

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Food Products

Precio de Cierre: EUR 0,18 (7 oct 2025)

Fecha del informe: 8 oct 2025 (14:40h)

Inicio de cobertura

Análisis Independiente de Compañías

Deoleo (OLE) es una compañía de alimentación española líder mundial en el refinado, envasado y marketing de aceites de oliva y de semillas que son comercializados bajo sus marcas. Deoleo tiene una fuerte presencia internacional (73% s/ingresos 2024). Deoleo cotiza en el mercado continuo de BME.

Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Miguel Medina Sivilotti – lighthouse@institutodeanalistas.com
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com
 +34 915 631 972

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	89,5	104,3
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	478,4	557,7
Número de Acciones (Mn)	500,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,24 / 0,20 / 0,17	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,07	
Rotación ⁽²⁾	19,8	
Refinitiv / Bloomberg	OLEO.MC / OLE SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

CVC Capital Partners	57,0
Aceites del Sur	5,1
Free Float	38,0

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	500,0	500,0	500,0	500,0
Total Ingresos	1.007,0	872,8	949,9	1.024,6
EBITDA Rec.	33,4	47,4	57,9	70,5
% Var.	10,4	42,2	22,0	21,8
% EBITDA Rec./Ing.	3,3	5,4	6,1	6,9
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	7,2	-2,0	11,3	7,1
Beneficio neto	-28,3	4,7	4,7	6,1
BPA (EUR)	-0,06	0,01	0,01	0,01
% Var.	-57,6	116,7	-0,5	29,2
BPA ord. (EUR)	0,06	0,01	0,01	0,01
% Var.	115,6	-83,9	-0,5	29,2
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	9,6	6,2	24,7	32,4
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	114,3	97,8	78,1	50,7
DN / EBITDA Rec.(x)	3,4	2,1	1,3	0,7
ROE (%)	n.a.	2,2	2,2	2,7
ROCE (%) ⁽⁴⁾	n.a.	4,3	5,5	7,0

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	n.a.	19,0	19,1	14,8
PER Ordinario	3,0	19,0	19,1	14,8
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,48	0,55	0,50	0,47
EV/EBITDA Rec.	14,3	10,1	8,3	6,8
EV/EBIT	n.a.	12,8	10,0	7,9
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	5,4	3,5	14,0	18,3

(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 Food & Beverage.

(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.

Tras la tormenta, viene la calma. Fuerte mejora del momentum sectorial ya en 2025.

UNA COMPAÑÍA CON UNA MALA SALUD DE HIERRO... OLE ha sobrevivido a un “stress test” operativo y financiero de más de 15 años tras una estrategia de crecimiento (financiada con deuda) que chocó con la realidad de la crisis financiera de 2008. La debilidad del balance condujo a ventas de activos, reestructuraciones/refinanciaciones y cambios de gestión y propiedad que culminaron en una capitalización de deuda en 2020. La refinanciación de su deuda en marzo 2025 resuelve el problema y da vía libre para crecer.

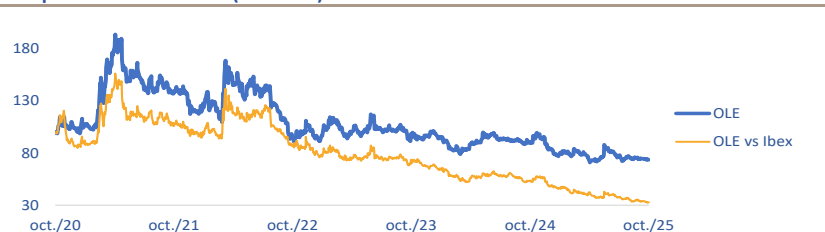
...EN UN SECTOR QUE MEJORA CON FUERZA YA EN 2025. Operativamente, el sector del aceite de oliva tiene un riesgo de demanda bajo (“lo que se produce, se vende”) pero está expuesto a shocks de oferta por motivos climatológicos. Y ninguno tan dramático en la historia del sector como la subida de más del 100% de los precios en origen en 2023 y 2024. La caída de los precios de la materia prima ha sido superior al 50% tras una cosecha “normal” en España en la campaña 24/25, pero un 65% superior a la media de las cosechas 22/23 y 23/24.

CON UN IMPACTO MUY POSITIVO EN EL EBITDA (+28,3% TACC 2024-27E).

Esperamos una recuperación de margen bruto tras la erosión sufrida en 2023 y 2024 por la imposibilidad de trasladar en los últimos años la totalidad de la subida de la materia prima al consumidor final. Estimamos un margen bruto medio en 2025e-2027e de 15,2%, superior al margen bruto medio de 2023-2024 de 10,9% pero todavía inferior al margen bruto medio 2019-2022 del 17,0%.

EL MOMENTUM SECTORIAL CAMBIA/MEJORA RADICALMENTE YA EN 2025. Y, SOBRE EL PAPEL, PERMITE UNA RÁPIDA MEJORA DE MÁRGENES Y EBITDA.

Tras la refinanciación de deuda de 2025 OLE tiene un apalancamiento asumible (DN/EBITDA Rec. 2,1x 2025e y 0,7x 2027e) con un EBITDA Rec. acumulado 2025e-2027e de EUR 175,8 Mn y una alta conversión de EBITDA en Cash Flow operativo recurrente (94,9%). Esta solidez financiera junto con la vuelta a la normalidad operativa, con la estabilización del precio del aceite de oliva tras el shock de 2023-2024, podría ofrecer una ventana de oportunidad a potenciales cambios en el accionariado. Hay interés inversor en el sector. El EV/EBITDA no es un reclamo hoy (por encima c.10x en 2025e), pero caería a niveles de c.7x en 2027 (vs 13x del sector). Es decir, todo el equity story de OLE se resume en probar ser capaz de materializar la mejora de márgenes y EBITDA que el nuevo contexto del sector (volúmenes y precios) hace “teóricamente” posible. Los resultados de 2026 son claves para demostrarlo.

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-1,4	-4,0	-18,6	-4,8	-22,0	-26,3
vs Ibex 35	-5,7	-13,0	-38,6	-28,9	-62,6	-67,2
vs Ibex Small Cap Index	-5,8	-6,3	-34,7	-25,0	-49,2	-52,7
vs Eurostoxx 50	-6,6	-8,7	-28,0	-17,0	-53,1	-57,6
vs Índice del sector ⁽³⁾	2,6	2,0	-6,4	0,0	-5,5	-17,3

Conclusiones

OLE, listo para aflorar el valor de sus marcas. La mejora del momentum en 2025 da vía libre a mejorar márgenes y crecer con fuerza en EBITDA.

OLE: en un buen sector, con buenos productos y con grandes marcas

Deoleo (OLE) es el líder mundial en aceite de oliva (también presente en aceites de semillas) con la primera marca (Bertolli) del ranking y tres (Bertolli, Carbonell y Carapelli) de las “top 10” en el mundo (fuente Euromonitor). Tiene una fuerte presencia internacional (c. 74% de los ingresos y c. 85% del margen bruto en 2024).

Sin integración vertical

OLE compra el 100% de sus necesidades de aceite a más de 200 proveedores y está expuesto a la volatilidad del precio de la materia prima. En el pasado OLE valoró la posibilidad de una parcial integración vertical (Proyecto Tierra) que fue descartada por la situación financiera del grupo.

Sin presencia en marca blanca

OLE no envasa producto con marca blanca o de fabricante. El principal activo de OLE son sus marcas y es primordial, en un escenario donde las marcas de fabricante pierden espacio en el lineal frente a las marcas blancas, retener este liderazgo. No es sorprendente que la inversión (contablemente tratada como OPEX) en marketing sea casi 3x el CAPEX anual de mantenimiento.

A) ¿Dónde está OLE ahora?

La caída de los precios de la materia prima (superior al 50%) tras una cosecha “normal” en España en la campaña 24/25, pero 65% superior a la media de las cosechas 22/23 y 23/24 permite:

Un mercado ya “normalizado”

- Una recuperación de margen bruto tras la erosión sufrida en 2023 y 2024 por la imposibilidad de trasladar en los últimos años la totalidad de la subida de la materia prima al consumidor final.

Y un Balance que ha sido “reparado”

- La refinanciación de la deuda ordinaria del negocio operativo en marzo 2025 extiende los vencimientos hasta 2029 y mejora el coste. Asimismo, la firma del acuerdo de financiación para la contingencia fiscal italiana solventó un enorme desafío que afectaba el futuro de la empresa. Por lo tanto, esta mayor flexibilidad financiera permite al management priorizar las mejoras en la eficiencia operativa de sus operaciones.
- Dada la volatilidad en el negocio operativo, es prioritario para OLE mantener un apalancamiento bajo que permita navegar shocks de coste de materia prima que impactan fuertemente el EBITDA como ocurrió en 2023 y 2024. OLE tiene un apalancamiento moderado (ex deuda con la Hacienda Italiana; DN/EBITDA Rec. 2,1x 2025e y 0,8x 2027e) con un EBITDA Rec. acumulado 2025e-2027e de EUR 175,8 Mn y una alta conversión de EBITDA en Cash Flow operativo recurrente (94,9%).

Compañía resiliente en un mercado resiliente

- Validación del modelo de negocio de OLE tras el “tsunami” de precios de materia prima en 2023 y 2024, confirmando la resiliencia del sector (baja elasticidad de la demanda) y de OLE (marcas líderes que retienen cuota de mercado).

B) ¿Hacia dónde va OLE? (2025e–2027e)

Durante el trienio 2025e–2027e, la normalización de coste de materia prima y la mayor flexibilidad financiera deben de conducir a:

Recuperación del margen bruto desde 2025

- Estimamos un margen bruto medio en 2025e-2027e de c.15,2%, superior al margen bruto medio de 2023-2024 de c.10,9% pero inferior al margen bruto medio 2019-2021-2022 del c.17,0% (2020 excluido por impacto positivo de COVID-19: c.23% margen bruto).
- Aprovechar el impacto positivo de la bajada del coste de la materia prima (factor exógeno) para trabajar en las líneas maestras del proyecto para la implementación de mejoras operativas como son el traslado a la política de compras (materia prima es c.80% de los costes totales) de la mayor flexibilidad financiera (positivo para margen bruto) y enfoque en los mercados de alto margen y con potencial de crecimiento como India, USA y Norte de Europa.

Aprovechar las mejoras operativas para refinanciar

- Usar la mejora de margen y el crecimiento en EBITDA para refinanciar una deuda sindicada que refleja la foto de OLE en 2024 pero no las mejoras en 2025e-2027e, y una deuda subordinada (contingencia fiscal italiana) con un coste del 20%. OLE se aseguró en ambos casos la opción de

refinanciar sin coste adicional alguno (el sindicado a partir de marzo de 2026 y los bonos vinculados a la financiación de la contingencia fiscal italiana en cualquier momento).

C) Fortalezas estructurales y riesgos clave de OLE

Fortalezas estructurales:

Marcas líderes en prácticamente todos los mercados en los que opera

- Marcas líderes en la mayoría de sus mercados que “protegen” espacio en los lineales de una distribución donde las marcas intermedias sufren por el crecimiento de la marca blanca.
- Capacidad de innovación, como OLE ha demostrado en India con la apuesta por el uso cosmético del aceite de oliva y por el control de la distribución consiguiendo el segundo mayor margen bruto de todas las unidades negocio en un mercado sin tradición de aceite de oliva.
- Integración “real” de la sostenibilidad en el negocio con una estrategia bien definida de alcanzar un 70% del aceite de oliva procesado “sostenible” en 2030 (39% en 2024) que redunda en una mejor imagen del producto y en la captura del premium de precio que están dispuestos a pagar un número creciente de consumidores.
- Relevante presencia en USA (segunda marca más vendida) que es un mercado en crecimiento con un bajo consumo per cápita y escasa producción local.
- Equipo directivo incentivado a maximizar el “equity value” de OLE en un eventual proceso de venta.

Alineamiento de intereses entre equipo gestor y accionistas

Riesgos relevantes:

Volatilidad del coste de la materia prima

Integración vertical de los competidores

Concentración de la distribución

Consumidor maduro en mercados tradicionales

Estructura accionarial muy compleja y con alto riesgo de cambios

- Sector donde la materia prima representa de media el 80% del coste sin mecanismos (mercado de futuros) para gestionar el riesgo. OLE carece de integración vertical que permita proteger el margen del procesador/envasador cuando los precios en origen favorecen al productor de aceite de oliva.
- Competencia. No es un fenómeno nuevo, pero se ha intensificado recientemente con uno de los mayores productores de aceite de oliva (DCOOP) obteniendo el control de la marca líder en USA (Pompeian) y el principal productor y envasador australiano (Cobram) apostando por el mercado USA invirtiendo en producción local de aceite (en California) y en marketing para potenciar su marca.
- El proceso de consolidación en distribución continúa al igual que la apuesta del sector de distribución por la marca blanca. OLE ha de continuar invirtiendo en innovación y en marketing para defender el privilegiado posicionamiento de sus marcas.
- Los jubilados consumen el 35% del aceite de oliva en España y las generaciones más jóvenes tienen un consumo per cápita muy inferior. Es fundamental “evangelizar” a los segmentos jóvenes de la población en las ventajas del aceite de oliva en mercados maduros como España o Italia.
- La estructura accionarial es compleja y, probablemente, no la más adecuada para el medio y largo plazo. Compleja porque CVC, el accionista mayoritario de OLE con 57%, convive con Alchemy, accionista con 41% de la compañía operativa (Deoleo Holding). Como es habitual en estos casos, hay pactos parasociales y cláusulas de reestructuración del grupo que dificultan el entendimiento de la toma de decisiones por el inversor minoritario. Ambos inversores (CVC y Alchemy) han apoyado a OLE durante periodos difíciles (muy recientemente con la deuda subordinada -contingencia fiscal italiana- imprescindible para cerrar la refinanciación de marzo 2025) pero ambos también han superado el periodo de inversión típico de este tipo de inversor financiero.

D) OLE a largo plazo: más allá de 2027

Más allá del periodo 2025e–2027e, ¿qué puede hacer OLE para mejorar su EBITDA y su múltiplo EBITDA (percepción del mercado de la calidad del EBITDA)?

Más y mejor EBITDA

Creemos que hay una serie de pasos a medio y largo plazo que pueden impactar positivamente el EBITDA tanto cuantitativa como cualitativamente (menos volatilidad). Por ejemplo, el éxito de OLE en India posicionando el aceite de oliva para uso cosmético abre un nuevo mercado (cosmética) que se puede replicar en otros países. El “patito feo” en términos de cuota de mercado en aceite de oliva (Italia) representa una oportunidad de recuperar la cuota de mercado perdida al contar con dos marcas (Carapelli y Bertolli) que son tremendamente exitosas en mercados internacionales (USA y Norte de Europa entre otros) pero que están

fuera del “top 5” en su mercado local (que además tiene un peso relativamente bajo de la marca blanca cuando se compara con otros países).

¿Integración vertical?

Creemos que OLE ha de volver a considerar la posibilidad de cierta integración vertical. Hay apetito por parte del capital privado en invertir en “agribusiness” porque ofrece un rendimiento atractivo a largo plazo. OLE puede invertir con su balance (como ha hecho Cobram) o establecer un acuerdo con inversores que ponen el capital y donde OLE asegura un volumen de compra. El mercado debería de premiar un EBITDA menos volátil con un mayor múltiplo.

Un plan más allá de 2028 demanda claridad en la vocación de permanencia de los actuales accionistas de control. Si, como parece, su ciclo inversor está cercano a su final, creemos que hay inversores a largo plazo interesados en una compañía líder en un sector de bajo riesgo y con crecimiento. Tanto los mercados públicos (ITF -Intention To Float- de Princes Group en UK, ampliación de capital de Cobram en Australia, favorable acogida por el mercado al crecimiento inorgánico de NewPrinces Group en Italia) como los privados, están abiertos a estas oportunidades de inversión.

E) Conclusión: un líder mundial en un sector con vientos de cola por la reducción del coste de la materia prima, que se traslada a un menor precio final para el aceite de oliva y favorece el consumo. El momentum del sector mejora (objetivamente) ya en 2025.

Mejora del momentum del mercado de aceite de oliva por la reducción del coste de la materia prima y la recuperación demanda

Apalancamiento en senda decreciente

Elevada generación de caja en 2025e-2027e

Foco en aprovechamiento de oportunidades del sector

Potencial ventana de oportunidad para cambios en el accionariado

Múltiplo EV/EBITDA de 10,1x en 2025e, ¿atractivo?

Posicionamiento óptimo en el mercado de aceite de oliva para aprovechar el tirón del sector

Mejora adicional del EBITDA por la vía del incrementar la eficiencia

La opción creíble de doblar sus resultados (EBITDA) en el año 2027e vs 2024 es el auténtico equity story.

- El momentum positivo en el coste de la materia prima por la mejora de la cosecha, conlleva la estabilización del precio final del aceite de oliva, lo que tendrá un impacto positivo en volúmenes. A su vez, esperamos una mejora en márgenes, dado que el management está enfocado en la mejora de la eficiencia operativa de sus operaciones tras la reciente refinanciación de su deuda.
- Lo que implicará una reducción en el apalancamiento financiero del negocio (bajada del DN/EBITDA Rec. desde 3,4x en 2024 a 0,7x en 2027e; ex deuda con la Hacienda Italiana).
- Esperamos que OLE genere un EBITDA Rec. acumulado 2025e-2027e de EUR 175,8 Mn (+28,3% EBITDA TACC 2024-27e) con una alta conversión de EBITDA en Cash Flow operativo recurrente (94,9%) lo que resultará en un +50,2% TACC en el Free Cash Flow recurrente.
- El buen comportamiento operativo permitirá al management concentrarse en aprovechar las oportunidades que ofrece el sector y en gestionar las amenazas.
- Esta solidez financiera junto con la vuelta a la normalidad operativa, con la estabilización del precio del aceite de oliva tras el shock de 2023-2024, podría ofrecer una ventana de oportunidad a potenciales cambios en el accionariado.

¿Qué nos dice el mercado? El múltiplo EV/EBITDA 2025e de 10,1x cotiza con descuento aparentemente escaso de c.-20% vs los grandes líderes de la alimentación europea (Nestlé, Danone, Orkla, Barry Callebaut), y que operan modelos de negocio de menor volatilidad y riesgo y con márgenes EBITDA/Vtas muy superiores (c.15% vs 5,4% en 2025e para OLE). Sin embargo, OLE enfrenta una gran oportunidad de mejora de EBITDA y, por tanto, múltiplos en los próximos dos años (2025-2027). Por confluencia de dos factores:

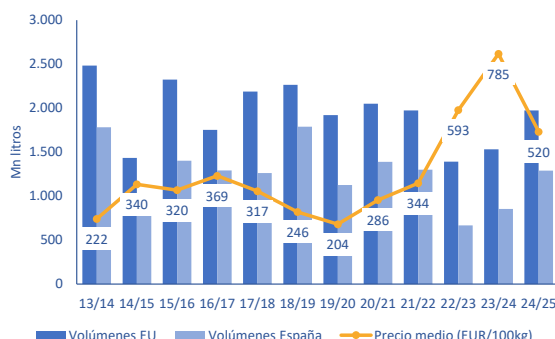
- Posicionamiento óptimo (fortaleza de marcas, liderazgo en mercados de alto crecimiento) para aprovechar el viento de cola sectorial provocado por la normalización de precios y su efecto en volúmenes. OLE opta con credibilidad a ganancias de cuota en sus mercados de referencia. Y que explica nuestra TACC de margen bruto 2024-2027e (+17,2%): EUR 100Mn 2024 vs EUR 160Mn 2027e.
- Una mejora adicional del EBITDA incrementando la eficiencia. Y que cataliza en multiplicar por c.2x el EBITDA Rec. (EUR 33,4Mn 2024 vs EUR 70,5Mn 2027e). Llevando el margen 2027e a c.7% (3,3% 2024).

Lo que llevaría el múltiplo EV/EBITDA 2027e a c.7x (vs 13x de las grandes compañías de alimentación europeas). En condiciones de riesgo financiero razonablemente controlado tras la refinanciación.

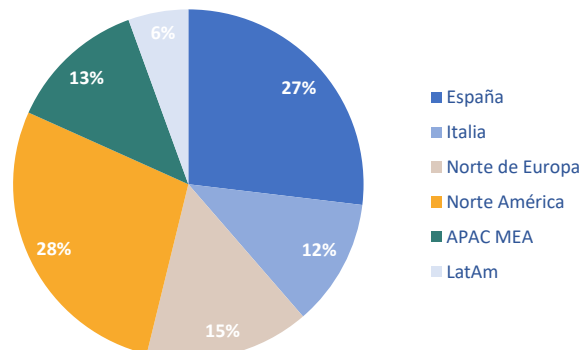
Éste es el auténtico equity story de OLE. No tanto el P/L y múltiplos actuales. Sino la opción creíble de doblar sus resultados (EBITDA) en el año 2027e vs 2024. Por puro aprovechamiento de la mejora de los fundamentales del sector (volúmenes y precios). Y que es el único modo de aflorar el valor latente en su cartera de activos (marcas y posicionamiento comercial líder). Por tanto, el delivery en 2026 aparece como el gran catalizador para el precio de la acción, en la medida en que los resultados vayan confirmando que la historia de fuerte crecimiento en márgenes y EBITDA es real.

La compañía en 8 gráficos

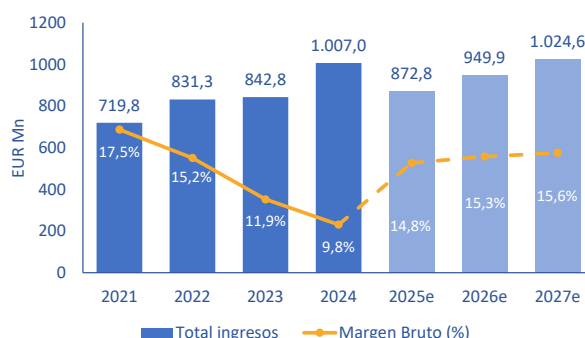
Existe una correlación inversa entre la producción y el precio final del aceite de oliva



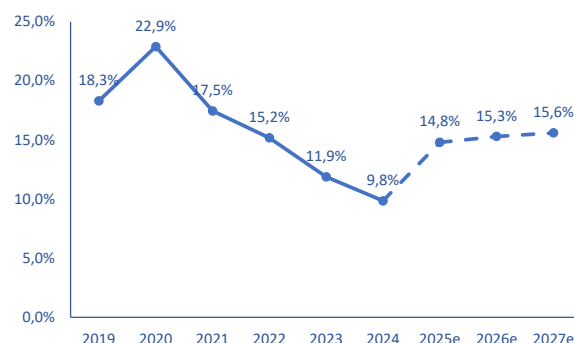
Sus exportaciones representan el 73% de su cifra de negocio 2025e, siendo Norte América su principal fuente de ingresos



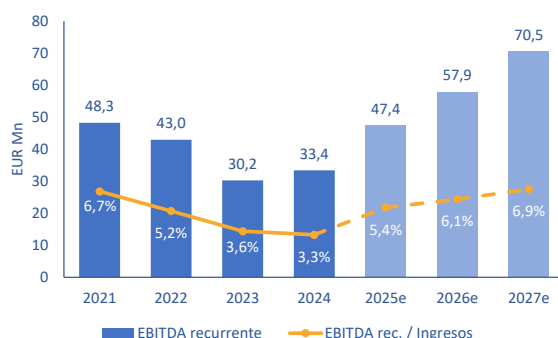
Estimamos una recuperación paulatina del volumen, estabilización de precios y un foco en la mejora de márgenes



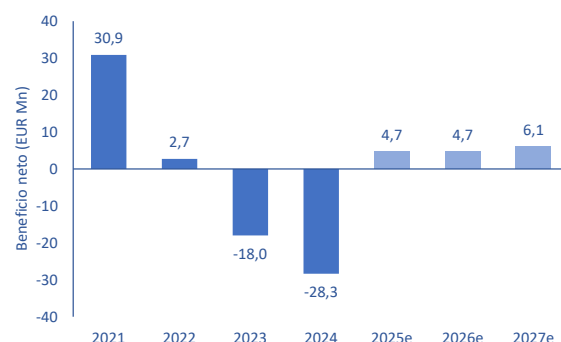
Estimamos un margen bruto medio en 2025e-2027e de c.15,2%, superior al margen bruto medio de 2023-2024 de c.10,9%



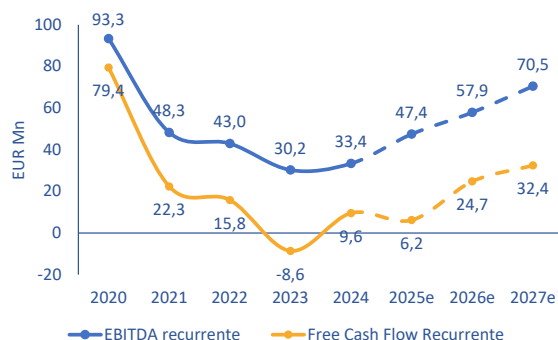
Queda mucho recorrido en la recuperación del margen, por menor coste de materia prima y mayor eficiencia operativa)



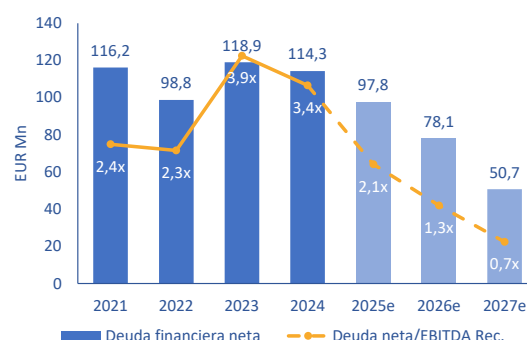
Beneficio neto 2025e impactado por gastos financieros extraordinarios



Una compañía con elevado potencial de generación de Free Cash Flow



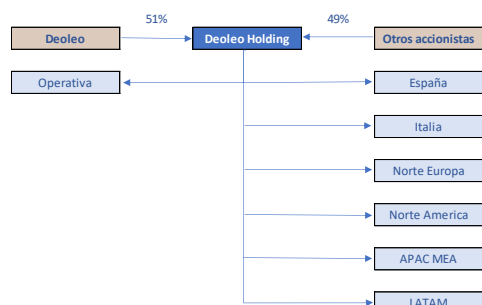
La generación de caja permitirá devolver el apalancamiento a niveles de 0,7x DN/EBITDA en 2027e



Descripción del negocio

Gran fortaleza en marcas de aceite de oliva, pero ¿entre la espada (coste de materia prima) y la pared (la fuerza de la distribución)?

Deoleo SA (OLE) es una compañía española de alimentación. La principal línea de negocio es la elaboración de aceites (de oliva y de semillas). Su domicilio social está en Alcolea en la provincia de Córdoba (España) y su sede operativa en Madrid.



OLE se fundó en Bilbao en 1955 como Arana Maderas SA. Su principal accionista a fecha de hoy es el fondo de “private equity” CVC (57%). OLE ha tenido una “convulsa” historia corporativa que se inició en 1990 cuando la familia Salazar tomó el control de una compañía cotizada sin actividad (Arana Maderas) con la intención de construir un potente grupo agroalimentario español. OLE empezó un proceso de M&A que le dio una presencia relevante en segmentos de alimentación como arroz, galletas y aceites de oliva y semillas pasando su facturación consolidada de EUR 40 Mn en 1993 a EUR 1.400 Mn en 2007.

La crisis financiera de 2007-2008 puso de manifiesto la debilidad del balance (EBITDA 2007 de EUR 92 Mn “soportando” una DN a diciembre 2007 de EUR 700 Mn) y problemas de gobierno corporativo que acabaron con la salida de la compañía de la familia Salazar (mayo 2009) y en la toma del control de la gestión por parte de los bancos acreedores (mayo 2009). OLE emprendió en ese mismo año una serie de acciones legales contra la familia Salazar que, tras un largo proceso judicial, finalizaron con un acuerdo extrajudicial en febrero 2020 donde, ante la imposibilidad real de recuperar las cantidades reclamadas, se recibió una combinación de efectivo y activos por un total de EUR 10,7 Mn.

La nueva dirección aplicó un plan de reestructuración financiera y operativa. En el plano operativo se vendieron negocios “non core” para centrarse en los aceites y se redujo la plantilla (de 2.200 empleados en diciembre 2010 a 900 empleados en marzo 2012). En el plano financiero, los ingresos por venta de activos, la capitalización parcial de deuda y la conversión de preferentes redujo la DN de EUR 1.500 Mn (diciembre 2009) a EUR 660 Mn (diciembre 2011).

Con la compañía estabilizada, el consejo -controlado por las cajas de ahorro (Bankia, Unicaja, Kutxa, Banca Cívica y Banco Mare Nostrum) que representaban el 47% del accionariado- mandata a un banco de inversión en noviembre de 2013 para reordenar la base accionarial. El sector financiero español -en particular las cajas de ahorro- estaba envuelto en un proceso de ajuste con fondos públicos que exigía la venta de las participaciones industriales de las cajas.

Tras un proceso competitivo se anuncia en abril 2014 que CVC ha presentado la mejor oferta (EUR 0,38 por acción y refinanciación de la deuda) y que presentará una OPA por el 100% de OLE. CVC compró el 29,99% de OLE a los accionistas consejeros en junio 2014 y, tras la liquidación de la OPA (la intervención de la CNMV forzó una mejora en el precio de la OPA a EUR 0,395 por acción), alcanzó una participación del 48% en enero 2015 subiendo al 50% en abril 2015. Tras posteriores ampliaciones de capital en noviembre 2018 y en mayo 2020, CVC alcanzó el actual 57% de participación.

La fuerte subida de la materia prima en 2015-2017 volvió a colocar a OLE en una delicada situación financiera con rebajas de rating de Moody's y S&P y la deuda bancaria cotizando en el mercado secundario con fuerte descuento sobre valor nominal. Pese al nuevo plan de reestructuración, OLE se ve abocada a reestructurar la deuda dado el apalancamiento financiero (DN de EUR 555 Mn en diciembre 2018 y EBITDA 2018 antes de extraordinarios de EUR 15,4 Mn).

El acuerdo con los acreedores de septiembre de 2019 conllevó una inyección de “equity” de los accionistas de OLE de EUR 50 Mn, una capitalización de la deuda sindicada y la transferencia del negocio operativo a una NEWCO (Deoleo Holding) en la que OLE posee un 51% y los acreedores financieros un 49%. Los mayores tenedores de la deuda sindicada eran fondos de situaciones especiales y “distressed debt” que habían comprado la deuda de las instituciones bancarias que

Gráfico 1. Accionariado OLE marzo 2012

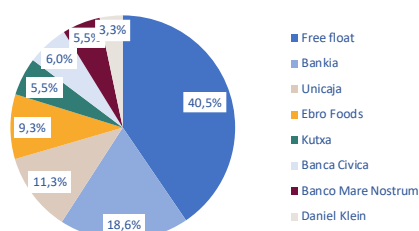
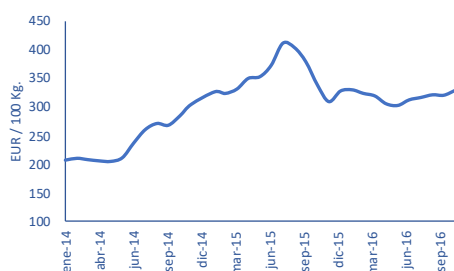


Gráfico 2. Precio aceite de oliva virgen extra 2014-2016 EUR/100 kg



Fuente Ministerio de Agricultura España

otorgaron la financiación sindicada en 2014. El mayor inversor era (y es) Alchemy Partners que posee un 41% de Deoleo Holding (tras capitalizar su deuda y comprar posteriormente las acciones de otros inversores que participaron en la reestructuración de la deuda). Tal como se describe en más detalle en las secciones de gobierno corporativo y riesgos, hay un pacto parasocial en Deoleo Holding (co-control de CVC con Alchemy Partners).

Modelo de negocio: Enfoque en las marcas

OLE compra a proveedores externos aceite de oliva y semillas que mezcla ("blends"), envasa y comercializa bajo marcas propias. OLE no está integrado verticalmente ya que no dispone de plantaciones propias de aceitunas ni de semillas ni de almazaras (molienda de aceituna para producción de aceite de oliva). OLE está enfocado exclusivamente en sus marcas y no fabrica para la distribución (marca blanca).

OLE cuenta con una fuerte presencia internacional comercializando sus productos en más de 70 países. Los ingresos fuera de España representaron más del 70% de la facturación en 2024.

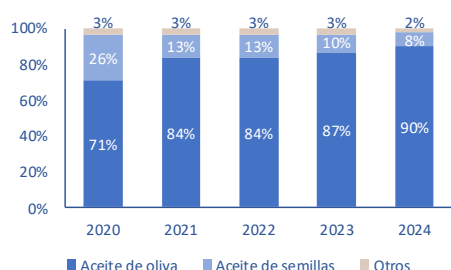
OLE ha hecho una clara apuesta por sus marcas para proteger su rentabilidad en una cadena de valor que comparte con los productores de aceite de oliva y con la distribución alimentaria. Es un modelo "asset light" en activos industriales (EUR 54 Mn de unos activos totales de EUR 840 Mn en 2024) con un CAPEX anual bajo pero "asset heavy" en activos intangibles ("marcas y derechos de uso" representa 49% de los activos totales de EUR 840 Mn en 2024) con un OPEX anual relevante en marketing.



OLE agrupa sus actividades en dos grandes líneas de producto (aceite de oliva y aceite de semillas). Aun siendo relevante en volumen (c. 20% del total), el aceite de semillas pesa poco en facturación.

- **Aceite de oliva (c. 90% de la facturación en 2024)**, con la compra de aceite de oliva como materia prima, realización de mezclas, envasado, etiquetado y comercialización de aceite de oliva con marcas propias como Bertolli, Carbonell, Carapelli, Sasso, Figaro y Hojiblanca.
- **Aceite de semillas (c. 8% de la facturación en 2024)**, con la compra de semillas (principalmente semillas/pipas de girasol y maíz), compra de aceites de semilla, realización de mezclas, envasado, etiquetado y comercialización de aceites de semillas con marcas propias como Koipesol, Friol, Maya y Giglio Oro (Carapelli). OLE solamente comercializa aceite de semillas en España e Italia, siendo más relevante en Italia que en España (de media, el volumen total del mercado de aceites en Italia es 50/50 oliva/semillas mientras que en España es 66/33 oliva/semillas).
- **El resto de la facturación (c.2% en 2024)** proviene de la comercialización de aceitunas, condimentos, salsas (mayonesa, mostaza y ketchup) y vinagres con marcas propias como Louit (para vinagres y salsas), Carbonell (para aceitunas) y Bertolli (para vinagres).

Gráfico 3. Facturación por producto



OLE está organizada -y reporta- en siete unidades de negocio: una de fabricación (Operativa) y seis de comercialización (España, Italia, Norte de Europa, Norte América, APAC MEA -Asia Pacific Middle East Africa- y LATAM).

Operativa (1% de los ingresos en 2024). Concentra la actividad de fabricación en los centros de envasado y distribución que OLE tiene en las localidades de Alcolea (España) y Tavarnelle (Italia). Esta Unidad de Negocio se dedica a la venta a las otras Unidades de Negocio de OLE para su posterior comercialización y a la venta a terceros de subproductos del proceso productivo.

La práctica totalidad de la capacidad de envasado se dedica al aceite de oliva ya que en aceite de semillas (girasol principalmente), OLE subcontrata el envasado a terceros ("copackers" -22 a diciembre 2024-) aunque siempre reteniendo la propiedad de la materia prima que se entrega a los "copackers" para su proceso y envasado. En el caso de la comercialización de aceitunas, condimentos, salsas y vinagres, el 100% del envasado está externalizado.

Esta unidad de negocio trabaja con más de 200 proveedores de aceite de oliva (almazaras) con los que OLE mantiene una estrecha relación. El Protocolo de Sostenibilidad trata de mejorar los

Gráfico 4. Cuota marca blanca aceite de oliva en España

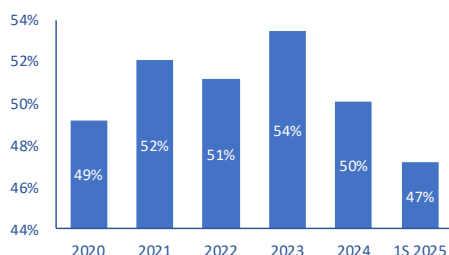
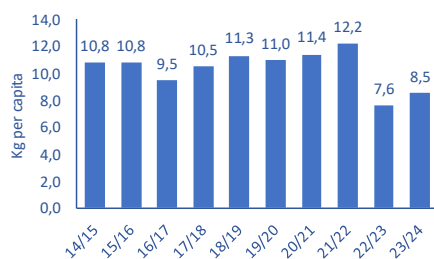


Gráfico 5. Cuota mercado aceite oliva marcas OLE en España

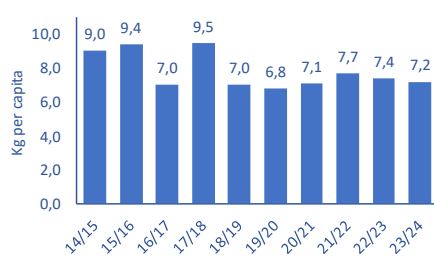


Gráfico 6. Consumo per cápita aceite oliva en España (kg/persona)



Fuente EU

Gráfico 7. Consumo per cápita aceite oliva en Italia (kg/persona)



Fuente: EU

rendimientos y el impacto ambiental tanto de las almazaras como de los agricultores. A finales de 2024, el 39% del aceite de oliva procesado por OLE proviene de almazaras sostenibles y el objetivo es alcanzar el 70% en 2030.

España (26% de los ingresos en 2024). Es un mercado maduro con un elevado consumo de aceite de oliva per cápita y una alta penetración de la marca blanca en el aceite de oliva (c. 50% en volumen- fuente OLE). El aceite de oliva es un producto de tráfico que la distribución usa como producto “gancho” con precios muy competitivos que presionan los márgenes de los fabricantes con marca.

El consumo total ha experimentado una fuerte volatilidad en los últimos 5 años. Tras el boom de demanda -reclusión forzosa- causado por COVID-19 en 2020 (+16% sobre volumen 2019), el consumo volvió en 2021 y 2022 a un nivel cercano a la media 2013-2019 (375,000 tons) antes de caer fuertemente en 2023 y 2024 (el consumo medio 2023 y 2024 fue un 20% inferior al consumo medio 2021 y 2022) por la fuerte subida de los precios de la materia prima por la extrema sequía y cosechas muy por debajo de la media histórica.

Las abundantes lluvias han normalizado la producción. El Ministerio de Agricultura en su último boletín de septiembre 2025 estima una producción en la campaña 2024/2025 ligeramente superior a los 1,4 Mn de tons, 65% superior a la producción en la campaña 2023/2024 y 28% superior a la media de producción en 2020-2024.

La demanda se está recuperando por el descenso de precios. El Ministerio de Agricultura estima que el consumo en 2024/2025 crecerá +34% sobre 2023/2024 y +14% sobre la media 2020-2024. Parece razonable asumir un mercado más “estable” en los próximos años con una recuperación del consumo y unos precios de la materia prima que permitan al conjunto de la cadena de valor obtener una rentabilidad razonable.

Adicionalmente, la demanda tiene el viento de cola del crecimiento de la población española (inmigración) que ha rozado el +0,5% anual entre 2014 y 2024. El sector debería de hacer un esfuerzo en marketing y comunicación para promover el aceite de oliva en una población inmigrante que no conoce el producto y para “rejuvenecer” la población consumidora de aceite de oliva ya que los jubilados representan casi el 35% del consumo de aceite de oliva.

OLE es el líder por marcas con una cuota de mercado en el canal retail del 14,6% en junio 2025 ganando cuota en los últimos años (cuota 2021 del 13%, gráfico 5).

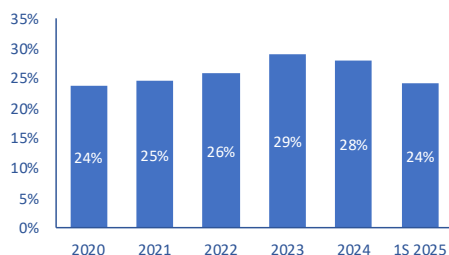
El aceite de semillas complementa la oferta de OLE en España. Es un mercado incluso más competitivo que el del aceite de oliva y con una fuerte presencia de la marca blanca (2/3 del volumen del mercado). OLE tiene una cuota de mercado de c. 8% (2024). Es una actividad que no consume capital porque OLE ha subcontratado a “copackers” la totalidad de la producción y envasado y que, por tanto, tiene una contribución limitada en términos de margen. Sin embargo, permite compensar parcialmente los descensos de consumo de aceite de oliva en época de precios altos cuando el aceite de semillas gana cuota en el consumo total de aceites. Es de destacar que en un mercado tan “comodotizado” como el aceite de semillas, una marca (KOIPESOL) tenga un 25% de la cuota de mercado de la marca de fabricante.

Italia (11% de los ingresos en 2024). Es otro mercado maduro con un alto consumo de aceite de oliva per cápita y con una penetración de la marca blanca inferior a la del mercado español (c. 26% en volumen en 2024- fuente Nielsen). Es un mercado más “marquista” -como demuestra la estabilidad de la cuota de la marca blanca- donde el aceite de oliva es un producto “premium”.

El aceite de semillas es un segmento más relevante que en España para OLE al preferir el consumidor italiano el aceite de semillas para freír y cocinar. OLE posee una cuota de mercado a diciembre 2024 de c.7%.

Italia es el “patito feo” en la huella geográfica del aceite de oliva de OLE. Es un mercado en el que, tras una serie de importantes adquisiciones (Carapelli en marzo 2006 y Bertolli en diciembre 2008), se ha pasado de líder con una cuota de mercado cercana al 20% (19% en 2015 -fuente Nielsen-) en aceite de oliva a ocupar la cuarta posición con una cuota de mercado en junio 2025 inferior al 6% (5,5% en junio 2025, fuente OLE). OLE sufrió una importante erosión de cuota de mercado (disminuyendo hasta el 12,1% en 2016, fuente Nielsen) por una inspección

Gráfico 8. Cuota marca blanca aceite de oliva en Italia



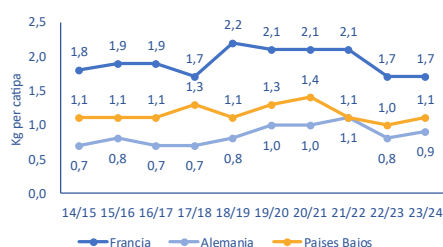
de las autoridades italianas a finales de 2015 que reveló inconsistencias entre el etiquetado y la calidad del aceite de oliva afectando a la percepción que el consumidor tenía de las marcas de OLE. OLE no ha podido recuperar la cuota perdida y, de hecho, se ha seguido deteriorando. La situación actual, en nuestra opinión, invita a invertir para recuperar cuota de mercado apalancándose en unas marcas muy reconocidas y que son claves en las ventas de OLE en mercados como Norte de Europa y USA.

Norte de Europa (16% de los ingresos en 2024). Esta unidad de negocio incluye al resto de los países europeos siendo los principales mercados de OLE Alemania, Francia y Holanda. Son mercados de un consumo per cápita inferior -pero creciente- al mercado español o italiano.

Estos mercados se caracterizan por una fuerte concentración en el sector de la distribución, por el dominio de las marcas blancas y por la negociación anual con los distribuidores. Este último es un aspecto importante porque la fijación de precios se suele realizar una vez al año, y tienen una regulación y prácticas estrictas para la modificación durante el año. La volatilidad del precio en origen del aceite de oliva puede provocar errores en las estimaciones realizadas para dichas negociaciones anuales, que no se pueden repercutir (salvo en circunstancias muy excepcionales) a los clientes como consecuencia de esta situación. Igualmente, el retraso (o falta de) en el contrato marco de precio y volumen con uno de estos grandes clientes impacta el resultado anual dada la concentración de clientes.

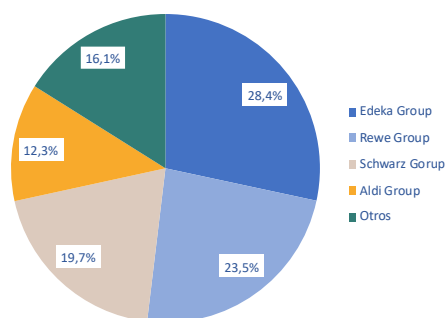
Las principales marcas de OLE en estas geografías son Bertolli (Alemania y Holanda) y Carapelli (Francia). La cuota de mercado de OLE (junio 2025) oscila entre el 7,3% de Francia (competencia del aceite de oliva de Túnez que tiene un régimen especial arancelario con la EU) y el 11,1% en Holanda. Son mercados -especialmente Francia- donde la Política de Sostenibilidad de OLE permite mejorar el margen porque el consumidor “paga” por este atributo.

Gráfico 9 Consumo per cápita aceite oliva Alemania, Francia y Holanda (kg/persona)



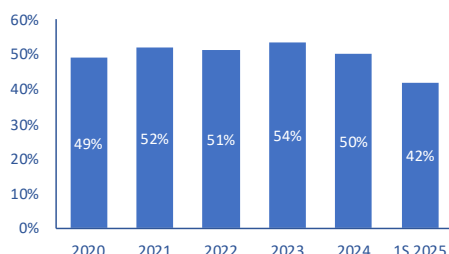
Fuente EU

Gráfico 10. Cuota mercado distribución alimentación 2024 en Alemania



Fuente US Department of Agriculture

Gráfico 11. Cuota marca blanca aceite de oliva en USA



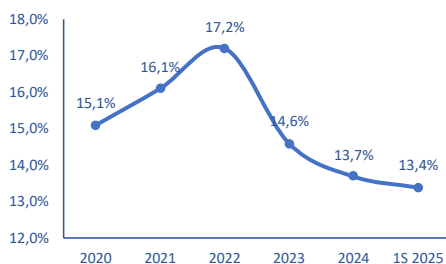
Norte América (27% de los ingresos en 2024). Esta unidad de negocio incluye USA y Canadá. Por su relevancia (estimamos que representa más del 80% de la facturación de la unidad de negocio), nos centramos en USA. USA es el segundo mercado mundial por consumo (13,3% en 2023/2024, fuente IOC) que se cubre con importaciones ya que la producción local es baja (menos del 1% mundial en 2023/2024, fuente IOC). Partiendo de una base pequeña, el consumo ha crecido a un ritmo del 4,5% desde 1990/1991 y del 3,1% en los últimos 15 años (fuente IOC). El consumo per cápita sigue siendo muy bajo (1,1 litros per cápita, fuente World Population Review-).

La distribución en USA es a través de dos canales (Club y “retail/grocery”). El canal Club son compañías como Costco, Sam’s Club o BJ’s Wholesale Club que cobran una suscripción anual a sus consumidores ofreciendo a cambio unos precios muy competitivos. El canal “retail/grocery” es el formato tradicional de supermercados e hipermercados. Club asegura un gran volumen con un margen muy ajustado (situación similar a la de España) y “retail/grocery” es mucho más interesante en rentabilidad. Se estima (fuente IRI) que Club representa 20% del mercado y “retail/grocery” 80%. De media, el “mix” de OLE en USA es 25% Club y 75% “retail/grocery”.

La marca blanca tiene una cuota destacada (42% en 2024, fuente OLE) pero ha permanecido bastante estable en los últimos años. OLE tiene una posición privilegiada con una cuota de mercado en junio 2025 del 13,4%, ocupando la segunda posición tras Pompeian.

USA es un mercado muy atractivo por su tamaño, por su potencial de crecimiento y por su rentabilidad. Este atractivo no ha pasado desapercibido para los competidores de OLE. DCOOP, una cooperativa española de aceite oliva integrada verticalmente, se ha asegurado el control de la marca Pompeian y Cobram Estate (compañía australiana cotizada de aceite de oliva integrada verticalmente) ha completado recientemente (septiembre 2025) una ampliación de capital (AUD 185 Mn o EUR 103 Mn) para expandir su capacidad de producción de aceite de oliva en USA y para ganar cuota de mercado con su marca Cobram Estate.

La reciente imposición (desde agosto 2025) de un arancel del 15% a las exportaciones de EU a USA no son buenas noticias pero hay que enmarcarlo en un periodo de normalización de los precios en origen que ha permitido una rebaja significativa de los precios de venta del aceite de oliva y una mejora sustancial de los márgenes, a pesar de la debilidad del USD, que se habían visto afectados en 2023 y 2024 por el alto precio de la materia prima.

Gráfico 12. Cuota mercado aceite oliva marcas OLE en USA

Tabla 1. Producción consumo aceite oliva Australia, China y Japón

	Australia	China	Japón
Consumo 2023/2024 tons	44.500	27.000	45.000
Población Mn	27	1.410	123
Consumo per capita kg	1,6	0,0	0,4

Fuente: IOC (International Olive Council)

Tabla 2. Margen EBIT APAC MEA vs group

	2020	2021	2022	2023	2024
APAC MEA margen operativo	17,5%	14,5%	8,1%	7,3%	9,9%
OLE margen operativo	12,2%	6,6%	3,1%	n.a.	n.a.

Fuente: IOC (International Olive Council)

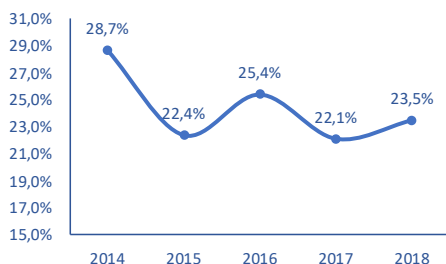
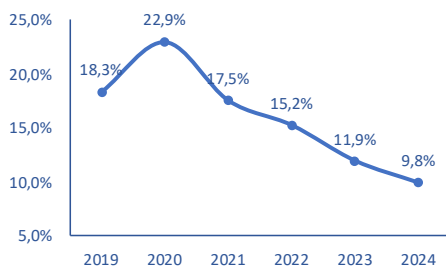
Tabla 3. Producción consumo aceite oliva en LATAM

	Argentina	Brasil	Chile	México
Producción 2023/2024 tons	43.000	0	20.500	0
Consumo tons	7.500	79.000	7.500	13.000

Fuente: IOC (International Olive Council)

Tabla 4. Costes operativos del aceite de oliva

Aceite de oliva	80%
Materiales auxiliares	9%
Costes fabricación	5%
Costes distribución	6%
Total	100%

Gráfico 13. Margen bruto OLE 2014-2018

Gráfico 14. Margen bruto OLE 2019-2024


Conviene recordar también que el sector español del aceite de oliva ha gestionado aranceles más punitivos en el pasado. En octubre 2019, la primera administración Trump impuso un arancel específico al aceite de oliva embotellado en España del 25% (represalia por la “guerra comercial” Boeing-Airbus). Es cierto que OLE es un embotellador “italiano” en el mercado USA (Bertolli y Carapelli) pero la compañía sabe cómo gestionar estos cambios arancelarios.

APAC MEA (13% de los ingresos en 2024). Esta unidad de negocio cubre una gran población con un consumo per cápita muy bajo (a excepción de Australia) (Tabla 1) por distintos hábitos alimenticios donde el aceite de oliva es un artículo premium con un margen superior a la media del grupo.

El motor de esta unidad de negocio es India y es un ejemplo de la capacidad de marketing de OLE. India es un país que ni siquiera figura en las estadísticas del IOC (International Olive Council) pero donde OLE ha posicionado el aceite de oliva como uso cosmético (con sus marcas Figaro y Bertolli) y conseguido unos márgenes acordes al sector cosmético. OLE decidió en 2018 invertir en India (c. EUR 4 Mn) para controlar su distribución (antes dependía de un distribuidor ajeno a OLE) y esta inversión ha dado un retorno muy atractivo con unos márgenes superiores a la media del grupo (tabla 2) y una palanca y know how para penetrar el canal cosmético en otras geografías.

LATAM (6% de los ingresos en 2024). Mercado poco relevante para OLE, con la excepción de Méjico. Como se aprecia en la tabla 3, Chile y Argentina son mercados de poco consumo que exportan más que consumen mientras que Brasil, donde OLE tiene una presencia testimonial, exige una inversión que OLE ha preferido dedicar a otros mercados donde ya tiene masa crítica.

Méjico es un mercado donde OLE está muy bien asentado y donde la marca Carbonell es líder en el aceite de oliva con más de 100 años de historia. Es un mercado muy sensible a la evolución del tipo EUR/MXN.

Mercado de aceite de oliva (materia prima) “normalizado”

La rentabilidad de OLE está íntimamente ligada al comportamiento de su materia prima principal: el aceite de oliva. Parafraseando a Bill Clinton –“it’s the economy, stupid”– en este caso podría resumirse como “*es la materia prima, idiota*”. Aproximadamente un 80% del coste operativo estándar proviene de la materia prima, lo que convierte a la compañía en altamente sensible a la volatilidad de precios en origen. Durante episodios de fuertes oscilaciones al alza, como en 2015-2016 y en 2023-2024, el margen bruto se ve erosionado por la dificultad de trasladar la totalidad de las subidas al consumidor final. El impacto en margen EBITDA derivado de esta presión solo puede compensarse de forma parcial mediante menores gastos en marketing y publicidad, dado que tanto la estructura de costes fijos como la capacidad procesadora ya se encuentran optimizadas tras las reestructuraciones de los años pasados.

La tradicional alta conversión de EBITDA en flujo de caja operativo post-CAPEX (82% en 2019-2024 y 90% en 2025e-2027e), gracias a un CAPEX de mantenimiento reducido permite en un escenario de precios de materia prima y márgenes “normalizados”, como el observado en 2025 y previsto para 2026, reforzar el balance de manera significativa, incluso tras el impacto del litigio fiscal en Italia.

A junio 2025, la deuda neta ascendía a EUR 109,6 Mn, con una deuda bruta de EUR 132,8 Mn correspondiente a la disposición de la refinanciación acordada en marzo 2025 (sin uso de la línea de confirming). La estructura financiera actual se detalla a continuación:

Tabla 5. Refinanciación marzo 2025

Financiación	Principal (EUR Mn)	Intereses*	Amortización
Super Senior Revolver	35	Euribor + 6,25%	Bullet
Primer rango	60	Euribor + 6,75%	EUR 3 Mn semestrales, bullet de los importes pendientes
Segundo rango	65	Euribor + 10,75%	Bullet
Total	160		

* El EURIBOR mínimo asciende al 2,5%.

Fuente: CNMV

La sentencia judicial adversa de noviembre 2024 sobre la contingencia fiscal italiana de Carapelli (ver epígrafe de Riesgos en este informe) puso “cifras” (EUR 64,7 Mn) a un litigio de 2014 y complicó las negociaciones de la refinanciación. Los tenedores de deuda exigieron a CVC y

Alchemy garantías para afrontar el pago de esta sanción. El mecanismo acordado (ver epígrafe de Riesgos en este informe):

- Es subordinado a la deuda sindicada y no computa en el cálculo de los “covenants”
- Es fondeado por los accionistas de OLE (CVC y otros accionistas minoritarios) y Alchemy que prestan dinero a Deoleo Holding que a su vez presta los fondos a Carapelli Firenze para efectuar los pagos acordados con el fisco italiano.
- El gasto financiero del mecanismo no representa salida de caja (instrumento PIK Payment In Kind que añade el interés al principal) hasta su vencimiento

La sentencia no es definitiva (OLE ha apelado a la corte suprema italiana). Igualmente, OLE puede llegar a un acuerdo extrajudicial con el fisco italiano.

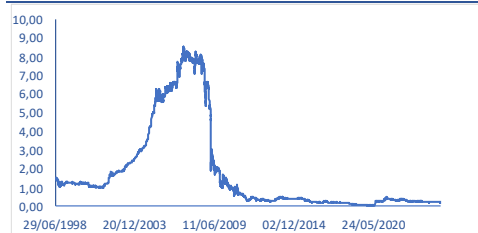
La naturaleza subordinada del instrumento no evita que esté por delante de los accionistas en el orden de prelación y que haya que tratarlo como un pasivo (con un coste elevado, 20%) a la hora de estimar el “equity value” de OLE. Tanto esta deuda como la sindicada incluyen cláusulas de “call” anticipado sin penalización, lo que otorga flexibilidad estratégica en caso de exceso de liquidez. Nuestras estimaciones sitúan la DN 2025e en niveles que implican un DN/EBITDA Rec de 2,3x (incluyendo la deuda fiscal italiana).

Con una hoja de ruta para 2026-2028

OLE tiene una hoja de ruta para 2026-2028. El punto de partida es una más sólida posición financiera apuntalada con la refinanciación de marzo 2025 que extiende el vencimiento de la deuda hasta 2029 (análisis de riesgos). Esta hoja de ruta se basa en:

- Mejoras operativas. Con foco en los mercados más rentables y de crecimiento (Norte América, Norte Europa e India) sin descuidar los mercados consolidados como España o Italia.
- Con mejora de EBITDA. OLE avanzó en los resultados de 1S25 una estimación de EUR 30 Mn de EBITDA en 2028 (tomando como base el EBITDA 2025) del impacto de estas mejoras operativas “con independencia del crecimiento que el mercado experimente por una continuación de la bajada de precios”.

Gráfico 15. Precio de la acción OLE 1998-2025



Conclusión: Tras la tormenta, viene la calma

OLE está presente en un sector defensivo (alimentación) y en un segmento (aceite de oliva) de crecimiento por encima de la media del sector alimentación, que lo hacen atractivo para los inversores.

Tras una larga travesía del desierto que ha sido dolorosa tanto para inversores de “equity” como de deuda, OLE tiene ahora un balance que le permite “capear” las tensiones en la cadena valor en años de alto coste de la materia prima y dos o tres años por delante de estabilidad en precios de materia prima y recuperación de márgenes.

OLE ha demostrado que las marcas -la más vendida del mundo (Bertolli) y tres (Bertolli, Carbonell y Carapelli) de las diez más vendidas del mundo (fuente Euromonitor)- tienen un valor que ha permitido mantener e incrementar su cuota en la mayoría de los mercados en los que opera en condiciones financieras difíciles y compitiendo con la consolidación en el sector de la distribución y el crecimiento de las marcas blancas.

Esta mayor competencia va a continuar exigiendo a OLE una mayor inversión en sus marcas y, posiblemente, valorar la conveniencia de una integración vertical parcial (algunos de sus proveedores de materia prima están adquiriendo marcas y algunos de sus competidores con marca están adquiriendo o invirtiendo en capacidad producción de aceite de oliva) para gestionar los picos de precios de la materia prima.

Este periodo de bonanza financiera a corto plazo y necesidad de inversión a medio y largo plazo puede favorecer la salida de los actuales accionistas de control y la entrada de accionistas industriales. CVC y Alchemy han agotado (CVC lleva 10 años) o están cerca de agotar (Alchemy lleva 7 años) el ciclo habitual de estos inversores con resultados dispares hasta la fecha (CVC ha

provisionado la mayor parte de su inversión mientras que Alchemy parece satisfecho con el rendimiento de la inversión en deuda comprada a descuento).

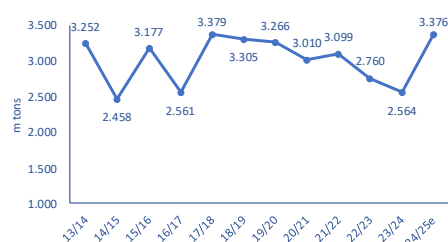
El resumen es simple. OLE está bien posicionada en un negocio atractivo pero volátil y que encara una mejora clara de su momentum por la esperada normalización del precio de la materia prima (2025 – 2027). Y con una situación financiera y accionarial “complicadas”, que son evidentes y conocidas, y que seguirán pesando.

Aceite de oliva: el reto de compartir el crecimiento a lo largo de la cadena de valor

Gráfico 16. Cadena de valor del aceite de oliva

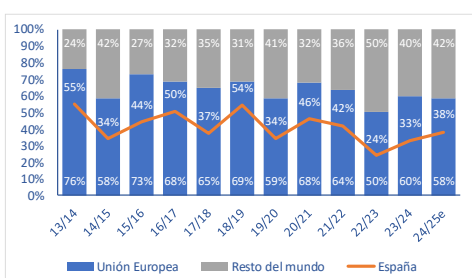


Gráfico 17. Producción aceite de oliva mundial campaña 13/14 a 24/25



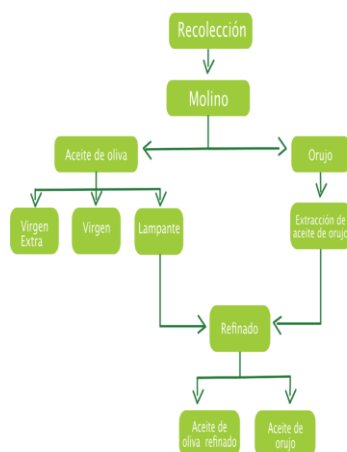
Fuente: IOC International Olive Council

Gráfico 18. Cuota producción mundial de UE, España y resto del mundo



Fuente: IOC International Olive Council

Gráfico 19. Tipos de aceite de oliva



Fuente: Tecnilab

Una industria agrícola de relevancia estratégica

El aceite de oliva es un producto emblemático de la dieta mediterránea y un componente clave del sector agroalimentario europeo. Su producción se concentra en el arco mediterráneo, donde la Unión Europea representa cerca del 60% de la producción mundial en la campaña 24/25 (media del 64% en las últimas 10 campañas con picos superiores al 70%), con España como líder indiscutible representando cerca del 40% en la campaña 24/25 (media del 40% en las últimas 10 campañas con picos superiores al 50%). Esta elevada concentración geográfica confiere al sector una gran relevancia económica y estratégica, pero también lo hace especialmente sensible a factores climatológicos y de oferta.

Proceso productivo y tipología de aceites

La obtención del aceite de oliva comienza con la recolección de la aceituna, su limpieza y su molturación en almazaras, donde se extrae el aceite mediante procedimientos mecánicos (molturación, centrifugación y decantación). A partir de aquí, los aceites se clasifican en distintas categorías en función de su calidad fisicoquímica y organoléptica, conforme a la normativa europea (Reglamento UE 1308/2013):

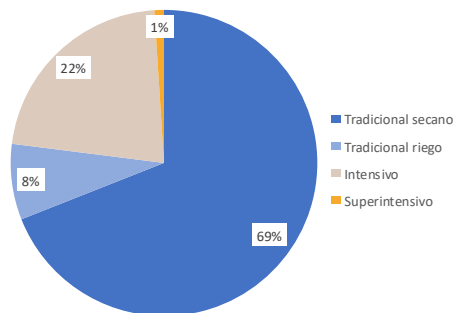
- **Aceite de oliva virgen extra (AOVE):** máxima categoría, obtenido solo por procedimientos mecánicos, con acidez $\leq 0,8$ g por 100 g. Es el producto de referencia en el mercado internacional.
- **Aceite de oliva virgen:** obtenido por medios mecánicos, con acidez ≤ 2 g por 100 g.
- **Aceite lampante:** calidad inferior (acidez > 2 g por 100 g), no apto para consumo directo, destinado a procesos de refinado.
- **Aceite de oliva refinado:** producto industrial obtenido del refinado del lampante, con acidez $\leq 0,3$ g por 100 g. Se emplea como base para mezclas.
- **Aceite de oliva (blend):** mezcla de aceites refinados con vírgenes distintos al lampante, con acidez ≤ 1 g por 100 g. Es la categoría más consumida en volumen a nivel internacional.
- **Aceite de orujo crudo:** extraído de los restos del fruto (orujo) mediante disolventes o medios físicos.
- **Aceite de orujo refinado:** resultado del refinado del orujo crudo, con acidez $\leq 0,3$ g por 100 g.
- **Aceite de orujo de oliva (blend):** mezcla de orujo refinado y vírgenes distintos al lampante, con acidez ≤ 1 g por 100 g.

OLE comercializa aceite de oliva virgen extra, aceite de oliva virgen, aceite de oliva continente exclusivamente aceites de oliva refinados y aceite de oliva vírgenes y aceite de orujo de oliva.

En términos de eficiencia agrícola, se requieren entre 4 y 6 kg de aceitunas para producir un litro de aceite de oliva, en función del contenido graso de la cosecha (IOC). Esta ratio explica la elevada sensibilidad de los costes a las oscilaciones en la producción agrícola anual.

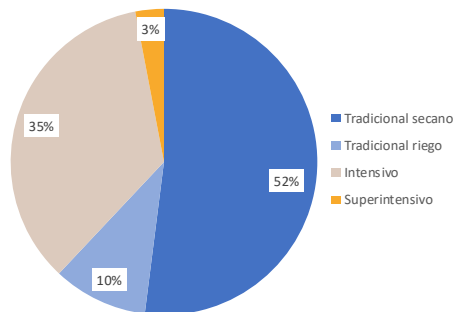
La estructura de categorías garantiza un mercado amplio, que abarca desde la gama alta (Aceite de Oliva Virgen Extra o AOVE) hasta segmentos de precio más accesibles. Las compañías líderes, como Deoleo, basan su estrategia en “blends” estandarizados que permiten suavizar las fluctuaciones de sabor y calidad derivadas de cada campaña agrícola, reforzando el valor de las marcas frente al producto a granel.

Gráfico 19. Superficie mundial por tipo cultivo



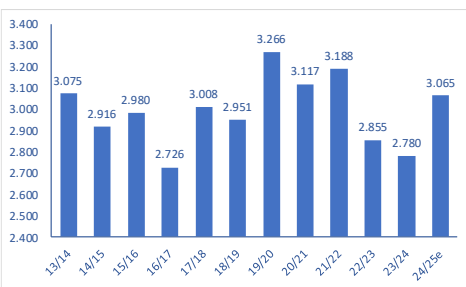
Fuente: IOC International Olive Council

Gráfico 20. Producción mundial por tipo cultivo



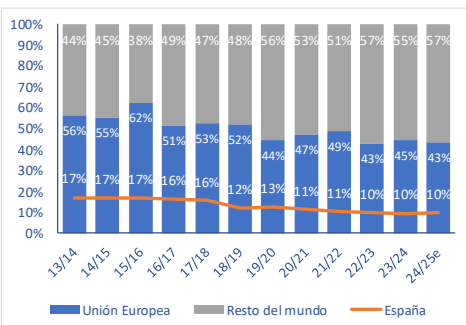
Fuente: IOC International Olive Council

Gráfico 21. Consumo aceite de oliva mundial campaña 14/15 a 24/25



Fuente IOC International Olive Council

Gráfico 22. Cuota consumo aceite de oliva mundial de UE, España y resto del mundo



Fuente: IOC International Olive Council

El aceite de oliva mantiene sus cualidades organolépticas entre uno y dos años antes de empezar a perder parte de sus características. Al igual que otros aceites vegetales, se oxida con el paso del tiempo, un proceso que se acelera con la exposición a la luz y al calor. Esta limitación en la vida útil del producto obliga a una adecuada gestión de inventarios y resalta la importancia de los procesos industriales de blending y control de calidad para asegurar la consistencia de las marcas líderes.

Dinámica de la oferta: concentración y modernización agrícola

El cultivo del olivo puede clasificarse en tres sistemas: tradicional, intensivo y superintensivo. El cultivo tradicional, dominante históricamente en países como España, Italia o Grecia, presenta bajos rendimientos (c. 2.000–3.000 kg/ha). La modernización de la industria en los últimos 15 años, con la expansión de plantaciones intensivas y superintensivas (hasta 10.000–12.000 kg/ha), ha transformado la base productiva global.

	Tradicional	Intensivo	Super intensivo
Densidad árboles/ha	Baja	Media	Alta
Rendimiento tons/ha/año	1-3	5-12	7-14
Riego	No	Sí	Sí
Cosecha	Manual	Mecanizada	Mecanizada
Mano de obra	Alto	Medio	Bajo

Fuente: Tecnilab

Este cambio ha sido posible gracias a la mecanización de la recolección, la mejora de técnicas de riego y el interés de inversores institucionales en el *agribusiness*, que ven en el olivar un activo con demanda estable y atractivo perfil de rentabilidad. Países como Portugal, Marruecos, Turquía y Túnez han intensificado su producción, favoreciendo una diversificación geográfica progresiva frente al histórico dominio español.

A pesar de estos avances, la oferta sigue condicionada por dos factores estructurales:

- La “vecería” del olivo, que alterna años de elevada cosecha con otros de producción reducida.
- La climatología, especialmente la sequía prolongada, que ha tenido un impacto severo en las campañas 22/23 y 23/24 en España (gráfico 17).

En conjunto, la producción mundial ha crecido a un ritmo del +1,6% anual entre 1993/94 y 2024/25 (fuente: International Olive Council o IOC), en línea con el crecimiento del consumo, lo que refuerza el equilibrio estructural del mercado (“lo que se produce, se vende”).

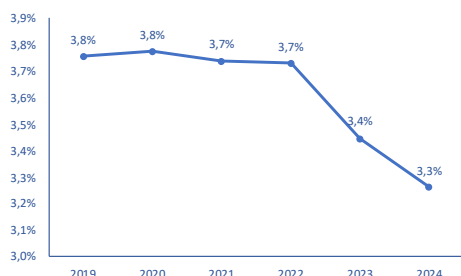
Consumo global: resiliencia y potencial de penetración

El consumo mundial alcanzará en 2024/25 cerca de 3,1 Mn de toneladas, recuperando niveles de 2018/19 tras dos ejercicios de caída por sequía y precios elevados. La tendencia de largo plazo sigue siendo positiva, con un TACC del +1,7% desde 1990/91.

Si bien la UE sigue siendo la región de mayor consumo per cápita, su peso relativo en el total ha caído en favor de nuevos mercados. En mercados maduros como España o Italia, un reto estructural del sector es el rejuvenecimiento de la demanda. El consumo per cápita sigue siendo elevado, pero está concentrado en generaciones de mayor edad. Las cohortes más jóvenes muestran menor vinculación cultural con el producto. Este desafío obliga a las compañías a invertir en innovación de formatos, comunicación y marketing vinculados a estilos de vida saludables, con el fin de asegurar la continuidad de la base de consumidores en el largo plazo.

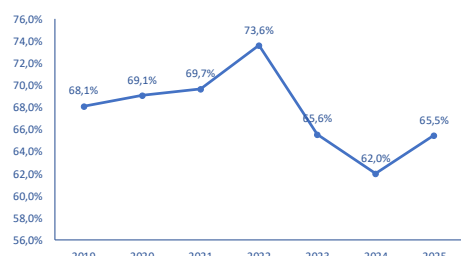
Por otro lado, los mayores incrementos de demanda provienen de países no productores o de baja producción, destacando Estados Unidos, que ya representa alrededor del 13% del consumo mundial y se ha consolidado como el mayor importador neto. Otros países como Brasil, Japón, y Australia muestran crecimientos sostenidos, aunque desde bases todavía reducidas. Oriente Medio, con Arabia Saudí y Emiratos como principales mercados, también está mostrando crecimientos consistentes en consumo, impulsados por el aumento de renta y la incorporación de hábitos alimenticios occidentales.

Gráfico 23. Consumo aceite de oliva mundial como % de consumo mundial de aceites vegetales



Fuente: Euromonitor

Gráfico 24. Consumo aceite de oliva en España como % de consumo de aceites vegetales en España



Fuente: Ministerio de Agricultura de España

Gráfico 25. Precios aceite oliva extra virgen, oliva virgen y oliva refinado 2011-2025



Fuente: IOC International Olive Council

El aceite de oliva supone menos del 4% del consumo mundial de aceites vegetales, dominado por palma, soja y colza. Este bajo peso relativo, junto con la asociación del aceite de oliva con el cuidado de la salud y la dieta mediterránea, ofrece un importante potencial de expansión en mercados no tradicionales.

En España, el aceite de oliva representa el 65% del consumo de aceite de oliva y girasol (siendo el aceite de girasol el segundo aceite que más se consume en España, teniendo un peso residual el aceite de colza y maíz), lo que refleja un nivel de penetración difícilmente replicable en otros países, pero ilustrativo del recorrido posible si se consolida la percepción del aceite de oliva como alternativa más saludable.

Volatilidad de precios: un reto estructural

La industria del aceite de oliva opera en un mercado altamente volátil, condicionado por:

- Concentración productiva en la UE, que determina la oferta mundial.
- Mercado spot en origen, sin apenas contratos a largo plazo.
- Dependencia de la cosecha española, que actúa como referencia global.

En 2023 y 2024, la sequía en España provocó un incremento sin precedentes en los precios en origen, lo que se trasladó al consumidor final con subidas superiores al 60%. Esta situación redujo la demanda en los principales mercados en 2024: España (-8,1% vs 2023), EE.UU. (-8,2% vs 2023) e Italia (-2,2% vs 2023), tras descensos respectivamente en 2023 vs 2022 de 11.5%, 1.9% y 9.9%. La recuperación del consumo tras la moderación de precios en 2025 refleja la sensibilidad del mercado al coste en origen y confirma la capacidad del sector para reactivar la demanda cuando el producto vuelve a niveles de precios más accesibles. Esta baja elasticidad es notable en países donde el aceite de oliva tiene “arraigo” como España con una caída de volumen muy inferior al incremento de precios y una rápida recuperación de volumen cuando el precio es más accesible.

Drivers estructurales del sector

La evolución del sector del aceite de oliva está marcada por cinco vectores principales:

- 1) **Tendencia global hacia dietas saludables:** el aceite de oliva se ha consolidado como uno de los pilares de la dieta mediterránea, reconocida mundialmente por sus beneficios para la salud. Estudios (Harvard Medical School¹, International Olive Council MedDiet²) avalan su papel en la prevención de enfermedades, lo que refuerza su posicionamiento como producto premium frente a aceites vegetales más baratos pero con peor perfil nutricional (palma, soja). Esta reputación impulsa la demanda en mercados no tradicionales, donde el consumidor asocia el aceite de oliva no solo a alimentación, sino también a estilo de vida saludable y aspiracional.
- 2) **Alta concentración productiva y volatilidad climática:** la producción mundial está altamente concentrada en el arco mediterráneo (60% en la UE; 40% en España), lo que convierte a la cosecha española en referencia de precios a nivel global. Esta dependencia de una sola región aumenta la exposición a factores climatológicos, especialmente sequías prolongadas. Además, la “vecería” del olivo (alternancia natural de cosechas abundantes y escasas) amplifica la volatilidad de la oferta. El cambio climático añade un riesgo estructural de largo plazo: temperaturas extremas y estrés hídrico que podrían reducir rendimientos y alterar zonas de cultivo tradicionales.
- 3) **Crecimiento en mercados internacionales:** mientras el consumo per cápita en la UE muestra madurez en los mercados tradicionales como España e Italia, los mayores incrementos de demanda provienen de países no productores:
 - **Estados Unidos**, que ya representa alrededor del 13% del consumo mundial, es el mayor importador neto y un mercado estratégico para compañías como OLE.
 - **Norte de Europa**, con un consumo per cápita creciente y familiaridad con el producto por ser el arco mediterráneo su principal destino turístico

¹ <https://www.health.harvard.edu/blog/a-practical-guide-to-the-mediterranean-diet-2019032116194>.

² <https://meddietolivehealth.com>.

- **Brasil e Hispanoamérica** consolidan su peso como mercados con afinidad cultural.
- **Oriente Medio:** con Arabia Saudí y Emiratos como principales mercados con un alto poder adquisitivo

El bajo peso del aceite de oliva en el consumo mundial de aceites vegetales (<4%; aunque en términos de valor económico su peso es superior porque es un aceite premium) subraya el elevado potencial de penetración, especialmente si se mantiene un diferencial razonable frente a otros aceites en términos de precio.

- 4) **Inversión en agribusiness:** en los últimos 15 años, el sector ha vivido una profesionalización significativa gracias a la entrada de capital institucional en explotaciones intensivas y superintensivas. Estos modelos han multiplicado la productividad por hectárea y reducido la dependencia del cultivo tradicional, permitiendo mayor estabilidad en la oferta y menores costes unitarios. El interés de fondos de inversión en el *agribusiness* del olivar se apoya en tres factores: (i) estabilidad de la demanda global, (ii) baja elasticidad a largo plazo, con comportamiento asimétrico en el corto plazo³ de la demanda y (iii) perfil de activo real con retornos atractivos en entornos inflacionistas. Esta tendencia contribuye a un mercado más eficiente y con mayor capacidad de atender la demanda creciente.
- 5) **Valor estratégico de las marcas:** las marcas han demostrado ser una ventaja competitiva crítica. La reciente crisis de precios (2023–2024) evidenció que las compañías con marcas consolidadas fueron capaces de trasladar parcialmente incrementos de costes al consumidor sin una erosión significativa de la cuota. La marca aporta confianza en un producto sujeto a gran variabilidad en origen, asegura consistencia organoléptica a través de blends y actúa como palanca de fidelización en mercados internacionales donde el consumidor carece de referencias locales. En este sentido, la fortaleza de las marcas líderes (Carbonell, Bertolli, Carapelli) constituye un activo estratégico y una barrera de entrada para nuevos competidores.
- 6) **Sostenibilidad y huella de carbono:** el aceite de oliva presenta una huella de carbono inferior a la de la mayoría de los aceites vegetales (palma, soja, colza), según estudios del International Olive Council y la FAO. Además, el olivar contribuye al secuestro de carbono y la preservación de biodiversidad en entornos rurales mediterráneos. Este perfil medioambiental refuerza su atractivo en mercados desarrollados.

³ La demanda de aceite de oliva presenta una baja elasticidad a largo plazo —el consumo global mantiene una tendencia de crecimiento sostenido pese a episodios de fuerte encarecimiento— y un comportamiento asimétrico en el corto plazo, con caídas más moderadas en fases de precios altos y recuperaciones rápidas cuando el producto vuelve a niveles de precio más accesibles.

Análisis financiero

El foco está en el incremento de la rentabilidad. Multiplicando por 2x el margen EBITDA/Vtas en 2024-2027.

Tabla 6. Precios aceite oliva España origen

	30-jun-25	30-jun-24	Var. Anual
	EUR/Tn	EUR/Tn	%
Extra Virgen	3,561	7,579	-53,0%
Virgen	3,014	7,059	-57,3%
Lampante	2,853	6,908	-58,7%

Fuente: Pool Red

La mayor producción de materia prima reduce el precio en origen, baja el precio final del aceite de oliva y favorece el incremento en el consumo. La producción de aceite de oliva a nivel mundial se ha normalizado en la última campaña agrícola, lo que está permitiendo una bajada sustancial en los precios y un incremento muy elevado del consumo. La reducción en el coste de la materia prima representa un punto de inflexión, tras dos años de altos precios (2023-2024), y apoya las buenas perspectivas de futuro para OLE.

Tabla 7. OLE Resultados 1S25

(Mn EUR)	30-jun-25	30-jun-24	Var. Anual
Volumen (Mn litros)	79,1	71,3	10,9%
Ventas	430,53	502,38	-14,3%
Margen Bruto	62,12	51,10	21,6%
Otros costes operativos	-40,40	-31,37	28,8%
EBITDA	21,72	19,73	10,1%
Margen EBITDA	5,0%	3,9%	28,4%
Resultado Neto	0,60	0,01	n.s.

Caída del 50% de los precios en origen. El importante crecimiento de la cosecha 2024/2025 de aceite de oliva a nivel mundial y especialmente en España, donde se han obtenido 1.414 mil toneladas representa un crecimiento de +64% con respecto a la campaña anterior. El buen comportamiento de la campaña ha dado lugar a una caída de más del 50% en los precios en origen. El precio se está manteniendo estable en los últimos meses, lo que favorece la evolución del consumo. Esta circunstancia ha sido aprovechada por OLE con su política comercial de defensa del margen bruto unitario.

Los resultados del primer semestre ofrecen los primeros signos del cambio de tendencia. Los resultados del primer semestre de 2025 muestran una notable mejoría con respecto al ejercicio anterior, con crecimientos de doble dígito en todas las cifras clave: volumen de ventas +11%, margen bruto +22%, EBITDA +10% y, por último, triplicando Beneficio Neto del 1S2024. La cifra de ventas ha disminuido en un -14%, consecuencia de la bajada de precios de la materia prima (más del -50%), que tuvo una traslación al precio de venta final. La gestión del margen bruto unitario ha permitido a OLE alcanzar un efecto positivo en el margen bruto que crece un +21,6% vs 1S2024. Esta mejora en el margen bruto ha permitido incrementar la inversión en publicidad y promoción, que ha ascendido a EUR 10Mn, lo que significa duplicar la cifra invertida en el ejercicio anterior, y así fortalecer sus marcas. Con todo ello, el EBITDA 1S2025 ha sido de c. EUR 22Mn, lo que representa un crecimiento del +10%, destacando que la mayoría de las unidades de negocio comerciales han crecido.

Esperamos que esta tendencia positiva se mantenga durante el segundo semestre del año, en la medida que los datos de producción de aceite de oliva se consoliden y las tasas de consumo sigan su tendencia positiva, que vendrá impulsada por precios más bajos. OLE, bajo el paraguas de sus marcas líderes, está demostrando su capacidad para extraer beneficios de este contexto, tanto en términos de EBITDA como en generación de caja, para financiar los planes de crecimiento y la sistemática reducción de los niveles de endeudamiento.

La implementación de aranceles en Estados Unidos no son buenas noticias, pero en el contexto de bajadas de precios, podrían absorberse parcialmente sin causar un gran perjuicio. En el mes de julio se ha anunciado un acuerdo entre la UE y USA, que aplicará un 15% de arancel a todos los productos de origen UE.

2025e-2027e: tras alcanzar la estabilidad financiera, el foco está en incrementar la rentabilidad del negocio en línea con las multinacionales de gran consumo.

A comienzos del ejercicio 2025, OLE se propuso, entre otros objetivos, dos retos estratégicos.

- **Alcanzar la estabilidad financiera que permita desarrollar con garantías el crecimiento orgánico del negocio**, hito que se consiguió con la firma de la refinanciación de la deuda en marzo por importe de EUR 160Mn y vencimiento en 2029, incorporando una línea revolving de EUR 35Mn. El nuevo contrato de financiación ha contado con varias entidades prestamistas y está permitiendo:

- proporcionar estabilidad financiera ampliando el vencimiento de su endeudamiento financiero a cuatro años desde la fecha de cierre de la refinanciación, y
- centrarse en sus resultados operativos, apoyando la generación de un crecimiento sostenido del EBITDA recurrente y un flujo de caja positivo.
- **Mejorar la rentabilidad operativa.** Con una transformación integral del negocio que permita alcanzar unos beneficios incrementales en los próximos 3 años, que logren situar la rentabilidad del negocio en términos comparables con las empresas de gran consumo con perfil multinacional.
- **La hoja de ruta para 2026-2028 pone el foco en los mercados más rentables y de mayor crecimiento (Norte América, Norte Europa e India),** sin descuidar los mercados más consolidados como España e Italia. La firma de la refinanciación aporta flexibilidad adicional a OLE porque permite una nueva refinanciación sin penalizaciones a partir de marzo 2026 que reduciría el coste financiero, condicionado a una mejora en EBITD. Adicionalmente, la relajación del covenant de circulante permite una gestión más ágil de la compra de materias primas

Ingresos: la estabilización de los precios tras el pico del 2023-24 apoya nuestra estimación para el crecimiento de volúmenes (+6,7% TACC 2024-2027e)

Sin embargo, el crecimiento en ingresos está lastrado por la alta base de comparación de 2024 a nivel de precios, (+0,6% TACC 2024-2027e). A continuación, ofrecemos un resumen de las principales hipótesis de ingresos:

Tabla 8. Hipótesis sobre los ingresos

Volumen vendido (Mn litros)	2023	2024	2025e	2026e	2027e
España	50,3	53,9	64,6	67,2	69,6
Italia	30,8	27,5	27,8	28,5	28,9
Norte de Europa	15,6	15,3	16,0	16,9	17,8
Norte América	29,8	27,9	29,0	31,2	33,1
APAC-MEA	12,7	12,5	14,9	16,1	17,3
Latam	5,5	6,0	6,1	6,5	7,0
Total	144,8	143,1	158,4	166,5	173,7

Volumen por geografía (%)	2023	2024	2025e	2026e	2027e
España	34,7%	37,6%	40,8%	40,4%	40,1%
Italia	21,3%	19,2%	17,6%	17,1%	16,7%
Norte de Europa	10,8%	10,7%	10,1%	10,2%	10,2%
Norte América	20,6%	19,5%	18,3%	18,8%	19,1%
APAC-MEA	8,8%	8,7%	9,4%	9,6%	9,9%
Latam	3,8%	4,2%	3,8%	3,9%	4,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Precio por geografía (EUR/L)	2023	2024	2025e	2026e	2027e
España	5,8	7,0	5,4	5,6	5,8
Italia	4,3	4,8	3,5	3,6	3,7
Norte de Europa	4,0	4,2	3,6	3,7	3,8
Norte América	7,4	10,2	8,1	8,3	8,5
APAC-MEA	7,3	9,5	8,2	8,5	8,8
Latam	8,3	10,1	7,2	7,4	7,6

Mix de ingresos por geografía (%)	2023	2024	2025e	2026e	2027e
España	26,2%	26,5%	26,9%	26,3%	25,8%
Italia	14,9%	11,7%	11,8%	11,3%	10,9%
Norte de Europa	14,1%	15,8%	15,2%	15,1%	15,1%
Norte América	26,3%	27,1%	27,9%	28,7%	29,1%
APAC-MEA	12,8%	12,8%	12,7%	12,9%	13,1%
Latam	5,7%	6,1%	5,5%	5,7%	6,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

1) **España (26,9% de los ingresos y el 40,8% del volumen vendido en 2025e)**

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 24-27e
Ingresos España (EUR Mn)	216,0	260,2	227,9	243,0	257,8	-0,3%
Variación anual	9,6%	20,5%	-12,4%	6,6%	6,1%	
Volumen (Mn L)	50,3	53,9	64,6	67,2	69,6	8,9%
Variación anual	-15,7%	7,2%	20,0%	4,0%	3,5%	
Precio (EUR/L)	4,3	4,8	3,5	3,6	3,7	-8,5%
Variación anual	30,0%	12,4%	-27,0%	2,5%	2,5%	

- **El mercado que, con diferencia, ha tenido mayor crecimiento en el primer semestre de 2025 ha sido España (+20,3% en volumen)**, donde las cuotas de Mercado de OLE han crecido un +1,4p.p. hasta el 14,6%, siendo líder por marcas. Nuestra expectativa es que la cuota de mercado crezca ligeramente. La cuota de mercado de marca blanca en términos de volumen es de c.50%.
- **La caída estimada en los ingresos para el año 2025e obedece a los altos precios del aceite de oliva en origen en los años 2023 y 2024**, debido a la escasa producción en las cosechas de ambos años. Ante esta tesitura, OLE tuvo que incrementar los precios, lo que a su vez tuvo un importante impacto a través de una caída del consumo. Para ponerlo en contexto, el volumen de ventas del año 2024 representa una caída del 21,5% frente al volumen de ventas del año 2020 (pero este año no es significativo en tanto en cuanto el confinamiento elevó el consumo de forma significativa) y un 15,1% frente a 2021.
- **Para el año 2025e, estimamos un incremento del +20% en el volumen de ventas hasta los 64,6 millones de litros** (en línea con los resultados del primer semestre), lo que representa un incremento del +1,8% frente a las ventas del año 2021. Con el incremento de la cosecha de este año en España (1.414 miles toneladas, +64% con respecto a la campaña anterior) los precios de venta del aceite de oliva se han podido reducir un -27% hasta EUR 3,5/L. Consideramos que este nivel de precios de venta para el aceite de oliva en España es razonable desde la perspectiva histórica. Estimamos una ligera subida del +2,5% para el 2026e y 2027e.
- **El mercado del aceite de oliva en España se ha estandarizado**, los productos de diferentes empresas se perciben idénticos y la competencia se basa principalmente en el precio, perdiéndose la capacidad de diferenciación. Por lo tanto, España es el mercado que más rápido refleja la subida o caída del precio de la materia prima. La marca blanca tiene una cuota de mercado del 47,2%. Por lo que no esperamos un crecimiento relevante de los precios.

2) **Italia (11,8% de los ingresos y 17,6% del volumen vendido en 2025e)**

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 24-27e
Ingresos Italia (EUR Mn)	122,7	114,7	99,6	104,6	108,9	-1,7%
Variación anual	-14,0%	-6,5%	-13,1%	5,1%	4,0%	
Volumen (Mn L)	30,8	27,5	27,8	28,5	28,9	1,7%
Variación anual	-28,0%	-10,6%	1,0%	2,5%	1,5%	
Precio (EUR/L)	4,0	4,2	3,6	3,7	3,8	-3,3%
Variación anual	19,4%	4,5%	-14,0%	2,5%	2,5%	

- **El comportamiento de OLE en el mercado italiano ha sido relativamente plano en volumen (+0,8%) en el 1S2025**. La cuota de mercado de OLE en Italia se ha reducido en -0,4 p.p. hasta el 5,5 %. Esperamos que el Grupo sea capaz de mantener su cuota de mercado en el corto y medio plazo.
- **El mercado italiano es el más complicado para OLE**. La cuota de mercado se ha reducido desde el 19% en 2015, siendo el líder del mercado, al entorno del 5,5-6% en la actualidad, hasta alcanzar la cuarta posición del ranking.

- La caída estimada en los ingresos para el año 2025e (-13,1%), se explica por una caída del precio de venta del -14,0% (EUR 3,6/L), con un ligero crecimiento de volumen (+1%). A su vez, la caída del precio del año 2025, ha de interpretarse en el contexto de un fuerte incremento en el precio de venta del aceite de oliva en el período 2020-2024 (+83,5%).
- Para el año 2025e, estimamos un incremento del +1% en el volumen de ventas hasta los 27,8 millones de litros (en línea con los resultados del primer semestre, +0,8%), lo que representa prácticamente la mitad del volumen del año 2019. Desde esa fecha, el volumen subió en el año 2020 por el mayor consumo del Covid-19 (+12,6%), y en el período 2021-2024 encadenó una caída acumulada del -51,1%. Al igual que en España, consideramos que el nivel de precio está estabilizado y por lo tanto esperamos sólo un ligero incremento del +2,5% para 2026e y 2027e.

3) Norte de Europa (15,2% de los ingresos y el 10,1% del volumen vendido en 2025e)

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 24-27e
Ingresos Norte de Europa (EUR M)	116,2	155,2	128,6	139,8	150,4	-1,0%
Variación anual	-0,5%	33,6%	-17,1%	8,6%	7,6%	
Volumen (Mn L)	15,6	15,3	16,0	16,9	17,8	5,2%
Variación anual	-24,7%	-2,1%	4,5%	6,0%	5,0%	
Precio (EUR/L)	7,4	10,2	8,1	8,3	8,5	-5,9%
Variación anual	32,2%	36,5%	-20,7%	2,5%	2,5%	

- El volumen de ventas de OLE en el Norte de Europa (Alemania, Benelux y Francia principalmente) ha crecido un +3,9% en el 1S2025, y los ingresos han caído un -16,7%. Son mercados de un consumo per cápita inferior (pero creciente) al mercado español o italiano.
- La caída estimada en los ingresos para el año 2025e (-17,1%), se explica por una caída del precio de venta del -20,7% (EUR 8,1/L), con un crecimiento de volumen del +4,5%. A su vez, la caída del precio del año 2025, ha de interpretarse en el contexto de un fuerte incremento en el precio de venta del aceite de oliva en el período 2020-2024 (+106,6%). Tras la caída del precio en el año 2025, el volumen ha reaccionado positivamente. Con una cierta estabilidad de precios, +2,5% para 2026e y 2027e, esperamos un crecimiento en volúmenes del +6% en 2026e y del +5% en 2027e.
- Para el año 2025e, estimamos un incremento del +4,5% en el volumen de ventas hasta los 16,0 millones de litros (en línea con los resultados del primer semestre, +3,9%), lo que representa un incremento del +7,5% sobre el volumen del año 2019, pero una caída del -22,5% sobre la media de los años 2020-2022. Desde esa fecha, el volumen subió en el año 2020 por el mayor consumo del Covid-19 (+40,4%), y en el período 2021-2024 presenta una caída acumulada del -26,9%.

4) Norte América (15,2% de los ingresos y el 10,1% del volumen vendido en 2025e)

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 24-27e
Ingresos Norte de América (EUR M)	216,8	265,9	236,5	265,0	290,7	3,0%
Variación anual	-0,1%	22,7%	-11,1%	12,1%	9,7%	
Volumen (Mn L)	29,8	27,9	29,0	31,2	33,1	5,9%
Variación anual	-18,2%	-6,5%	4,0%	7,8%	6,0%	
Precio (EUR/L)	7,3	9,5	8,2	8,5	8,8	-2,7%
Variación anual	22,1%	31,2%	-14,5%	4,0%	3,5%	

- El volumen de ventas de OLE en Norte América ha crecido un +3,5% en el 1S2025, y los ingresos han caído un -10,8%. La cuota de mercado en USA (c.80% de los ingresos de la división) se ha reducido en -1 p.p. hasta el 13,4% en junio 2025, y ha permanecido plana en los últimos cuatro años en el rango del 13-14%. OLE ocupa la segunda posición en el mercado por detrás de Pompeian, cuya cuota de mercado es del 19,3%. Esperamos que la cuota se estabilice a este nivel y que los competidores

incrementen su cuota de mercado frente a la marca blanca (41,9% de cuota de mercado en 2024). Creemos que OLE será capaz de defender su cuota de mercado.

- **Otros mercados.** En Canadá (20% de los ingresos de la división), OLE tiene una cuota de mercado a junio 2025 del 10% (-5,5 p.p en los últimos doce meses), y compara con el 31,9% del líder, Gallo, y 25,9% de la marca blanca. esperamos que OLE mantenga estable su cuota de mercado, y que haya competencia para arañar cuota a la marca blanca.
- **La caída estimada en los ingresos para el año 2025e (-11,1%), se explica por una caída del precio de venta del -14,5% (EUR 8,2/L), con un crecimiento de volumen del +4,0%.** A su vez, la caída del precio del año 2025e, ha de interpretarse en el contexto de un fuerte incremento en el precio de venta del aceite de oliva en el período 2020-2024 (+96,8%). Tenemos una perspectiva positiva para el crecimiento futuro de este mercado, debido a su elevado tamaño y al escaso peso relativo del consumo de aceite de oliva frente a otras alternativas. Tras la caída del precio en 1S2025e, el volumen ha reaccionado positivamente (+3,5%). Con una expectativa de incremento de precios no demasiado agresiva, pero mayor que en España, Italia y Norte de Europa, +4,0% para 2026e y 3,5% para 2027e, esperamos un crecimiento en volúmenes del +7,8% en 2026e y del +6% en 2027e.
- **Para 2025e, estimamos un incremento del +4,0% en el volumen de ventas hasta los 29,0 millones de litros** (en línea con los resultados del 1S2025, +3,5%), lo que representa una caída del -20,3% sobre la media de los años 2020-2022. Entendemos que la caída del consumo está explicada por el incremento de precios. En un entorno de precios estabilizado, esperamos que el consumo siga creciendo de forma gradual y recurrente en los próximos años.
- **La reciente imposición (desde agosto 2025) de un arancel del 15% a las exportaciones de EU a USA no son buenas noticias,** pero hay que enmarcarlo en un periodo de normalización de los precios en origen que ha permitido una rebaja significativa de los precios de venta del aceite de oliva y una mejora sustancial de los márgenes (a pesar de la debilidad del USD) que se habían visto afectados en 2023 y 2024 por el alto precio de la materia prima.

5) **APAC-MEA (12,7% de los ingresos y el 9,4% del volumen vendido en 2025e)**

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 24-27e
Ingresos APAC-MEA (EUR Mn)	105,1	125,8	107,9	118,9	131,0	1,4%
Variación anual	12,6%	19,7%	-14,2%	10,2%	10,2%	
Volumen (Mn L)	12,7	12,5	14,9	16,1	17,3	11,5%
Variación anual	-18,1%	-2,0%	20,0%	7,5%	7,5%	
Precio (EUR/L)	8,3	10,1	7,2	7,4	7,6	-9,1%
Variación anual	37,5%	22,1%	-28,5%	2,5%	2,5%	

- **El volumen de ventas de OLE en el mercado de APAC-MEA ha crecido un +20,3% en el 1S2025, y los ingresos han caído un -13,7%.** Esta unidad de negocio cubre una gran población con un consumo per cápita muy bajo (con la excepción de Australia) por distintos hábitos alimenticios donde el aceite de oliva es un artículo premium con un margen superior a la media del grupo. El motor de esta unidad de negocio es India (EBITDA de EUR 3,5Mn)
- **La caída estimada en los ingresos para el año 2025e (-14,2%), se explica por una caída del precio de venta del -28,5% (EUR 7,2/L).** A su vez, la caída del precio de 2025, ha de interpretarse en el contexto de un fuerte incremento en el precio de venta del aceite de oliva en el período 2022-2024 (+67,9%). Tenemos una perspectiva positiva para el crecimiento de futuro de este mercado, debido al potencial de la India, a la escasa penetración que permite un fuerte crecimiento de la demanda en el futuro, y al posicionamiento premium del aceite de oliva en mercados de poder adquisitivo alto (Australia, Oriente Medio). Tras la caída del precio en el año 2025, el

volumen ha reaccionado positivamente. Esperamos un incremento de precios del +2,5% para 2026e y 2027e.

- **Para el año 2025e, estimamos un incremento del +20,0% en el volumen de ventas hasta los 14,9 millones de litros** (en línea con los resultados del 1S2025, +20,3%), lo que todavía representa una caída del -9% frente al año 2021. Entendemos que el incremento del consumo está explicado por la fuerte caída de precios. En un entorno de precios estabilizado, esperamos que el consumo siga creciendo de forma gradual al incrementarse la penetración del aceite de oliva en estos mercados.

6) **Latam (5,5% de los ingresos y el 3,8% del volumen vendido en 2025e)**

	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 24-27e
Ingresos Latam (EUR Mn)	46,7	60,0	47,0	53,1	59,9	-0,1%
Variación anual	6,1%	28,6%	-21,7%	12,9%	12,9%	
Volumen (Mn L)	5,5	6,0	6,1	6,5	7,0	5,3%
Variación anual	-27,2%	10,4%	1,0%	7,5%	7,5%	
Precio (EUR/L)	8,6	10,0	7,7	8,1	8,5	-5,1%
Variación anual	45,7%	16,5%	-22,5%	5,0%	5,0%	

- **El volumen de ventas de OLE en el mercado de Latam ha estado plano en el 1S2025, y los ingresos han caído un -21,9%.** En un mercado poco relevante para OLE, con la excepción de México.
- **La caída estimada en los ingresos para el año 2025e (-21,7%), se explica por una caída del precio de venta del -22,5% (EUR 7,7/L).** A su vez, la caída del precio del año 2025, ha de interpretarse en el contexto de un fuerte incremento en el precio de venta del aceite de oliva en el período 2021-2024, +100,3%. Esperamos que el mercado mejicano siga liderando los crecimientos, particularmente tras la estabilización de precios del año 2025. Incluimos un incremento de precios algo mayor que para otros mercados (+5% para 2026e y 2027e).
- **Para el año 2025e, estimamos un incremento del +1% en el volumen de ventas hasta los 6,1 millones de litros** (frente a un comportamiento plano en los resultados del 1S2025). Entendemos que el incremento del consumo está explicado por la fuerte caída de precios. En un entorno de precios estabilizado, esperamos que el consumo siga creciendo de forma gradual al incrementarse la penetración del aceite de oliva en estos mercados.

Margen bruto: la mejora se explica por la implementación de medidas de eficiencia operativa (+17,2% TACC 2024-2027e)

El incremento de la rentabilidad del negocio es el principal foco estratégico del management, tras haber completado con éxito su refinanciación el pasado marzo y haber completado la financiación del pago de la deuda con la Hacienda italiana. Una vez lograda la estabilidad financiera todo el esfuerzo se está poniendo en la búsqueda e implementación de medidas operativas encaminadas a optimizar los costes. La materia prima representa c.80% de los costes operativos. La optimización en el proceso de compra de la materia prima es una de las principales acciones estratégicas a desarrollar para mejorar la eficiencia operativa.

No existe un mercado de futuros o derivados para el aceite de oliva. Por lo tanto, el aprovisionamiento con proveedores externos en el mercado spot es la forma de operar en el sector. La gestión de la logística de la cadena de suministro reduciendo los tiempos entre cada proceso probablemente mejorará los costes. Por un lado, al reducir el tiempo entre la recogida de la aceituna y la molienda, se puede mejorar la calidad del aceite de oliva en origen. Por otro lado, la gestión de este proceso al impactar la calidad del producto final puede generar mejoras en la rentabilidad en función de la estructura de precios fijada en la negociación. Asimismo, la compra de mayores volúmenes de materia prima en cada transacción probablemente redundará en mejores costes de compra. Tras la reciente refinanciación, OLE está en una mejor posición para optimizar este proceso de compra.

En la tabla a continuación ofrecemos el desglose de los márgenes por área geográfica.

**Margen bruto por geografía
(% / Ingresos)**

	2023	2024	2025e	2026e	2027e
España	4,7%	4,9%	7,0%	7,1%	7,3%
Italia	8,3%	6,0%	6,0%	6,2%	6,4%
Norte de Europa	8,5%	8,9%	23,4%	23,6%	23,8%
Norte América	15,2%	10,5%	15,2%	15,4%	15,6%
APAC-MEA	16,6%	12,8%	21,2%	21,4%	21,6%
Lata m	16,8%	13,8%	20,4%	20,0%	20,1%
Margen bruto total	12,0%	10,0%	15,0%	15,5%	15,8%

**Margen bruto por geografía
(EUR Mn)**

	2023	2024	2025e	2026e	2027e
España	10,2	12,8	16,0	17,3	18,8
Italia	10,1	6,9	6,0	6,5	7,0
Norte de Europa	9,8	13,8	30,1	33,0	35,8
Norte América	33,0	27,9	35,9	40,8	45,4
APAC-MEA	17,5	16,1	22,9	25,4	28,3
Lata m	7,8	8,3	9,6	10,6	12,0
Operativas y ajustes	11,7	13,4	8,7	11,7	12,5
Total	100,2	99,2	129,1	145,3	159,7

**Margen bruto por geografía
(Peso %)**

	2023	2024	2025e	2026e	2027e
España	11,5%	14,9%	13,2%	12,9%	12,8%
Italia	11,4%	8,1%	5,0%	4,9%	4,7%
Norte de Europa	11,1%	16,1%	25,0%	24,7%	24,3%
Norte América	37,3%	32,5%	29,8%	30,5%	30,8%
APAC-MEA	19,7%	18,7%	19,0%	19,0%	19,2%
Lata m	8,9%	9,7%	8,0%	7,9%	8,2%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Italia con un margen bruto del 6,0% para 2025e y España con un 7,0%, son las áreas geográficas con un menor margen. Puede parecer sorprendente dado que son los dos países en los que OLE tiene plantas de envasado y etiquetado para sus marcas, pero también son los mercados más maduros y con un mayor consumo per cápita. El motivo último es el precio, que es más ajustado. En términos de volumen vendido, estimamos que España representa el 40,8% del volumen total e Italia un 17,6%. Creemos que la evolución del precio no tiene mucho potencial en estos mercados por su alta madurez.

El mercado de Norte América representa el 29,8% del margen bruto total en 2025e, y es el más importante para OLE. Esperamos que el management se centre en este mercado porque tiene mucho potencial de crecimiento y el margen bruto del 15,2% que estimamos para 2025e, más del doble que el de España, tiene un ligero potencial de mejora (estimamos un margen bruto de 15,4% para 2026e y 15,6% para 2027e). Creemos que inversiones adicionales en marketing en la región pueden tener un impacto positivo en la rentabilidad.

El mercado del Norte de Europa tiene el mayor margen bruto de entre todas las áreas geográficas (23,4% en 2025e) y representa el 25,0% del margen bruto total en 2025e. La dinámica en la formación de precios y los cambios en el perfil de consumo favorecen unos niveles de precios elevados que apoyan un margen alto. Sin embargo, la fijación de precios se produce ordinariamente sólo una vez al año y hay mayor riesgo en el proceso de negociación.

EBITDA: el foco del management en la rentabilidad (28,3% TACC 2024-2027e) es la clave para el futuro, tras el éxito en la refinanciación de su deuda

A continuación, ofrecemos el desglose del EBITDA por división. Nuestras estimaciones implican un TACC 2024-2027e del 28,3%, y descuentan el éxito en la implementación de medidas enfocadas a la mejora operativa. Nuestra estimación de EBITDA 2027e de EUR 70,5Mn, supone un incremento de EBITDA de >EUR 20Mn frente al EBITDA de 2025e.

EBITDA por geografía

(% / Ingresos)	2023	2024	2025e	2026e	2027e
España	1,7%	2,4%	4,0%	4,2%	4,4%
Italia	2,8%	0,8%	0,4%	0,6%	0,9%
Norte de Europa	0,6%	3,5%	14,3%	14,8%	15,3%
Norte América	6,9%	4,4%	6,0%	6,2%	7,1%
APAC-MEA	9,5%	7,0%	13,6%	14,0%	14,8%
Lataam	8,1%	7,9%	13,3%	13,6%	14,3%

EBITDA (EUR Mn)	2023	2024	2025e	2026e	2027e
España	3,8	6,3	9,1	10,2	11,4
Italia	3,5	0,9	0,4	0,6	0,9
Norte de Europa	0,7	5,4	18,4	20,6	23,1
Norte América	15,1	11,6	14,3	16,4	20,7
APAC-MEA	9,9	8,8	14,7	16,6	19,3
Lataam	3,8	4,8	6,2	7,2	8,6
Corporación	-17,2	-16,5	-22,9	-23,8	-24,1
Operativas y ajustes	10,7	12,1	7,3	10,1	10,7
EBITDA total	30,2	33,4	47,4	57,9	70,5
Variación anual	-29,7%	10,4%	42,2%	22,0%	21,8%
Margen	3,6%	3,3%	5,5%	6,2%	7,0%

EBITDA por geografía

(Peso %)	2023	2024	2025e	2026e	2027e
España	10,2%	16,8%	14,5%	14,2%	13,5%
Italia	9,5%	2,3%	0,6%	0,8%	1,1%
Norte de Europa	1,9%	14,2%	29,1%	28,8%	27,5%
Norte América	41,0%	30,8%	22,6%	22,9%	24,6%
APAC-MEA	27,1%	23,3%	23,3%	23,2%	23,0%
Lataam	10,4%	12,6%	9,9%	10,1%	10,2%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

La evolución del Flujo de Caja 2025e-2027e: fuerte generación de caja operativa; pero sin perder de vista el impacto (sin efecto en la caja a corto plazo) de la deuda subordinada vinculada al pago a la Hacienda Italiana.

Como primer paso, es necesario analizar el comportamiento del flujo de caja en el 1S2025:

- **Crecimiento del 54% en el flujo de caja de las operaciones**, alcanzando EUR 19Mn. Apoyados en el buen comportamiento del capital circulante y el incremento de caja derivado de la positiva evolución del negocio.
- **Las paulatinas bajadas del precio de la materia prima están permitiendo la reducción del capital circulante...** apoyadas por la generación de caja por la operativa ordinaria del negocio, ello a pesar de incrementar los stocks en volumen por decisiones estratégicas de aprovisionamiento. Como viene siendo tónica habitual en los últimos trimestres, la generación de caja asociada a la disminución en el capital circulante ha derivado en una disminución de la deuda financiera neta.
- **...sin embargo este impacto positivo en el flujo de caja no es visible.** La mejora del capital circulante en el 1S2025 (EUR 12,8Mn) se ve compensada al nivel de flujo de caja con dos impactos negativos: i) EUR 6,2Mn por la parte de la provisión a corto plazo de la deuda de Carapelli con la Hacienda Italiana, ii) EUR 7,2Mn por diferencias de conversión ligadas al tipo de cambio.
- **La salida de caja por los gastos financieros está afectada por un extraordinario.** El incremento registrado en el pago de intereses tiene su origen, principalmente, en los desembolsos por importe de €7,7M asociados a los gastos de formalización de deudas derivados del nuevo contrato de financiación suscrito en marzo.

Nuestra estimación de flujo de caja recurrente 2025e-2027e (+50,2% TACC 2024-2027e) confirma que la mejora de rentabilidad se convierte en caja

Comportamiento operativo vs. evolución de la deuda subordinada. Es relevante mencionar que hay que analizar por separado el comportamiento operativo ordinario del negocio del aceite frente al impacto negativo en el balance por la financiación de la deuda vinculada con el pago a la Hacienda Italiana. La totalidad de los gastos financieros vinculados con esta deuda no representan una salida de caja, dado que son instrumentos PIK (Payment in Kind), es decir son en especie mediante su capitalización de los intereses por encima del nominal en balance. Se incluyen en el balance en el epígrafe denominado deuda con entidades asociadas. Eso implica que no va a estar incluida en el cálculo de la Deuda Financiera Neta. Es relevante señalar que esta Deuda con entidades asociadas no se incluye para el cálculo de los ratios de deuda, y por lo tanto, tampoco para el cálculo de los covenants financieros.

Los importes de esta deuda se van a incrementar de forma gradual en los próximos años con importes que no van a pasar por el flujo de caja en los próximos tres años:

- Por un lado, por el importe de los gastos financieros vinculados a la financiación de la deuda actual y la futura a emitir para financiar el pago a la Hacienda Italiana (Notas A y Notas B).
- Por otro lado, por el importe nominal de la deuda que se ha emitido para el pago a la Hacienda Italiana en 2025 (EUR 4,8MN) por parte de Alchemy, y nuestra estimación de un importe idéntico en el año 2026 y 2027. Estimamos que esa deuda se va a emitir a mitad del año 2026 y 2027. Existe un compromiso en firme de CVC y OLE de aportar esta deuda. El importe de los bonos que ha emitido OLE, EUR 5,0Mn, está incluido en la Deuda Financiera Neta de la empresa, siendo éste el único elemento de la financiación de la deuda para el pago a la Hacienda Italiana que está incluida aquí. Estimamos que en el año 2026 y 2027 OLE emitirá bonos por un importe anual de EUR 5,0Mn.

Como contraprestación de las obligaciones asumidas por los principales socios directos e indirectos del Grupo en virtud del Compromiso de los Socios para financiar el pago de la deuda de la Hacienda italiana, Deoleo Holding ha creado dos clases de instrumentos de deuda (las "Notas A" y las "Notas B", y conjuntamente, las "Notas"). Las Notas están subordinadas estructuralmente a la deuda incurrida en virtud de la Refinanciación, pero ostentan un rango de prelación preferente sobre los fondos propios existentes y futuros de Deoleo Holding.

En particular, las Notas A devengan una comisión anual del 6,5% denominada en inglés commitment fee (la "Comisión de Compromiso") para compensar el coste de capital de aquellos socios que hayan reservado fondos en el caso de que Carapelli tuviera que hacer frente al pago de algún importe en relación con la Contingencia Fiscal Italiana. La Comisión de Compromiso se devenga a partir de la fecha de cierre de la Refinanciación y se pagará en especie con la emisión de Notas A en cada aniversario desde la fecha de cierre de la Refinanciación. Con carácter general, la Comisión de Compromiso dejará de devengarse: (i) cuando los Compromisos de los Socios se reduzcan como consecuencia de cualquier importe pagadero en relación con la Contingencia Fiscal Italiana o al producirse determinados supuestos de incumplimiento materiales bajo el Contrato de Financiación (esto es, falta de pago, incumplimiento de covenants financieros que no se haya remediado o procedimientos de insolvencia que afecten a alguno de los obligados); o (ii) de no producirse ninguna de dichas circunstancias, en la fecha de vencimiento de las Notas en un plazo de 14 años desde la fecha de cierre de la Refinanciación.

Las Notas B se emitirán a favor de Deoleo, S.A. y de los restantes socios de Deoleo Holding que decidan participar en el Compromiso de los Socios, cuando sea necesario para obtener los fondos para hacer frente a la Contingencia Fiscal Italiana. Las Notas B se emitirán por un importe equivalente a la financiación que aporten los socios cuando se produzca un supuesto que les obligue a proporcionar tales fondos de conformidad con lo dispuesto en la documentación que instrumenta el Compromiso de los Socios. Las Notas B devengarán un interés anual del 20% a partir de su fecha de emisión. Estos intereses se pagarán en especie en

cada aniversario de la fecha de emisión de las Notas B y se capitalizarán, añadiéndose al principal pendiente de las Notas B.

En la tabla siguiente ofrecemos nuestra estimación del FCF para OLE, y a continuación un resumen con nuestras hipótesis.

(EUR Mn)	2023	2024	2025e	2026e	2027e
EBITDA recurrente	30,2	33,4	47,4	57,9	70,5
Arrendamientos (Impacto NIIF)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Var. Capital circulante	-13,9	4,9	1,9	-3,5	-7,5
Cash Flow operativo recurrente	16,4	38,3	49,4	54,4	63,0
Capex	-9,4	-5,1	-5,0	-5,1	-5,3
Rdo. Fin. Neto con impacto en I	-15,8	-20,8	-35,1	-21,4	-21,4
Impuestos	0,2	-2,8	-3,1	-3,1	-4,0
Free Cash Flow Recurrente	-8,6	9,6	6,2	24,7	32,4

- Tras un año 2023 con la salida de caja vinculada con el capital circulante, en el año 2024 OLE generó caja por un importe de EUR 6,3Mn.
- Para el año 2025e, estimamos un FCF Rec. de EUR 6,2Mn, apoyada en el crecimiento del EBITDA, aunque está impactado negativamente por el impacto extraordinario en los gastos financieros vinculado al cierre de la refinanciación de su deuda y en el capital circulante.
- Para el año 2026e y 2027e, esperamos un incremento significativo del FCF Rec. hasta EUR 24,7MN (incremento de 5 veces sobre la cifra del 2025) y EUR 32,4Mn respectivamente, por el crecimiento del EBITDA Rec. y la estabilización de los gastos financieros tras la refinanciación.
- Nuestra estimación de CAPEX, EUR 5Mn para el período 2025e-2027e, puede parecer baja, dado que representa el c.50% de la cifra de amortización. Sin embargo, OLE es una empresa con un modelo poco intensivo de capital, (el inmovilizado material asciendo a EUR 48,5Mn en 2025e y por el contrario el inmovilizado inmaterial alcanza los EUR 431,5Mn a 2025e), y no espera realizar grandes desembolsos en CAPEX durante los próximos tres años. El principal activo de la empresa son sus marcas.
- Nuestra estimación de variación de circulante para el año 2025 está influenciada por los extraordinarios que hemos comentado anteriormente, lo que no deja ver la mejoría subyacente del circulante. Para el año 2026e y 2027e, la salida de caja que estimamos está vinculada con el crecimiento de los ingresos. Tradicionalmente, el capital circulante ha representado un 11% de los ingresos, y mantenemos este ratio al mismo nivel en nuestras estimaciones. Por lo tanto, al incrementar la estimación de ingresos y el ratio de capital circulante/ventas permanecer invariable, se produce un incremento de la cifra de capital circulante, lo que genera la variación en el flujo de caja.
- Para los gastos financieros, tenemos en cuenta el coste de la nueva refinanciación, así como el coste vinculado al factoring, con un saldo medio de c. EUR 35Mn y un pequeño impacto negativo por FX.

La Deuda Neta vinculada al negocio operativo cae de forma significativa, sin embargo, hay un incremento relevante de la Deuda con Entidades Asociadas

El punto de partida para el análisis de la evolución del balance es el siguiente:

- El apalancamiento comienza a bajar, con una reducción del 5% en el 1S2025 (EUR 109,6Mn).** El ratio de endeudamiento DN/EBITDA (de los últimos 12 meses) se sitúa en 3,1x, al cierre del 1S2025 (2024, 3,2x).
- La generación de caja asociada a la disminución en el capital circulante apoya la disminución de la DN.** Las paulatinas bajadas del precio de la materia prima están

permitiendo la reducción del capital circulante, y a pesar de incrementar el inventario en volumen por decisiones estratégicas de aprovisionamiento.

- **EUR 43Mn de liquidez disponible.** La nueva financiación tiene prevista una línea revolving por importe de EUR 35M de los cuales, al cierre del 1S2025 solo hay dispuestos EUR 15Mn, por lo que la disponibilidad de caja al cierre del semestre es de EUR 43Mn, que compararan con los EUR 52Mn al cierre del mismo semestre del ejercicio anterior. La nueva línea revolving otorga mayor flexibilidad en la disposición de los recursos financieros junto con un ahorro de costes por la parte no utilizada.

En la siguiente tabla ofrecemos nuestra estimación de la evolución de la deuda

(EUR Mn)	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Deuda Neta operativa	118,9	114,3	92,8	68,1	35,7
Bonos emitidos (I)			5,0	10,0	15,0
Total deuda neta consolidada	118,9	114,3	97,8	78,1	50,7
Deudas con Entidades Asociadas					
Gastos financieros capitalizados				14,0	23,1
Resto deuda Carapelli			10,9	9,6	14,4
Subtotal deuda con Entidades Asociadas (II)			10,9	23,6	37,5
Deuda vinculada al pago a la Hacienda Italiana (I+II)			15,9	33,6	52,5

- **Reducción significativa de la deuda.** Con la creciente generación de caja recurrente estimamos que el ratio de DN/EBITDA baje desde 3,4x en 2024 a 2,1x en 2025e. Para 2026e bajará todavía más hasta 1,3x y en 2027 alcanza 0,7x. Esto hace referencia a la DN ordinaria del negocio operativo, sin tener en cuenta la deuda ligada a la financiación del pago de la deuda con la Hacienda Italiana, que está incluida en el epígrafe Deuda con Entidades Asociadas.
- **La deuda vinculada al pago a la Hacienda Italiana alcanza EUR 15,9MN en 2025e** y va incrementándose hasta EUR 33,6Mn en 2026e y EUR 52,5Mn en 2027e. Es una deuda cara que en el futuro debería ser refinanciada con unas condiciones más favorables.
- **Con la esperada mejoría de su estructura financiera, OLE está bien posicionada para mejorar su estrategia en la compra de materia prima.** En el futuro podría aprovechar ventanas de oportunidad para realizar compras de materia prima de tamaño más elevado y ofrecer condiciones de pago más atractivas para los productores. En este escenario el coste de compra de materia prima podría optimizarse.

¿Cómo funciona el pago de la deuda a la Hacienda Italiana? Origen y aplicación de fondos.

OLE ha llegado a un acuerdo con la Hacienda Italiana para pagar la parte mollar de la deuda tributaria total, EUR 39,4m en 72 mensualidades. El importe alcanza los EUR 45Mn, teniendo en consideración los intereses del aplazamiento y el pago de las tres primeras cuotas. El 16 de junio de 2025 a OLE se le concedió la suspensión de parte del pago reclamado por importe de EUR 23,1Mn (importe correspondiente a los conceptos de IVA, sanción e intereses). A pesar de que OLE va a seguir defendiendo sus derechos por los cauces legales ordinarios, realizó una provisión que pasó por la cuenta de Pérdidas y Ganancias en 2024, y tras el acuerdo alcanzado con la Hacienda Italiana, va a pagar mensualmente la parte de la deuda tributaria que no ha sido suspendida. Si en el futuro, los recursos planteados ante los Tribunales pertinentes tienen éxito, las cantidades ya pagadas tendrían que ser devueltas.

El origen de los fondos para el pago de la deuda tributaria está garantizado por un compromiso de CVC Partners y Alchemy. En la práctica, el 51% de esta cantidad se financia a través de la emisión de un bono que emite OLE, y que sus accionistas han podido suscribir de forma

proporcional a su participación accionarial. El tamaño del bono emitido en julio de 2025 alcanzó los EUR 5Mn. Este importe junto los EUR 4,8Mn garantizados por Alchemy, se usarán para pagar las mensualidades a la Hacienda Italiana desde marzo 2025 a junio 2026. Se espera que en el futuro, cada año OLE haga una emisión similar para financiar el pago de los siguientes 12 meses.

Conclusión: la reducción en el coste de la materia prima contribuye a la estabilización de precios, que a su vez apoya el crecimiento de consumo. El foco del management en la rentabilidad permite duplicar márgenes en los próximos dos años.

- **La reducción en el coste de la materia prima (superior al 50%, después del incremento de la cosecha en España del aceite de oliva del 64%) representa un punto de inflexión**, tras dos años de altos precios (2023-2024), apoya las buenas perspectivas de futuro para OLE y le otorga momentum. La producción de aceite de oliva a nivel mundial se ha normalizado en la última campaña agrícola, lo que está permitiendo una bajada sustancial en los precios y un incremento muy elevado del consumo. Esta circunstancia ha sido aprovechada por OLE con su política comercial de defensa del margen bruto unitario.
- **El foco del management en la rentabilidad implica duplicar el margen EBITDA recurrente del 3,3% en 2024 hasta 6,9% en 2027e.** Una vez que se completó la refinanciación de la deuda, el foco de OLE está en la implementación de medidas de mejora de la rentabilidad. Asimismo, con la renovada fortaleza financiera, OLE está en una buena posición para optimizar el proceso de compra de materia prima.
- **Nuestra estimación de flujo de caja recurrente 2025e-2027e (+50,2% TACC 2024-2027e) confirma que la mejora de rentabilidad tiene una alta conversión en caja.** El consumo de circulante no es relevante dadas las actuales condiciones de mercado. La inversión en capex es contenida porque no hay grandes necesidades para cumplir con el actual plan de negocio. Y los intereses de la deuda subordinada son en especie y por tanto no tienen impacto en caja. Todo esto redunda en una fuerte generación de caja recurrente.
- **La Deuda Neta vinculada al negocio operativo cae de forma significativa, sin embargo, hay un incremento relevante de la Deuda con Entidades Asociadas.** Con la creciente generación de caja recurrente estimamos que el ratio de DN/EBITDA baje desde 3,4x en 2024 a 2,1x en 2025e. Para 2026e bajará todavía más hasta 1,3x y en 2027 alcanza 0,7x. Esto hace referencia a la DN ordinaria del negocio operativo, sin tener en cuenta la deuda ligada a la financiación del pago de la deuda con la Hacienda Italiana, que está incluida en el epígrafe Deuda con Entidades Asociadas. Esta deuda alcanza EUR 15,9MN en 2025e y va incrementándose hasta EUR 33,6Mn en 2026e y EUR 52,5Mn en 2027e. Es una deuda cara que en el futuro debería ser refinanciada con unas condiciones más favorables.
- **Si todo lo anterior se cumple, OLE podría tener una ventana de oportunidad para refinanciar con mejores condiciones la deuda con la Hacienda Italiana en 12-24 meses.** Aunque las condiciones de la financiación de los pagos son muy exigentes.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo ⁽¹⁾
Free Cash Flow "To the Firm"	35,0 ⁽²⁾	32,3	37,6	557,6
Market Cap	89,5	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	125,4	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2025) + Deuda Hacienda italiana		
			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	10,0%	Coste de la deuda neta	9,8%	10,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	8,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)	7,8%	8,2%
Risk free rate (rf)	3,3%	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	1,3
Coste del Equity	11,1%	Ke = Rf + (R * B)	9,9%	11,7%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	41,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	58,4%	D	=	=
WACC	9,3%	WACC = Kd * D + Ke * E	8,7%	9,7%
G "Reasonable"	1.0%		2.0%	1.0%

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

(2) Ajuste por extraordinarios.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 25e	BPA 25e-27e	EV/EBITDA 25e	EBITDA 25e-27e	EV/Vtas. 25e	Ingresos 25e-27e	EBITDA/Vtas. 25e	FCF Yield 25e	FCF 25e-27e
Cobram	CBO.AX	935,4	30,6	6,2%	n.a.	n.a.	8,0	28,9%	9,7%	n.a.	96,1%
Aceite de oliva			30,6	6,2%	n.a.	n.a.	8,0	28,9%	9,7%	n.a.	96,1%
Nestle	NESN.S	207.134,1	17,3	6,2%	14,2	4,9%	2,8	2,7%	19,9%	4,7%	8,1%
Danone	DANO.PA	49.383,7	19,0	7,1%	12,1	5,0%	2,1	3,3%	17,4%	5,1%	5,8%
Orkla	ORK.OL	8.858,4	16,0	5,4%	12,4	4,3%	1,8	3,1%	14,3%	8,0%	-13,6%
Barry Callebaut	BARN.S	6.911,6	33,9	53,1%	13,2	8,7%	0,9	-3,1%	6,4%	n.a.	61,5%
Ebro Food	EBRO.MC	2.754,6	13,3	5,8%	7,2	3,2%	1,0	2,0%	13,6%	6,6%	13,1%
Multinacionales europeas de alimentación			19,9	15,5%	11,8	5,2%	1,7	1,6%	14,3%	6,1%	15,0%
Conagra Brands	CAG	7.761,2	10,8	7,3%	9,4	3,6%	1,5	0,3%	15,7%	9,4%	11,5%
Kewpie Corporation	2809.T	3.321,7	19,2	-1,5%	10,3	9,0%	1,1	4,3%	10,3%	6,1%	-7,3%
Agthia Group	AGTHIA.AD	774,7	16,1	31,0%	9,0	17,9%	1,0	6,2%	11,6%	2,7%	n.a.
Hain Celestial	HAİN.O	110,8	n.a.	42,5%	7,3	8,4%	0,5	-1,4%	6,8%	n.a.	45,9%
FMCG internacionales			15,3	19,8%	9,0	9,7%	1,0	2,3%	11,1%	6,1%	16,7%
OLE	OLEO.MC	89,5	19,0	13,4%	10,1	21,9%	0,5	8,3%	5,4%	3,5%	29,0%

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	6,7%	63,6	7,5x
Central	6,1%	57,9	8,3x
Min	5,5%	52,2	9,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e				Escenario			FCF Rec./Yield 26e	
EBITDA 26e	0,4%	0,5%	0,6%						
63,6	31,4	30,4	29,5		Max	35,1%	34,0%	33,0%	
57,9	25,7	24,7	23,8		Central	28,7%	27,6%	26,6%	
52,2	20,0	19,0	18,1		Min	22,3%	21,3%	20,2%	

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el EBITDA, el cash flow operativo y la ejecución del plan estratégico. La materialización de uno o varios de estos factores podría comprometer la estabilidad financiera de OLE, deteriorar ingresos y márgenes, y limitar la capacidad de generación de caja prevista.

Riesgos estratégicos y del entorno de negocio

- 1) **Riesgo de volatilidad de precios de materias primas (aceite de oliva).** La materia prima -aceites de oliva y de semillas- representa (coste del producto vendido -COGS-) c. 78% (media 2018-2024) de los ingresos de OLE. El precio del aceite de oliva está sujeto a elevada volatilidad por factores climatológicos (sequías, principalmente, en España e Italia, como ocurrió en 2023 y 2024), regulatorios (restricciones a la exportación, aranceles), fitosanitarios y de oferta (ciclos de producción agrícola). La oferta mundial está altamente concentrada (c. 70% en la UE; con España representando casi un 70% de la producción de la UE), lo que acentúa la sensibilidad del mercado a shocks de producción. En la práctica, la campaña oleícola española (octubre-septiembre) actúa como referencia global para la formación de precios y condiciona el equilibrio oferta-demanda mundial.

OLE es un envasador y comercializador de aceite que no está integrado verticalmente y compra la materia prima a productores independientes. El sector carece de instrumentos líquidos de cobertura (no existen mercados de futuros estandarizados) y no es habitual cerrar contratos a largo plazo con proveedores. Esto limita la capacidad de la compañía para mitigar el riesgo. La capacidad para trasladar al cliente final los incrementos de precio en origen es parcial y depende del canal y del mercado, lo que tensiona el margen bruto en entornos inflacionistas como ocurrió en 2023 y 2024.

- 2) **Riesgos comerciales: presión de marcas blancas y concentración de clientes.** La cuota de mercado de las marcas blancas de aceite alcanzaba el 61,8% en España (fuente Nielsen), el 27,9% en Italia (fuente Nielsen) y el 42,8% en USA (fuente IRI) en 2024. Adicionalmente, OLE mantiene relaciones comerciales con un sector de la distribución (food retailing) con un elevado grado de concentración de tal manera que el 35% de los ingresos de OLE en 2024 proceden de 15 clientes y el mayor cliente en sus tres mercados principales (España, USA e Italia) representa entre el 10% y el 25% de las ventas en esos mercados.
- 3) **Riesgos macroeconómicos y regulatorios.** El grupo está expuesto a tensiones arancelarias (ej. EE. UU.) y a entornos regulatorios complejos en alimentación y etiquetado. Cambios normativos, restricciones al comercio internacional o endurecimiento de estándares de calidad pueden afectar costes operativos y competitividad en mercados clave.
- 4) **Riesgos demográficos y de hábitos de consumo.** El viento de cola de tendencia a una alimentación más sana y de la popularidad de la “dieta mediterránea” puede ser contrarrestado por cambios demográficos (el consumo per cápita en los mercados más establecidos como España e Italia es superior en la población de mayor edad que en la población joven) o en hábitos de consumo como el crecimiento en consumo de comida fuera del hogar (HORECA) -donde OLE está infrarrepresentado- o la creciente popularidad de las freidoras de aire.

Riesgos financieros

- 1) **Contrato de refinanciación (marzo de 2025).** El 10 de marzo de 2025, OLE formalizó un nuevo Contrato de Financiación Senior con un sindicato de acreedores financieros, cuyo objetivo fue refinanciar los contratos anteriores (junior 2020, senior 2020 y súper senior 2024) que vencían en junio 2025. El Contrato de Financiación Senior tiene una duración de 4 años - vencimiento en marzo 2029- con fuerte componente “bullet” (devolución de principal a vencimiento) y se articula en tres tramos: (i) un tramo súper senior revolving por EUR 35 Mn, (ii) un tramo senior por EUR 60 Mn, y (iii) un tramo de segundo rango por EUR 65 Mn. Esta refinanciación tiene garantías reales y personales similares a las previas. OLE puede refinanciar sin penalizaciones ni primas a partir de marzo 2026.

Financiación	Principal (EUR Mn)	Intereses*	Amortización
Super Senior Revolver	35	Euríbor + 6,25%	Bullet
Primer rango	60	Euríbor + 6,75%	EUR 3 Mn semestrales, bullet de los importes pendientes
Segundo rango	65	Euríbor + 10,75%	Bullet
Total	160		

* El EURIBOR mínimo asciende al 2,5%.

Esta operación ha permitido reorganizar el perfil de vencimientos, unificar condiciones y renovar el marco financiero de OLE. No obstante, el contrato contiene “covenants” habituales en este tipo de operaciones (ratios financieras, limitaciones operativas y condiciones de control).

Adicionalmente, la efectividad del contrato requirió el compromiso de los principales accionistas de Deoleo Holding, S.L. (CVC y Alchemy) para aportar los fondos necesarios para cubrir la contingencia fiscal italiana. Este compromiso se instrumenta a través de notas subordinadas (Notas A y Notas B) con un coste financiero significativo que no es pagadero en efectivo (instrumento PIK) pero que incrementa el apalancamiento real de la compañía.

La dependencia de estas condiciones para mantener la financiación vigente, así como la exposición estructural a un riesgo legal aún no resuelto, representa una vulnerabilidad significativa.

- 2) **Restricciones bajo el Contrato de Financiación Senior.** A 30 de junio de 2025, OLE presentaba una deuda financiera neta de EUR 109,6 Mn (2,1x DN/EBITDA rec. 2025e), con un coste financiero, dependiendo del tramo, que oscila entre el euríbor+6,25% y euríbor+10,75% y vencimientos relevantes en 2029. El contrato de financiación impone restricciones al reparto de dividendos y a la distribución de fondos desde las filiales a la sociedad matriz. Estas limitaciones constriñen la flexibilidad financiera y la capacidad de remunerar al accionista de Deoleo, S.A. durante el periodo de vigencia del contrato. La totalidad de la deuda financiera de OLE está denominada en euros.
- 3) **Riesgo de incumplimiento de covenants financieros.** El Contrato de Financiación Senior impone a OLE el cumplimiento de dos ratios clave:
- deuda financiera neta $\leq$ 5x EBITDA (medición trimestral), y
 - liquidez mínima $\geq$ EUR 15 Mn (no incumplible durante más de 20 días consecutivos; medición mensual).

Ambas condiciones se han cumplido a junio 2025. No obstante, en caso de deterioro operativo, su incumplimiento podría activar supuestos de amortización anticipada total o parcial, ejecución de garantías y restricciones operativas adicionales. Adicionalmente, los Contratos de Financiación prevén la amortización anticipada obligatoria cuando se produzca un cambio de control.

Cabe señalar que el endeudamiento vinculado a las Notas A y B -por su naturaleza subordinada- no se incluye en el cómputo de la ratio DN/EBITDA, aunque podrían llegar a suponer un compromiso financiero relevante para OLE.

- 4) **Riesgo asociado a los instrumentos financieros derivados del compromiso de los socios ante la Contingencia Fiscal Italiana.** Como condición clave para el cierre de la refinanciación de la deuda del pasado marzo de 2025, los principales accionistas de Deoleo Holding – incluido el accionista mayoritario Ole Investments, B.V. (CVC) – han asumido un compromiso de aportación de fondos por un importe agregado de hasta EUR 68,1 Mn, destinado a cubrir las potenciales obligaciones derivadas de la contingencia fiscal de la filial italiana, Carapelli Firenze. Este compromiso se estructura mediante la emisión de dos instrumentos financieros subordinados:
- **Notas A:** emitidas a favor de los socios como contraprestación por su compromiso de poner los fondos a disposición. Estas notas devengan un interés anual del 6,5%, capitalizable cada año, y representan un coste financiero directo para Deoleo Holding que se reduce según se ponen los fondos a disposición.
 - **Notas B:** según se va materializando el pago de la contingencia fiscal de acuerdo al calendario acordado con el fisco italiano, se emitirán a favor de Deoleo, S.A. y otros socios que aporten fondos, con un interés anual del 20%, también capitalizable. Lo que supone un coste financiero elevado para OLE con independencia del resultado final del litigio fiscal.

La existencia de estos instrumentos genera una presión financiera adicional. Adicionalmente, la subordinación estructural de las notas a la deuda senior, aunque otorga cierta flexibilidad, también puede condicionar el reparto futuro de beneficios y la capacidad de captación de nueva financiación. El conjunto de estas notas introduce un apalancamiento implícito adicional, que puede afectar a la percepción de riesgo crediticio y a la valoración del capital disponible para el accionista.

- 5) **Riesgo de tipo de interés.** La práctica totalidad del endeudamiento financiero del Grupo está referenciado a tipo variable (principalmente Euríbor + margen), con un coste medio superior al 10% (10,94% en 2024).

La refinanciación de 2025 incluye tramos con un Euribor mínimo (floor) del 2,5%, lo que limita los beneficios potenciales de futuras bajadas de tipos, pero no protege ante subidas.

- 6) **Riesgos de tipo de cambio.** El Grupo cuenta con estructura societaria en 12 países, pero opera en c. 70. En 1S25, 55% de los ingresos se generaron en EUR. OLE tiene una exposición significativa a mercados como USA, India o México (que además tienen mayor margen que mercados EUR como España o Italia).

Aunque el departamento central de tesorería gestiona este riesgo, esta exposición neta puede traducirse en pérdidas operativas y contables en escenarios de apreciación del euro.

La totalidad de la financiación (deuda financiera) del Grupo está denominada en euros, lo que elimina el riesgo cambiario sobre el pasivo.

- 7) **Riesgo derivado de la situación patrimonial.** Entre 2016 y 2019, el Grupo incurrió en pérdidas recurrentes que debilitaron su estructura patrimonial y lo situaron hasta en tres ocasiones en causa legal de disolución. La reestructuración formalizada el 24 de junio de 2020 permitió restaurar el equilibrio patrimonial, pero no elimina el riesgo de reentrada en escenarios similares si los resultados vuelven a deteriorarse. Un nuevo episodio de pérdidas relevantes podría activar restricciones societarias (causa de disolución o reducción obligatoria de capital), así como afectar a la percepción de inversores, proveedores y clientes estratégicos. Esta exposición reputacional y financiera podría dificultar el acceso a nueva financiación y comprometer la capacidad para atender obligaciones exigibles en escenarios adversos.

Riesgos legales y fiscales

- 1) **Contingencia fiscal italiana: riesgo legal y de caja asociado a Carapelli Firenze.** La filial italiana de OLE, Carapelli Firenze, afronta un desembolso por una contingencia fiscal por importe de hasta EUR 68,1 Mn (según comunicación al mercado del 9 de julio de 2025), desglosado de la siguiente manera: (i) un importe de EUR 64,7 Mn cuyo pago se solicitó por las autoridades fiscales italianas en febrero de 2025; (ii) menos un importe de EUR 2,2 Mn que han sido pagados por Carapelli Firenze en la fecha del documento informativo, anteriormente mencionado, en relación con la Contingencia Fiscal Italiana; (iii) más un importe de EUR 5,6 Mn correspondiente con los intereses que se devengarán bajo el Calendario de Pago Fraccionado Revisado.

Esta contingencia fiscal se deriva del uso de un procedimiento arancelario -“Régimen de Perfeccionamiento Activo”- entre 2010 y 2012 aplicado históricamente por los anteriores propietarios de Carapelli Firenze (Carapelli Firenze fue adquirida por OLE en marzo 2006). Aunque la compañía ha presentado recurso ante la Corte de Casación italiana y ha obtenido una suspensión parcial del pago total (EUR 23,1 Mn correspondientes a sanciones y recargos), la sociedad había ya provisionado el pasivo íntegramente en los resultados de 2024 (EUR 60,8 Mn neto de IVA). El calendario de pago fraccionado (70 mensualidades hasta 2031) corresponde al principal en disputa y a los intereses acordados con el fisco italiano. En caso de sentencia definitiva desfavorable o imposibilidad de acuerdo con la autoridad fiscal italiana, el impacto en la caja del grupo del repago de la deuda total y el componente PIK (vencimiento en marzo 2039) sería significativo. Es difícil poner una fecha de resolución definitiva a un litigio que lleva pleiteándose en tribunales inferiores desde 2014 pero parece improbable que la corte suprema italiana dicte sentencia antes de 2-3 años.

Riesgos operativos

- 1) **Riesgo operativo en la cadena de suministro: concentración productiva, gestión de existencias y dependencia de copackers.** OLE concentra su actividad industrial en dos plantas propias —Alcolea (Córdoba) y Tavarnelle (Florenia)—, que actúan como hubs estratégicos para almacenamiento, distribución y relación con clientes. Esta concentración operativa eleva la exposición de OLE a disrupciones graves derivadas de averías, huelgas, desastres naturales, sabotajes, ciberataques o incidencias logísticas, con impacto en directo en suministro y distribución, comprometiendo ventas y márgenes.

Adicionalmente, parte de la actividad de envasado está externalizada a terceros (copackers), especialmente en las categorías de aceite de semillas, salsas, aceitunas y vinagres. El incumplimiento de las condiciones pactadas —en plazos, calidad o volúmenes— puede generar disrupciones relevantes en la cadena de suministro, con impacto directo en la facturación, en la percepción del cliente y en la rentabilidad operativa.

- 2) **Dependencia de marcas y riesgo de resolución del contrato de licencia de Bertolli.** A junio 2025, el valor de las marcas en el balance (EUR 411 Mn) representa un 52% del activo total del grupo. OLE opera bajo

un modelo intensivo en marca de fabricante con una presencia prácticamente nula en la marca de distribución a través de un portafolio que incluye marcas líderes en sus respectivos mercados: Bertolli, Carapelli, Carbonell, Koipe, Hojiblanca, entre otras.

El grupo está expuesto a un potencial deterioro de valor en estos activos en caso de (i) pérdida de cuota de mercado, (ii) caída sostenida de ingresos, (iii) cambios estratégicos que afecten al posicionamiento de marca, o (iv) deterioro de la percepción por parte del consumidor. Estos factores activarían test de deterioro conforme a la normativa contable, con impacto directo en cuenta de resultados que puede ser significativo (EUR 253 Mn en 2018).

Adicionalmente, la marca Bertolli, que representó el c. 40% de los ingresos de OLE en 2024, opera bajo un contrato de licencia exclusiva, perpetua y global (la marca es propiedad del grupo japonés Mizkan que la adquirió a UNILEVER en 2014). No obstante, el contrato contempla cláusulas de resolución en caso de cambio de control, disputa sobre la titularidad o incumplimiento contractual sin compensación económica para OLE. La pérdida de esta licencia tendría un impacto significativo en la capacidad competitiva de OLE, especialmente en EE.UU. y otros mercados estratégicos.

Riesgos estructurales y de gobernanza

- 1) **Riesgo estructural por reorganización societaria y rol de holding de Deoleo S.A.** Tras la reestructuración de 2020, la operativa de OLE se canaliza a través del subgrupo Deoleo Holding, S.A., sociedad en la que OLE ostenta una participación del 51%. El restante 49% está en manos de los anteriores acreedores financieros, que en 2020 capitalizaron parte de sus créditos en Deoleo Holding. Entre ellos destaca Alchemy Special Opportunities LLP (Alchemy) a través de varios fondos, con un 40,991% del capital de Deoleo Holding. A este respecto, Deoleo, S.A. (sociedad cotizada) posee una participación del 50,996% en Deoleo Holding, S.A.

En este sentido, las decisiones clave en Deoleo Holding, S.L. están sujetas a mayorías reforzadas y derechos de veto de los socios financieros. Esto limita el control de la sociedad matriz sobre la estrategia operativa y financiera. Además, Deoleo S.A. no genera caja operativa directamente y depende de dividendos o préstamos intragrupo restringidos contractualmente.

- 2) **Riesgo de venta del negocio o pérdida de control.** El acuerdo de socios de Deoleo Holding permite a los accionistas iniciar un proceso de venta del negocio si se cumplen determinadas condiciones. Este proceso puede ser iniciado por socios que posean al menos el 20% del capital social de Deoleo Holding (actualmente: Deoleo S.A. y Alchemy). Asimismo, existen opciones cruzadas entre los principales accionistas (CVC y Alchemy) que, si se ejercen, podrían implicar la pérdida de control por parte de Deoleo S.A. sobre su principal activo operativo. La eventual desinversión o desalineamiento entre socios estratégicos podría alterar de forma significativa la configuración accionarial y la gobernanza del grupo.

Estabilidad en la gestión. Desde la toma de control por parte de CVC en diciembre 2014, OLE ha contado con 5 consejeros delegados: Manuel Arroyo (junio 2015-septiembre 2016), Pierluigi Tosato (septiembre 2016-febrero 2019), Miguel Ibarrola (febrero 2019-marzo 2019), Ignacio Silva (abril 2019-septiembre 2024) y Cristóbal Valdés (septiembre 2024-actualidad). Ha habido más estabilidad en la alta dirección de OLE, sin apenas cambios en los últimos 5 años en las áreas de ventas, compras, operaciones y marketing.

Private Equity (CVC) al frente de la compañía desde 2015

Tabla 9. Estructura accionarial a la fecha de este informe

Nombre	Directa	Indirecta	Total
OLE Investments BV	57,0%		57,0%
Aceites del Sur S.A.	5,1%		5,1%
CVC Capital Partners VI Limited		57,0%	57,0%
Juan Ramon Guillen Prieto		5,1%	5,1%
Free float	38,0%		
Total	100,0%		

Tabla 10. Consejo de Administración

Nombre	Categoría	Cargo	Fecha	% Capital
Ignacio Silva Alcalde	Externo	Presidente	2019	0,0%
Cristobal Valdes Guinea	Ejecutivo	CEO	2024	
Rocio Hervella Durantez (CVC)	Dominical	Consejero	2021	57,0%
Fernando Valdes Bueno (CVC)	Dominical	Consejero	2015	57,0%
Pier Luigi Sigismondi (CVC)	Dominical	Consejero	2025	57,0%
Gianluca Bolla	Independiente	Consejero Coordinador	2017	0,1%
Aranzazu Cordero Hernandez	Independiente	Consejero	2023	
Total				57,1%

A fecha de este informe, el Consejo de Administración de OLE está compuesto por 7 miembros, de los cuales 3 son dominicales (representando al principal accionista, CVC), 2 son consejeros independientes, 1 es ejecutivo (Cristóbal Valdés nombrado consejero delegado en septiembre 2024) y 1 es “otro externo” (Juan Ignacio Silva, presidente no ejecutivo desde septiembre 2024 y presidente y consejero delegado de OLE desde abril 2019 hasta septiembre 2024). Los aspectos esenciales del Gobierno Corporativo de OLE son los siguientes:

- 1) **El accionista de control es un “private equity”.** El mayor accionista de OLE (57%) es un fondo de private equity gestionado por CVC (CVC Capital Partners VI, través de su instrumental Ole Investments BV). CVC tomó el control de OLE al principio de 2015 a través de una OPA finalizada el 30 de diciembre de 2014. CVC invirtió c. EUR 220 Mn en la adquisición del 50%. Posteriormente CVC incrementó su participación hasta el 57% actual a través de ampliaciones de capital en octubre 2018 y mayo 2020.

Otro accionista relevante (5%) -sin asiento en el consejo ni involucración en la gestión de OLE- es Aceites del Sur. Aceites del Sur es una empresa familiar de Sevilla fundada en 1840 integrada verticalmente y presente tanto en aceite de oliva como en aceite de semillas. Aceites del Sur es un jugador con una facturación superior a EUR 1.000 Mn en 2023 y la segunda mayor cuota de mercado (10,4% en 2024) en aceite de oliva en España tras OLE. Aceites del Sur declaró su participación en OLE en junio 2020 tras una ampliación de capital de EUR 50 Mn (a EUR 0,1 por acción con derechos de suscripción). Estimamos que Aceites del Sur pagó (derechos más precio ampliación) EUR 0,14-0,15 por acción invirtiendo c. EUR 3,5 Mn por su 5%.

- 2) **La compañía cotizada DEOLEO S.A. (OLE) es una compañía holding.** Su principal activo es una participación del 51% en DEOLEO HOLDING de la que “cuelgan” todas las unidades operativas del grupo.

El restante 49% de DEOLEO HOLDING está en las manos de los acreedores financieros que permutaron sus inversiones en deuda de OLE por equity en DEOLEO HOLDING en la reestructuración financiera de finales de 2019. OLE soportaba una deuda bancaria en 2019 de EUR 600 Mn con un EBITDA 2018 de EUR 15 Mn. Los bancos habían reducido su exposición vendiendo la deuda en el mercado secundario a fondos de “situaciones especiales”. Estos fondos acordaron una reestructuración que redujo la deuda en OLE a cambio de “equity” en DEOLEO HOLDING.

El principal actor entre los fondos “situaciones especiales” es Alchemy Partners (Alchemy) a través de Alchemy Special Opportunities LLP que tiene una participación del 41% en DEOLEO HOLDING.

- 3) **DEOLEO HOLDING se rige por un pacto de accionistas.** La reestructuración financiera de 2020 incluía un acuerdo de socios en DEOLEO HOLDING que exige una mayoría reforzada del 75% para la aprobación de materias reservadas (ambos CVC y Alchemy tienen que votar a favor).
- 4) **Estabilidad en el accionariado.** Tanto CVC como Alchemy han permanecido como inversores en OLE y DEOLEO HOLDING respectivamente por un tiempo superior al horizonte de inversión habitual en estos fondos.

En el caso de CVC, el vehículo CVC Capital Partners VI es un fondo de 2014 que lleva más de 10 años invertido en OLE y que ha devuelto a sus inversores el 55% de las aportaciones originales. La inversión en OLE no ha sido rentable pero el conjunto del fondo tiene un MOIC (Multiple on Invested Capital) de 2,6x a junio 2025.

En el caso de Alchemy, carecemos de información pública sobre el vehículo pero en base a una entrevista con su managing partner en octubre 2024 (Cinco Días), invirtió por primera vez en 2017 y tras la reestructuración de 2020 compró las participaciones de otros

fondos en DEOLEO HOLDING. Parece razonable asumir que su precio de entrada es bastante inferior (compra de deuda financiera a descuento) al de CVC.

Esta “incertidumbre” accionarial es habitual en compañías controladas por private equity y representa tanto un riesgo como una oportunidad para el accionista minoritario. OLE ha estudiado en el pasado “alternativas estratégicas, incluida una potencial venta” (hecho relevante de octubre 2023 sobre la contratación de un banco de inversión como asesor). Intuitivamente, el curso de acción más lógico para los private equity es mejorar la rentabilidad de OLE tras 2 años (2023 y 2024) muy duros para el sector por la evolución del coste de la materia prima y considerar alternativas de salida desde una base más sólida. Esta parece que es la ruta preferida de Alchemy ya que el managing partner descartó en la misma entrevista vender en los próximos dos años.

Tabla 11. Principales indicadores de gobierno corporativo

KPI	2021	2022	2023	2024
% de consejeros independientes	33,3%	33,3%	33,3%	28,6%
% de consejeros dominicales	50,0%	50,0%	50,0%	42,9%
% de consejeros ejecutivos	16,7%	16,7%	16,7%	14,3%
% de consejeros externos	0,0%	0,0%	0,0%	14,3%
% de mujeres en el Consejo de Administración	33,3%	33,3%	33,3%	28,6%
% de mujeres en la plantilla	37,8%	36,2%	37,7%	38,7%
% Remuneración del Consejo /Gastos de personal	2,2%	2,2%	2,0%	2,4%
Nº casos de corrupción confirmados	0	0	0	0

Tabla 12. Comisión de Auditoría

Miembro de la Comisión	Categoría	Cargo
Aranzazu Cordero Hernandez	Independiente	Presidente
Gianluca Bolla	Independiente	Miembro
Pier Luigi Sigismondi (CVC)	Dominical	Miembro

Tabla 13. Comisión de Nombramientos y Retribuciones

Miembro de la Comisión	Categoría	Cargo
Gianluca Bolla	Independiente	Presidente
Aranzazu Cordero Hernandez	Independiente	Miembro
Pier Luigi Sigismondi (CVC)	Dominical	Miembro

- 5) **Retribución al Consejo de Administración.** Los consejeros independientes y dominicales cobran unas dietas anuales de EUR 70.000 mientras que el actual consejero delegado (Cristóbal Valdés) tiene un salario de EUR 500.000 y el anterior consejero delegado y actual presidente no ejecutivo (Juan Silva) tiene un salario anual de EUR 170.000. EL consejero delegado tiene derecho a un bono anual de hasta el 60% de su salario ligado a la consecución de los objetivos financieros anuales.

En 2024, la remuneración total del consejo fue EUR 1,15 Mn -2,4% de los gastos de personal- (EUR 0,97 Mn -2% de gastos de personal- y EUR 1,11 Mn -2,2% de gastos de personal- en 2023 y 2022 respectivamente).

- 6) **Plan de incentivos a largo plazo.** El consejero delegado, el presidente no ejecutivo y el resto del equipo directivo tienen derecho a una remuneración extraordinaria en metálico ligada a la venta de DEOLEO HOLDING. La cantidad total a distribuir está ligada al “equity value” de la venta, de acuerdo con los siguientes tramos:
- Si el equity value de la venta es ≤ EUR 98 Mn, entonces la remuneración máxima: 0 euros;
 - Si el equity value de la venta se sitúa entre EUR 98 Mn y EUR 105,4 Mn, entonces la remuneración máxima: equity value de la venta– EUR 98 Mn.
 - Si el equity value de la venta es > EUR 105,4 Mn, entonces la remuneración máxima: 7% del equity value de la venta.
- 7) **Saldos y transacciones con accionistas y otras partes vinculadas.** EUR 3,1 Mn (EUR 2,3 Mn en gastos de explotación y EUR 0,8 Mn en gastos financieros) en 2024 vs EUR 9,4 Mn (EUR 3,4 Mn en gastos de explotación y EUR 6 Mn en gastos financieros) en 2023. Los gastos financieros están ligados a la deuda de DEOLEO HOLDING con fondos de Alchemy que se redujeron sustancialmente en 2024 al traspasar Alchemy su deuda en DEOLEO HOLDING a otros inversores. Los gastos de explotación son relaciones comerciales con empresas participadas por CVC. Además de la exigencia legal (“a condiciones de mercado” y aprobación por los consejeros independientes), el accionista minoritario puede contar con la presencia de Alchemy en DEOLEO HOLDING para asegurarse de que los términos son justos para ambas partes. Entendemos también que las relaciones comerciales con estas participadas de CVC son, en bastantes casos, anteriores a la entrada de CVC en el accionariado de estas compañías (de igual manera que se mantienen relaciones comerciales con empresas en las que CVC ha dejado de ser accionista y que ya no computan para operaciones vinculadas).

Esta partida recogerá en el futuro el coste de la financiación concedida por CVC y Alchemy para el pago de la contingencia fiscal italiana.

- 8) **Aprobación de las Cuentas Anuales consolidadas sin salvedades.** En opinión del auditor de OLE (EY), las Cuentas Anuales consolidadas de los ejercicios 2022, 2023 y 2024 expresaron, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio y de la situación financiera, así como de sus resultados y flujos de efectivo.

EY ha auditado OLE durante los últimos 6 años. El desglose de ingresos de trabajos de auditoría/ingresos de trabajos distintos de auditoría de EY para OLE ha sido (%) 71/29 en 2024, 83/17 en 2023 y 82/18 en 2022.

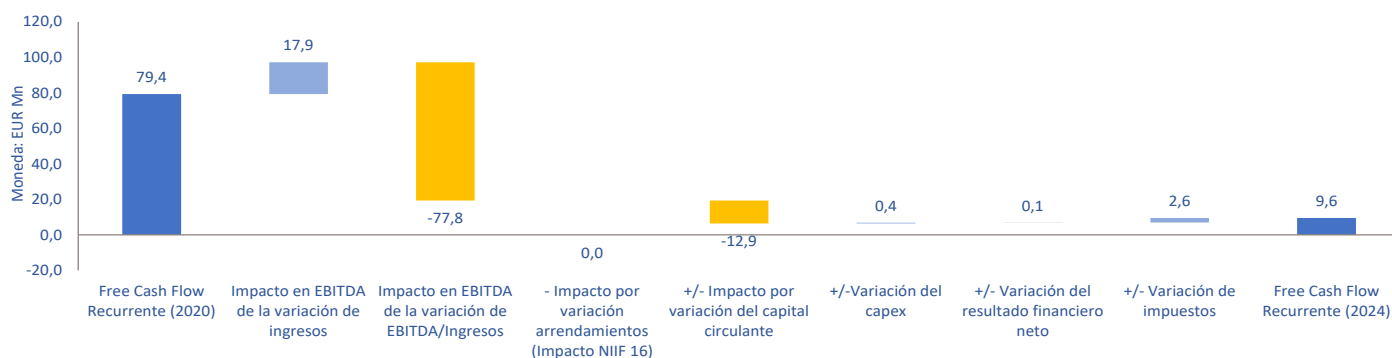
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e		
Inmovilizado inmaterial	459,2	470,0	459,2	430,7	431,5	431,5	431,5	431,5		
Inmovilizado material	57,5	57,9	56,1	54,5	53,7	48,5	43,7	39,0		
Otros activos no corrientes	56,8	55,0	50,2	46,8	53,0	53,0	53,0	53,0		
Inmovilizado financiero	10,6	7,9	3,2	2,5	2,3	12,6	22,2	22,2		
Fondo de comercio y otros intangibles	21,7	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4		
Activo circulante	166,0	203,8	227,4	250,0	229,1	213,0	226,2	239,8		
Total activo	771,7	811,0	812,5	800,9	785,9	775,0	792,9	801,9		
Patrimonio neto	215,2	252,9	256,6	238,9	210,0	214,7	219,4	225,4		
Minoritarios	217,0	243,9	248,5	232,4	205,6	210,3	214,9	221,0		
Provisiones y otros pasivos a LP	117,7	81,0	78,5	71,8	133,2	143,5	162,1	180,2		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	142,9	116,2	98,8	118,9	114,3	97,8	78,1	50,7		
Pasivo circulante	78,9	117,0	130,2	138,8	122,9	108,7	118,4	124,6		
Total pasivo	771,7	811,0	812,5	800,9	785,9	775,0	792,9	801,9		
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	
Total Ingresos	690,8	719,8	831,3	842,8	1.007,0	872,8	949,9	1.024,6	9,9%	0,6%
Cto.Total Ingresos	17,4%	4,2%	15,5%	1,4%	19,5%	-13,3%	8,8%	7,9%		
Coste de ventas	(532,6)	(594,1)	(705,1)	(742,6)	(907,8)	(743,7)	(804,6)	(864,8)		
Margen Bruto	158,2	125,7	126,2	100,1	99,2	129,1	145,3	159,7	-11,0%	17,2%
Margen Bruto / Ingresos	22,9%	17,5%	15,2%	11,9%	9,8%	14,8%	15,3%	15,6%		
Gastos de personal	(49,4)	(45,5)	(49,4)	(48,1)	(48,3)	(49,1)	(50,3)	(51,6)		
Otros costes de explotación	(15,5)	(32,0)	(33,8)	(21,8)	(17,5)	(32,6)	(37,1)	(37,7)		
EBITDA recurrente	93,3	48,3	43,0	30,2	33,4	47,4	57,9	70,5	-22,7%	28,3%
Cto.EBITDA recurrente	119,9%	-48,3%	-11,0%	-29,6%	10,4%	42,2%	22,0%	21,8%		
EBITDA rec. / Ingresos	13,5%	6,7%	5,2%	3,6%	3,3%	5,4%	6,1%	6,9%		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	8,4	(7,6)	(27,5)	(56,7)	-	-	-		
EBITDA	93,3	56,6	35,3	2,7	(23,3)	47,4	57,9	70,5	-22,5%	71,2%
Depreciación y provisiones	(12,4)	(10,1)	(10,0)	(10,0)	(10,2)	(10,1)	(10,0)	(9,9)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	80,9	46,5	25,3	(7,3)	(33,5)	37,3	47,9	60,6	-24,6%	56,2%
Cto.EBIT	190,4%	-42,5%	-45,6%	-129,0%	-357,2%	211,4%	28,3%	26,5%		
EBIT / Ingresos	11,7%	6,5%	3,0%	n.a.	n.a.	4,3%	5,0%	5,9%		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	213,0	(11,0)	(10,0)	(22,9)	(20,1)	(24,8)	(35,4)	(44,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	293,9	35,5	15,3	(30,2)	(53,6)	12,6	12,5	16,1	-21,5%	32,0%
Cto.Beneficio ordinario	n.a.	-87,9%	-56,9%	-297,5%	-77,1%	123,4%	-0,5%	29,2%		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	293,9	35,5	15,3	(30,2)	(53,6)	12,6	12,5	16,1	-21,5%	32,0%
Impuestos	(3,8)	25,8	(9,0)	(4,1)	(1,0)	(3,1)	(3,1)	(4,0)		
Tasa fiscal efectiva	1,3%	n.a.	59,1%	n.a.	n.a.	25,0%	25,0%	25,0%		
Minoritarios	(19,6)	(30,5)	(3,6)	16,4	26,2	(4,7)	(4,7)	(6,0)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	270,4	30,9	2,7	(18,0)	(28,3)	4,7	4,7	6,1	-20,4%	30,3%
Cto.Beneficio neto	n.a.	-88,6%	-91,2%	-764,1%	-57,6%	116,7%	-0,5%	29,2%		
Beneficio ordinario neto	270,4	(3,3)	12,5	13,6	29,4	4,7	4,7	6,1	-42,6%	-40,9%
Cto. Beneficio ordinario neto	n.a.	-101,2%	479,0%	8,9%	115,6%	-83,9%	-0,5%	29,2%		
Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	
EBITDA recurrente						47,4	57,9	70,5	-22,7%	28,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						1,9	(3,5)	(7,5)		
Cash Flow operativo recurrente						49,4	54,4	63,0	-23,4%	18,1%
CAPEX						(5,0)	(5,1)	(5,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(35,1)	(21,4)	(21,4)		
Impuestos						(3,1)	(3,1)	(4,0)		
Free Cash Flow Recurrente						6,2	24,7	32,4	-41,1%	50,2%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						10,3	(5,0)	(5,0)		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	0,0	-		
Free Cash Flow						16,5	19,7	27,4	-42,6%	39,2%
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(16,5)	(19,7)	(27,4)		

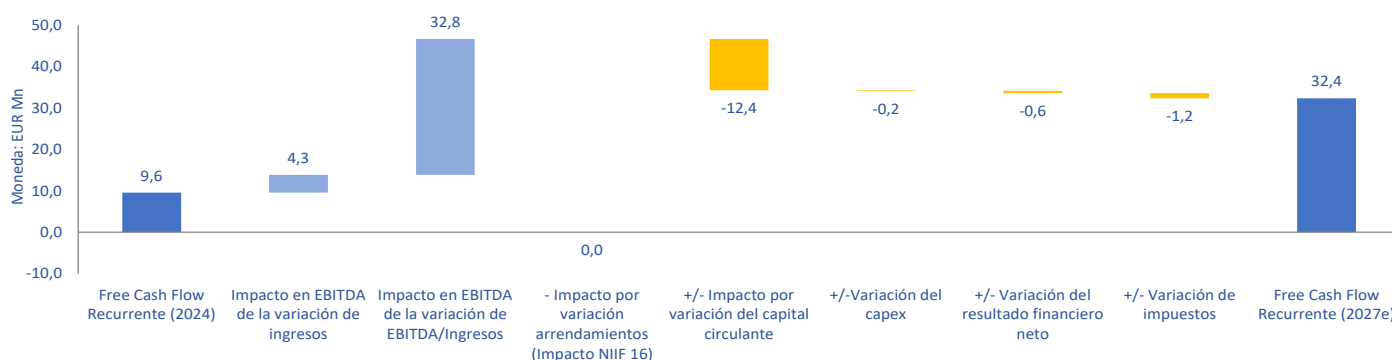
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

								TACC	
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	21-24	24-27e
EBITDA recurrente	48,3	43,0	30,2	33,4	47,4	57,9	70,5	-11,6%	28,3%
Cto.EBITDA recurrente	-48,3%	-11,0%	-29,6%	10,4%	42,2%	22,0%	21,8%		
EBITDA rec. / Ingresos	6,7%	5,2%	3,6%	3,3%	5,4%	6,1%	6,9%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,3	(10,5)	(13,9)	4,9	1,9	(3,5)	(7,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	48,6	32,5	16,4	38,3	49,4	54,4	63,0	-7,6%	18,1%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	-56,3%	-33,1%	-49,6%	133,9%	29,0%	10,1%	15,9%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	6,7%	3,9%	1,9%	3,8%	5,7%	5,7%	6,2%		
- CAPEX	(5,2)	(3,8)	(9,4)	(5,1)	(5,0)	(5,1)	(5,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(11,6)	(8,0)	(15,8)	(20,8)	(35,1)	(21,4)	(21,4)		
- Impuestos	(9,4)	(4,8)	0,2	(2,8)	(3,1)	(3,1)	(4,0)		
= Free Cash Flow recurrente	22,3	15,8	(8,6)	9,6	6,2	24,7	32,4	-24,6%	50,2%
Cto. Free Cash Flow recurrente	-71,9%	-29,2%	-154,6%	210,9%	-35,6%	302,0%	30,8%		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	3,1%	1,9%	n.a.	0,9%	0,7%	2,6%	3,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	10,3	(5,0)	(5,0)		
- Adquisiciones / + Desinversiones	9,2	7,2	0,4	0,6	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	0,0	-		
= Free Cash Flow	31,6	23,0	(8,2)	10,2	16,5	19,7	27,4	-31,5%	39,2%
Cto. Free Cash Flow	-66,2%	-27,1%	-135,5%	224,3%	62,1%	20,0%	38,6%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	12,7%	9,0%	n.a.	5,4%	3,5%	14,0%	18,3%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	17,9%	13,1%	n.a.	5,7%	9,3%	11,1%	15,4%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	79,4	22,3	15,8	(8,6)	9,6	6,2	24,7		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	3,9	7,5	0,6	5,9	(4,4)	4,2	4,6		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(49,0)	(12,8)	(13,3)	(2,8)	18,5	6,3	8,0		
= Variación EBITDA recurrente	(45,1)	(5,3)	(12,7)	3,1	14,1	10,4	12,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(17,6)	(10,7)	(3,4)	18,8	(3,0)	(5,4)	(3,9)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(62,6)	(16,1)	(16,1)	21,9	11,1	5,0	8,7		
+/-Variación del CAPEX	0,2	1,4	(5,6)	4,3	0,1	(0,1)	(0,1)		
+/- Variación del resultado financiero neto	9,3	3,6	(7,8)	(5,0)	(14,3)	13,7	-		
+/- Variación de impuestos	(4,0)	4,5	5,1	(3,1)	(0,3)	0,0	(0,9)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(57,1)	(6,5)	(24,4)	18,2	(3,4)	18,6	7,6		
Free Cash Flow Recurrente	22,3	15,8	(8,6)	9,6	6,2	24,7	32,4		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)								TACC	
	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	21-24	24-27e
EBIT	46,5	25,3	(7,3)	(33,5)	37,3	47,9	60,6	-39,6%	56,2%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	30,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(7,6)	-	-	(9,3)	(12,0)	(15,1)		
EBITDA recurrente	48,3	43,0	30,2	33,4	47,4	57,9	70,5	-11,6%	28,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,3	(10,5)	(13,9)	4,9	1,9	(3,5)	(7,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	48,6	32,5	16,4	38,3	49,4	54,4	63,0	-7,6%	18,1%
- CAPEX	(5,2)	(3,8)	(9,4)	(5,1)	(5,0)	(5,1)	(5,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(7,6)	-	-	(9,3)	(12,0)	(15,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	43,3	21,1	7,0	33,2	35,0	37,3	42,6	-8,5%	8,7%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	-58,6%	-51,3%	-66,9%	375,1%	5,5%	6,4%	14,4%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	6,0%	2,5%	0,8%	3,3%	4,0%	3,9%	4,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	10,3	(5,0)	(5,0)		
- Adquisiciones / + Desinversiones	9,2	7,2	0,4	0,6	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	0,0	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	52,5	28,3	7,4	33,8	45,3	32,3	37,6	-13,7%	3,7%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	-55,7%	-46,1%	-73,7%	354,4%	34,2%	-28,8%	16,6%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	9,1%	4,4%	1,5%	6,9%	7,3%	7,8%	8,9%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	11,0%	5,9%	1,6%	7,1%	9,5%	6,7%	7,9%		

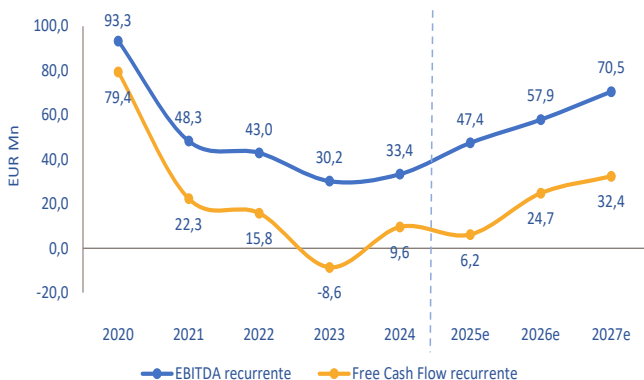
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



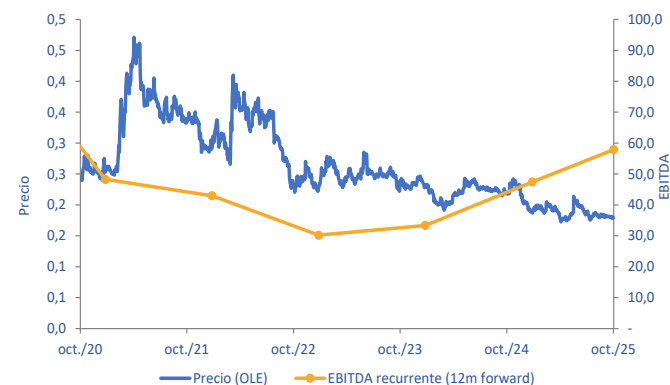
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



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	89,5	
+ Minoritarios	204,4	Rdos. 6m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	129,1	Rdos. 6m 2025
+ Deuda financiera neta	109,4	Rdos. 6m 2025
- Inmovilizado financiero	2,1	Rdos. 6m 2025
+/- Otros ⁽¹⁾	(51,9)	Rdos. 6m 2025
Enterprise Value (EV)	478,4	

(1) Activo por impuestos diferidos

(2) La Deuda financiera neta no incluye el impacto de la deuda con la Hacienda italiana, cuyo impacto se incluye en el epígrafe de provisiones y otros pasivos a LP: i) EUR 33,3Mn de otras deudas a largo plazo, ii) EUR 19,2Mn de provisiones, iii) EUR 3,9Mn de deuda LP con entidades asociadas

Anexo 4. Comportamiento histórico⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 14-24	24-27e
Total Ingresos						588,2	690,8	719,8	831,3	842,8	1.007,0	872,8	949,9	1.024,6	n.a.	0,6%
Cto. Total ingresos						n.a.	17,4%	4,2%	15,5%	1,4%	19,5%	-13,3%	8,8%	7,9%		
EBITDA						42,4	93,3	56,6	35,3	2,7	(23,3)	47,4	57,9	70,5	n.a.	71,2%
Cto. EBITDA						n.a.	119,9%	-39,3%	-37,6%	-92,3%	-957,8%	303,4%	22,0%	21,8%		
EBITDA/Ingresos						7,2%	13,5%	7,9%	4,2%	0,3%	n.a.	5,4%	6,1%	6,9%		
Beneficio neto						(10,6)	270,4	30,9	2,7	(18,0)	(28,3)	4,7	4,7	6,1	n.a.	30,3%
Cto. Beneficio neto						n.a.	n.a.	-88,6%	-91,2%	-764,1%	-57,6%	116,7%	-0,5%	29,2%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)						1.404,9	935,1	500,0	500,0	500,0	500,0	500,0	500,0	500,0		
BPA (EUR)						-0,01	0,29	0,06	0,01	-0,04	-0,06	0,01	0,01	0,01	n.a.	30,3%
Cto. BPA						n.a.	n.a.	-78,7%	-91,2%	n.a.	-57,6%	n.a.	-0,5%	29,2%		
BPA ord. (EUR)						-0,01	0,29	-0,01	0,03	0,03	0,06	0,01	0,01	0,01	n.a.	-40,9%
Cto. BPA ord.						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	8,9%	n.a.	-83,9%	-0,5%	29,2%		
CAPEX						(7,5)	(5,5)	(5,2)	(3,8)	(9,4)	(5,1)	(5,0)	(5,1)	(5,3)		
CAPEX/Vtas % ¹						1,3%	0,8%	0,7%	0,5%	1,1%	0,5%	0,6%	0,5%	0,5%		
Free Cash Flow						28,2	93,3	31,6	23,0	(8,2)	10,2	16,5	19,7	27,4	n.a.	39,2%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾						11,9x	1,5x	2,1x	2,8x	43,7x	n.a.	2,1x	1,3x	0,7x		
PER (x)						n.a.	n.a.	4,7x	41,0x	n.a.	n.a.	19,0x	19,1x	14,8x		
EV/Vtas (x)						1,17x	0,86x	0,80x	0,64x	0,63x	0,54x	0,55x	0,50x	0,47x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾						16,2x	6,4x	10,2x	15,1x	n.a.	n.a.	10,1x	8,3x	6,8x		
Comport. Absoluto	-20,2%	-38,7%	0,0%	-23,9%	-66,9%	-54,0%	873,1%	14,6%	-23,4%	2,7%	-17,5%	-4,8%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-23,0%	-33,9%	2,1%	-29,2%	-61,1%	-58,8%	1050,9%	6,2%	-18,9%	-16,3%	-28,2%	-28,9%				

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

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

Anexo 5. Principales comparables 2025e

		Aceite de oliva		Multinacionales europeas de alimentación					FMCG internacionales					Average	OLE
		Cobram	Nestle	Danone	Orkla	Barry Callebaut	Ebro Food	Conagra Brands	Kewpie Corporation	Agthia Group	Hain Celestial				
Datos Mercado	EUR Mn														
	Ticker (Factset)	CBO.AX	NESN.S	DANO.PA	ORK.OL	BARN.S	EBRO.MC		CAG	2809.T	AGTHIA.AD	HAIO.O			OLEO.MC
	País	Australia	Switzerland	France	Norway	Switzerland	Spain		USA	Japan	UAE	USA			Spain
	Market cap	935,4	207.134,1	49.383,7	8.858,4	6.911,6	2.754,6		7.761,2	3.321,7	774,7	110,8			89,5
Información financiera básica	Enterprise value (EV)	1.089,5	271.986,8	57.736,8	10.822,8	13.484,3	3.071,7		14.266,2	3.073,6	1.211,6	668,9			478,4
	Total Ingresos	136,4	96.420,6	27.383,7	6.132,6	15.851,7	3.113,0		9.659,6	2.893,0	1.163,4	1.338,3			872,8
	Cto.Total Ingresos	6,1%	-1,8%	0,0%	0,7%	41,9%	-0,9%	8,0%	-3,1%	5,8%	1,3%	-10,2%	-1,5%		-13,3%
	2y TACC (2025e - 2027e)	28,9%	2,7%	3,3%	3,1%	-3,1%	2,0%	1,6%	0,3%	4,3%	6,2%	-1,4%	2,3%		8,3%
	EBITDA	13,2	19.217,0	4.765,0	873,9	1.018,0	424,0		1.512,6	298,5	135,2	91,1			47,4
	Cto. EBITDA	8,2%	-6,9%	2,0%	-5,7%	5,3%	2,0%	-0,7%	-14,0%	1,5%	-13,1%	-28,7%	-13,6%		303,4%
	2y TACC (2025e - 2027e)	n.a.	4,9%	5,0%	4,3%	8,7%	3,2%	5,2%	3,6%	9,0%	17,9%	8,4%	9,7%		21,9%
	EBITDA/Ingresos	9,7%	19,9%	17,4%	14,3%	6,4%	13,6%	14,3%	15,7%	10,3%	11,6%	6,8%	11,1%		5,4%
	EBIT	(0,8)	15.287,7	3.642,1	648,0	719,3	315,8		1.106,8	n.a.	83,7	53,1			37,3
	Cto. EBIT	1,4%	-8,9%	0,3%	-5,6%	2,5%	3,6%	-1,6%	-22,2%	-100,0%	-19,1%	-40,6%	-45,5%		211,4%
	2y TACC (2025e - 2027e)	n.a.	5,1%	6,1%	5,2%	11,4%	4,0%	6,3%	5,9%	n.a.	22,6%	8,6%	12,4%		27,4%
	EBIT/Ingresos	n.a.	15,9%	13,3%	10,6%	4,5%	10,1%	10,9%	11,5%	n.a.	7,2%	4,0%	7,5%		4,3%
	Beneficio Neto	28,0	11.938,1	2.442,0	568,7	208,1	205,6		734,5	169,1	47,3	(453,9)			4,7
	Cto. Beneficio Neto	167,8%	11,9%	18,0%	3,1%	1,3%	-10,1%	4,8%	-25,7%	22,7%	-37,1%	-630,1%	-167,6%		116,7%
	2y TACC (2025e - 2027e)	7,8%	6,4%	6,9%	3,9%	52,4%	5,3%	15,0%	6,3%	-2,7%	32,1%	42,7%	19,6%		13,4%
	CAPEX/Ventas	33,7%	5,6%	3,8%	3,2%	2,8%	4,4%	4,0%	4,0%	3,7%	4,2%	1,6%	3,4%		0,6%
Free Cash Flow	(10,7)	9.662,5	2.530,7	710,5	(1.356,9)	181,0		731,0	203,6	21,0	(437,6)			16,5	
Deuda financiera Neta	154,2	59.337,7	8.083,4	1.329,3	5.757,1	543,4		6.273,6	(335,6)	329,6	558,1			97,8	
DN/EBITDA (x)	11,6	3,1	1,7	1,5	5,7	1,3	2,6	4,1	n.a.	2,4	6,1			2,1	
Pay-out	n.a.	72,0%	59,3%	69,6%	79,3%	59,8%	68,0%	78,2%	29,7%	79,3%	n.a.	62,4%		0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	30,6	17,3	19,0	16,0	33,9	13,3	19,9	10,8	19,2	16,1	n.a.	15,3		19,0
	P/BV (x)	4,0	5,0	2,4	2,2	2,2	1,1	2,6	1,0	1,8	1,1	0,3	1,1		0,4
	EV/Ingresos (x)	8,0	2,8	2,1	1,8	0,9	1,0	1,7	1,5	1,1	1,0	0,5	1,0		0,5
	EV/EBITDA (x)	n.a.	14,2	12,1	12,4	13,2	7,2	11,8	9,4	10,3	9,0	7,3	9,0		10,1
	EV/EBIT (x)	n.a.	17,8	15,9	16,7	18,7	9,7	15,8	12,9	n.a.	14,5	12,6	13,3		12,8
	ROE	14,4	29,4	13,0	16,0	6,5	8,6	14,7	9,3	9,5	7,1	n.a.	8,6		2,2
	FCF Yield (%)	n.a.	4,7	5,1	8,0	n.a.	6,6	6,1	9,4	6,1	2,7	n.a.	6,1		3,5
	DPA	n.a.	3,31	2,25	0,40	30,11	0,80	7,37	1,20	0,36	0,05	n.a.	0,54		0,00
	Dvd Yield	0,0%	4,1%	3,1%	4,5%	2,4%	4,5%	3,7%	7,4%	1,5%	4,9%	0,0%	3,5%		0,0%

El universo de comparables incluye a Cobram Estate como pure play en aceite de oliva. Se incorporan multinacionales europeas de alimentación (Danone, Nestlé, Orkla, Barry Callebaut) como referencia de gran consumo diversificado en Europa, y un grupo de FMCG (Fast Moving Consumer Goods) internacionales (Conagra, Kewpie, Agthia, Hain Celestial) para reflejar un modelo de negocio caracterizado por recurrencia de la demanda y fortaleza de marca. Finalmente, se incluye Ebro Foods como comparable regional (España) en alimentación básica con fuerte presencia de marcas.

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

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

LIGHTHOUSE

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

Director de análisis

Alfredo Echevarría Otegui
alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Analistas que han contribuido a este informe:

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

Daniel Gandoy López
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

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

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del 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
08-Oct-2025	n.a.	0,179	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Pablo Victoria Rivera, CESGA

