ROCE, sobre todo vía mejora del circulante. EZE inmoviliza en torno al 9% de sus ventas en circulante frente al 1,6% de Instalco y el -0,9% de Bravida, que trabajan con anticipos y facturación por hitos. Pero, siendo importante, esta mejora no es material, ya que podría convivir con el riesgo de dilución, y quedaría “anulada”.

A corto plazo, la dilución asociada a la estrategia de “build-up” es el principal “lastre” para la acción: ejecutar el Plan estratégico llevaría el número de acciones de 802 millones a 1S26 hasta 1.157 millones en 2028e (+44%), frente a los 874 millones (+9%) de nuestras proyecciones, que no incorporan compras adicionales. Y no es solo dilución. Las acciones entregadas a los vendedores tienen un lock-up de solo 6 meses y el convertible de Global Tech, según nuestras estimaciones, seguirá emitiendo acciones al mercado en 2027.

¿Cuál es la conclusión entonces? La pregunta puede contestarse con otra: ¿qué pasaría si no hubiera necesidad de financiar con equity la estrategia de M&A? En ese caso tendríamos una compañía: 1) en crecimiento (esencialmente inorgánico), 2) con potencial de mejora adicional de márgenes (por dilución de costes), 3) con un activo fiscal a rentabilizar, y 4) con un coste de capital eficiente y, por tanto (ROCE – WACC), capaz de crear valor. Esa compañía podría comprarse hoy con un descuento significativo vs peers.

Así pues, en el corto plazo el valor podría seguir “lastrado”. Pero lo interesante es saber que, libre de “lastres”, la estrategia escogida (un “build-up” en el sector de Instalaciones) puede haber acertado (creación de valor, potencial de re-rating de múltiplos). Pero, solo si la compañía sortea el “escollo” de su financiación. La visibilidad sobre este punto a lo largo de 2027 (ritmo del “build-up” y vías de financiación) nos parece decisiva para la cotización.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo ⁽¹⁾		
Free Cash Flow "To the Firm"	(7,3)	4,3	5,9	n.a.		
Market Cap	53,3	A la fecha de este informe				
Deuda financiera neta	11,2	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2026)				
					Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	8,0%	Coste de la deuda neta			7,8%	8,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=
Coste de la deuda neta	6,4%	$K_d = \text{Coste de Deuda Neta} * (1-T)$			6,2%	6,6%
Risk free rate (rf)	4,1%	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)	1,3	B (estimación propia)			1,2	1,4
Coste del Equity	11,9%	$K_e = R_f + (R * B)$			10,7%	13,2%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	82,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	17,4%	D			=	=
WACC	10,9%	$WACC = K_d * D + K_e * E$			9,9%	12,0%
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,0%

(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
Bravida	BRAV.ST	2.735,9	21,3	14,1%	13,0	9,6%	1,1	7,1%	8,7%	6,3%	7,5%
Instalco	INSTAL.ST	1.011,4	19,0	24,8%	10,3	13,0%	1,0	8,0%	9,9%	6,7%	26,8%
Consolidadores europeos			20,1	19,4%	11,7	11,3%	1,1	7,6%	9,3%	6,5%	17,1%
SPIE	SPIE.PA	7.180,8	13,8	10,0%	8,6	6,7%	0,9	6,2%	10,1%	8,5%	6,4%
Bilfinger	GBFG.DE	2.164,2	13,5	26,3%	6,0	17,5%	0,4	4,1%	6,5%	10,8%	13,7%
Servicios de instalación y mantenimiento			13,7	18,1%	7,3	12,1%	0,6	5,1%	8,3%	9,6%	10,1%
Elecnor	ENOR.MC	2.688,1	19,7	4,0%	7,3	8,9%	0,5	3,0%	6,8%	n.a.	n.a.
Dominion	DOMI.MC	405,2	14,0	24,8%	3,9	6,1%	0,5	5,3%	13,6%	15,9%	26,7%
Amper	APE.MC	407,9	43,5	70,4%	9,3	26,7%	1,5	33,0%	16,2%	n.a.	47,9%
Comparables españolas			25,7	33,1%	6,9	13,9%	0,8	13,7%	12,2%	15,9%	37,3%
EZE	EZEN.MC	53,3	26,5	21,0%	16,3	30,4%	1,0	13,1%	6,0%	n.a.	60,8%

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	8,6%	7,1	9,2x
Central	7,8%	6,4	10,2x
Min	7,0%	5,8	11,3x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e						
EBITDA 27e	0,7%	0,8%	0,9%	Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
7,1	3,8	3,7	3,6	Max	6,4%	6,2%	6,1%
6,4	3,1	3,0	2,9	Central	5,2%	5,1%	5,0%
5,8	2,4	2,4	2,3	Min	4,1%	4,0%	3,8%

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el EBITDA, en el free cash flow y en el caso de EZE, en el número de acciones. Nuestras proyecciones financieras recogen solo el perímetro cerrado a 30 de junio de 2026 y la ejecución de las adquisiciones comprometidas hasta el 75%.

1. **Riesgo de financiación y dilución.** Sin acceso a financiación bancaria, el crecimiento depende de financiación con acciones y, por tanto, dilución. En nuestras proyecciones financieras el número de acciones pasa de 801,9 Mn a 30 de junio de 2026 a 874 Mn en 2028e (+10%), y en el Plan Estratégico de EZE a 1.157 Mn (+43%). Si en 2028 no llega la deuda bancaria que asumimos (EUR 6,7 Mn), serían unos 96 Mn de acciones más a precios actuales.

El convertible de Global Tech convierte con descuento y quedan EUR 5,5 Mn por disponer.

El convertible de Inveready (EUR 4,8 Mn a junio de 2026, creciendo por el tramo PIK) está fuera de dinero, con un precio de conversión de EUR 0,0975. No puede amortizarse anticipadamente y vence en marzo de 2029, cuando exigirá caja o refinanciación, y puede vencer antes por cambio de control, exclusión de cotización o incumplimiento.

Posible oferta de papel en mercado. En base a nuestras proyecciones financieras, el papel vivo entregado a los propietarios de las compañías adquiridas y a Global Tech entre 2025 y 2028e equivale al 26% de la capitalización actual (que no considera M&A adicional) y al 61% en el Plan Estratégico de EZE. El límite de venta de Global Tech (15% del volumen diario) suaviza el impacto en cada sesión, pero prolonga la presión en el tiempo.

2. **Riesgo contingente por la garantía del préstamo sindicado ICO.** La liquidación de Atelco puede activar un pasivo contingente relevante. EZE sigue como garante del préstamo sindicado ICO (EUR 21,6 Mn tras la reestructuración de 2023). Tras el plan de reestructuración, la prestataria pasó a ser Atelco Field Factory, declarada en concurso voluntario con apertura de la fase de liquidación el 22 de junio de 2026. La participación del 5,24% en Atelco ya está deteriorada a cero, pero la garantía persiste.

El colateral son acciones, participaciones y cuentas de siete sociedades del perímetro heredado, de bajo valor. El saldo vivo y el alcance literal del aval no figuran en las cuentas de EZE. No incorporamos ningún impacto en nuestras proyecciones.

3. **Riesgo de ejecución del M&A en la consolidación sectorial.** Con el perímetro actual, EZE llega a unos EUR 85 Mn de ventas en 2028e. Toda la distancia hasta los más de EUR 160 Mn del plan estratégico depende de compras aún por identificar, negociar y financiar. A los riesgos habituales (precio excesivo, fallos de integración, pérdida de ejecutivos clave tras el cierre) se suman dos rasgos propios de EZE. El primero es que no aplica un criterio formal de retorno (ROIC o TIR) y decide por múltiplo, en el entorno de 4x-5x EBITDA. El segundo es que compite por los mismos activos con consolidadores mucho mejor capitalizados, como Serveo (antigua Ferrovial Servicios, hoy de Portobello, con unos EUR 1.000 Mn de ingresos). La propia compañía incluye este riesgo en su mapa de riesgos.
4. **Riesgo de deterioro del fondo de comercio.** A 30 de junio de 2026 el fondo de comercio era de EUR 22,2 Mn, el 96% del patrimonio neto de la dominante. La asignación del precio de compra sigue siendo provisional en Comavic, ADQA y Exyde (informe de gestión 1S 2026). Estimamos que el fondo de comercio y los intangibles de las compras suman EUR 28,6 Mn en 2026e, el 133% del patrimonio neto. Un deterioro ligado a una mala integración o al ciclo “consumiría” la mayor parte del patrimonio neto.
5. **Riesgo de liquidez por circulante y salida de caja a minoritarios.** El EBITDA no se convierte en caja mientras el negocio crece. En 2026e el circulante absorbe EUR 3,6 Mn y el free cash flow recurrente es negativo (EUR -0,5 Mn). A ello se suma la arquitectura de caja ascendente. Toda la deuda está en la matriz y la caja se genera en filiales de las que EZE no posee el 100%. Como las filiales reparten el

100% de su beneficio, la parte de los minoritarios sale del grupo cada año (EUR 4,2 Mn acumulados entre 2025 y 2028e).

6. **Riesgos de ciclo y concentración de clientes.** EDA y ADQA, el grueso de los ingresos, son instalación de proyecto con escaso mantenimiento recurrente. Eso deja a EZE más expuesta al ciclo de la construcción que la media del sector. La cartera superaba los EUR 36 Mn a 30 de junio de 2026, menos de medio año de ventas. En EDA el riesgo se acentúa por concentración, ya que los diez primeros clientes suponen el 88% de su facturación de 2025. En una recesión se sumarían caída de actividad y riesgo de crédito sobre los clientes más expuestos al ciclo. ADQA, con clientes de distribución y los ocho primeros representando el 45% de las ventas, está más diversificada.
7. **Riesgo de dependencia de fundadores y de la plantilla heredada.** La continuidad de los vendedores al frente de las compañías adquiridas se asegura con compromisos de permanencia y exclusividad de cinco años, ligados al pago en acciones y a la subida progresiva hasta el 75%. Esto difiere el riesgo de dependencia de los vendedores/fundadores, pero no lo elimina.

En paralelo, el negocio tradicional mantiene la plantilla heredada del antiguo EZE, del orden del 40% del total, para en torno al 12% de los ingresos y un EBITDA nulo. La compañía indica que no tiene pasivos laborales por subrogación ni deudas pendientes del plan de reestructuración. El riesgo es, por tanto, un coste latente de salida. Seguirá drenando margen hasta que la escala del nuevo negocio lo haga irrelevante.

8. **Riesgo fiscal.** Los EUR 585,5 Mn de bases imponibles negativas son una palanca de valor, pero su realización es lenta y condicionada. Aprovecharlas exige consolidar fiscalmente las filiales, lo que requiere alcanzar el 75%.

Un cambio de control podría restringir su uso. Si Grupo Ezentis dejase de ser la entidad dominante del grupo fiscal, también quedaría en cuestión el propio régimen de consolidación. Por último, el crédito fiscal ya activado (EUR 2,6 Mn en el primer semestre de 2026) descansa en el cumplimiento del plan de negocio y podría revertirse si este no se cumple. Por todo ello no incorporamos el efecto de las BINs en los flujos de caja y las valoramos aparte (EUR 8,8 Mn; epígrafe de Análisis Financiero de este informe).

9. **Riesgo de litigios.** Dos procedimientos abiertos afectan al plan de reestructuración de 2023, sobre el que se asienta el EZE actual. El accionista Eralan Inversiones pide la nulidad del acuerdo de la junta que aprobó el plan y de todos los actos derivados, y el procedimiento está pendiente de vista. El acreedor Movida Participações recurre la aprobación judicial del plan porque considera que su crédito se clasificó mal, lo que afectaría a cómo se le paga, pero no pide anular el plan, sin cuestionar la eficacia del plan. Los asesores externos califican ambos de posibles. La probabilidad es baja, pero una nulidad reabrirla la reestructuración. No incorporamos ningún impacto en nuestras proyecciones.

Gobierno corporativo

Presidido por el accionista de referencia (José Elías), y con free float cercano al 70%.

Tabla 35. Estructura accionarial a 30 junio 2026

Accionista	Nº acc. (Mn)	Directa (%)	Indirecta (%)	Total (%)
Eléctrica Nuriel, S.L. (F.J. Elías Navarro) — acciones	142,8	0,00%	17,81%	17,84%
Eléctrica Nuriel, S.L. (F.J. Elías Navarro) — instrumentos financieros	40,2	0,00%	5,01%	5,02%
Aicross 914, S.L. (F. Cuadri)	51,6	6,43%	0,00%	6,43%
Bastionis Capital, S.L. (E. Álvarez / A. Arias)	35,0	4,37%	0,00%	4,37%
Autocartera	0,0	0,00%	0,00%	0,00%
Free float	532,3	66,35%	0,00%	66,35%
Total	801,9	77,15%	22,82%	100,00%

A 30 de junio 2026, el Consejo de Administración de EZE está compuesto por 5 miembros: 1 ejecutivo (Anabel López Porta, Consejera Delegada), 1 dominical (Francisco José Elías Navarro, Presidente, en representación de Eléctrica Nuriel, S.L.U.) y 3 independientes (Ana María Sánchez Tejeda, Juan Antonio Alcaraz García y Ramiro Martínez-Pardo del Valle). El Presidente controla el 22,85% del capital a través de Eléctrica Nuriel (desglosado en 17,8% en acciones y 5,0% en instrumentos financieros), participación que ha ido descendiendo desde el 25,4% pre-ampliación de abril-mayo 2026 por dilución en las sucesivas ampliaciones por compensación de créditos ejecutadas durante el ejercicio. No hay ningún otro accionista con participación superior al 10%. El free float es muy elevado y alcanza el 66% del capital.

Los aspectos esenciales del Gobierno Corporativo de EZE son los siguientes:

Tabla 36. Consejo de Administración

Nombre	Categoría	Cargo	Fecha nombramiento	% Capital
Francisco José Elías Navarro	Dominical	Presidente	26/06/2024	22,85%
Anabel López Porta	Ejecutivo	CEO	26/02/2021 (ejec. 31/03/2025)	0,022%
Ana María Sánchez Tejeda	Independiente	Consejera	29/06/2023	0,004%
Juan Antonio Alcaraz García	Independiente	Consejero	29/06/2023	0,00%
Ramiro Martínez-Pardo del Valle	Independiente	Consejero	14/05/2025	0,00%
Total consejeros	5 miembros			22,88%

Tabla 37. Alta dirección

Nombre	Cargo
Anabel López Porta	Consejera Delegada

Nota: a la fecha, la única persona con categoría de alta dirección es la Consejera Delegada. El Director Financiero, Javier Castaño Cruz, no está clasificado como alta dirección a la fecha

Tabla 38. Comisión de Auditoría y Cumplimiento

Nombre	Cargo	Categoría
Ana María Sánchez Tejeda	Presidenta	Independiente
Juan Antonio Alcaraz García	Vocal	Independiente
Ramiro Martínez-Pardo del Valle	Vocal	Independiente
% consejeros independientes		100%

Tabla 39. Comisión de Nombramientos y Retribuciones

Nombre	Cargo	Categoría
Juan Antonio Alcaraz García	Presidente	Independiente
Ana María Sánchez Tejeda	Vocal	Independiente
Ramiro Martínez-Pardo del Valle	Vocal	Independiente
% consejeros independientes		100%

- 1. Accionista de referencia y Presidente: José Elías, holding industrial con larga trayectoria en compañías cotizadas.** Francisco José Elías Navarro, Presidente del Consejo desde junio de 2024, es el máximo accionista de EZE con el 22,85% del capital a través de Eléctrica Nuriel, S.L.U., sociedad participada por su holding personal Excelsior Times S.L.

Ingeniero Técnico Industrial de formación, inició su trayectoria empresarial en 1997 fundando su primera compañía de instalaciones integrales. En 2012 adquirió la comercializadora de energía Audax, desde la que ha construido un holding de participaciones en compañías cotizadas: es máximo accionista y Presidente de Audax Renovables (energía, 72,5% del capital, Mkt Cap EUR >500 Mn) y máximo accionista de Atrys Health (salud, c. 25% del capital, Mkt Cap EUR >200 Mn), además de EZE.

Su modelo de actuación en las tres cotizadas responde a un patrón común: toma de control de compañías con recorrido operativo pero con estructura de capital tensionada, y posterior ejecución de un plan de "buy and build" apalancado en adquisiciones sucesivas de participaciones mayoritarias en pymes del sector.

En EZE, este patrón se materializa desde 2021 vía el Acuerdo de Inversión con Eléctrica Nuriel, la reestructuración societaria completada en 2024 y el Plan Estratégico 2025-2028, que persigue multiplicar por 4x los ingresos y por 6x el EBITDA.

Elías ha respaldado a EZE con capital de forma sostenida desde 2021, con aportaciones por aproximadamente EUR 42,3 Mn, sea capitalizando préstamos concedidos a la sociedad (dos operaciones de EUR 19,9 Mn cada una en 2021 y EUR 600.000 en enero de 2026), o suscribiendo ampliaciones a mercado (EUR 2,0 Mn en mayo de 2026).

- 2. Consejera Delegada en el equipo de José Elías desde hace más de 20 años.** Anabel López Porta, Consejera Delegada desde marzo de 2025 acumula más de dos décadas de experiencia en sectores industriales y en entornos cotizados y complejos, y está vinculada al ecosistema de Elías desde la OPA de Audax sobre Fersa en 2016.

Licenciada en Derecho por la Universidad de Barcelona y PDG por IESE Business School, se incorporó en 2004 a Fersa Energías Renovables como Adjunta a la Dirección General. Participó en su salida a bolsa en 2007 y asumió la Dirección General en 2015, desde donde lideró la venta de Fersa vía OPA por parte de Audax Energía y, en 2019, la fusión inversa que dio origen a Audax Renovables. Posteriormente fue Directora General de Generación de Audax Renovables.

En 2021, en cumplimiento del Acuerdo de Inversión firmado entre EZE y José Elías, fue nombrada consejera dominical en representación de Eléctrica Nuriel. Desde el cuarto

trimestre de 2022 lideró desde el Consejo el proceso de reestructuración societaria de EZE, y el 31 de marzo de 2025 fue nombrada Consejera Delegada.

3. **Segundo y tercer accionistas significativos: vendedores de compañías adquiridas por EZE y que cobraron parte del precio en acciones.** Los otros dos accionistas significativos de EZE han accedido al capital como parte del precio recibido por la venta de compañías adquiridas en el marco del Plan Estratégico 2025-2028, replicando el esquema de pago parcial en acciones.

- **Aicross 914, S.L. (6,4%, julio de 2026).** Sociedad controlada por Fernando Cuadri, Consejero Delegado de Adecuaciones y Proyectos, S.L. (Adqa Proyectos), adquirida por EZE en mayo de 2026 (55,0% inicial, precio EUR 8,5 Mn, escalonado hasta el 75%; 50% en efectivo y 50% en acciones nuevas). Aicross 914 recibió 51,63 Mn de acciones a un precio de emisión de 0,0781 EUR/acción (Junta General, junio de 2026).
- **Bastionis Capital, S.L. (4,4% a 30 junio 2026, desde el 6,3% inicial).** Sociedad participada al 50% por EAM Holding Accionarial, S.L. (D. Eloy Álvarez Martín) y FRIRAI, S.L. (D. Antonio Arias), antiguos socios de EDA Instalaciones y Energía, S.L. (EDA), adquirida por EZE en marzo de 2025 (55% inicial, escalonado hasta el 75%). Ambos socios recibieron acciones a un precio de emisión de 0,1097 EUR/acción y consolidaron sus participaciones en Bastionis Capital en diciembre de 2025. Su participación se ha diluido un 1,9% desde entonces por las sucesivas ampliaciones de capital ejecutadas en 2026, sin haber acudido a la ampliación dineraria con derechos de suscripción preferente de abril-mayo de 2026.

Ninguno de los dos accionistas dispone de representación en el Consejo de Administración de EZE, ni ha ejercido el derecho de proponer consejeros dominicales.

4. **Compromiso de permanencia de 5 años de los equipos vendedores y lock-up de 6 meses.** Los contratos de compraventa de las adquisiciones industriales incluyen un compromiso de permanencia y exclusividad de los equipos directivos vendedores durante un mínimo de cinco ejercicios, y un lock-up de seis meses sobre las acciones de EZE recibidas como parte del precio.
5. **Consejo con mayoría de independientes con perfiles de referencia en banca y mercados de capitales.** Los tres consejeros independientes representan el 60% del Consejo y controlan las comisiones de (Auditoría y Cumplimiento, presidida por A.M. Sánchez Tejeda) y Nombramientos y Retribuciones (presidida por J.A. Alcaraz).
6. **EZE no tiene Consejero Coordinador Independiente designado,** a pesar de que el Presidente del Consejo es dominical (José Elías) y no independiente.
7. **Retribución del Consejo de Administración bajo control, con amplio margen respecto al máximo aprobado por la Junta.** La retribución agregada del Consejo en 2025 ascendió a EUR 478.000 (EUR 296.000 en 2024, +61% por el cambio de categoría de Anabel López Porta a ejecutiva). Representa un 4,2% de los gastos de personal del ejercicio (EUR 11,3 Mn). Importe muy por debajo del máximo aprobado por la JGO de 14 de mayo 2025 para el conjunto del Consejo (EUR 950.000), que la Sociedad puede consumir sin volver a la Junta bajo la Política de Remuneraciones 2025-2028 vigente.
8. **Blindaje moderado de la CEO y clawback sobre la retribución variable.** El contrato de la Consejera Delegada contempla una indemnización por cese anticipado equivalente a tres meses de retribución total (fija + variable) del ejercicio anterior. La retribución variable de la alta dirección está sujeta a cláusula de reembolso (clawback) por pérdidas atribuibles a gestión negligente o reformulación material de estados financieros durante los dos años posteriores.

Tabla 40. Principales indicadores de gobierno corporativo

KPI	2024	2025
% de consejeros independientes	40,0%	60,0%
% de consejeros dominicales	40,0%	20,0%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	20,0%
% de consejeros otros externos	20,0%	0,0%
% de mujeres en el Consejo de Administración	40,0%	40,0%
% de mujeres en la plantilla	16,3%	12,8%
% Remuneración Consejo / Gastos de personal	3,0%	4,2%
Nº casos de corrupción confirmados	0	0

- 9. Marco de delegaciones vigentes para ampliar capital y emitir convertibles.** El Consejo dispone de un margen amplio para diluir el capital sin volver a la Junta de Accionistas. La JGO de mayo de 2025 delegó en el Consejo, por 5 años, la facultad de ampliar capital y emitir convertibles hasta el 50% del capital, en ambos casos con facultad expresa de excluir el derecho de suscripción preferente.

La JGO de junio de 2026 ha añadido autorización para emitir obligaciones y otros valores por hasta EUR 50 Mn a 5 años con exclusión del derecho de suscripción preferente. El grueso de las ampliaciones ejecutadas desde 2024 se ha realizado con exclusión del derecho de suscripción preferente, con la excepción de la ampliación dineraria de abril y mayo de 2026.

- 10. Contratos de liquidez, autocartera y planes de retribución a largo plazo.** El Informe de Gobierno Corporativo no reporta ningún contrato de liquidez con un intermediario financiero. El Consejo tiene autorización para comprar hasta el 10% de las acciones hasta junio de 2031 para autocartera, planes retributivos u operaciones corporativas. La mención expresa a "planes retributivos" es una novedad de la JGO de junio 2026, dado que actualmente EZE no tiene un plan de incentivos a largo plazo basado en acciones para consejeros ni alta dirección.

- 11. Sin política de retribución al accionista.** El beneficio individual de 2025 (EUR 148.444) se destinó a compensar pérdidas de ejercicios anteriores. EZE no prevé dividendo en el corto y medio plazo, dada la existencia de pérdidas acumuladas y la prioridad de destinar recursos al crecimiento orgánico e inorgánico del Plan Estratégico 2025-2028.

- 12. Política de diversidad en línea con el Código de Buen Gobierno.** El Consejo cuenta con dos mujeres sobre cinco miembros (40%): Anabel López Porta (ejecutiva) y Ana María Sánchez Tejeda (independiente, Presidenta de Auditoría).

En la plantilla, la presencia femenina es del 13% (33 mujeres sobre 257 empleados a 31/12/2025), condicionada por la naturaleza técnica e industrial del negocio. En la alta dirección, la única persona con categoría de Alta Dirección en 2025 es la propia CEO.

- 13. Sin blindajes estatutarios, pero con desincentivos de facto a un cambio de control.** EZE no tiene límites de voto, pactos parasociales ni acuerdos que se activen ante una OPA, ni blindajes de consejeros o directivos más allá de la indemnización por cese de la CEO. Aun así, un cambio de control activaría el vencimiento anticipado del convertible de Inveready (no amortizable por anticipado) y la posible restricción de las BINs pendientes (EUR 585,5 Mn).

- 14. Medidas adicionales de buen gobierno corporativo.** EZE, sujeta al Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de la CNMV, ha adoptado un Reglamento Interno de Conducta que regula la gestión de información privilegiada, la autocartera y los conflictos de interés.

- 15. Volumen relevante de operaciones vinculadas con el accionista de referencia.** EZE ha generado un flujo continuo de operaciones vinculadas con el ecosistema de José Elías (Eléctrica Nuriel y Excelsior Times).

- **Préstamos de acciones.** Eléctrica Nuriel ha suscrito contratos de préstamo de acciones con Global Tech Opportunities 30 (Alpha Blue Ocean) y con Inveready Convertible Finance II, para garantizar la entrega de acciones tras la conversión

de los bonos convertibles emitidos por EZE. Devengan intereses a favor de Eléctrica Nuriel por EUR 61.000 en 2025 (EUR 20.000 en 2024), asumidos por EZE. Validados por experto independiente como precio de mercado.

- **Contrato de financiación.** Eléctrica Nuriel prestó EUR 600.000 a EZE el 25/09/2025 con opción de capitalización, aprobado por el Consejo con abstención de José Elías. Capitalizado en enero 2026 con emisión de 6.153.846 accs. a 0,0975 EUR/acc., reforzando la participación del accionista de referencia.

16. Aprobación de las cuentas anuales sin salvedades. KPMG audita el Grupo desde 2018. Las cuentas anuales de 2024 y 2025 han recibido opinión favorable sin párrafo de énfasis, pese al patrimonio neto negativo a 31/12/2024 (EUR -3,6 Mn). En los ejercicios 2021 y 2022, previos al plan de reestructuración, el informe de auditoría sí incluía párrafo de énfasis sobre incertidumbre relacionada con la empresa en funcionamiento.

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e		
Inmovilizado inmaterial			0,8	0,6	8,4	16,3	14,0	11,7		
Inmovilizado material			0,2	0,2	0,3	0,5	0,9	1,2		
Otros activos no corrientes			2,0	-	0,1	2,7	4,7	6,7		
Inmovilizado financiero			1,7	1,3	0,8	0,8	0,8	0,8		
Fondo de comercio y otros intangibles			0,1	0,1	7,5	12,3	12,3	12,3		
Activo circulante			5,4	3,0	22,6	43,6	54,1	55,8		
Total activo			10,1	5,1	39,6	76,1	86,7	88,3		
Patrimonio neto			(5,1)	(3,7)	3,4	21,5	25,7	30,6		
Minoritarios			-	0,0	2,0	3,2	2,8	2,4		
Provisiones y otros pasivos a LP			0,7	0,5	3,1	3,4	3,7	4,0		
Otros pasivos no corrientes			(0,5)	(0,4)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Deuda financiera neta			1,8	0,2	11,3	10,9	8,2	3,6		
Pasivo circulante			13,3	8,5	20,1	37,5	46,5	47,9		
Total pasivo			10,1	5,1	39,6	76,1	86,7	88,3		

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
Total Ingresos			17,8	14,0	34,4	66,3	82,4	84,8	21-25	25-28e
Cto.Total Ingresos			n.a.	-21,4%	146,4%	92,9%	24,1%	3,0%	n.a.	35,1%
Coste de ventas			(3,6)	(3,7)	(18,2)	(40,0)	(50,7)	(52,0)		
Margen Bruto			14,1	10,2	16,2	26,4	31,7	32,9	n.a.	26,5%
Margen Bruto / Ingresos			79,6%	73,4%	47,2%	39,8%	38,5%	38,7%		
Gastos de personal			(13,9)	(9,2)	(11,2)	(16,0)	(18,6)	(19,1)		
Otros costes de explotación			(8,3)	(3,0)	(4,0)	(5,8)	(6,7)	(7,0)		
EBITDA recurrente			(8,1)	(1,9)	1,0	4,6	6,4	6,8	n.a.	86,9%
Cto.EBITDA recurrente			n.a.	76,0%	153,4%	343,4%	39,0%	6,0%		
EBITDA rec. / Ingresos			n.a.	n.a.	3,0%	6,9%	7,8%	8,0%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.			(2,5)	(0,9)	(0,2)	(0,6)	-	-		
EBITDA			(10,6)	(2,9)	0,8	4,0	6,4	6,8	n.a.	n.a.
Depreciación y provisiones			(1,9)	(0,3)	(1,4)	(2,2)	(3,0)	(3,0)		
Gastos capitalizados			-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	-		
EBIT			(12,5)	(3,2)	(0,6)	1,8	3,4	3,8	n.a.	n.a.
Cto.EBIT			n.a.	74,7%	80,2%	379,4%	96,4%	10,6%		
EBIT / Ingresos			n.a.	n.a.	n.a.	2,6%	4,2%	4,5%		
Impacto fondo de comercio y otros			-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto			(7,3)	0,1	(0,6)	(1,1)	(1,0)	(0,7)		
Resultados por puesta en equivalencia			-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario			(19,8)	(3,1)	(1,2)	0,6	2,5	3,1	n.a.	65,7%
Cto.Beneficio ordinario			n.a.	84,6%	59,9%	152,5%	281,6%	27,3%		
Extraordinarios			102,2	-	(0,8)	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos			82,4	(3,1)	(2,0)	0,6	2,5	3,1	n.a.	52,2%
Impuestos			0,6	(0,0)	(0,6)	2,4	1,4	1,2		
Tasa fiscal efectiva			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Minoritarios			-	(0,0)	(0,5)	(1,2)	(1,3)	(1,1)		
Actividades discontinuadas			111,1	1,4	-	-	-	-		
Beneficio neto			194,1	(1,7)	(3,2)	1,9	2,5	3,2	n.a.	44,2%
Cto.Beneficio neto			n.a.	-100,9%	-91,3%	159,9%	32,2%	25,9%		
Beneficio ordinario neto			(17,3)	(2,1)	(1,6)	0,1	1,1	2,0	n.a.	48,5%
Cto. Beneficio ordinario neto			n.a.	87,6%	27,3%	106,1%	n.a.	71,9%		

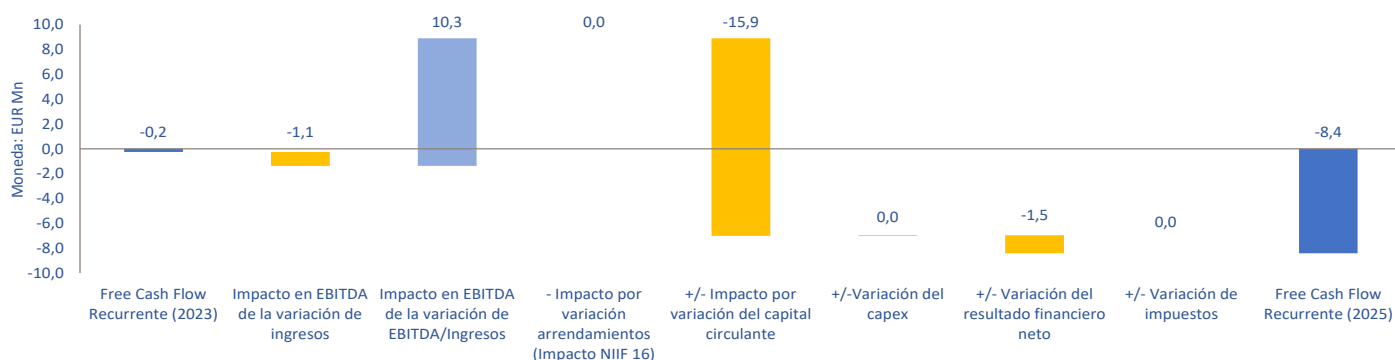
Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
EBITDA recurrente						4,6	6,4	6,8	21-25	25-28e
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-	n.a.	86,9%
Var.capital circulante						(3,6)	(1,5)	(0,2)		
Cash Flow operativo recurrente						1,0	4,9	6,6	n.a.	43,2%
CAPEX						(0,5)	(0,7)	(0,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,8)	(0,6)	(0,3)		
Impuestos						(0,2)	(0,6)	(0,8)		
Free Cash Flow Recurrente						(0,4)	3,0	4,8	n.a.	37,0%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,6)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(7,1)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(8,2)	3,0	4,8	n.a.	32,1%
Ampliaciones de capital						10,1	1,3	1,4		
Dividendos						(1,2)	(1,3)	(1,1)		
Variación de Deuda financiera neta						(0,8)	(3,0)	(5,0)		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

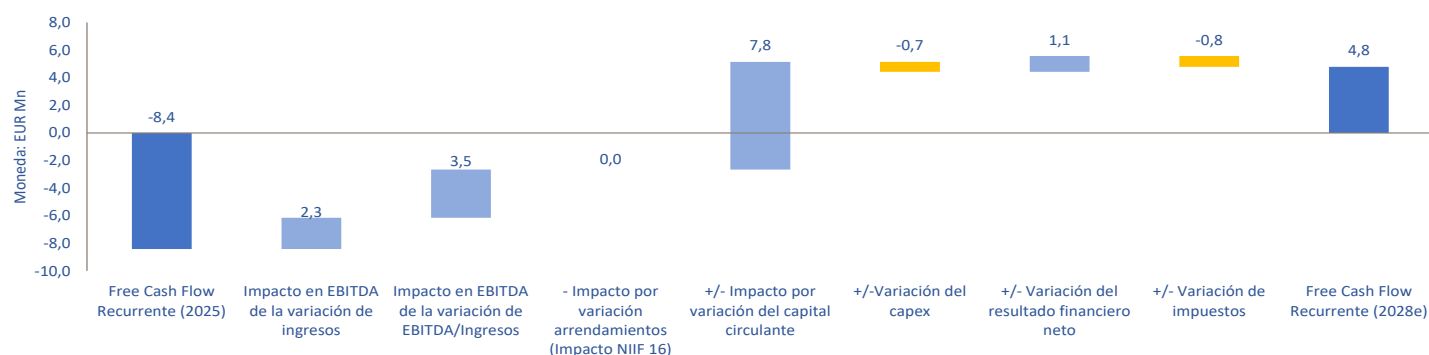
								TACC	
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	22-25	25-28e
EBITDA recurrente		(8,1)	(1,9)	1,0	4,6	6,4	6,8	n.a.	86,9%
Cto.EBITDA recurrente		n.a.	76,0%	153,4%	343,4%	39,0%	6,0%		
EBITDA rec. / Ingresos		n.a.	n.a.	3,0%	6,9%	7,8%	8,0%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante		7,9	(2,4)	(8,0)	(3,6)	(1,5)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente		(0,2)	(4,3)	(7,0)	1,0	4,9	6,6	n.a.	43,2%
Cto. Cash Flow operativo recurrente		n.a.	n.a.	-62,7%	114,6%	382,8%	33,1%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos		n.a.	n.a.	n.a.	1,5%	6,0%	7,7%		
- CAPEX		-	-	0,0	(0,5)	(0,7)	(0,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow		-	(0,6)	(1,5)	(0,8)	(0,6)	(0,3)		
- Impuestos		-	(0,0)	-	(0,2)	(0,6)	(0,8)		
= Free Cash Flow recurrente		(0,2)	(4,9)	(8,4)	(0,4)	3,0	4,8	n.a.	37,0%
Cto. Free Cash Flow recurrente		n.a.	n.a.	-73,3%	94,7%	773,0%	58,8%		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,7%	5,6%		
- Gastos de reestructuración y otros		(2,5)	(0,9)	(0,2)	(0,6)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones		-	0,1	1,4	(7,1)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	6,2	(8,6)	-	-	-		
= Free Cash Flow		(2,8)	0,4	(15,8)	(8,2)	3,0	4,8	n.a.	32,1%
Cto. Free Cash Flow		n.a.	115,8%	n.a.	48,2%	136,9%	58,8%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,1%	8,3%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)		n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	5,1%	8,3%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)			(0,2)	(4,9)	(8,4)	(0,4)	3,0		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			1,7	(2,9)	1,0	1,1	0,2		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			4,4	5,8	2,6	0,7	0,2		
= Variación EBITDA recurrente			6,2	3,0	3,6	1,8	0,4		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante			(10,2)	(5,7)	4,4	2,1	1,2		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente			(4,1)	(2,7)	8,0	3,9	1,6		
+/-Variación del CAPEX			-	0,0	(0,6)	(0,1)	(0,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,6)	(0,9)	0,7	0,1	0,3		
+/- Variación de impuestos			(0,0)	0,0	(0,2)	(0,5)	(0,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente			(4,6)	(3,6)	8,0	3,5	1,8		
Free Cash Flow Recurrente			(4,9)	(8,4)	(0,4)	3,0	4,8		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
EBIT		(12,5)	(3,2)	(0,6)	1,8	3,4	3,8	n.a.	n.a.
* Tasa fiscal teórica		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente		(8,1)	(1,9)	1,0	4,6	6,4	6,8	n.a.	86,9%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante		7,9	(2,4)	(8,0)	(3,6)	(1,5)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente		(0,2)	(4,3)	(7,0)	1,0	4,9	6,6	n.a.	43,2%
- CAPEX		-	-	0,0	(0,5)	(0,7)	(0,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente		(0,2)	(4,3)	(7,0)	0,5	4,3	5,9	n.a.	41,7%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente		n.a.	n.a.	-61,7%	107,1%	770,4%	37,8%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos		n.a.	n.a.	n.a.	0,7%	5,2%	6,9%		
- Gastos de reestructuración y otros		(2,5)	(0,9)	(0,2)	(0,6)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones		-	0,1	1,4	(7,1)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	6,2	(8,6)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"		(2,8)	1,0	(14,3)	(7,3)	4,3	5,9	n.a.	34,1%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)		n.a.	135,7%	n.a.	49,5%	159,0%	37,8%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)		n.a.	n.a.	n.a.	0,8%	6,6%	9,0%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)		n.a.	1,5%	n.a.	n.a.	6,6%	9,0%		

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

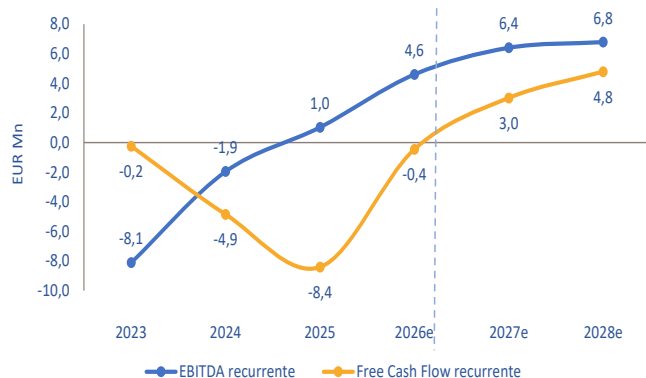
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2023 - 2025)



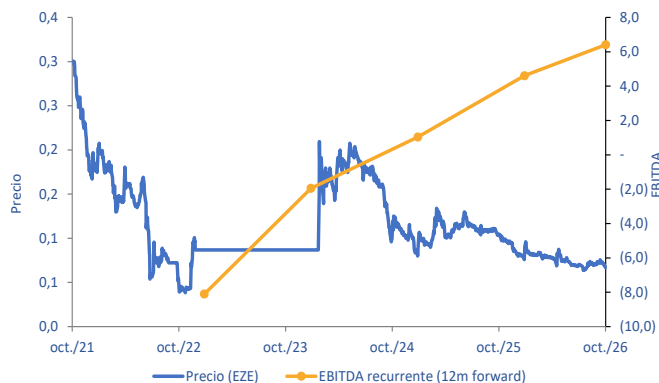
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



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	53,3	
+ Minoritarios ⁽¹⁾	8,3	Lighthouse
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,9	Rdos. 6m 2026
+ Deuda financiera neta	11,2	Rdos. 6m 2026
- Inmovilizado financiero	0,9	Rdos. 6m 2026
+/- Otros ⁽²⁾	(8,8)	Lighthouse
Enterprise Value (EV)	65,1	

(1) Minoritarios a valor contable en lo Rdos. 6m 2026 y ajustados a 3,1x P/BV media de Instalco y Bravida (comparables de referencia de EZE).

(2) Valoración de las BINS.

Anexo 4. Principales comparables 2026e

	EUR Mn	Consolidadores europeos		Average	Servicios de instalación y mantenimiento		Average	Comparables españolas			Average	EZE
		Bravida	Instalco		SPIE	Bilfinger		Elecnor	Dominion	Amper		
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BRAV.ST	INSTAL.ST		SPIE.PA	GBFG.DE		ENOR.MC	DOMI.MC	APE.MC		EZEN.MC
	País	Sweden	Sweden		France	Germany		Spain	Spain	Spain		Spain
	Market cap	2.735,9	1.011,4		7.180,8	2.164,2		2.688,1	405,2	407,9		53,3
	Enterprise value (EV)	3.022,9	1.376,8		9.685,2	2.169,8		2.218,6	590,9	506,0		65,1
Información financiera básica	Total Ingresos	2.671,7	1.347,9		11.239,5	5.525,5		4.472,7	1.101,6	334,6		66,3
	Cto.Total Ingresos	6,5%	11,4%	8,9%	8,1%	1,8%	5,0%	1,9%	4,8%	18,8%	8,5%	92,9%
	2y TACC (2026e - 2028e)	7,1%	8,0%	7,6%	6,2%	4,1%	5,1%	3,0%	5,3%	33,0%	13,7%	13,1%
	EBITDA	232,1	133,0		1.131,6	361,0		302,8	150,3	54,2		4,0
	Cto. EBITDA	13,4%	17,0%	15,2%	13,4%	-14,3%	-0,4%	32,8%	4,0%	81,6%	39,5%	385,9%
	2y TACC (2026e - 2028e)	9,6%	13,0%	11,3%	6,7%	17,5%	12,1%	8,9%	6,1%	26,7%	13,9%	30,4%
	EBITDA/Ingresos	8,7%	9,9%	9,3%	10,1%	6,5%	8,3%	6,8%	13,6%	16,2%	12,2%	6,0%
	EBIT	173,5	85,9		791,2	209,7		194,3	74,0	30,3		1,8
	Cto. EBIT	16,9%	29,9%	23,4%	35,3%	-26,4%	4,5%	37,6%	5,0%	137,7%	60,1%	379,4%
	2y TACC (2026e - 2028e)	12,1%	17,4%	14,7%	7,1%	30,4%	18,8%	9,7%	9,3%	34,9%	18,0%	47,4%
	EBIT/Ingresos	6,5%	6,4%	6,4%	7,0%	3,8%	5,4%	4,3%	6,7%	9,0%	6,7%	2,6%
	Beneficio Neto	129,6	57,4		511,3	146,3		135,1	28,5	9,0		1,9
	Cto. Beneficio Neto	18,1%	71,6%	44,9%	186,0%	-20,2%	82,9%	22,1%	44,1%	104,9%	57,0%	159,9%
	2y TACC (2026e - 2028e)	13,8%	23,5%	18,7%	11,7%	31,4%	21,6%	9,6%	24,1%	74,1%	35,9%	29,0%
	CAPEX/Ventas	0,4%	0,9%	0,6%	1,4%	1,3%	1,4%	3,1%	3,7%	11,3%	6,0%	0,8%
	Free Cash Flow	173,6	67,7		606,8	233,9		n.a.	64,3	(34,6)		(8,2)
	Deuda financiera Neta	129,3	301,1		2.278,1	(265,3)		(241,4)	113,5	112,7		10,9
	DN/EBITDA (x)	0,6	2,3	1,4	2,0	n.a.	2,0	n.a.	0,8	2,1	1,4	2,7
	Pay-out	56,8%	28,5%	42,7%	40,6%	61,8%	51,2%	59,2%	35,6%	0,0%	31,6%	0,0%
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	21,3	19,0	20,1	13,8	13,5	13,7	19,7	14,0	43,5	25,7	26,5
	P/BV (x)	3,2	3,1	3,1	3,0	1,5	2,3	2,6	1,4	n.a.	2,0	2,5
	EV/Ingresos (x)	1,1	1,0	1,1	0,9	0,4	0,6	0,5	0,5	1,5	0,8	1,0
	EV/EBITDA (x)	13,0	10,3	11,7	8,6	6,0	7,3	7,3	3,9	9,3	6,9	16,3
	EV/EBIT (x)	17,4	16,0	16,7	12,2	10,3	11,3	11,4	8,0	16,7	12,0	37,2
	ROE	15,7	15,8	15,8	22,3	11,2	16,7	13,6	10,3	6,0	10,0	15,4
	FCF Yield (%)	6,3	6,7	6,5	8,5	10,8	9,6	n.a.	15,9	n.a.	15,9	n.a.
	DPA	0,36	0,06	0,21	1,23	2,43	1,83	0,94	0,07	0,00	0,34	0,00
	Dvd Yield	2,7%	1,6%	2,1%	2,9%	4,2%	3,6%	3,0%	2,5%	0,0%	1,9%	0,0%

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

Roberto Barrio Hernando
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 Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

Principales inversores institucionales de EE.UU. Este informe se distribuirá a los "Principales inversores institucionales de EE.UU." según la definición de la Normativa 15a-6 de la Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos y de la Ley del Mercado de Valores de EE.UU. de 1934.

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
07-Oct-2026	n.a.	0,066	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Alfredo Echevarría Otegui

