IDEAS PARA ENCONTRAR IDEAS

Ideas de inversión a partir del análisis independiente de Lighthouse que, desde su arranque, ya ha cubierto 50 Small&Micro Caps del mercado español.

26 de mayo de 2026

LIGHTHOUSE
INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS DESDE 1965

"… por Cornualles, Bretaña y Galicia pasa un camino

sembrado de cruces y de pepitas de oro que termina

en el cielo de los marineros muertos en la mar."

(Última frase de "Madera de boj", Camilo José Cela, 1999)

Fotografía de portada: Faro de Punta Nati.

El faro está situado en isla de Menorca, en el archipiélago de las Islas Baleares, en el Mediterráneo. Es uno de los 7 faros que protegen la isla. Y, junto al faro de Sa Farola, el más próximo a Ciudadela, de la que dista 6 kilómetros. El faro se encuentra sobre los acantilados del extremo noroeste de la isla, a 42 metros sobre el mar. Y en un impresionante paraje, desolado y lunar, casi desértico.

El faro asegura la costa norte de Menorca, donde eran muy frecuentes los naufragios, tanto por las fuertes corrientes como por el viento de tramontana. La construcción del faro se inició el 5 de julio de 1912 y se inauguró el 1 de septiembre de 1913. Fue diseñado por el ingeniero Mauro Serret. Está formado por dos edificios rectangulares independientes, de mampostería y de una única planta. La torre, de planta hexagonal, tiene una altura de 19 metros y un alcance de 18 millas náuticas. La apariencia luminosa original era de 3 + 1 destellos blancos cada 20 segundos, y hoy sigue siendo la misma. Junto al faro, y sobre el acantilado, pueden encontrarse dos búnkeres de la Guerra Civil.

El 9 de febrero de 1910 el buque correo transatlántico francés Général Chanzy partió de Marsella hacia a Argel. El barco, propiedad de la Companie Général Transatlantique, tenía una eslora de 109 metros y desplazaba 2.920 toneladas. Aquel día salió de Marsella con 157 personas a bordo: 87 tripulantes y 70 pasajeros. Al mando del buque se encontraba el capitán Bruno Cayol, de gran experiencia, y que había hecho esa misma ruta en múltiples ocasiones.

En la noche del 10 de febrero de 1910 el Général Chancy navegaba frente a la costa nororeste de Menorca, cuando fue sorprendido por un violento temporal. El buque encalló en una pequeña bahía, partiéndose en dos. Eran las cinco de la madrugada. El lugar del naufragio es una bahía cerrada por acantilados y de muy difícil acceso. Muy próxima al llamado predio de Torrenova, al norte de Ciudadela.

En la mañana del 11 de febrero, un lugareño de aquella zona, José Coll Marqués, vio aproximarse a su casa a un hombre en muy mal estado, muy herido. Se trataba de Marcel Baudez, de 23 años, agente de aduanas en Argel, y único superviviente del naufragio del Général Chanzy. Y que alertó de la inmensa tragedia. Ya irreparable.

Tanto el elevado número de muertos como las presiones del gobierno francés provocaron la construcción del actual Faro de Punta Nati, muy próximo a la zona en que naufragó el Général Chancy. La construcción se realizó en muy poco tiempo (apenas 14 meses). Y el faro empezó a iluminar ese punto de la costa (el 1 de septiembre de 1913) antes incluso de que los edificios estuvieran concluidos.

El Faro de Punta Nati permanece activo y conserva su apariencia original. El paraje en que se encuentra es hoy un enclave turístico muy conocido por la belleza de sus puestas de sol. Pero también representa una alerta. Hoy olvidada por casi todos los que lo visitan. Y es que es una obra civil necesaria pero que nació por una tragedia. El dramático hundimiento del Général Chancy, que se fue a pique en 1913. Y que algo tan "sencillo" como un faro, muy probablemente, habría evitado.

EL INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

El Instituto Español de Analistas es una asociación profesional fundada en 1965 que tiene como objetivo agrupar a los profesionales del análisis y representar sus intereses. Con 1.400 profesionales del análisis asociados y más de 30 patronos, el Instituto Español de Analistas busca fortalecer la reputación, tanto de los profesionales que forman parte de él, como de las empresas colaboradoras.

Para llevar a cabo su misión trabaja en cuatro líneas de actuación: i) proveer, facilitar y agregar servicios de apoyo a los analistas, ii) certificar la cualificación profesional de aquellos que hayan seguido y superado programas de formación de interés para los analistas, iii) promocionar la función del analista en la Sociedad y defender su contribución al interés general, y iv) participar en el debate público aportando reflexiones y evidencias relevantes para la mejora de la actividad económica y financiera.

Con delegaciones en Cataluña, Andalucía, País Vasco, Galicia, Valencia, Canarias, Baleares y Aragón, Navarra y La Rioja el Instituto está formado por tres entidades que trabajan para cumplir sus objetivos: la Fundación de Estudios Financieros, la Escuela FEF (escuela de formación dirigida a profesionales y estudiantes del sector) y Lighthouse.

El Instituto Español de Analistas tiene presencia activa en el Consejo Consultivo de la CNMV y es Socio de Entorno pre Mercado de BME. Además, está reconocido por el Banco de España y por la CNMV como entidad acreditadora.

LIGHTHOUSE

Lighthouse nace en junio de 2018 como un servicio de análisis independiente del Instituto Español de Analistas, dirigido al mercado secundario de renta variable español, y apoyado por BME (Bolsas y Mercados Españoles).

En el ámbito del análisis fundamental Lighthouse limita su actuación a la cobertura de aquellos valores cotizados (Mercado Continuo, BME Growth) del mercado español que no son cubiertos espontáneamente por el Sell Side. De esta forma, Lighthouse analiza exclusivamente aquello que el Sell Side no cubre, y por tanto compañías pequeñas y/o ilíquidas. Trabajando especialmente en la cobertura de Microcaps (Mkt Cap EUR 50 – 300 Mn). Desde el inicio de su actividad Lighthouse ha puesto en cobertura 50 compañías del mercado español. Reduciendo muy significativamente la tasa de "valores huérfanos" del mercado español (que ya estaría en c.30% vs c.50% sin la contribución de Lighthouse).

El análisis fundamental producido por Lighthouse es de libre acceso y puede encontrarse en la web del Instituto Español de Analistas:

https://institutodeanalistas.com/lighthouse/

En 2021 Lighthouse inicia una segunda línea de actividad: un servicio de certificación ESG. Una certificación avalada por el Instituto Español de Analistas y especialmente diseñada para cubrir las necesidades de certificación de sostenibilidad de las Small&Mid Caps (cotizadas y no cotizadas).

En 2020, Lighthouse recibió el premio "European Small & Mid Cap Awards", otorgado por la Comisión Europea, European Issuers y FESE (Federation of European Securities Exchanges). En el caso de Lighthouse el premio se concedió en una categoría especial (Special Mention) que reconoce a proyectos que han contribuido a la visibilidad y apoyo de las Small & Mid Caps en el mercado. Que es, en esencia, la razón de ser de Lighthouse. Persiguiendo que las Small & Mid Caps sean más conocidas, mejor valoradas, y, finalmente, más líquidas.

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

Roberto Barrio Hernando
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

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

Carmen Iglesias Hidalgo (*)
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

(*) En este informe la nota de Bytetravel ha sido elaborada por Lighthouse en colaboración con la UPM (Universidad Politécnica de Madrid). La analista Carmen Iglesias Hidalgo, colaboradora de este informe para la nota de Bytetravel, es alumna del International Master in Industrial Management (IMIM) de la UPM.

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. Lighthouse research is also available on the Bolsas y Mercados (BME) website (https://www.bolsasymercados.es/bme-exchange/es/Mercados-y-Cotizaciones/Acciones/Analisis-y-Herramientas/Analisis-de-empresas/Lighthouse)

Índice de Contenidos

1. Algunas notas aclaratorias 10

2. Declaración de intenciones: lo que “es” y lo que “no es” este informe 12

3. Mapa del segmento Micro Cap del mercado español y Universo de Cobertura de Lighthouse 13

4. Solo a título de ejemplo: 6 posibles (buenas) ideas de inversión del Universo de Cobertura de Lighthouse 18

5. Notas de compañías 23

- Adolfo Domínguez 24
- Agile Content 32
- Alquiber 40
- Amper 48
- Audax Renovables 56
- Axon Partners Group 64
- Bytetravel 72
- Cevasa 80
- Clerhp Estructuras 88
- Deoleo 96
- Desa 104
- EBRO EV Motors 112
- Endurance Motive 120
- Enerside 128
- Ercros 136
- Facephi 144
- GAM 152
- Holaluz Clidom 160
- Iflex 168
- Inmobiliaria del Sur 176
- Kompuestos 184
- Ktesios 192
- Labiana Health 200
- Laboratorio Reig Jofre 208
- Libertas 7 216
- Lingotes Especiales 224
- LLYC 232
- Natac 240
- Naturhouse Health 248
- Nicolás Correa 256
- Pangaea Oncology 264
- Redegal 272
- Seresco 280
- Squirrel Media 288
- Substrate Artificial Intelligence 296
- Treelogic 304
- Vanadi Coffee 312
- Vitruvio 320

6. Tablas resumen del Universo de Cobertura de Lighthouse 329

7. Próximas publicaciones de resultados 338

8. Disclaimer 339

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 las compañías cubiertas. 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.

Algunas notas aclaratorias

1) El análisis de Lighthouse es independiente. No ofrece ni recomendación ni precio objetivo. Centrando su propuesta de valor en proyecciones financieras independientes (2026e – 2028e) que permitan al inversor formar su propio juicio sobre la compañía

2) Salvo que se indique lo contrario todos los datos de este informe tienen como fuente Refinitiv, Lighthouse o las propias compañías. Todos los precios utilizados en el informe (valores e índices) corresponden al cierre del 15 de mayo de 2026.

3) El EBITDA (histórico y proyecciones financieras) de todas las compañías analizadas por Lighthouse e incluidas en este informe no incluye conceptos sin impacto (positivo o negativo) en Cash Flow. Por ejemplo, el EBITDA excluye ingresos por activación de costes.

   A excepción de las compañías del sector tecnológico en las que el EBITDA Recurrente no incluye activaciones pero el EBITDA total sí las incluye. En el resto de sectores ni el EBITDA Recurrente ni el total incluyen activaciones ni otros conceptos sin impacto en Cash Flow.

4) Todo el análisis de Lighthouse está en la web del Instituto Español de Analistas:

   https://institutodeanalistas.com/lighthouse/

5) A fecha de publicación de este informe la compañía Innovative Solutions Ecosystem (en cobertura por Lighthouse) se encuentra suspendida de cotización (desde el 25 de noviembre de 2022). Por lo que no se incluye una nota de esta compañía.

6) Las siguientes compañías del universo de cobertura de Lighthouse, analizadas en este informe, pertenecen a BME Growth (salvo Bytetravel, perteneciente a BME Scaleup):

   - Agile Content
   - Alquiber
   - Axon Partners Group
   - Clerhp Estructuras
   - EBRO EV Motors
   - Endurance Motive
   - Enerside
   - Facephi
   - Holaluz Clidom
   - Iflex
   - Kompuestos
   - Ktesios
   - Labiana
   - LLYC
   - Natac
   - Pangaea Oncology
   - Redegal
   - Seresco
   - Substrate Artificial Intelligence
   - Treelogic
   - Vanadi Coffee
   - Vitruvio

   BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

   BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.110 compañías (de las que c.55 son SOCIMIs). Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

Por otro lado BME Scaleup es el segmento destinado a empresas en fases iniciales de crecimiento de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por Bolsas y Mercados Españoles (BME) y sujeto a la supervisión de la CNMV. A fecha de este informe una compañía del universo de cobertura de Lighthouse (Bytetravel) pertenece a BME Scaleup.

Al igual que BME Growth, BME Scaleup no es un mercado regulado, sino un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), de acuerdo con la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID).

BME Scaleup está orientado a compañías de menor tamaño o en etapas más tempranas de desarrollo que buscan acceder a los mercados de capitales con un marco regulatorio adaptado, flexible y proporcional a sus características. Este segmento facilita una primera aproximación a los mercados públicos, permitiendo a las empresas familiarizarse con las exigencias de transparencia de los mercados de capitales, con requisitos y costes reducidos en comparación con otros segmentos. El segmento BME Scaleup se configura así como un paso previo natural a BME Growth, contribuyendo a ampliar el ecosistema de financiación empresarial en España y favoreciendo el crecimiento de las compañías.

A fecha de este informe cotizan en BME Scaleup 45 compañías (41 de ellas son SOCIMIs).

Declaración de intenciones: lo que “es” y lo que “no es” este informe

A) Lo que "sí es": objetivos del informe

1) **MEJORAR EL CONOCIMIENTO DE LA COMPAÑÍAS ANALIZADAS.** Dando a conocer el modelo de negocio de un conjunto de compañías (Microcaps del mercado español) que por sus condiciones de tamaño y liquidez pueden pasar desapercibidas al mercado.

2) **ANÁLISIS FINANCIERO Y ESTRATÉGICO EN PROFUNDIDAD** Analizar a fondo cada uno de estos negocios y presentar proyecciones financieras actualizadas y detalladas (2026e – 2028e) de todos ellos en base a un análisis fundamental "clásico" de los mismos: estrategia, capacidad de generación de EBITDA y FCF, perspectivas de crecimiento y riesgos.

3) **INDICADORES DE MOMENTUM.** Haciendo énfasis en lo que cabe esperar de cada compañía en 2026 en función del comportamiento esperado de los drivers de cada negocio. Asumiendo que este factor (el EBITDA 2026e) será determinante para entender el potencial de cada compañía como idea de inversión a día de hoy.

4) **HERRAMIENTAS DE VALORACIÓN Y DECISIÓN.** Este informe incluye información útil para la valoración de cualquier negocio. Esencialmente: proyecciones financieras completas, estimación del coste capital (WACC; incluido en el epígrafe de "Inputs de valoración" de cada nota de compañía), múltiplos e información detallada (estimaciones de consenso y múltiplos) de los principales comparables de cada compañía, así como un análisis de sensibilidad del EBITDA y FCF que podría generarse en condiciones más favorables o más adversas. Es decir, se aporta toda la información necesaria para valorar una compañía. Y para tomar una decisión de inversión (momentum, riesgos, expectativas de crecimiento, métricas relativas al sector, catalizadores positivos/negativos).

5) **UNIVERSO MICROCAP ESPAÑA.** Dar una visión de conjunto de la totalidad del Universo Microcap España (tanto del Mercado Continuo como de BME Growth y BME Scaleup). A día de hoy, Lighthouse da cobertura a c.40 compañías de este universo que es más amplio (c.75 compañías; c.40% de los valores cotizados en el mercado español) y que presenta características específicas de estructura sectorial y performance que creemos deben ser de interés para cualquier inversor interesado en invertir en Small&Micro Caps en el Sur de Europa.

B) Lo que "no es": lo que ni se hace ni se pretende en este informe

1) **NO ES UNA VALORACIÓN REAL DE LAS COMPAÑÍAS. NO SE ESTABLECE PRECIO OBJETIVO.** Lighthouse *per se* no realiza ninguna valoración ni estima precio objetivo. El informe se limita a dar las herramientas para que cada inversor concluya.

2) **NO ES UNA RECOMENDACIÓN DE COMPRA O VENTA DE LOS VALORES ANALIZADOS.** Este informe no propone ningún tipo de recomendación de inversión. Ni explícita ni implícitamente.

Es decir: este informe persigue dar todas las herramientas necesarias al inversor para que pueda decidir por sí mismo qué ideas de inversión de las muchas contenidas en este informe le parecen más interesantes en función de sus preferencias/condicionantes.

Lo que de algún modo resume el sentido de Lighthouse: ser útil tanto a compañías como a inversores y al mercado en general. Un servicio de análisis fundamental 100% dedicado a dar a conocer el segmento Small & Micro Cap del mercado español: aquel en el que las tasas de “orfandad” o falta de cobertura de análisis son más altas. Y en el que hay un gran potencial de buenas ideas de inversión que merece la pena sacar a la luz.

Mapa del segmento Micro Cap del mercado español y universo de cobertura de Lighthouse

Communication Services

Media
- ✓ LLYC
- ✓ Secuoya Grupo
- Squirrel Media
- Vocento

Consumption

Consumer Discretionary

Automobiles
- ✓ EBRO EV Motors

Textiles, Apparel & Luxury Goods
- Adolfo Domínguez

Consumer Staples

Food Products
- Deoleo
- ✓ Natac

Personal Products
- Naturhouse Health

Financials

Capital Markets
- ✓ Indexa Capital Group
- ✓ Vanadi Coffee

Healthcare

Biotechnology
- Atrys Health
- Oryzon Genomics
- ✓ Pangaea Oncology
- ✓ Vytrus Biotech

Healthcare Equipment & Supplies
- Prim

Pharmaceuticals
- ✓ Labiana Health
- Laboratorio Reig Jofre

Industrials

Auto Components
- Lingotes Especiales

Commercial Services & Supplies
- ✓ Grino Ecologic

Electrical Equipment
- ✓ Endurance Motive
- ✓ Umbrella Solar Investment

Engineering
- Airtificial Intelligence

Machinery
- Desa
- Nicolás Correa

Trading Companies & Distributors
- GAM

Transportation - Road & Rail
- Alquiber

Other Industrials
- Azkoyen

Materials

Chemicals
- Ercros
- ✓ Kompuestos

Containers & Packaging
- ✓ Iflex

Metals & Mining
- Berkeley Energia

Paper & Forest Products
- Iberpapel Gestion

Real Estate

Management & Development
- Cevasa
- ✓ Clerhp Estructuras
- Inmobiliaria del Sur
- Libertas 7
- Montebalito
- ✓ Santa Ana

SOCIMIS
- ✓ Adriano Care
- ✓ All Iron
- ✓ GOP
- ✓ Hispanotels
- ✓ Hotei
- ✓ IBI Lion
- ✓ IRG10
- ✓ Ktesios
- ✓ Milepro Logística
- ✓ ORES
- ✓ Serrano 61
- ✓ Silicius
- ✓ Techo Hogar
- ✓ Vitruvio

Technology

Communications Equipment
- Amper
- Grupo Ezentis

IT Services
- ✓ Aeternal Mentis
- Innovative Solutions Ecosystem[1]

Software
- ✓ Agile Content
- ✓ Axon Partners Group
- ByteTravel[2]
- ✓ Cuatroochenta
- ✓ Facephi
- Izertis
- ✓ Knowmad Mood
- ✓ Making Science Group
- ✓ Redegal
- ✓ Seresco
- ✓ Sngular
- ✓ Substrate Artificial Intelligence
- ✓ Treelogic

Utilities

Electric Utilities
- Audax Renovables[3]
- ✓ Energy Solar Tech
- ✓ Holaluz Clidom

Independent Power Producers (IPP)
- ✓ Cox Energy
- Ecoener
- ✓ Enerside
- ✓ Grupo Greening 2022

Lighthouse define Micro Cap como aquellos valores con Mkt Cap en el rango EUR 40 - 360 Mn EUR

➢ **Sombreadas las compañías en cobertura por Lighthouse.**

✓ **Compañías que cotizan en BME Growth.**

(1) Suspendida cotización desde 25/11/2022

(2) Compañía que cotiza en BME Scalup.

(3) Cubierta por Lighthouse y excluida del Universo Micro Cap por Mkt Cap (EUR 621 Mn, EBRO EV Motors, EUR 493Mn y Amper EUR 461Mn).

En rojo las compañías cubiertas por Lighthouse y con Mkt Cap inferior a EUR 40Mn

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Descripción del Universo Micro Cap España de Lighthouse

El Universo Micro Cap España de Lighthouse integra todas las compañías del segmento Micro Cap del mercado español de renta variable.

Se trata del tipo de compañías en las que Lighthouse desarrolla el grueso de su actividad de análisis fundamental. En la definición de este universo de compañías se han tomado en cuenta los siguientes criterios:

- El Universo Micro Cap España creado por Lighthouse incluye indistintamente compañías del Mercado Continuo (incluidas las que cotizan en "Corros"), de BME Growth y de BME Scaleup.

- ¿Qué es una Micro Cap? Desde un punto de vista estricto de mercado, el término se utiliza para aquellas compañías con una capitalización comprendida entre los EUR 50Mn - EUR 300Mn con independencia del sector al que pertenezcan. Por encima de esta categoría encontramos Small Caps (EUR 300 Mn – EUR 1.000 Mn) y Mid Caps (EUR 1.000 Mn – EUR 3.000 Mn). Por debajo, las denominadas Nano Caps.

  No obstante, y con el objetivo de que la propia volatilidad del mercado no afecte de forma significativa a la composición del Universo Micro Cap España, a efectos de este informe se han considerado todas aquellas compañías con una capitalización entre los EUR 40Mn y EUR 360Mn (un diferencial del +/-20% sobre el rango comúnmente utilizado al definir las Micro Caps).

- El Universo Micro Cap se presenta con una estructura sectorial en base a la clasificación sectorial GICS (Global Industry Classification Standard; 11 sectores base). Dentro de cada sector se presentan las diferentes compañías organizadas por industrias (también en base al criterio GICS).

  En el caso del sector consumo se agrupan dos sectores base: i) Consumer Staples (consumo no cíclico) y ii) Consumer Discretionary (consumo cíclico).

  Por otro lado, a fecha de este informe, no hay ninguna compañía del Universo Micro Cap España de Lighthouse dentro del sector Energía (petróleo y gas).

- A fecha de este informe en BME Growth cotizan c.55 SOCIMIs de las que incluimos (en el sector Real Estate) sólo aquellas i) con una capitalización en el rango de EUR 40-360Mn y ii) que además cuenten con un free float superior al 20% y iii) con free cap de al menos EUR 30 Mn (14 compañías en total).

- En el Universo Micro Cap del mercado español, además de todas aquellas compañías que cumplen con el rango de capitalización de entre EUR 40Mn – EUR 360Mn, se incluyen todas aquellas compañías cubiertas por Lighthouse y con capitalización por debajo del rango (EUR 40 Mn): Desa, Endurance Motive, Enerside, Holaluz Clidom, Iflex, Innovative Solutions Ecosystem, Kompuestos, Redegal, Substrate Artificial Intelligence, Treelogic y Vanadi.

  No se incluye en el Universo Micro Cap a Audax Renovables, Ebro EV Motors y Amper, compañías en cobertura de Lighthouse con Mkt Cap superior a los EUR 360 Mn.

El Market Cap agregado del Universo Microcap España de Lighthouse capitaliza c. EUR 9.800Mn y está integrado por 74 compañías (con un mix c.44% Mercado Continuo – c.56% BME Growth).

La suma del Mercado Continuo y BME Growth (sólo SOCIMIs con free float mayor del 20% y free cap por encima de EUR 30 Mn) son c.190 compañías y un Mkt Cap agregado de c. EUR 1.167.200 Mn (Mkt cap IGBM y BME Growth excluidas Airbus y Coca Cola Europacific). El Universo Microcap España representa por tanto c.40% de los valores cotizados en el mercado español. Y c.1% del Mkt Cap total. Un segmento de compañías con abundantes opciones de inversión y, de algún modo, "imprescindible" para todo inversor especializado en Small&Mid Caps con interés por mercados del Sur de Europa.

Desde un punto de vista de su composición sectorial es interesante comparar la estructura del Universo Micro Cap España con dos referencias básicas: i) la totalidad del mercado español y ii) Eurostoxx 600 (la mejor referencia del mercado europeo). Las conclusiones son las siguientes:

Estructura sectorial del Universo Micro Cap España de Lighthouse(1)

	Universo Micro Cap España			% s. Total	
Sector	Nº Cias	Market cap (mn EUR)	% s. Total	Mercado Continuo (España)	Stoxx Europe 600
Communication Services	4	645	6,6%	3,8%	3,4%
Consumer Discretionary	1	53	0,5%	16,7%	9,3%
Consumer Staples	3	596	6,1%	0,9%	8,4%
Energy	0	0	0,0%	2,4%	5,7%
Financials	2	191	2,0%	33,4%	23,0%
Healthcare	7	1.114	11,4%	1,4%	11,7%
Industrials	10	1.002	10,3%	14,1%	19,0%
Materials	5	667	6,8%	0,9%	7,4%
Real Estate	20	3.312	33,9%	4,4%	5,9%
Technology	16	1.412	14,5%	1,5%	1,1%
Utilities	6	769	7,9%	20,5%	5,1%
Totales	**74**	**9.759**			

(1) Esta estructura excluye a Audax Renovables, Ebro EV Motors y Amper (Mkt Cap > EUR 360 Mn; en cobertura por Lighthouse), que por su tamaño queda con claridad fuera del concepto Micro Cap y distorsionaría el mix. Incluimos Byte Travel de BME Scaleup (EUR 135Mn Mkt Cap).

- Cuatro sectores (Industrial, Tecnología, Salud y Real Estate) representan c.70% del número de compañías y del Mkt Cap de la muestra. Debe tomarse en cuenta que en el mercado español no hay ninguna Micro Cap cotizada en el sector Energía, y prácticamente ninguna del sector Financiero (2). Todos ellos con un gran peso en el mix sectorial del total del mercado español pero sin representación en el segmento Micro Cap.

- El Universo Micro Cap España tiene un componente cíclico igual al de la Bolsa española y al mercado europeo. Un análisis simple que considere cíclicos a los sectores de Tecnología, Materiales, Industriales y Consumo Cíclico (y no cíclicos al resto) conduce a esta conclusión. Es decir es un segmento de compañías que, en media, debiera recoger el impacto del ciclo de igual manera que la totalidad del mercado.

Exposición a sectores cíclicos del Universo Micro Cap España de Lighthouse

Tipo de sector	Universo Micro Cap España	Mercado Continuo (España)	Stoxx Europe 600
Cíclicos	32,1%	33,2%	36,8%
No ciclicos	67,9%	66,8%	63,2%

- Finalmente, y por comparación con el mix sectorial de la totalidad del mercado español, hay tres sectores en los que el segmento Micro Cap es significativamente más interesante y ofrece una abundancia de ideas que no encontramos en el resto del mercado: Tecnología, Real estate, y Salud.

La conclusión es simple. El mercado español presenta una clara sobre exposición al segmento Micro Cap que, en número de compañías, representa un c.40% de los valores cotizados en España. Un tipo de valores con una estructura sectorial completamente diferente a la del conjunto del mercado. De tal manera que aporta un número de compañías muy significativo en tres sectores (Tecnología, Real Estate y Salud) muy poco representados en el conjunto de la Bolsa española. Lo que es buen ejemplo de que, en muchas ocasiones, es más fácil "jugar" un determinado driver de mercado o sector a través del segmento Micro Cap que en Large Caps. Incluso que en Small & Mid Caps.

Universo Micro Cap España de Lighthouse (datos básicos) (I)

Compañía	Market Cap. (Mn EUR)	Sector	Industria	Mercado[1]	% Variación Precios -3M	-12M	YTD	-5Y	Volumen -12m (Mn EUR)	Rotación[2] (%)
Secuoya Grupo	246,3	Communication Services	Media	GR	-4,4%	10,1%	-1,9%	n.a.	0,85	0,3
Squirrel Media	234,0	Communication Services	Media	MC	-2,8%	-1,2%	5,2%	-37,5%	20,87	8,9
Vocento	103,1	Communication Services	Media	MC	28,3%	24,4%	19,7%	-22,8%	6,76	6,6
LLYC	61,3	Communication Services	Media	GR	-25,0%	-39,3%	-25,5%	n.a.	3,33	5,4
EBRO EV Motors	492,9	Consumer Discretionary	Automobiles	GR	-13,7%	45,5%	-14,0%	n.a.	24,47	5,0
Adolfo Domínguez	53,1	Consumer Discretionary	Textiles, Apparel & Luxury Goods	MC	2,7%	21,3%	12,9%	27,8%	3,49	6,6
Natac	303,3	Consumer Staples	Food Products	GR	3,7%	2,2%	-13,1%	-31,9%	8,31	2,7
Deoleo	139,5	Consumer Staples	Food Products	MC	23,0%	49,5%	54,4%	-22,7%	54,77	39,3
Naturhouse Health	153,6	Consumer Staples	Personal Products	MC	2,4%	42,9%	15,9%	52,7%	31,31	20,4
Indexa Capital Group	185,5	Financials	Capital Markets	GR	-3,1%	53,0%	-7,3%	n.a.	10,95	5,9
Vanadi Coffee	5,1	Financials	Capital Markets	GR	-62,0%	-82,1%	-79,0%	n.a.	139,65	2.737,3
Oryzon Genomics	225,6	Healthcare	Biotechnology	MC	-10,7%	6,6%	-9,5%	-17,5%	494,63	219,2
Atrys Health	205,6	Healthcare	Biotechnology	MC	-11,6%	-7,1%	-8,0%	-69,3%	54,60	26,6
Vytrus Biotech	124,1	Healthcare	Biotechnology	GR	37,3%	396,9%	89,5%	n.a.	26,56	21,4
Pangaea Oncology	55,9	Healthcare	Biotechnology	GR	-6,7%	-9,9%	-11,0%	-21,9%	0,72	1,3
Prim	222,3	Healthcare	Healthcare Equipment & Supplies	MC	0,4%	16,6%	-1,5%	25,0%	26,93	12,1
Laboratorio Reig Jofre	223,6	Healthcare	Pharmaceuticals	MC	0,0%	-11,1%	5,4%	-45,6%	22,69	10,1
Labiana Health	56,2	Healthcare	Pharmaceuticals	GR	47,5%	103,9%	39,0%	n.a.	9,11	16,2
Lingotes Especiales	53,8	Industrials	Auto Components	MC	-3,4%	-9,9%	10,3%	-56,4%	12,56	23,3
Grino Ecologic	41,8	Industrials	Commercial Services & Supplies	GR	41,7%	44,7%	36,0%	-35,2%	0,33	0,8
Umbrella Solar Investment	76,6	Industrials	Electrical Equipment	GR	-1,0%	-19,4%	-2,8%	n.a.	1,59	2,1
Endurance Motive	40,9	Industrials	Electrical Equipment	GR	-5,5%	89,5%	-4,4%	n.a.	31,52	77,1
Airtificial Intelligence	132,4	Industrials	Engineering	MC	-12,1%	-31,8%	-8,8%	-29,0%	45,63	34,5
Nicolás Correa	121,9	Industrials	Machinery	MC	0,6%	-11,2%	10,5%	91,1%	15,68	12,9
DESA	37,7	Industrials	Machinery	MC	10,5%	35,5%	11,7%	n.a.	1,44	3,8
Azkoyen	268,7	Industrials	Other Industrials	MC	23,0%	31,9%	25,9%	88,8%	17,60	6,5
GAM	147,2	Industrials	Trading Companies & Distributors	MC	-0,6%	23,0%	-2,5%	4,7%	7,89	5,4
Alquiber	80,8	Industrials	Transportation - Road & Rail	GR	21,1%	28,4%	18,3%	178,5%	2,23	2,8
Ercros	311,6	Materials	Chemicals	MC	-1,9%	12,6%	-0,9%	-0,7%	89,10	28,6
Kompuestos	10,2	Materials	Chemicals	GR	-4,5%	-25,0%	-14,8%	-69,0%	0,34	3,3
Iflex	16,9	Materials	Containers & Packaging	GR	-2,5%	3,2%	-12,9%	n.a.	0,87	5,1
Berkeley Energia	115,0	Materials	Metals & Mining	MC	-20,0%	-17,5%	-11,8%	-29,1%	124,00	107,8
Iberpapel Gestion	212,9	Materials	Paper & Forest Products	MC	-8,3%	-2,8%	-2,5%	3,6%	26,40	12,4
Inmobiliaria del Sur	312,0	Real Estate	Management & Development	MC	-5,4%	44,8%	14,8%	108,6%	12,59	4,0
Cevasa	193,7	Real Estate	Management & Development	MC	3,1%	11,4%	2,5%	20,3%	1,54	0,8
Clerhp Estructuras	117,3	Real Estate	Management & Development	GR	17,6%	131,7%	34,8%	315,8%	41,14	35,1
Santa Ana	92,9	Real Estate	Management & Development	GR	9,2%	4,4%	9,2%	n.a.	0,56	0,6
Libertas 7	71,7	Real Estate	Management & Development	MC	-12,4%	95,1%	8,7%	n.a.	17,55	24,5
Montebalito	57,5	Real Estate	Management & Development	MC	-1,1%	25,2%	4,7%	29,1%	2,47	4,3
Hotei	328,4	Real Estate	SOCIMIS	GS	-2,8%	19,5%	1,4%	-27,7%	6,43	2,0
Silicius	284,5	Real Estate	SOCIMIS	GS	0,0%	0,9%	0,9%	n.a.	0,26	0,1
Techo Hogar	272,3	Real Estate	SOCIMIS	GS	2,8%	5,7%	3,7%	n.a.	7,51	2,8
Vitruvio	263,2	Real Estate	SOCIMIS	GS	6,7%	12,8%	7,3%	46,7%	20,88	7,9
IRG10	238,7	Real Estate	SOCIMIS	GS	0,0%	-10,3%	-5,8%	n.a.	0,25	0,1
All Iron	235,7	Real Estate	SOCIMIS	GS	3,4%	22,8%	6,3%	31,4%	3,43	1,5
ORES	190,5	Real Estate	SOCIMIS	GS	-0,5%	-0,5%	1,6%	6,7%	2,43	1,3
Adriano Care	120,4	Real Estate	SOCIMIS	GS	-3,8%	1,0%	1,0%	n.a.	1,20	1,0
IBI Lion	119,0	Real Estate	SOCIMIS	GS	-0,7%	7,3%	0,1%	n.a.	0,51	0,4
GOP	105,6	Real Estate	SOCIMIS	GS	0,6%	9,0%	0,6%	9,0%	13,91	13,2
Hispanotels	101,5	Real Estate	SOCIMIS	GS	0,6%	19,1%	0,6%	n.a.	1,26	1,2
Serrano 61	99,4	Real Estate	SOCIMIS	GS	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	0,00	0,0
Milepro Logística	67,4	Real Estate	SOCIMIS	GS	2,2%	4,5%	5,3%	n.a.	3,78	5,6
Ktesios	39,8	Real Estate	SOCIMIS	GS	0,0%	14,4%	3,0%	n.a.	1,58	4,0
Amper	461,5	Technology	Communications Equipment	MC	15,6%	36,7%	19,2%	14,1%	489,26	106,0
Grupo Ezentis	54,5	Technology	Communications Equipment	MC	-6,8%	-35,0%	-1,1%	-80,0%	43,48	79,8
Aeternal Mentis	113,6	Technology	IT Services	GR	0,0%	0,0%	0,0%	n.a.	0,01	0,0
Izertis	311,4	Technology	Software	MC	-5,5%	-0,7%	-15,4%	0,2%	40,29	12,9
Knowmad Mood	215,8	Technology	Software	GR	-2,7%	22,9%	-9,7%	n.a.	2,89	1,3
ByteTravel	135,4	Technology	Software	SC	-13,5%	-34,3%	-14,3%	n.a.	4,33	3,2
Sngular	115,8	Technology	Software	GR	10,2%	11,3%	5,9%	n.a.	7,70	6,6
Axon Partners Group	90,0	Technology	Software	GR	9,0%	22,5%	12,7%	n.a.	1,98	2,2
Making Science Group	72,1	Technology	Software	GR	-9,7%	-12,2%	-9,2%	-72,2%	6,15	8,5
Seresco	59,0	Technology	Software	GR	-4,4%	8,3%	-2,3%	n.a.	6,08	10,3
Facephi	55,6	Technology	Software	GR	-11,5%	-10,0%	-15,0%	-43,2%	11,63	20,9
Agile Content	48,9	Technology	Software	GR	-2,8%	-14,6%	-3,7%	-72,4%	7,32	15,0
Cuatroochenta	46,9	Technology	Software	GR	8,9%	12,5%	10,3%	-23,6%	9,15	19,5
Substrate Artificial Intelligence	28,7	Technology	Software	GR	-22,4%	-58,5%	-37,1%	n.a.	54,18	188,7
Redegal	18,0	Technology	Software	GR	12,9%	n.a.	17,9%	n.a.	1,31	7,3
Treelogic	13,5	Technology	Software	GR	-7,5%	n.a.	n.a.	n.a.	0,62	4,6

Universo Micro Cap España de Lighthouse (datos básicos) (II)

Compañía	Market Cap. (Mn EUR)	Sector	Industria	Mercado[1]	% Variación Precios -3M	-12M	YTD	-5Y	Volumen -12m (Mn EUR)	Rotación[2] (%)
Audax Renovables	620,8	Utilities	Electric Utilities	MC	5,7%	-8,9%	-1,0%	-29,8%	133,33	21,5
Energy Solar Tech	60,1	Utilities	Electric Utilities	GR	-7,5%	-15,6%	-23,4%	n.a.	7,37	12,3
Holaluz Clidom	27,1	Utilities	Electric Utilities	GR	1,7%	-29,9%	15,8%	-94,1%	3,96	14,6
Ecoener	259,5	Utilities	Independent Power Producers (IPP)	MC	-8,8%	-1,3%	-9,6%	-18,2%	12,45	4,8
Grupo Greening 2022	196,5	Utilities	Independent Power Producers (IPP)	GR	28,5%	4,4%	30,5%	n.a.	14,89	7,6
Cox Energy	192,8	Utilities	Independent Power Producers (IPP)	GR	15,4%	12,8%	15,4%	n.a.	3,66	1,9
Enerside	32,9	Utilities	Independent Power Producers (IPP)	GR	-19,5%	-72,4%	-15,3%	n.a.	13,85	42,1

(1) Mercado: MC = Mercado Continuo, GR = BME Growth, GS = SOCIMI de BME Growth, SC = BME Scaleup
(2) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado -12m.
(3) En el caso de Innovative Solutions Ecosystem, suspendidas de cotización desde el 25 de noviembre de 2022, la compañía ha sido excluidas de la Tabla.
(4) Audax Renovables, Ebro EV Motors y Amper (en cobertura de análisis por Lighthouse) no pertenece técnicamente al Universo Micro Cap España de Lighthouse por tener un Mkt Cap por encima del límite superior del segmento Micro Cap (EUR 360 Mn).

Comportamiento del Universo Micro Cap España de Lighthouse

Comportamiento en Bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto[1]	1,4	0,6	13,9	2,6	30,9	2,5
vs Mercado						
vs Ibex 35	4,7	0,9	-10,0	0,7	-31,7	-46,8
vs Euro STOXX 50	3,4	3,3	5,8	1,9	-3,0	-29,3
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	3,1	-0,2	5,0	0,0	-6,8	-18,1
vs MSCI Europe Micro Cap	-0,8	-1,1	-1,1	-0,7	8,3	2,6

(1) Rendimiento medio del Universo Micro Cap España de Lighthouse. Rentabilidad obtenida invirtiendo la misma cantidad en cada una de las compañías del Universo Micro Cap España de Lighthouse.

Solo a título de ejemplo: 6 posibles (buenas) ideas de inversión del universo de cobertura de Lighthouse

El objetivo de Lighthouse es dar a conocer los fundamentales de los valores "huérfanos" del mercado español, a través de una cobertura de análisis realmente recurrente. El enfoque del trabajo se centra casi al 100% en profundizar en los modelos de negocio de las compañías analizadas y elaborar proyecciones financieras que permitan al inversor entender de cada compañía, cómo gana dinero y qué cabe esperar de ella los próximos 3 años, y en el más largo plazo. Todo el trabajo pivota en el análisis, con el máximo detalle, del potencial de generación de EBITDA y Free Cash Flow de cada negocio. Como es sabido Lighthouse ni valora las compañías que analiza, ni da precios objetivo, ni tampoco emite recomendaciones de inversión.

Sin embargo, como resultado del trabajo de análisis, aparecen de forma natural elementos/datos que nos parecen especialmente interesantes y que pueden ser vistos como potenciales indicadores de valor en las compañías analizadas. Solo a título de ejemplo damos esos indicadores de 6 de las compañías analizadas. Se trata de inputs que creemos pueden ser de alto interés para el inversor a la hora de realizar una primera selección de compañías a analizar y monitorizar.

Este es el mejor modo de explicar el objetivo de Lighthouse y su utilidad. Poner a disposición del mercado información que hasta ahora ha pasado desapercibida. Y hacerlo del modo en que el inversor (especialmente el institucional) lo requiere. Concentrando todo el esfuerzo en la información (financiera, estratégica) clave para entender cada compañía y tomar decisiones de inversión. Ofrecemos 4 ejemplos de compañías del Mercado Continuo y 2 de BME Growth. De diferentes sectores. Y en las que el equity story es igualmente muy diverso: desde compañías típicamente "growth" hasta historias de carácter "value" e incluso "defensivas".

Aunque en todos los casos dando prioridad a que el momentum del negocio (crecimiento de ingresos, mejora de márgenes) sea especialmente fuerte. En la asunción de que en este tipo de compañías la valoración en sí misma es insuficiente para provocar el interés del mercado. Un interés que difícilmente puede existir si los números del año en curso (2026) no muestran altos niveles de crecimiento.

Como ya se ha explicado no estamos ante ideas de valoración ni recomendaciones de inversión. Las compañías propuestas deben ser vistas simplemente como algunos ejemplos de valores del universo de cobertura de Lighthouse en los que aparecen indicadores especialmente positivos y que son razonablemente sólidos y objetivos. Y que creemos merecen atención. Pero son solo ejemplos. Hay muchos otros…

En nuestro informe anual de junio 2025 presentamos una cartera de ideas (Alquiber, Amper, Ercros, Inmobiliaria del Sur, Libertas 7 y Nicolás Correa). El comportamiento de la cartera hasta el momento ha sido excelente (c.+30% vs c.+25% Ibex 35) y supone un fuerte aliciente para seguir "pidiendo atención" sobre el segmento Micro Cap español. Y muy especialmente sobre aquellos valores en los que indicadores de potencial infravaloración son especialmente claros.

Como es sabido, Lighthouse inició su actividad de análisis del segmento Micro Cap de la Bolsa española en 2018. Pero no fue hasta 2023 (con 30 valores en cobertura) cuando inició la publicación de su cartera modelo de ideas.

La experiencia de estos tres años es elocuente. La cartera no se ha realizado ni se realizará en base a ningún racional concreto. No hay apuestas por dinámicas de mercado ni por sectores. Se trata de una búsqueda estrictamente individual (y "artesanal") de buenas ideas de inversión basadas en 5 pilares:

- Momentum de negocio (crecimiento en ingresos, mejora de márgenes)
- Niveles de riesgo asumibles. O en clara reducción.
- Indicadores de valoración favorables: esencialmente múltiplos vs sector.
- Credibilidad en la capacidad de ejecutar las proyecciones financieras estimadas.
- Existencia de una idea de inversión. De un equity story sólido y coherente que explique con claridad por qué esa compañía, *a priori*, merece atención.

Y esa es la clave. En el ánimo de Lighthouse no está ni la valoración ni la recomendación *per se*. Pero sí la voluntad de identificar compañías en las que encontramos razones de peso para su análisis. Porque su potencial de ser buenas (muy buenas) ideas de inversión es alto.

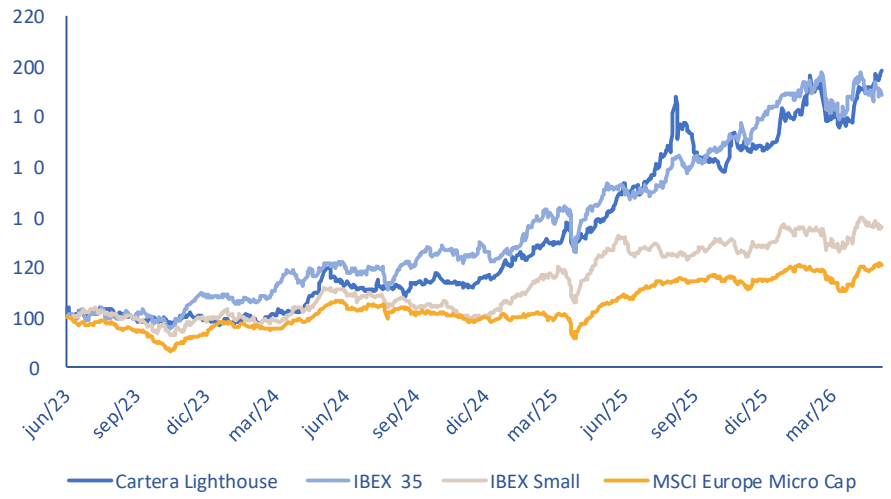
Hemos centrado nuestro trabajo en conocer bien los negocios analizados y en producir proyecciones lo más atinadas posible. Y a partir de ahí proponemos compañías. Nuestro análisis se centra en segmento de la Bolsa española poco o nada conocido: las Micro Caps (valores por debajo de los EUR 300 Mn) y que representan el c.40% de los valores cotizados en España. Lighthouse ha dado cobertura, desde su arranque, a 50 de estas compañías. Y tiene la posibilidad de identificar buenas ideas en ese segmento.

El performance de nuestra Cartera Modelo desde junio de 2023 (-3y) es muy claro. Con un performance del +98%. Batiendo a un mercado español explosivo (+89% Ibex 35) pero también, y con gran claridad las dos grandes referencias de una cartera de Micro Caps: el Ibex Small (+36%) y MSCI Europe Micro Cap (+21%).

La conclusión es clara: estamos ante un segmento del mercado español en el que es posible identificar excelentes alternativas de inversión. Un segmento que abarca tanto el Mercado Continuo como BME Growth y, más recientemente, BME Scaleup. Y en el que encontramos un número abundante de compañías (>70). Con una estructura sectorial interesante y dispar respecto al total del mercado español. Con un peso muy alto de sectores con muy baja presencia entre las Large Caps (Tecnología, Salud, Inmobiliario).

Sobre esta base y con un análisis fundamental "clásico" y centrado en las proyecciones financieras (y solo en eso), Lighthouse vuelve a proponer su Cartera Modelo. 6 posibles (muy) buenas ideas de inversión.

Gráfico comportamiento en bolsa de la Cartera Modelo de Lighthouse (base 100)



Comportamiento de la Cartera Modelo de Lighthouse (%)

	12-jun.-23		27-may.-24		17-jun.-25	13-mar.-26	12-jun.-23	
Cartera 2023	27-may.-24	Cartera 2024	17-jun.-25	Cartera 2025	13-mar.-26	15-may.-26	15-may.-26	Anualizada
Alquiber	-0,5%	Adolfo Domínguez	-11,9%	Alquiber	3,3%	20,2%		
Cuatroochenta	30,1%	Alquiber	32,6%	Amper	5,7%	29,8%		
GAM	-4,1%	Clerhp Estructuras	-31,7%	Ercros	12,0%			
LLYC	-4,5%	Inmobiliaria del Sur	43,4%	Inmobiliaria del Sur	38,7%	0,9%		
Libertas 7	57,9%	Nicolás Correa	61,5%	Libertas 7	70,8%	-0,6%		
Nicolás Correa	20,0%	Seresco	78,7%	Nicolás Correa	-11,8%	2,1%		
Cartera Lighthouse	**16,5%**		**28,8%**		**19,8%**	**10,5%**	**98,5%**	**26,4%**
IBEX 35	21,2%		22,8%		22,6%	3,3%	88,6%	24,2%
IBEX Small	10,5%		16,6%		-0,5%	5,9%	35,8%	11,0%
MSCI Europe Micro Cap	5,9%		2,0%		5,2%	6,4%	20,9%	6,7%

Nota 1.- Rentabilidad de la cartera calculada asumiendo una inversión equiponderada en cada valor hace un año.
Nota 2.- ECR fue excluida de la Cartera Modelo el 13 de marzo de 2026, asumiéndose la venta de la posición el último día del periodo de aceptación de la OPA lanzada por Bondalti.

Cartera Modelo 2026: Adolfo Domínguez, Axon Partners Group, Deoleo, Inmobiliaria del Sur, Labiana Health y Libertas 7.

Solo mantenemos dos de los valores del año pasado en nuestra cartera (Inmobiliaria del Sur y Libertas 7) y añadimos cuatro nuevos (Adolfo Domínguez, Axon Partners Group, Deoleo y Labiana). Como hemos visto, los valores escogidos no deben verse como parte de una estrategia "macro" o de mercado ni de preferencia sectorial. La razón de escogerlos es siempre y exclusivamente "micro". La única razón es su potencial individual de crecimiento y sus indicadores de posible infravaloración.

En nuestra Cartera Modelo de este año volvemos a incluir dos inmobiliarias de enorme potencial por momentum/indicadores de valoración (Libertas 7 e Inmobiliaria del Sur). Beneficiadas ambas por un viento de cola sectorial evidente que cristaliza en su negocio promotor. Y que es la base de su equity story.

Junto a ello dos historias de reestructuración ya ejecutada (al menos parcialmente) y no cotizada. Pese a su gran disparidad sectorial (una farma, Labiana; y una compañía de alimentación, Deoleo) hay una similitud muy grande entre ellas. Ya que en ambos casos se ha producido una profunda reestructuración de deuda (avanzada pero no concluida) que reduce sustancialmente el que ha sido el gran riesgo de los últimos años para ambas compañías. Un enorme riesgo financiero que ahora aparece más controlado y que permite al mercado poner el foco en unos muy buenos fundamentales. Explicados por unas expectativas de alto crecimiento ya en 2026. Y, mirando los múltiplos, no cotizadas.

Adicionalmente incluimos una compañía en pleno giro estratégico: Adolfo Domínguez. Y en la que aparece la oportunidad de una gran mejora de números ligada no al crecimiento en ingresos *per se*. Sino a "empatar" en márgenes con su sector. Esa potencial (y creíble) convergencia en márgenes no estaría cotizada dado el gran descuento en múltiplos de la compañía vs comparables.

Y finalmente un "valor seguro". Un "historia" sin debilidades aparentes. Muy buen track record tanto en ingresos como en márgenes. Y expectativa de que tenga continuidad en 2026: Axon Partners Group. Con un modelo de negocio singular (consultoría + private equity) que se ha probado eficaz (de ahí la importancia del track record) y con múltiplos muy por debajo de ambos sectores. El equity story pivota y se explica por el crecimiento de los AuM en el área de inversión. Un negocio con gran apalancamiento operativo.

Sector: Consumption / Textiles, Apparel & Luxury Goods		
Market Cap (Mn EUR y USD)	52,9	61,5
EV (Mn EUR y USD)	91,3	106,1
Free Float	22,8	
Factset / Blommberg	ADZ.MC / ADZ SM	
Mercado	Mercado Continuo	

A) Adolfo Domínguez

- ✓ La mejora operativa vista en 2025 (margen bruto +2,8 p.p.; margen EBITDA rec. +3,6 p.p. hasta el 15,6%) refuerza el cambio de perfil de ADZ: menor crecimiento, pero de mayor calidad, apoyado en internacionalización (principalmente México y Resto del Mundo), franquicias y online (15,2%/ventas), junto con menor intensidad promocional, optimización logística y disciplina en costes.
- ✓ Para 2026e estimamos un mantenimiento del margen EBITDA rec. alcanzado en 2025 (margen del 15,3%), situando el EBITDA rec. en EUR 21,8 Mn (c. +30% vs 2024). Lo que consolidaría el salto en rentabilidad visto en 2025 y debería reforzar la credibilidad del equity story (convergencia hacia márgenes sectoriales en un horizonte de 2-3 años).
- ✓ ADZ cotiza a EV/Ventas 2026e c. 0,6x, con fuerte descuento frente a c. 1,1x de comparables europeos (ex Burberry y Marimekko, con márgenes superiores), lo que deja mucho margen para una convergencia de múltiplos (y por tanto mucho potencial teórico de revalorización) si se consolida la mejora operativa (nuestro escenario central), que esperamos sea visible ya en 2026.

Sector: Technology / Software

Market Cap (Mn EUR y USD)	89,7	104,3
EV (Mn EUR y USD)	67,5	78,5
Free Float	10,2	
Factset / Blommberg	APG.MC / APG SM	
Mercado	BME Growth	

B) Axon Partners Group

- ✓ 2025: +17% en ingresos (EUR 26,4 Mn) gracias al excelente momentum del área de inversión (Fondos de Capital Riesgo; c.32% del mix) que vuelve a crecer con fuerza, +32,8% (AuM, pasan de EUR 662Mn a EUR 838Mn; +27%). EBITDA rec. +33%, hasta EUR 8,6 Mn, gracias al elevado (y probado) apalancamiento operativo del negocio de inversión.
- ✓ 2026e: se mantiene el crecimiento a doble dígito. Esperamos un crecimiento total de ingresos del +1 , % , basado ("otra vez") en el alto crecimiento de AuM (+c.EUR 200 Mn) que permite crecer a ese área > +30% en ingresos (en línea con 2025). El apalancamiento operativo del área de inversión permite seguir mejorando márgenes y alcanzar los EUR 10 Mn en EBITDA rec. (+16,9%; margen del 33,1%).
- ✓ Una historia de crecimiento singular y probada: los resultados 2025 avalan, por la vía de los hechos, el modelo de APG: que crece al c.+30% en EBITDA (c.2x el crecimiento en ingresos). En 2026 los AuM seguirán creciendo con fuerza (>+20%), permiten mejorar márgenes y crecer en EBITDA (>+15%). Múltiplo EV/EBITDA Rec. 2026e c.6x, muy por debajo de sector Consultoría (7,8x 2026e) y Private Equity (14,1x 2026e).

Sector: Consumer Staples / Food Products

Market Cap (Mn EUR y USD)	139,0	161,6
EV (Mn EUR y USD)	521,7	606,5
Free Float	38,0	
Factset / Blommberg	OLEO.MC / OLE SM	
Mercado	Mercado Continuo	

C) Deoleo

- ✓ 2026: viento de cola sectorial con estabilidad en precios en origen por buenas perspectivas de cosecha, que permite un crecimiento de ingresos del +8%. A lo que suma una mejora del margen bruto (15,8% vs 15,2% 2025) y contención de los costes de estructura. EBITDA rec. 2026 EUR 61,1 Mn (+22,4%) con mejora del margen (6,7% vs 5,9% 2025). Es decir, un muy buen momentum de negocio.
- ✓ Posibilidad de revisiones al alza de estimaciones 2026 por refinanciación (opción sin coste adicional desde marzo 2026) y por devolución de aranceles USA de 2025.
- ✓ Hay interés industrial en el sector (Cobram ha pagado 11x EBITDA por California Olive Ranch, marca de aceite oliva con parcial integración vertical). OLE cotiza a 8,5x EV/EBITDA rec. vs 11,1x de los grandes del sector alimentación. Y el favorable momentum de negocio implica un enorme diferencial de crecimiento EBITDA 2026e de OLE vs sector (+22% vs -2%). Es decir, hay "valor teórico" (bajos múltiplos, más crecimiento) y condiciones para que catalice en 2026 (momentum de negocio, significativa reducción del riesgo financiero).

Sector: Real Estate / Management & Development

Market Cap (Mn EUR y USD)	310,8	361,4
EV (Mn EUR y USD)	540,9	628,9
Free Float	26,5	
Factset / Blommberg	ISUR.MC / ISUR SM	
Mercado	Mercado Continuo	

D) Inmobiliaria del Sur

- ✓ Amplio potencial de crecimiento apoyado en una cartera de preventas de EUR 304 Mn (805 viviendas) que aporta una elevada visibilidad sobre las entregas futuras, un banco de suelo de 4.958 viviendas y una elevada capacidad operativa, con 906 viviendas actualmente en construcción y 115 terminadas.
- ✓ El modelo de negocio combina crecimiento con disciplina de capital, mediante un modelo creciente de coinversión que reduce el consumo de balance y limita el riesgo financiero, manteniendo un LTV objetivo en torno al 30%. Este enfoque permite mejorar la rentabilidad sobre el capital empleado, al tiempo que mantiene una política atractiva de remuneración al accionista, con un pay-out del 45–50%.
- ✓ Momentum de negocio muy positivo y explicado por la cartera de preentas. El driver sectorial es favorable y evidente. Y la fortaleza comercial (visible en los resultados 2025 y 1T 2026) sigue siendo muy alta. A pesar de ello, ISUR continúa cotizando con un descuento cercano al 24% sobre NAV ofreciendo una combinación atractiva de crecimiento, creación de valor vía NAV y potencial de re-rating a medio plazo.

Sector: Healthcare / Pharmaceuticals		
Market Cap (Mn EUR y USD)	56,0	65,1
EV (Mn EUR y USD)	86,4	100,4
Free Float	25,9	
Factset / Blommberg	LABH.MC / LAB SM	
Mercado	Mercado Continuo	

E) Labiana Health

- ✓ 2026e: crecimiento del vademécum propio tanto en salud humana (+10%) como en salud animal (+8%), que en el corto plazo deberían ser los catalizadores de un crecimiento en ingresos del + , % . Y hacer posible un "salto" en términos de rentabilidad, que se debería traducir en un EBITDA rec. 2026e de EUR 11,6Mn, +11,2% (Mg. EBITDA 2026e 14,2% vs 13,9% en 2025).
- ✓ El cambio progresivo del mix de negocio hacia producto propio es la llave para el crecimiento del EBITDA rec. (+12,1% TACC 2025-2028e). La capacidad de sostener el Mg. Bruto en c. 61% (vs 59,5% en 2025) y el aprovechamiento de la capacidad productiva permitirá crecer el EBITDA rec. hasta EUR 14,7Mn 2028e (vs EUR 10,4Mn 2025). El momentum del negocio (crecimiento + mejora de márgenes) es muy bueno.
- ✓ LAB es una historia singular de transformación industrial, expansión de márgenes, y bajos múltiplos, lo que sugiere que el rerating puede continuar. El potencial depende de tres factores: consolidación del crecimiento del vademécum propio, mejora del FCF y reducción progresiva del riesgo financiero. Los bajos múltiplos "dicen" que el rerating puede continuar. DN/EBITDA 2026e de 2,3x y EV/EBITDA Rec. 2026e de 7,5x, muy por debajo de competidores (salud humana, 11,3x – salud animal, 9,2x).

Sector: Real Estate /Management & Development		
Market Cap (Mn EUR y USD)	71,4	83,1
EV (Mn EUR y USD)	78,9	91,8
Free Float	17,0	
Factset / Bloomberg	LIB.MC / LIB SM	
Mercado	Mercado continuo	

F) Libertas 7

- ✓ El principal atractivo de LIB reside en su pipeline inmobiliario, visible y ya parcialmente pre-vendido, que otorga mucha visibilidad sobre resultados. La cartera de preventas acumulada en el 1T26 sigue en aumento y se sitúa en los EUR 46,9Mn (180 unidades), +18,5% frente a diciembre 2025 y +30,3% vs 1T25, con 30 viviendas adicionales en el 1T26 (EUR 7,3Mn). El stock pendiente de venta está valorado en EUR 42,0Mn.
- ✓ El valor de la cartera de inversión (EUR 65,7Mn) neto de deuda representa el 40% del Market Cap. La capitalización restante (EUR 42,8Mn) no descuenta suficientemente el valor de las inversiones inmobiliarias (EUR 43Mn), ni el negocio promotor (al inicio de un nuevo ciclo) y turístico (con elevada ocupación y buenas perspectivas de crecimiento). Lo que apoya la idea de que LIB es un "value stock" evidente, un valor con mucho recorrido por estricta valoración.
- ✓ Esperamos que el momentum positivo del negocio promotor continúe en 2026. La fuerte actividad comercial de los últimos trimestres junto con la estructural falta de oferta residencial en la Comunidad Valenciana apoya que el buen comportamiento del negocio continúe. Estimamos ingresos 2026e de EUR 23,7Mn, +10,8%, y crecimiento del EBITDA Rec. del +18,2% hasta EUR 6,3Mn. Nuestras estimaciones apuntan a la entrega de 53 viviendas en 2026e (EUR 16,1Mn), 103 en 2027e y 131 en 2028e.

Notas de compañías

A continuación, se incluyen las notas actualizadas de todo el universo de cobertura de Lighthouse a fecha de este informe:

- Todas las notas tienen la misma estructura y, esencialmente ofrecen:
    - Información descriptiva (actividad y modelo de negocio, estados financieros históricos, accionariado, liquidez)
    - Proyecciones financieras completas (2025- 2028e) y analítica del FCF
    - Performance
    - Datos de comparables
    - Inputs de valoración
    - Visión del analista sobre la compañía: momentum 2026, pilares de su equity story, riesgos e indicadores de valoración
- Todas las notas han sido actualizadas con precios de cierre del 15 de mayo 2026.
- La hora de distribución del informe es las 9h del 26 de mayo de 2026.
- Innovative Solutions Ecosystem (ISE) pertenece al universo de cobertura de Lighthouse (inició cobertura de ISE en diciembre de 2020) y está suspendida de cotización desde el 25 de noviembre de 2022 al no presentar las cuentas anuales auditadas (ISE cierra su ejercicio contable el 30 de junio de cada año). A fecha de publicación de este informe ISE sigue suspendida de cotización. Por este motivo la compañía no es analizada en este informe. Una vez la compañía vuelva a cotizar Lighthouse retomará su cobertura.

Adolfo Domínguez (ADZ) es un grupo textil de "moda de autor" de pequeño tamaño con sede en Ourense (España), especializado (50 años) en el diseño y comercialización de artículos de moda (al por menor y al por mayor). Con presencia internacional (en 2025, España 57% /ventas, México 19%, Japón 3% y Resto del Mundo 6%), está gestionada por la familia fundadora (31% del capital), que prevalece en el Consejo.

ADZ cierra el 28-feb. Toda mención a los resultados de un año será al período: 28-feb a 28-feb (año siguiente)

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	52,9	61,5
EV (Mn EUR y USD)	91,3	106,1
Número de Acciones (Mn)	9,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	5,90 / 5,10 / 4,70	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación(1)	6,5	
Refinitiv / Bloomberg	ADZ.MC / ADZ SM	
Cierre año fiscal	28-feb	

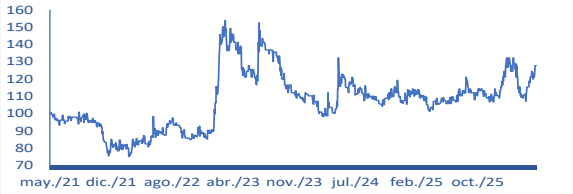
Estructura Accionarial (%)(3)

Adolfo Domínguez	31,5
Puig, S.A.	14,8
Libertas 7	10,3
Indumenta Pueri	8,6
Free Float	22,8

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,2	9,3	9,3	9,3
Total Ingresos	142,3	142,3	148,2	155,0
EBITDA Rec.	22,3	21,8	24,1	26,8
% Var.	*32,4*	*-2,0*	*10,4*	*11,1*
% EBITDA Rec./Ing.	*15,6*	*15,3*	*16,3*	*17,3*
% Var EBITDA sector (2)	*-0,7*	*9,7*	*10,3*	*6,7*
Beneficio neto	1,6	3,0	4,4	6,5
BPA (EUR)	0,18	0,33	0,47	0,70
% Var.	*80,2*	*84,6*	*44,2*	*48,4*
BPA ord. (EUR)	0,28	0,33	0,47	0,70
% Var.	*986,4*	*17,8*	*44,2*	*48,4*
Free Cash Flow Rec.	6,5	-1,8	3,5	2,0
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	-1,7	0,1	-3,4	-5,4
DN / EBITDA Rec.(x)	-0,1	0,0	-0,1	-0,2
ROE (%)	*9,0*	*14,4*	*17,7*	*21,5*
ROCE (%)	*10,9*	*13,9*	*16,9*	*20,3*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	32,1	17,4	12,1	8,1
PER Ordinario	20,5	17,4	12,1	8,1
P/BV	2,7	2,3	2,0	1,6
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	0,64	0,64	0,62	0,59
EV/EBITDA Rec.	4,1	4,2	3,8	3,4
EV/EBIT	22,6	18,7	13,8	10,5
FCF Yield (%)	*12,2*	*n.a.*	*6,6*	*3,8*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*10,7*	*2,7*	*21,3*	*27,8*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: TR Europe Apparel & Footwear.
(3) Otros: La Previsión Mallorquina de Seguros 7,6%, Preto Magnum SICAV 4,5%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2025: crecimiento moderado en ingresos (+1,8%) y fuerte mejora de rentabilidad (EBITDA rec. +32,4%) … Ingresos 2025 de EUR 142,3 Mn (+1,8% vs 2024), apoyados en franquicias, online y crecimiento internacional, mientras acelera la mejora operativa, con margen bruto del 60,0% (+2,8 p.p.) y EBITDA recurrente de EUR 22,3 Mn (+32,4%; margen del 15,6%; +3,6 p.p.). La mejora se apoya en menor intensidad promocional, optimización logística, mayor peso del canal online (15,2%/ventas vs 14,6% en 2024) y disciplina en costes. La desaceleración en ventas (TACC 2021-2025: +11,2%) refleja una estrategia de priorización de rentabilidad frente a volumen, especialmente en outlet. El crecimiento continúa apoyándose en franquicias (+12%), online (+6%) y expansión internacional (México +5%; Resto del Mundo +32%).

… que se traduce en una elevada generación de caja. La mejora operativa, junto con una reducción de inventarios (> EUR 5 Mn) y un CAPEX contenido (EUR 0,8 Mn), permite generar FCF > 0 y pasar a posición de caja neta de EUR 1,7 Mn (sin IFRS 16).

2026e: continuidad en la mejora de márgenes. Estimamos una cifra plana de ingresos 2026e (EUR 142,3 Mn), mientras continúa la mejora de margen bruto (+0,2 p.p.), lo que permitiría mantener niveles de EBITDA rec. (EUR 21,8 Mn; margen del 15,3%) pese al contexto de estabilidad en ingresos.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Marca Adolfo Domínguez y rejuvenecimiento del cliente. La estrategia de marca ha evolucionado hacia un enfoque de moda de autor, premium, sostenible y con identidad propia, que ha cristalizado en una TACC de ingresos 2021-2025 del +11,2%. En 2025, ADZ duplicó el volumen de nuevos clientes entre 18-44 años (36% del total).

Internacionalización con baja intensidad de capital y reposicionamiento de tiendas. ADZ crece con un modelo asset light a través de franquicias y corners, evitando concentrar inversión en geografías maduras como Europa. En 2025, las aperturas, cierres, reformas y reubicaciones fueron internacionales. La expectativa es mantener 10-15 aperturas netas anuales y continuar reposicionando tiendas, sosteniendo una TACC ingresos 2025-2028e del +2,9%. Apoyado en partners estratégicos como Chalhoub, Galeries Lafayette o Palacio de Hierro, entre otros.

Multicanalidad. El canal online ya representa el 15,2% de las ventas (9,2% en 2019) y mantiene un ritmo de crecimiento elevado (+6,2% en 2025), con contribución positiva a márgenes. Se espera que este canal pueda superar el 17%/total en 2028e.

Potencial adicional de expansión del margen. La mejora del margen bruto vista en 2025 debería continuar en 2026e-2028e por menor intensidad promocional, optimización logística y mix comercial. Junto con el control de costes, debería trasladarse al EBITDA rec., apuntando a EUR 26,8 Mn en 2028 (margen 17,3%; +1,6 p.p. vs 2025). El modelo asset light permitiría mantener la deuda en niveles sanos.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo divisa. ADZ mantiene exposición significativa al peso mexicano (c. 18% de ventas), JPY (c. 3%) y USD en aprovisionamientos (c. 80% de compras). A feb-26, ADZ tenía contratados instrumentos de cobertura por importe de EUR 4,7 Mn de USD.

Desaceleración del consumo. Europa continúa mostrando menor dinamismo y las ventas en España siguen afectadas por un entorno de consumo débil. Una prolongación del deterioro macro (p. e. mayor inflación) podría presionar ingresos y limitar la capacidad de expansión de márgenes.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Una "historia" de convergencia con el sector (aparentemente) no cotizada. La mejora operativa de 2025 (margen EBITDA rec. 15,6%; +3,6 p.p.) refuerza la idea de convergencia hacia métricas sectoriales (17%-20%) a medio plazo, apoyada en la internacionalización y optimización de red, mayor peso del online (15,2%/ventas) y control de costes. ADZ cotiza a EV/Vtas 2026e c. 0,6x, con fuerte descuento vs 1,1x de peers europeos (ex Burberry y Marimekko, con márgenes superiores). Lo que deja mucho margen para una convergencia de múltiplos si se consolida la mejora operativa (escenario base). ADZ es un valor de la carteta modelo de Lighthouse.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	27,8	33,5	41,1	40,2	42,8	42,8	42,8	42,8
Inmovilizado material	7,5	9,3	9,0	8,8	6,8	8,5	9,0	10,0
Otros activos no corrientes	2,4	2,7	12,7	13,0	13,0	13,0	13,0	13,0
Inmovilizado financiero	5,7	5,6	7,0	5,7	5,6	5,6	5,6	5,6
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	26,5	35,6	37,3	35,7	30,2	33,4	34,8	39,5
Total activo	**69,8**	**86,7**	**107,1**	**103,5**	**98,4**	**103,3**	**105,2**	**110,9**
Patrimonio neto	15,5	17,2	18,7	17,0	19,5	22,6	26,9	33,4
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	1,5	1,4	10,0	10,4	11,8	11,8	11,8	11,8
Otros pasivos no corrientes	29,0	32,7	40,2	40,6	44,3	44,3	44,3	44,3
Deuda financiera neta	1,7	8,1	9,8	6,2	(1,7)	0,1	(3,4)	(5,4)
Pasivo circulante	22,1	27,4	28,4	29,3	24,5	24,5	25,5	26,7
Total pasivo	**69,8**	**86,7**	**107,1**	**103,5**	**98,4**	**103,3**	**105,2**	**110,9**

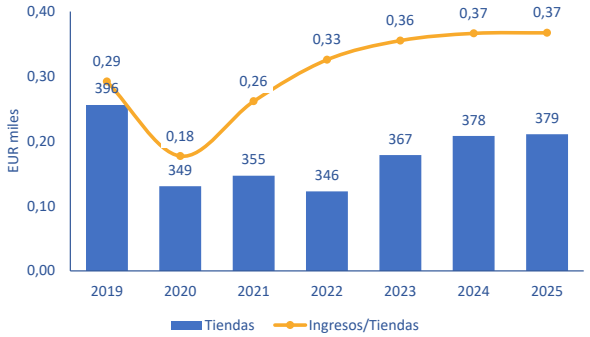
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**93,2**	**115,3**	**129,6**	**139,8**	**142,3**	**142,3**	**148,2**	**155,0**	***11,2%***	***2,9%***
Cto.Total Ingresos	*39,5%*	*23,7%*	*12,4%*	*7,9%*	*1,8%*	*0,0%*	*4,2%*	*4,6%*		
Coste de ventas	(40,5)	(49,3)	(52,0)	(59,9)	(57,0)	(56,7)	(58,8)	(61,1)		
Margen Bruto	**52,7**	**66,0**	**77,6**	**80,0**	**85,3**	**85,6**	**89,5**	**93,9**	***12,8%***	***3,2%***
Margen Bruto / Ingresos	*56,6%*	*57,3%*	*59,9%*	*57,2%*	*60,0%*	*60,2%*	*60,4%*	*60,6%*		
Gastos de personal	(28,7)	(33,0)	(34,7)	(37,4)	(38,5)	(39,0)	(40,0)	(41,2)		
Otros costes de explotación	(19,5)	(22,1)	(25,6)	(25,7)	(24,6)	(24,8)	(25,4)	(25,9)		
EBITDA recurrente	**4,5**	**10,9**	**17,3**	**16,8**	**22,3**	**21,8**	**24,1**	**26,8**	***49,1%***	***6,3%***
Cto.EBITDA recurrente	*145,2%*	*142,9%*	*58,5%*	*-3,0%*	*32,4%*	*-2,0%*	*10,4%*	*11,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*4,8%*	*9,5%*	*13,4%*	*12,0%*	*15,6%*	*15,3%*	*16,3%*	*17,3%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(4,1)	2,4	0,0	0,1	(1,2)	-	-	-		
EBITDA	**0,4**	**13,4**	**17,4**	**16,9**	**21,1**	**21,8**	**24,1**	**26,8**	***n.a.***	***8,2%***
Depreciación y provisiones	(1,2)	(1,3)	(2,8)	(3,1)	(3,5)	(3,4)	(3,5)	(3,5)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(8,4)	(9,8)	(11,9)	(13,0)	(13,5)	(13,5)	(14,0)	(14,6)		
EBIT[(1)]	**(9,3)**	**2,3**	**2,7**	**0,8**	**4,0**	**4,9**	**6,6**	**8,7**	***24,9%***	***29,0%***
Cto.EBIT	*48,1%*	*124,3%*	*17,7%*	*-71,7%*	*435,4%*	*21,3%*	*34,8%*	*31,2%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*2,0%*	*2,1%*	*0,5%*	*2,8%*	*3,4%*	*4,5%*	*5,6%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,7)	(1,0)	(1,7)	(0,9)	(1,5)	(0,8)	(0,8)	-		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(10,0)**	**1,3**	**1,0**	**(0,2)**	**2,5**	**4,0**	**5,8**	**8,7**	***22,5%***	***51,1%***
Cto.Beneficio ordinario	*47,9%*	*112,6%*	*-23,6%*	*-119,4%*	*n.a.*	*61,3%*	*44,2%*	*48,4%*		
Extraordinarios	-	-	-	1,3	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(10,0)**	**1,3**	**1,0**	**1,1**	**2,5**	**4,0**	**5,8**	**8,7**	***22,5%***	***51,1%***
Impuestos	0,8	(1,1)	(0,2)	(0,2)	(0,9)	(1,0)	(1,5)	(2,2)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*87,5%*	*24,7%*	*20,3%*	*34,7%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(9,3)**	**0,2**	**0,7**	**0,9**	**1,6**	**3,0**	**4,4**	**6,5**	***21,5%***	***58,2%***
Cto.Beneficio neto	*52,1%*	*101,7%*	*360,2%*	*24,4%*	*80,6%*	*85,1%*	*44,2%*	*48,4%*		
Beneficio ordinario neto	**(5,9)**	**(1,2)**	**0,7**	**(0,3)**	**2,6**	**3,0**	**4,4**	**6,5**	***24,9%***	***36,2%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*73,7%*	*80,4%*	*160,4%*	*-141,4%*	*988,5%*	*18,2%*	*44,2%*	*48,4%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**21,8**	**24,1**	**26,8**	***49,1%***	***6,3%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(13,5)	(14,0)	(14,6)		
Var.capital circulante						(3,2)	(0,4)	(3,5)		
Cash Flow operativo recurrente						**5,1**	**9,7**	**8,7**	***56,8%***	***-2,8%***
CAPEX						(5,0)	(4,0)	(4,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,8)	(0,8)	-		
Impuestos						(1,0)	(1,5)	(2,2)		
Free Cash Flow Recurrente						**(1,8)**	**3,5**	**2,0**	***66,5%***	***-32,5%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(1,8)**	**3,5**	**2,0**	***33,3%***	***-31,1%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**1,8**	**(3,5)**	**(2,0)**		

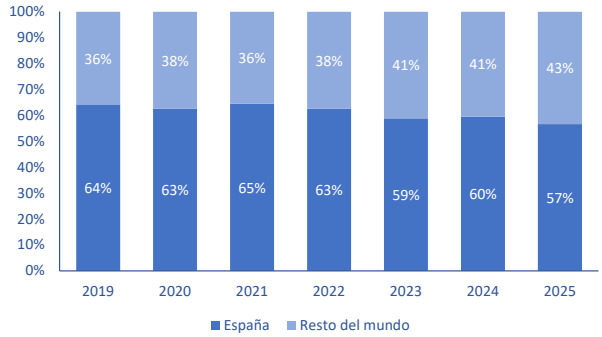
(1) La cifra de EBIT (EUR 4,0 Mn en 2025 y EUR 0,8 Mn en 2024) incluye el impacto de los gastos financieros asociados a IFRS 16 (EUR 0,9 Mn en 2025 y EUR 0,8 Mn en 2024). Excluyendo este efecto, el EBIT ascendería a EUR 5,0 Mn en 2025 y EUR 1,5 Mn en 2024, en línea con las cifras reportadas por ADZ.

La compañía en 8 gráficos

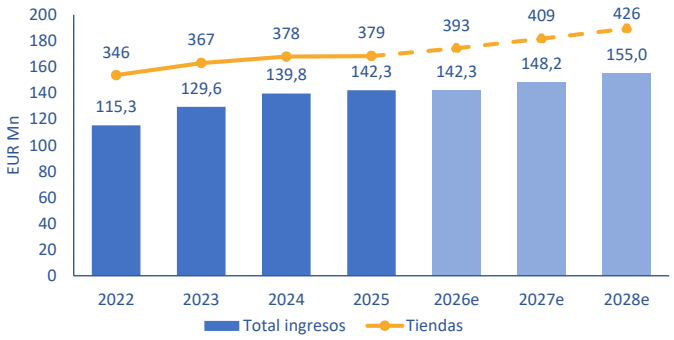
El redimensionamiento de la superficie comercial eleva el ingreso/punto de venta



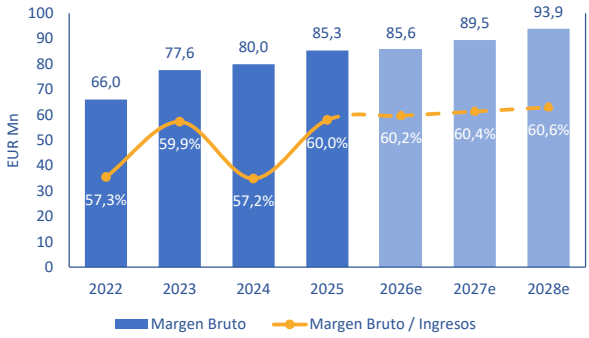
Apoyado también en una mayor internacionalización (principalmente en México y Resto de Europa)



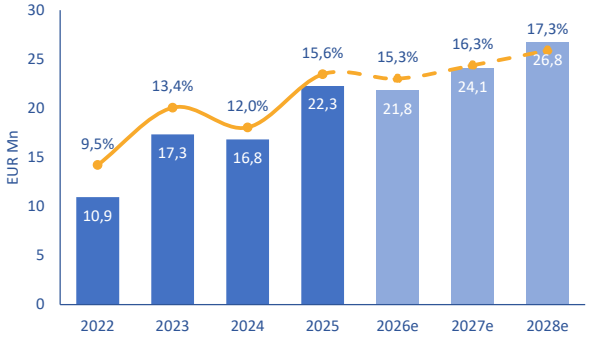
TACC 2026e-2028e de ingresos del 2,6%, basada en un incremento del parque de tiendas (principalmente internacionales; franquicias y corners)



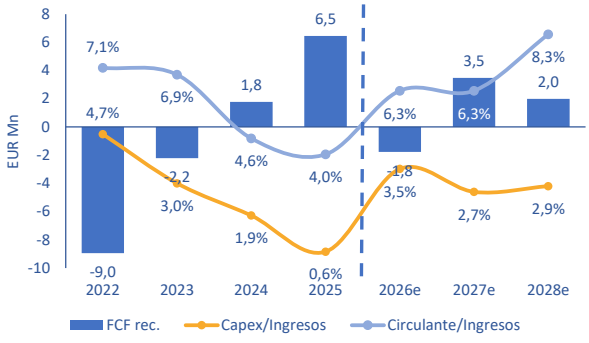
Esperamos continuidad en la mejora (progresiva) del margen bruto, apoyada en menor intensidad promocional y optimización de costes logísticos



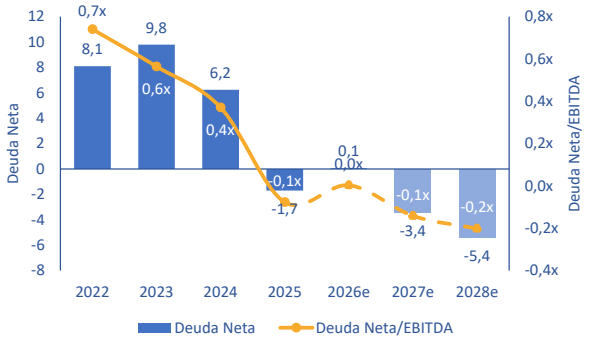
El control de costes (en línea con los últimos años) debería permitir un incremento del EBITDA rec. hasta EUR 26,8 Mn en 2028e (margen del 17,3%)



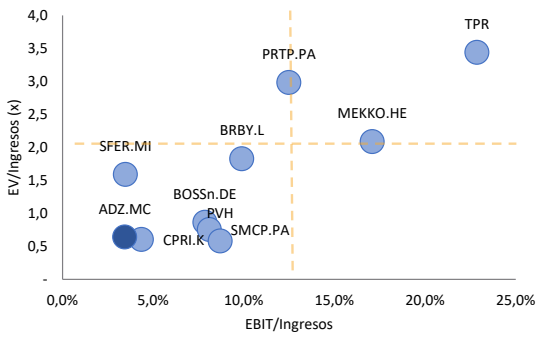
Lo que hará posible generar FCF rec. positivo en 2027e, pese al CAPEX y el circulante



Manteniendo una posición de balance muy sana (caja neta, excluyendo pasivos por IFRS 16)



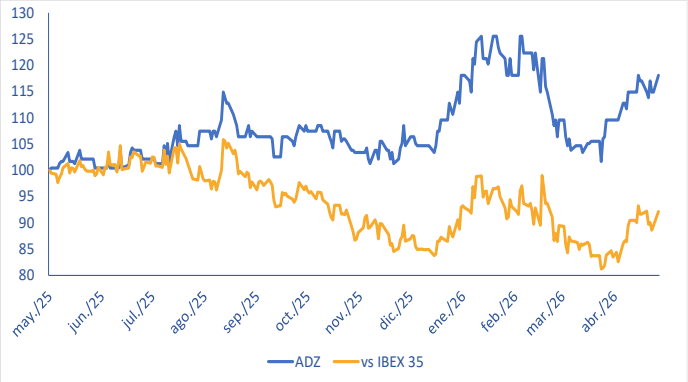
Cotizando con un fuerte descuento vs comparables europeos, apuntando a una convergencia si se consolida la mejora operativa



Evolución de la cotización

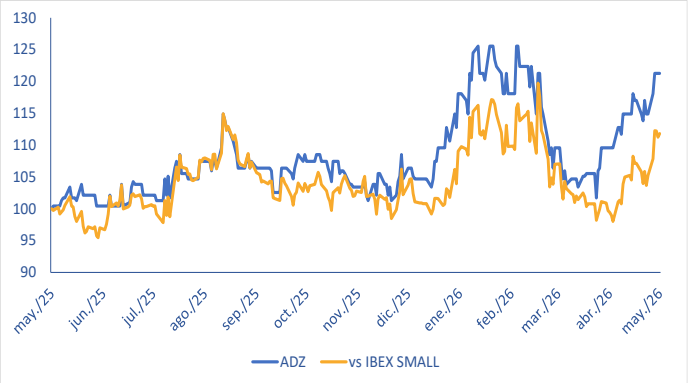
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)

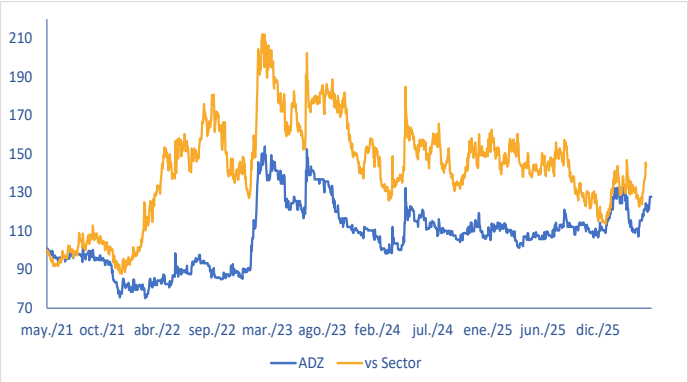


Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

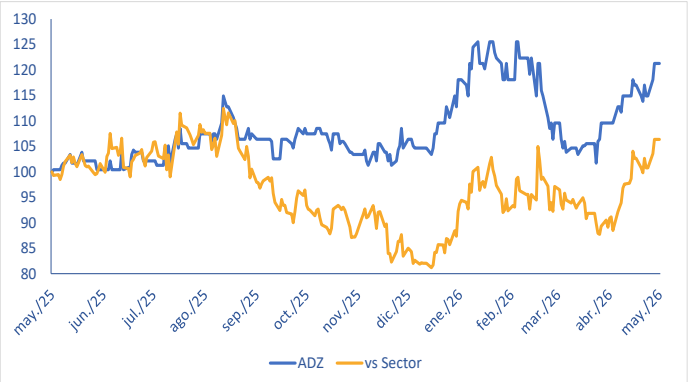
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[(1)] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[(1)] (base 100)



(1) Sector: TR Europe Apparel & Footwear

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	10,7	2,7	21,3	12,9	1,8	27,8
vs Mercado						
vs Ibex 35	14,2	3,0	-4,1	10,9	-46,9	-33,7
vs Euro STOXX 50	12,8	5,5	12,6	12,2	-24,6	-11,9
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	12,4	1,8	11,8	10,0	-27,5	2,0
vs Segmento Micro Cap España [(1)]	9,1	2,1	6,5	10,0	-22,2	24,6
vs MSCI Europe Micro Cap	8,2	0,9	5,2	9,3	-15,8	27,9
vs Sector						
vs TR Europe Apparel & Footwear	17,0	15,2	6,4	26,4	-9,5	48,8

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**10,9**	**17,3**	**16,8**	**22,3**	**21,8**	**24,1**	**26,8**	***26,8%***	***6,3%***
Cto.EBITDA recurrente	*142,9%*	*58,5%*	*-3,0%*	*32,4%*	*-2,0%*	*10,4%*	*11,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*9,5%*	*13,4%*	*12,0%*	*15,6%*	*15,3%*	*16,3%*	*17,3%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(9,8)	(11,9)	(13,0)	(13,5)	(13,5)	(14,0)	(14,6)		
+/- Var. Capital circulante	(3,8)	(0,7)	2,5	0,7	(3,2)	(0,4)	(3,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(2,7)**	**4,7**	**6,2**	**9,4**	**5,1**	**9,7**	**8,7**	***76,4%***	***-2,8%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-273,0%*	*275,7%*	*31,6%*	*51,0%*	*-46,0%*	*90,7%*	*-10,7%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*3,7%*	*4,5%*	*6,6%*	*3,6%*	*6,5%*	*5,6%*		
- CAPEX	(5,5)	(3,9)	(2,6)	(0,8)	(5,0)	(4,0)	(4,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,9)	(1,2)	(1,0)	(0,8)	(0,8)	-		
- Impuestos	(0,2)	(2,1)	(0,7)	(1,1)	(1,0)	(1,5)	(2,2)		
= Free Cash Flow recurrente	**(9,0)**	**(2,2)**	**1,8**	**6,5**	**(1,8)**	**3,5**	**2,0**	***39,6%***	***-32,5%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-689,4%*	*75,2%*	*180,4%*	*262,3%*	*-127,5%*	*295,7%*	*-42,8%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*1,3%*	*4,5%*	*n.a.*	*2,3%*	*1,3%*		
- Gastos de reestructuración y otros	2,4	0,0	0,1	(1,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	3,4	0,6	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(1,4)	0,2	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(6,5)**	**(2,2)**	**3,9**	**6,1**	**(1,8)**	**3,5**	**2,0**	***43,1%***	***-31,1%***
Cto. Free Cash Flow	*-24,0%*	*66,7%*	*278,2%*	*56,6%*	*-129,3%*	*295,7%*	*-42,8%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*3,4%*	*12,2%*	*n.a.*	*6,6%*	*3,8%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*7,3%*	*11,5%*	*n.a.*	*6,6%*	*3,8%*		

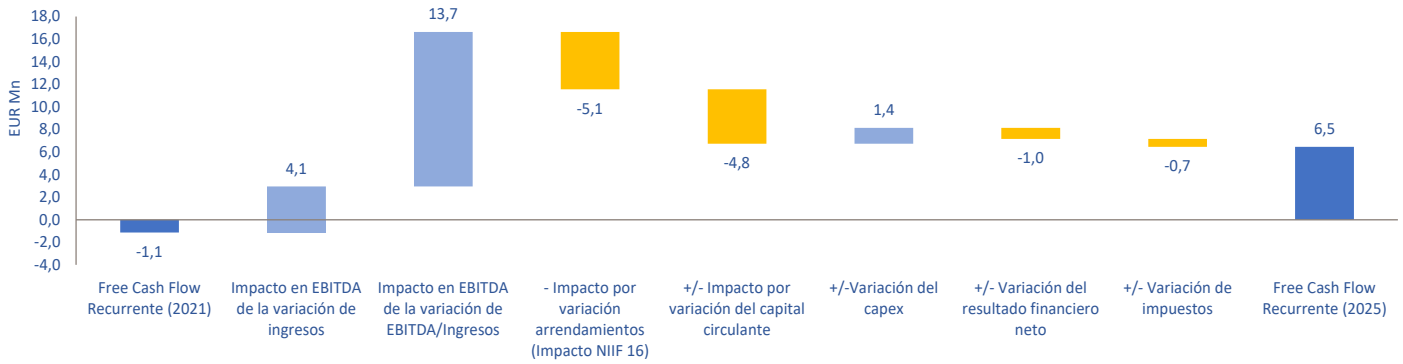
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(1,1)**	**(9,0)**	**(2,2)**	**1,8**	**6,5**	**(1,8)**	**3,5**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,1	1,4	1,4	0,3	(0,0)	0,9	1,1
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	5,4	5,0	(1,9)	5,1	(0,4)	1,4	1,6
= Variación EBITDA recurrente	**6,4**	**6,4**	**(0,5)**	**5,4**	**(0,4)**	**2,3**	**2,7**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(2,1)	(1,1)	(0,5)	0,0	(0,5)	(0,6)
+/- Impacto por variación del capital circulante	(9,3)	3,1	3,2	(1,8)	(3,9)	2,8	(3,2)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(4,3)**	**7,4**	**1,5**	**3,2**	**(4,3)**	**4,6**	**(1,0)**
+/-Variación del CAPEX	(3,2)	1,6	1,3	1,8	(4,2)	1,0	(0,5)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,5)	(0,4)	(0,2)	0,2	0,1	0,1	0,8
+/- Variación de impuestos	0,2	(1,9)	1,4	(0,4)	0,1	(0,4)	(0,7)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(7,8)**	**6,7**	**4,0**	**4,7**	**(8,2)**	**5,2**	**(1,5)**
Free Cash Flow Recurrente	**(9,0)**	**(2,2)**	**1,8**	**6,5**	**(1,8)**	**3,5**	**2,0**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**2,3**	**2,7**	**0,8**	**4,0**	**4,9**	**6,6**	**8,7**	***21,2%***	***29,0%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*24,7%*	*0,0%*	*30,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,7)	-	(1,2)	(1,2)	(1,6)	(2,2)		
EBITDA recurrente	**10,9**	**17,3**	**16,8**	**22,3**	**21,8**	**24,1**	**26,8**	***26,8%***	***6,3%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(9,8)	(11,9)	(13,0)	(13,5)	(13,5)	(14,0)	(14,6)		
+/- Var. Capital circulante	(3,8)	(0,7)	2,5	0,7	(3,2)	(0,4)	(3,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(2,7)**	**4,7**	**6,2**	**9,4**	**5,1**	**9,7**	**8,7**	***76,4%***	***-2,8%***
- CAPEX	(5,5)	(3,9)	(2,6)	(0,8)	(5,0)	(4,0)	(4,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,7)	-	(1,2)	(1,2)	(1,6)	(2,2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(8,2)**	**0,2**	**3,6**	**7,4**	**(1,1)**	**4,0**	**2,0**	***42,7%***	***-35,4%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*n.a.*	*102,3%*	*n.a.*	*103,1%*	*-115,4%*	*454,5%*	*-50,9%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	0,1%	2,6%	5,2%	n.a.	2,7%	1,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	2,4	0,0	0,1	(1,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	3,4	0,6	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(1,4)	0,2	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(5,7)**	**0,2**	**5,7**	**7,0**	**(1,1)**	**4,0**	**2,0**	***47,6%***	***-34,3%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-19,8%*	*104,1%*	*n.a.*	*22,1%*	*-116,3%*	*454,5%*	*-50,9%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*0,4%*	*7,7%*	*15,7%*	*n.a.*	*8,6%*	*4,2%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*0,5%*	*12,2%*	*14,9%*	*n.a.*	*8,6%*	*4,2%*		

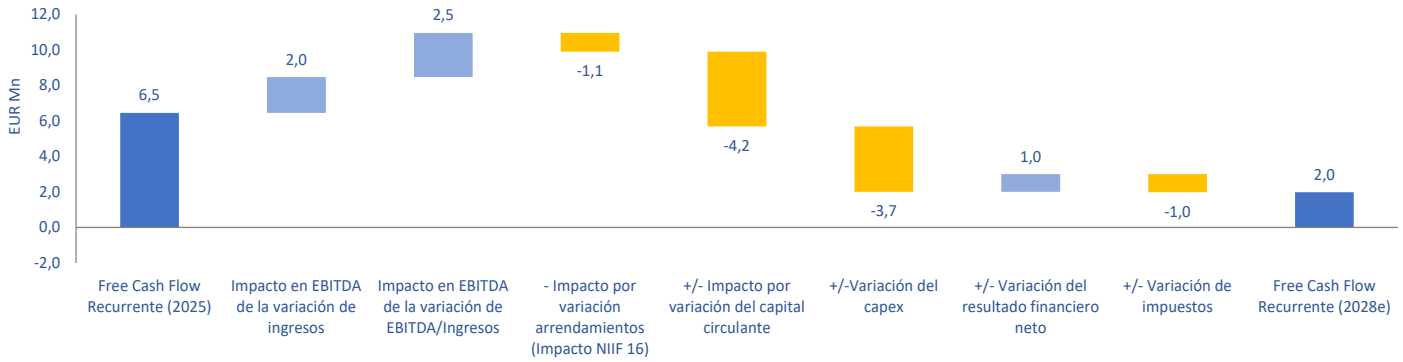
Nota: Free Cash Flow Yield (s/Market Cap) estimado ajustado por intereses minoritarios.

Analítica del Free Cash Flow (II)

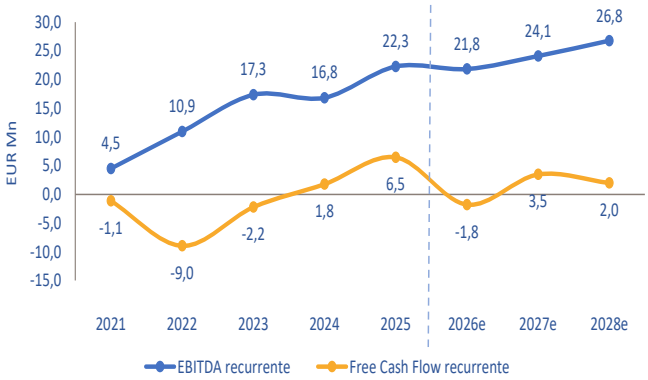
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



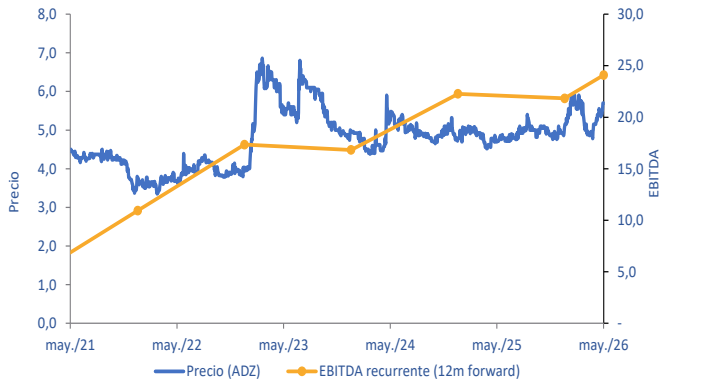
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**(1,1)**	**4,0**	**2,0**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**52,9**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**-1,7**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	6,8%	Coste de la deuda neta	6,5%	7,0%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**5,4%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**5,2%**	**5,6%**
Risk free rate (rf)	3,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)	1,0	1,2
Coste del Equity	**10,5%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,4%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D	=	=
WACC	**10,5%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,4%**	**11,7%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,5%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	52,9	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	45,7	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	(1,7)	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	5,6	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**91,3**	

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	n.a.	13,3%	7,6%	2,5%	10,9%

	2025	2028e
ROCE - WACC	0,4%	9,8%
FCF Yield - WACC	5,2%	-6,3%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	17,9%	26,5	3,4x
Central	16,3%	24,1	3,8x
Min	14,7%	21,7	4,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	2,4%	2,7%	3,0%
26,5	6,3	5,8	5,4
24,1	3,9	3,5	3,0
21,7	1,5	1,1	0,7

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	11,9%	11,1%	10,2%
Central	7,4%	6,6%	5,7%
Min	2,9%	2,1%	1,2%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	42,9%	42,9%	57,1%
% de consejeros dominicales	28,6%	28,6%	28,6%
% de consejeros ejecutivos	28,6%	28,6%	14,3%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	42,9%	42,9%	42,9%
% de mujeres en la plantilla	80,9%	79,1%	79,9%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,4%	3,7%	4,4%

Principales comparables 2026e

		Referentes de Lujo Asequible						Holdings Retail Especializado					
	EUR Mn	Burberry Group	Hugo Boss	Salvatore Ferragamo	Marimekko	SMCP	Average	Kering	Tapestry	Capri Holdings	PVH Corp	Average	ADZ
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BRBY.L	BOSSn.DE	SFER.MI	MEKKO.HE	SMCP.PA		PRTP.PA	TPR	CPRI.K	PVH		ADZ.MC
	País	UK	Germany	Italy	Finland	France		France	USA	UK	USA		Spain
	Market cap	4.416,9	2.544,5	1.119,8	420,2	390,7		29.340,7	22.476,2	1.769,2	3.148,9		52,9
	Enterprise value (EV)	5.374,4	3.407,3	1.556,1	416,9	919,9		44.104,2	23.601,8	1.840,6	4.530,2		91,3
Información financiera básica	Total Ingresos	2.940,3	3.933,7	977,4	199,6	1.219,6		14.778,2	6.862,3	3.039,3	7.768,5		142,3
	Cto.Total Ingresos	*6,0%*	*-7,9%*	*0,1%*	*5,3%*	*0,2%*	*0,7%*	*0,7%*	*13,8%*	*1,6%*	*0,9%*	*4,2%*	*0,0%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*5,6%*	*2,8%*	*4,8%*	*5,0%*	*2,8%*	*4,2%*	*6,6%*	*5,8%*	*2,5%*	*3,5%*	*4,6%*	*4,4%*
	EBITDA	733,9	666,7	193,2	44,4	241,4		3.635,3	1.721,4	253,1	924,0		21,8
	Cto. EBITDA	*16,7%*	*-14,7%*	*16,4%*	*4,6%*	*5,4%*	*5,7%*	*-1,4%*	*27,4%*	*25,7%*	*24,3%*	*19,0%*	*3,4%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*11,5%*	*5,1%*	*8,7%*	*7,3%*	*4,9%*	*7,5%*	*13,9%*	*9,2%*	*30,6%*	*6,6%*	*15,1%*	*10,7%*
	EBITDA/Ingresos	*25,0%*	*16,9%*	*19,8%*	*22,2%*	*19,8%*	*20,7%*	*24,6%*	*25,1%*	*8,3%*	*11,9%*	*17,5%*	*15,3%*
	EBIT	290,9	309,1	34,0	34,1	98,8		1.846,2	1.569,3	132,4	676,3		4,9
	Cto. EBIT	*45,9%*	*-26,4%*	*38,2%*	*5,6%*	*9,8%*	*14,6%*	*13,1%*	*29,5%*	*63,1%*	*32,9%*	*34,6%*	*21,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*26,6%*	*10,6%*	*53,3%*	*9,0%*	*10,2%*	*21,9%*	*24,0%*	*8,5%*	*43,8%*	*6,0%*	*20,6%*	*33,0%*
	EBIT/Ingresos	*9,9%*	*7,9%*	*3,5%*	*17,1%*	*8,1%*	*9,3%*	*12,5%*	*22,9%*	*4,4%*	*8,7%*	*12,1%*	*3,4%*
	Beneficio Neto	167,7	182,9	3,8	26,8	49,5		855,9	1.260,8	184,7	470,7		3,0
	Cto. Beneficio Neto	*631,7%*	*-29,4%*	*107,8%*	*10,4%*	*198,0%*	*183,7%*	*764,6%*	*700,1%*	*28,1%*	*n.a.*	*497,6%*	*85,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*37,4%*	*13,5%*	*n.a.*	*8,5%*	*18,2%*	*19,4%*	*42,0%*	*8,6%*	*26,4%*	*9,8%*	*21,7%*	*46,2%*
	CAPEX/Ventas	*6,1%*	*5,3%*	*7,3%*	*3,8%*	*3,3%*	*5,1%*	*8,1%*	*2,3%*	*4,0%*	*2,6%*	*4,2%*	*3,5%*
	Free Cash Flow	374,6	345,2	132,5	29,8	89,2		3.101,5	1.348,7	204,3	583,7		(1,8)
	Deuda financiera Neta	(332,0)	725,9	391,3	(15,4)	258,3		6.069,7	1.715,6	868,3	1.500,5		0,1
	DN/EBITDA (x)	n.a.	1,1	2,0	n.a.	1,1	1,4	1,7	1,0	3,4	1,6	1,9	0,0
	Pay-out	*44,9%*	*1,4%*	*14,4%*	*77,8%*	*0,0%*	*27,7%*	*54,7%*	*23,4%*	*0,0%*	*1,4%*	*19,9%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	26,4	13,4	n.a.	15,8	7,8	15,8	35,2	18,5	9,4	6,5	17,4	17,4
	P/BV (x)	3,5	1,5	1,9	5,0	0,3	2,4	1,8	n.a.	n.a.	0,7	1,3	2,3
	EV/Ingresos (x)	1,8	0,9	1,6	2,1	0,8	1,4	3,0	3,4	0,6	0,6	1,9	0,6
	EV/EBITDA (x)	7,3	5,1	8,1	9,4	3,8	6,7	12,1	13,7	7,3	4,9	9,5	4,2
	EV/EBIT (x)	18,5	11,0	45,8	12,2	9,3	19,4	23,9	15,0	13,9	6,7	14,9	18,7
	ROE	*14,6*	*11,3*	*0,6*	*33,6*	*4,4*	*12,9*	*5,8*	*172,0*	*45,9*	*10,9*	*58,6*	*14,4*
	FCF Yield (%)	*8,5*	*13,6*	*11,8*	*7,1*	*22,8*	*12,8*	*10,6*	*6,0*	*11,5*	*18,5*	*11,7*	*n.a.*
	DPA	*0,21*	*0,04*	*0,00*	*0,51*	*0,00*	*0,15*	*3,82*	*1,36*	*0,00*	*0,14*	*1,33*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,0%*	*0,1%*	*0,1%*	*5,0%*	*0,0%*	*1,0%*	*1,6%*	*1,2%*	*0,0%*	*0,2%*	*0,8%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**108,4**	**113,2**	**117,0**	**113,4**	**116,2**	**66,8**	**93,2**	**115,3**	**129,6**	**139,8**	**142,3**	**142,3**	**148,2**	**155,0**	***2,8%***	***2,9%***
Cto. Total ingresos	*-12,8%*	*4,4%*	*3,3%*	*-3,0%*	*2,5%*	*-42,5%*	*39,5%*	*23,7%*	*12,4%*	*7,9%*	*1,8%*	*0,0%*	*4,2%*	*4,6%*		
EBITDA	**(17,7)**	**(9,0)**	**(2,2)**	**1,2**	**11,3**	**(6,8)**	**0,4**	**13,4**	**17,4**	**16,9**	**21,1**	**21,8**	**24,1**	**26,8**	***12,3%***	***8,2%***
Cto. EBITDA	*n.a.*	*49,0%*	*75,6%*	*153,3%*	*868,1%*	*-160,1%*	*105,5%*	*n.a.*	*30,1%*	*-2,6%*	*24,7%*	*3,4%*	*10,4%*	*11,1%*		
EBITDA/Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,0%*	*9,8%*	*n.a.*	*0,4%*	*11,6%*	*13,4%*	*12,1%*	*14,8%*	*15,3%*	*16,3%*	*17,3%*		
Beneficio neto	**8,0**	**(22,7)**	**(6,9)**	**(0,5)**	**(8,3)**	**(19,3)**	**(9,3)**	**0,2**	**0,7**	**0,9**	**1,6**	**3,0**	**4,4**	**6,5**	***-14,6%***	***58,2%***
Cto. Beneficio neto	*172,2%*	*-384,8%*	*69,8%*	*92,7%*	*n.a.*	*-132,5%*	*52,1%*	*101,7%*	*360,2%*	*24,4%*	*80,6%*	*85,1%*	*44,2%*	*48,4%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	9,1	9,1	9,0	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,3	9,3	9,3		
BPA (EUR)	0,87	-2,48	-0,76	-0,05	-0,90	-2,10	-1,00	0,02	0,08	0,10	0,18	0,33	0,47	0,70	*-14,7%*	*58,0%*
Cto. BPA	*n.a.*	*n.a.*	*69,4%*	*92,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*52,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*24,4%*	*80,2%*	*84,6%*	*44,2%*	*48,4%*		
BPA ord. (EUR)	-2,14	-2,48	-0,81	0,00	-0,10	-2,44	-0,64	-0,13	0,08	-0,03	0,28	0,33	0,47	0,70	*7,9%*	*36,1%*
Cto. BPA ord.	*-66,7%*	*-16,3%*	*67,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*73,7%*	*80,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*17,8%*	*44,2%*	*48,4%*		
CAPEX	(2,4)	(2,0)	(0,9)	(0,8)	(2,6)	(2,0)	(2,2)	(5,5)	(3,9)	(2,6)	(0,8)	(5,0)	(4,0)	(4,5)		
CAPEX/Vtas %[1]	*2,2%*	*1,8%*	*0,8%*	*0,7%*	*2,2%*	*3,0%*	*2,4%*	*4,7%*	*3,0%*	*1,9%*	*0,6%*	*3,5%*	*2,7%*	*2,9%*		
Free Cash Flow	**20,4**	**(12,7)**	**4,3**	**0,1**	**(2,6)**	**(9,4)**	**(5,3)**	**(6,5)**	**(2,2)**	**3,9**	**6,1**	**(1,8)**	**3,5**	**2,0**	***-11,4%***	***-31,1%***
DN/EBITDA (x)[2]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-10,2x*	*-0,9x*	*n.a.*	*4,6x*	*0,6x*	*0,6x*	*0,4x*	*-0,1x*	*0,0x*	-0,1x	-0,2x		
PER (x)	*4,0x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*63,2x*	*48,1x*	*28,5x*	*17,4x*	12,1x	8,1x		
EV/Vtas (x)	*0,08x*	*0,29x*	*0,27x*	*0,48x*	*0,65x*	*0,97x*	*0,65x*	*0,84x*	*0,66x*	*0,63x*	*0,64x*	*0,64x*	0,62x	0,59x		
EV/EBITDA (x)[2]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*46,0x*	*6,6x*	*n.a.*	*n.a.*	*7,3x*	*4,9x*	*5,2x*	*4,3x*	*4,2x*	3,8x	3,4x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*-4,9%*	*62,2%*	*29,7%*	*2,6%*	*-35,9%*	*-16,3%*	*6,1%*	*24,1%*	*-5,2%*	*6,5%*	*12,9%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*-3,0%*	*51,0%*	*52,5%*	*-8,2%*	*-24,2%*	*-22,4%*	*12,3%*	*1,1%*	*-17,4%*	*-28,6%*	*10,9%*				

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

Agile Content

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Miguel Medina Sivilotti – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 2,10 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

Agile Content (AGIL), grupo tecnológico que opera en el sector audiovisual online y de video por streaming, ofreciendo tecnología hardware y software asociada a la creación, procesamiento, distribución y gestión de video para la provisión de servicio de televisión. Desde noviembre de 2015 cotiza en BME Growth. Tras la OPA de diciembre 2025, Onchena, Inveready y Key Wolf (José Poza) controlan el 93% del capital.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	48,7	56,7
EV (Mn EUR y USD)	53,4	62,0
Número de Acciones (Mn)	23,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,52 / 2,06 / 1,56	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación(1)	15,0	
Refinitiv / Bloomberg	AGIL.MC / AGIL SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Valle Surf Bidco SL(3)	93,0
Autocartera	1,2
Free Float	5,8

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,2	23,2	23,2	23,2
Total Ingresos	83,2	86,0	88,9	92,0
EBITDA Rec.	7,5	8,0	8,7	9,4
% Var.	*0,5*	*7,9*	*7,9*	*7,8*
% EBITDA Rec./Ing.	*9,0*	*9,4*	*9,8*	*10,2*
% Var EBITDA sector (2)	*8,1*	*19,8*	*18,2*	*12,7*
Beneficio neto	-1,0	4,0	3,9	3,8
BPA (EUR)	-0,04	0,17	0,17	0,16
% Var.	*-668,2*	*491,4*	*-3,6*	*-3,0*
BPA ord. (EUR)	-0,11	0,17	0,17	0,16
% Var.	*n.a.*	*252,3*	*-3,6*	*-3,0*
Free Cash Flow Rec.	-2,0	3,9	4,7	5,5
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	33,8	29,9	25,3	19,7
DN / EBITDA Rec.(x)	4,5	3,7	2,9	2,1
ROE (%)	*n.a.*	*10,0*	*8,8*	*7,8*
ROCE (%)	*5,5*	*9,0*	*8,8*	*8,7*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	12,1	12,5	12,9
PER Ordinario	n.a.	12,1	12,5	12,9
P/BV	1,3	1,1	1,1	1,0
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	0,64	0,62	0,60	0,58
EV/EBITDA Rec.	7,2	6,6	6,1	5,7
EV/EBIT	22,7	11,1	12,0	12,9
FCF Yield (%)	*n.a.*	*7,9*	*9,6*	*11,4*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*0,0*	*-2,8*	*-14,6*	*-72,4*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(3) Valle Surf Bidco es propiedad de Onchena, Inveready y Key Wolf (José Poza).

(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2025: mayor contribución de contratos ganados. Caída de ingresos (-17,8%) no relevante y explicada por la desconsolidación de WeTek. AGIL ganó dos importantes contratos en 2025 (Liwest en Austria y Lowi en España) con distinto perfil. Mientras que Liwest es un operador establecido con una cartera de clientes (AGIL gestiona los nuevos clientes y gradualmente capta a los clientes existentes), Lowi (la marca "low cost" de Vodafone en España) es un lanzamiento nuevo ya que no ofrecía servicio de TV a sus usuarios.

2026e: consolidación de margen bruto… Tras la mejora de casi 4 puntos en 2025 asumimos un margen bruto estable (45,5% 2025-2028e) que ya refleja el menor peso de ventas de contenido en los ingresos totales.

… y mejora de márgenes por apalancamiento operativo. El crecimiento del margen bruto (TACC +3,4% 2025-2028e) se apalanca en una estructura de costes que puede absorber nuevos contratos (TACC 2025-2028e de gastos de personal y otros gastos de explotación de +2,4%) para crecer EBITDA Rec. a una TACC 2025-2028e de c.+8%.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Nuevos contratos. Sin anuncios de nuevos contratos desde mayo 2025 (Lowi) pero hay opciones teóricas de crecimiento tanto en España (Vodafone España) como internacionalmente: Alemania donde ha habido cambios legislativos favorables y consolidación de operadores TV (RTL y Sky) o Italia (AGIL trabaja ya con Mediaset España).

Posibilidad de desinversión en WeTek. AGIL inició un proceso de venta de WeTek, clasificandola como disponible para la venta, en febrero de 2025. Recientemente, AGIL comunicó la decisión de finalizar el proceso de venta de WeTek y, dado el control conjunto de WeTek con su socio portugués (61% y 39%, respectivamente), consolidarla por puesta en equivalencia. WeTek no es parte del negocio "core" de AGIL y su venta dejaría a AGIL prácticamente libre de deuda (sin olvidar que el socio portugués tiene una opción put sobre su 39%). El book value de la participación de AGIL en WeTek es de EUR 23,2Mn.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Calendario de vencimientos de deuda bancaria y bonos. AGIL tiene unos vencimientos (bonos, deuda bancaria y earn outs) de c.EUR 29 Mn en 2026. Hay que valorar que los bonos están en manos de los inversores que en diciembre de 2025 lanzaron una OPA para incrementar su participación en AGIL y que la auditoría de 2025 menciona que AGIL cuenta "con el apoyo financiero del principal accionista" para el cumplimiento de las obligaciones de pago.

Probable exclusión de cotización, El accionista de control mencionó claramente la exclusión de bolsa como una posibilidad si la OPA tenía éxito. La conclusión más lógica, con un free float del 5,8%, es excluir la compañía de cotización ofreciendo a los accionistas que se opongan, en la junta que se convoque a tal efecto, la posibilidad de vender sus acciones al mismo precio de la OPA (EUR 2,2 por acción).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El precio de la OPA "manda". Con muy poca liquidez (volumen negociado en 2026 hasta la fecha de este informe de EUR 1,4 Mn vs EUR 16 Mn en todo 2025), el precio sigue descontando una exclusión de cotización al precio de la primera OPA (EUR 2,2/acc) y que "sujeta" la acción (cotizando con descuento del -4%).

¿Cuándo podría ser la OPA? No hay una decisión tomada ni un calendario legal, y el Consejo de AGIL tiene el control del tiempo, pero nuestro escenario central es que AGIL aprovechará la convocatoria de la junta general ordinaria del ejercicio 2025 (junio 2026) para convocar una junta extraordinaria con la propuesta de exclusión de Bolsa al mismo precio de la primera OPA.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	37,2	39,0	35,8	26,3	22,8	21,0	18,5	15,1
Inmovilizado material	0,6	0,6	0,7	1,1	1,0	1,7	2,3	2,7
Otros activos no corrientes	0,6	0,6	0,5	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2
Inmovilizado financiero	1,0	3,5	3,7	29,5	30,2	31,8	33,5	35,1
Fondo de comercio y otros intangibles	39,9	39,9	39,9	34,9	34,9	34,9	34,9	34,9
Activo circulante	27,5	27,4	34,1	22,1	23,5	24,2	25,0	25,7
Total activo	**106,8**	**111,0**	**114,7**	**114,5**	**112,7**	**114,0**	**114,3**	**113,7**
Patrimonio neto	44,4	44,3	43,1	42,0	38,5	42,5	46,4	50,2
Minoritarios	2,1	6,4	7,5	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	0,3	0,3	2,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Otros pasivos no corrientes	-	3,3	3,1	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7
Deuda financiera neta	28,7	20,3	19,9	26,8	33,8	29,9	25,3	19,7
Pasivo circulante	31,4	36,5	40,8	41,7	37,5	38,6	39,7	40,9
Total pasivo	**106,8**	**111,0**	**114,7**	**114,5**	**112,7**	**114,0**	**114,3**	**113,7**

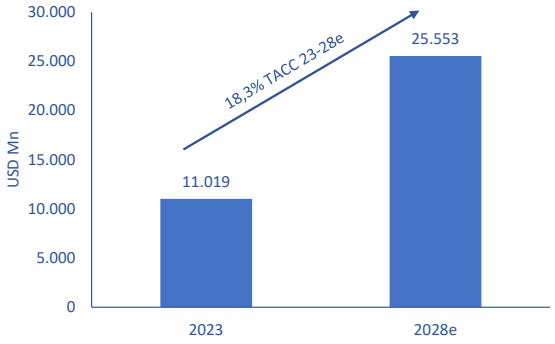
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**55,2**	**101,5**	**102,6**	**101,2**	**83,2**	**86,0**	**88,9**	**92,0**	***10,8%***	***3,4%***
Cto.Total Ingresos	*170,3%*	*83,9%*	*1,0%*	*-1,3%*	*-17,8%*	*3,4%*	*3,5%*	*3,5%*		
Coste de ventas	(25,4)	(58,8)	(61,8)	(59,0)	(45,3)	(46,8)	(48,5)	(50,1)		
Margen Bruto	**29,9**	**42,8**	**40,8**	**42,2**	**37,9**	**39,1**	**40,5**	**41,9**	***6,1%***	***3,4%***
Margen Bruto / Ingresos	*54,1%*	*42,1%*	*39,8%*	*41,7%*	*45,5%*	*45,5%*	*45,5%*	*45,5%*		
Gastos de personal	(17,1)	(18,9)	(18,5)	(19,2)	(17,8)	(18,3)	(18,9)	(19,5)		
Otros costes de explotación	(11,6)	(19,6)	(15,8)	(15,5)	(12,6)	(12,8)	(12,9)	(13,1)		
EBITDA recurrente	**1,2**	**4,3**	**6,5**	**7,4**	**7,5**	**8,0**	**8,7**	**9,4**	***57,5%***	***7,9%***
Cto.EBITDA recurrente	*318,5%*	*251,9%*	*52,8%*	*13,8%*	*0,5%*	*7,9%*	*7,9%*	*7,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*2,2%*	*4,2%*	*6,4%*	*7,3%*	*9,0%*	*9,4%*	*9,8%*	*10,2%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(2,4)	0,6	0,4	1,0	0,7	-	-	-		
Gastos capitalizados	6,2	6,7	7,1	7,0	4,4	4,6	4,7	4,9		
EBITDA	**5,1**	**11,5**	**14,0**	**15,4**	**12,5**	**12,6**	**13,4**	**14,3**	***25,5%***	***4,4%***
Depreciación y provisiones	(8,7)	(9,5)	(9,3)	(13,1)	(9,3)	(6,9)	(8,1)	(9,3)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(1,2)	(1,6)	(0,3)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,9)		
EBIT	**(3,6)**	**0,9**	**3,1**	**2,0**	**2,4**	**4,8**	**4,5**	**4,1**	***27,6%***	***20,6%***
Cto.EBIT	*-202,2%*	*123,9%*	*259,3%*	*-35,5%*	*17,0%*	*104,5%*	*-7,2%*	*-7,6%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*0,9%*	*3,0%*	*2,0%*	*2,8%*	*5,6%*	*5,0%*	*4,5%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(2,1)	(1,4)	(1,8)	1,1	(6,0)	(1,4)	(1,2)	(1,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	1,6	1,6	1,6	1,6		
Beneficio ordinario	**(5,7)**	**(0,5)**	**1,3**	**3,1**	**(2,0)**	**5,1**	**4,9**	**4,7**	***23,3%***	***63,5%***
Cto.Beneficio ordinario	*-120,0%*	*91,0%*	*346,1%*	*145,4%*	*-163,9%*	*353,7%*	*-3,6%*	*-3,0%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(5,7)**	**(0,5)**	**1,3**	**3,1**	**(2,0)**	**5,1**	**4,9**	**4,7**	***23,3%***	***63,5%***
Impuestos	(0,0)	(0,2)	(0,1)	(1,4)	1,0	(1,0)	(1,0)	(0,9)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*9,7%*	*43,9%*	*n.a.*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
Minoritarios	-	(1,3)	(1,1)	(1,6)	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(5,8)**	**(2,0)**	**0,0**	**0,2**	**(1,0)**	**4,0**	**3,9**	**3,8**	***35,0%***	***78,2%***
Cto.Beneficio neto	*-102,5%*	*64,9%*	*101,1%*	*716,1%*	*-668,2%*	*491,4%*	*-3,6%*	*-3,0%*		
Beneficio ordinario neto	**(3,3)**	**(2,4)**	**(0,4)**	**(0,1)**	**(2,7)**	**4,0**	**3,9**	**3,8**	***5,6%***	***50,7%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-136,8%*	*28,7%*	*84,5%*	*73,0%*	*n.a.*	*252,3%*	*-3,6%*	*-3,0%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**8,0**	**8,7**	**9,4**	***57,5%***	***7,9%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,9)	(0,9)	(0,9)		
Var.capital circulante						0,4	0,4	0,4		
Cash Flow operativo recurrente						**7,5**	**8,2**	**8,9**	***-22,5%***	***n.a.***
CAPEX						(1,3)	(1,3)	(1,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,4)	(1,2)	(1,0)		
Impuestos						(1,0)	(1,0)	(0,9)		
Free Cash Flow Recurrente						**3,9**	**4,7**	**5,5**	***28,9%***	***67,7%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**3,9**	**4,7**	**5,5**	***60,3%***	***93,4%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**(3,9)**	**(4,7)**	**(5,5)**		

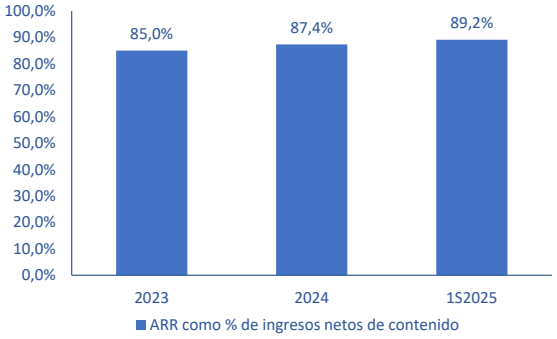
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

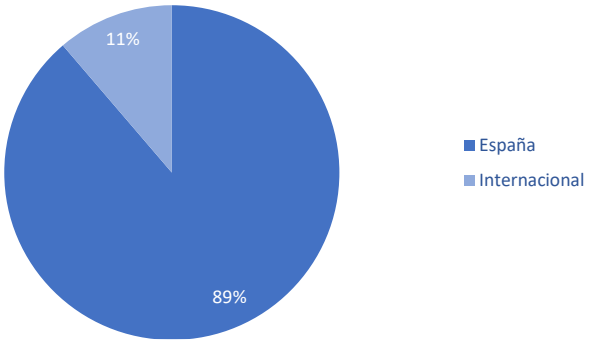
El mercado de TV streaming a nivel global se espera que crezca a una TACC 23-28e del 18,3%



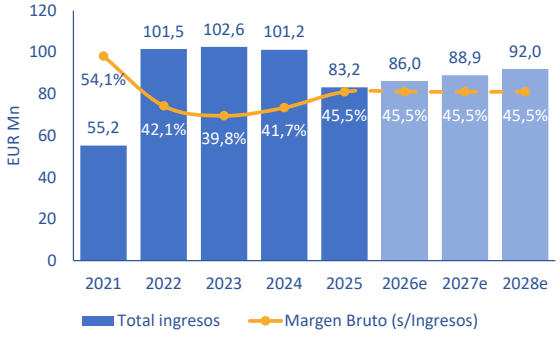
AGIL: % de recurrencia de ingresos (netos de ventas de contenido) sigue creciendo …



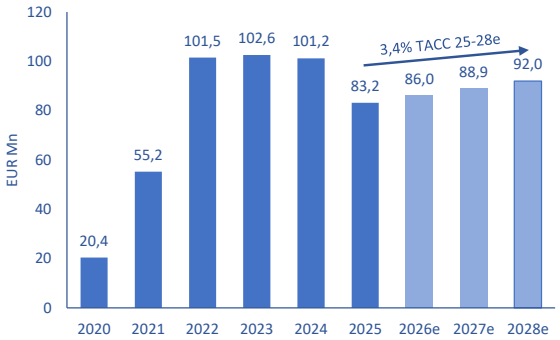
…con diversificación geográfica. En 2025 las ventas netas fuera de España representaron el 11%



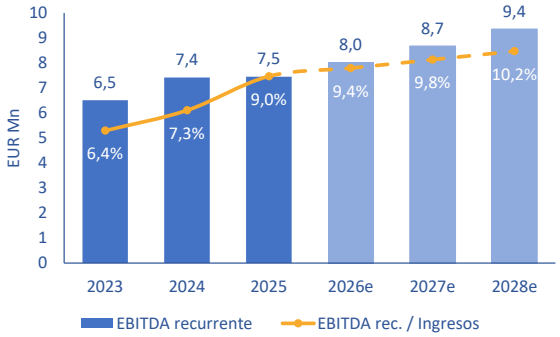
Tras una intensa actividad de M&A en 2020 - 2021 dando un saldo de escala muy significativo…



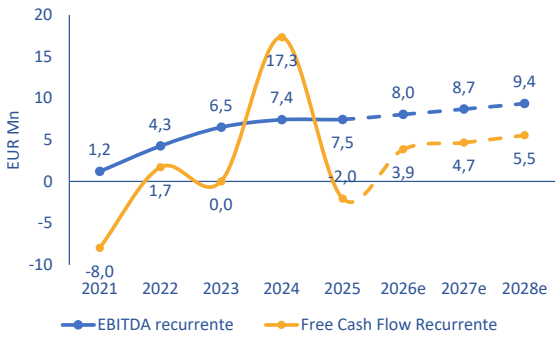
… foco en crecimiento orgánico (3,4% TACC 25-28e) con modelo asset light(1)



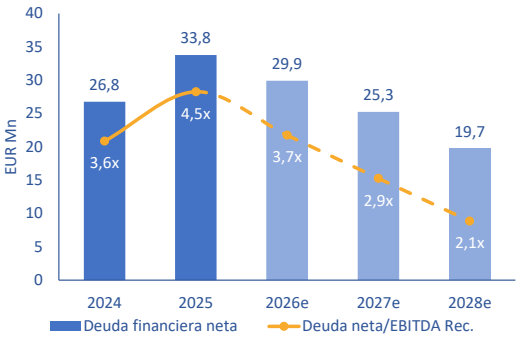
Crecimiento orgánico que no requiere capital adicional y optimiza capital empleado gracias al apalancamiento operativo… (1)



… empujando la generación del flujo de caja recurrente hasta EUR 5,5Mn en 2028e (1)



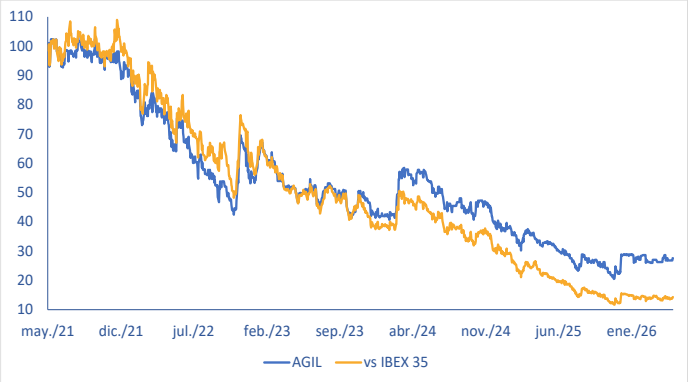
Que dejaría a la compañía con un apalancamiento razonable en y sin deuda si WeTek -consolidación por puesta en equivalencia- es vendida(1)



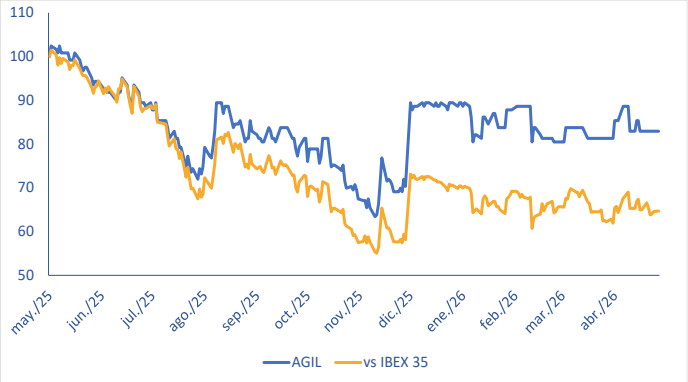
(1) WeTek consolidada globalmente hasta 2023 y desde 2024 contabilizada por puesta en equivalencia.

Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

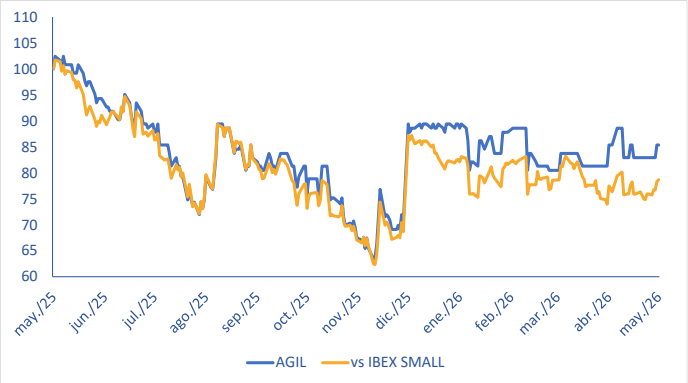


Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



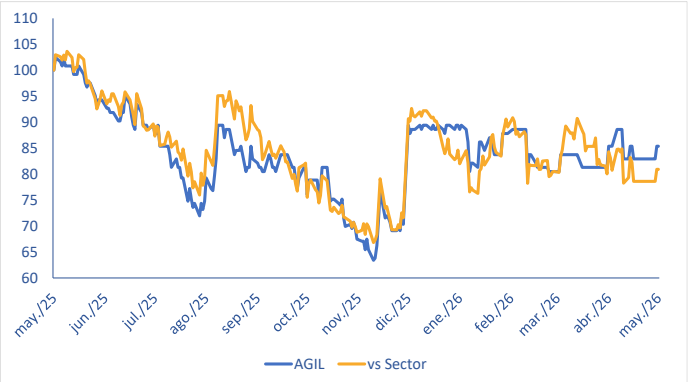
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)

Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,0	-2,8	-14,6	-3,7	-41,0	-72,4
vs Mercado						
vs Ibex 35	3,2	-2,5	-32,5	-5,4	-69,2	-85,7
vs Euro STOXX 50	1,9	-0,2	-20,7	-4,3	-56,3	-81,0
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	1,6	-3,6	-21,3	-6,1	-58,0	-78,0
vs Segmento Micro Cap España [1]	-1,4	-3,4	-25,1	-6,1	-54,9	-73,1
vs MSCI Europe Micro Cap	-2,2	-4,5	-25,9	-6,7	-51,2	-72,4
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-4,0	-9,2	-19,1	-10,3	-55,7	-79,4

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**4,3**	**6,5**	**7,4**	**7,5**	**8,0**	**8,7**	**9,4**	***20,4%***	***7,9%***
Cto.EBITDA recurrente	*251,9%*	*52,8%*	*13,8%*	*0,5%*	*7,9%*	*7,9%*	*7,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*4,2%*	*6,4%*	*7,3%*	*9,0%*	*9,4%*	*9,8%*	*10,2%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,2)	(1,6)	(0,3)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,9)		
+/- Var. Capital circulante	5,2	(2,4)	13,0	(5,7)	0,4	0,4	0,4		
= Cash Flow operativo recurrente	**8,3**	**2,5**	**20,1**	**0,9**	**7,5**	**8,2**	**8,9**	***-52,0%***	***n.a.***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*225,6%*	*-70,0%*	*706,4%*	*-95,4%*	*719,6%*	*8,7%*	*8,4%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*8,2%*	*2,4%*	*19,8%*	*1,1%*	*8,8%*	*9,2%*	*9,7%*		
- CAPEX	(5,0)	(1,3)	(1,3)	(1,7)	(1,3)	(1,3)	(1,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,4)	(1,2)	(1,4)	(1,3)	(1,4)	(1,2)	(1,0)		
- Impuestos	(0,2)	-	-	0,1	(1,0)	(1,0)	(0,9)		
= Free Cash Flow recurrente	**1,7**	**0,0**	**17,3**	**(2,0)**	**3,9**	**4,7**	**5,5**	***-47,2%***	***67,7%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*121,5%*	*-99,0%*	*n.a.*	*-111,8%*	*289,2%*	*21,0%*	*18,5%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*1,7%*	*0,0%*	*17,1%*	*n.a.*	*4,5%*	*5,2%*	*6,0%*		
- Gastos de reestructuración y otros	0,6	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,3	0,5	0,0	1,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	2,4	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**5,0**	**0,5**	**17,3**	**(1,1)**	**3,9**	**4,7**	**5,5**	***-30,3%***	***93,4%***
Cto. Free Cash Flow	*111,7%*	*-90,6%*	*n.a.*	*-106,1%*	*465,4%*	*21,0%*	*18,5%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*3,1%*	*0,0%*	*35,5%*	*n.a.*	*7,9%*	*9,6%*	*11,4%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*8,9%*	*0,8%*	*35,6%*	*n.a.*	*7,9%*	*9,6%*	*11,4%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(8,0)**	**1,7**	**0,0**	**17,3**	**(2,0)**	**3,9**	**4,7**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,0	0,0	(0,1)	(1,3)	0,3	0,3	0,3
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	2,0	2,2	1,0	1,4	0,3	0,4	0,4
= Variación EBITDA recurrente	**3,1**	**2,3**	**0,9**	**0,0**	**0,6**	**0,6**	**0,7**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,2)	(0,5)	1,3	(0,6)	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	3,9	(7,6)	15,4	(18,6)	6,0	0,0	0,0
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**5,8**	**(5,8)**	**17,6**	**(19,2)**	**6,6**	**0,7**	**0,7**
+/-Variación del CAPEX	3,7	3,7	(0,1)	(0,4)	0,4	(0,0)	(0,0)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,4	0,2	(0,2)	0,1	(0,1)	0,2	0,2
+/- Variación de impuestos	(0,2)	0,2	-	0,1	(1,1)	0,0	0,0
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**9,7**	**(1,7)**	**17,3**	**(19,4)**	**5,9**	**0,8**	**0,9**
Free Cash Flow Recurrente	**1,7**	**0,0**	**17,3**	**(2,0)**	**3,9**	**4,7**	**5,5**

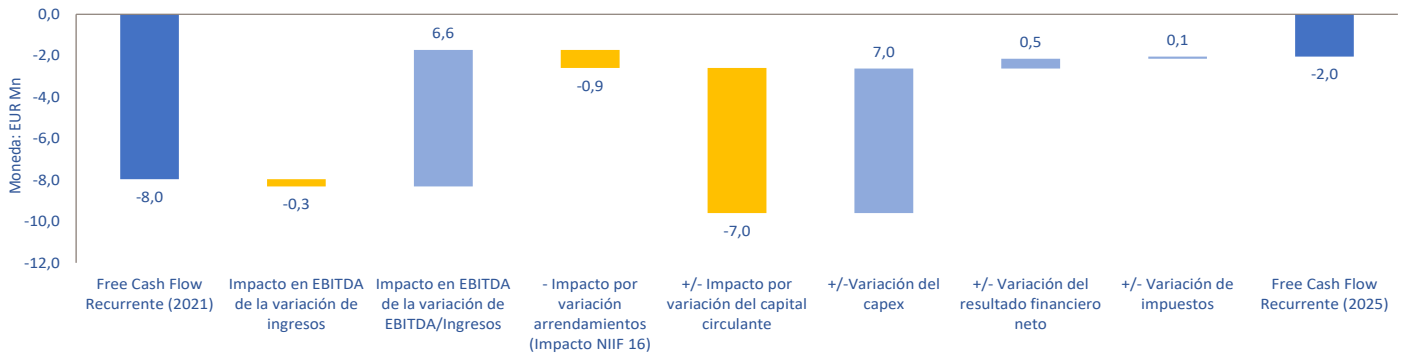
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**0,9**	**3,1**	**2,0**	**2,4**	**4,8**	**4,5**	**4,1**	***39,4%***	***20,6%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*9,7%*	*30,0%*	*0,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,3)	(0,6)	-	(1,0)	(0,9)	(0,8)		
EBITDA recurrente	**4,3**	**6,5**	**7,4**	**7,5**	**8,0**	**8,7**	**9,4**	***20,4%***	***7,9%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,2)	(1,6)	(0,3)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,9)		
+/- Var. Capital circulante	5,2	(2,4)	13,0	(5,7)	0,4	0,4	0,4		
= Cash Flow operativo recurrente	**8,3**	**2,5**	**20,1**	**0,9**	**7,5**	**8,2**	**8,9**	***-52,0%***	***n.a.***
- CAPEX	(5,0)	(1,3)	(1,3)	(1,7)	(1,3)	(1,3)	(1,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(0,3)	(0,6)	-	(1,0)	(0,9)	(0,8)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**3,3**	**0,9**	**18,1**	**(0,8)**	**5,3**	**6,0**	**6,7**	***-31,0%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*153,6%*	*-72,0%*	*n.a.*	*-104,5%*	*748,1%*	*12,9%*	*11,9%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	3,3%	0,9%	17,9%	n.a.	6,1%	6,7%	7,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,6	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,3	0,5	0,0	1,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	2,4	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**6,6**	**1,4**	**18,2**	**0,2**	**5,3**	**6,0**	**6,7**	***-70,5%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*116,1%*	*-79,1%*	*n.a.*	*-99,1%*	*n.a.*	*12,9%*	*11,9%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*6,2%*	*1,7%*	*34,0%*	*n.a.*	*9,9%*	*11,2%*	*12,5%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*12,3%*	*2,6%*	*34,0%*	*0,3%*	*9,9%*	*11,2%*	*12,5%*		

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

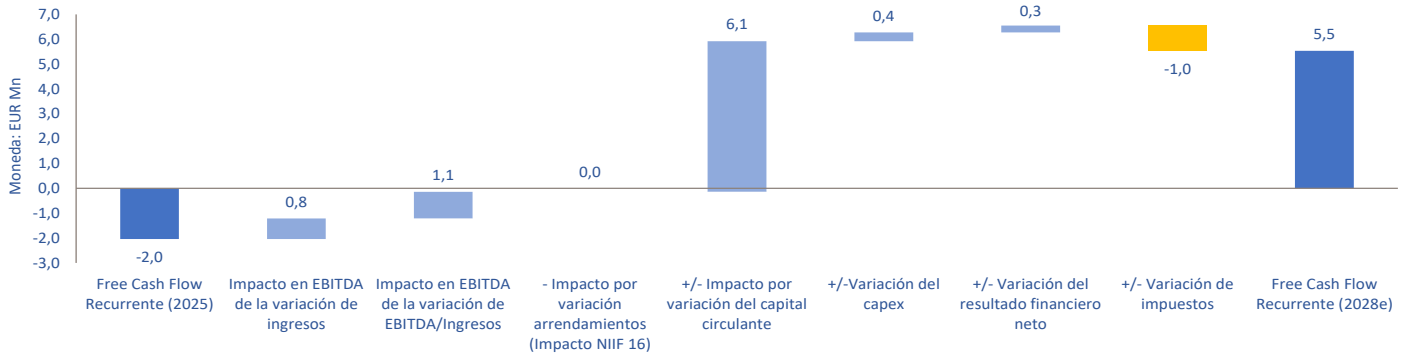
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

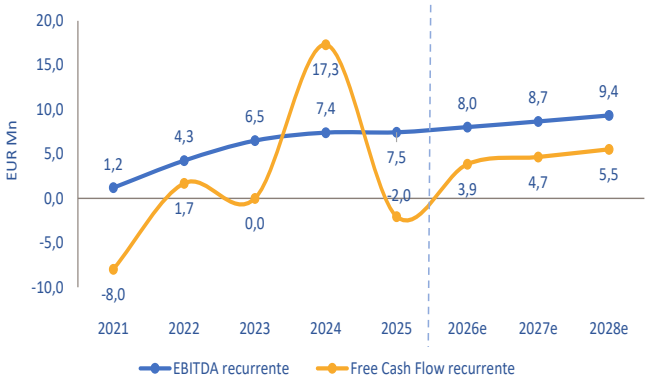
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



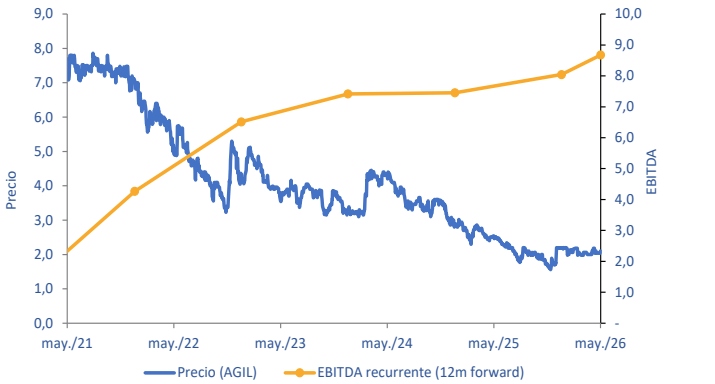
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**5,3**	**6,0**	**6,7**	**101,6**

Market Cap	**48,7**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**33,8**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta	5,8%	6,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,8%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**4,6%**	**5,0%**
Risk free rate (rf)	3,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)	1,2	1,4
Coste del Equity	**11,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**10,2%**	**12,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	59,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	40,9%	D	=	=
WACC	**8,7%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,9%**	**9,6%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,5%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	48,7	
+ Minoritarios		
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,0	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	33,8	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	6,9	Rdos. 12m 2025
+/- Otros(1)	(23,3)	
Enterprise Value (EV)	**53,4**	

(1) Valoración independiente del 61% de WeTek en puesta en equivalencia

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	n.a.	1,2%	4,2%	2,6%	5,5%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-3,2%	0,0%
FCF Yield - WACC	n.a.	3,8%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	10,8%	9,6	5,6x
Central	9,8%	8,7	6,1x
Min	8,8%	7,8	6,9x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	1,3%	1,5%	1,7%
9,6	5,7	5,6	5,4
8,7	4,8	4,7	4,5
7,8	4,0	3,8	3,6

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	11,8%	11,4%	11,0%
Central	9,9%	9,6%	9,2%
Min	8,1%	7,8%	7,4%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	40,0%	37,5%	40,0%
% de consejeros dominicales	30,0%	37,5%	60,0%
% de consejeros ejecutivos	20,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	10,0%	25,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	20,0%	25,0%	20,0%
% de mujeres en la plantilla	22,1%	23,3%	23,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	1,1%	1,3%	1,0%

Principales comparables 2026e

		TV Technologies		TV Platform			
	EUR Mn	Kudelski	Netgem	Kaltura	Harmonic	Average	AGIL
Datos Mercado	Ticker (Factset)	KUD.S	ALNTG.PA	KLTR.O	HLIT.O		AGIL.MC
	País	Switzerland	France	USA	USA		Spain
	Market cap	70,2	27,0	188,9	1.170,4		48,7
	Enterprise value (EV)	46,2	22,8	159,6	1.172,4		53,4
Información financiera básica	Total Ingresos	441,3	32,9	158,0	421,2		86,0
	Cto.Total Ingresos	*10,1%*	*3,6%*	*1,5%*	*35,8%*	*13,7%*	*3,4%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*2,6%*	*7,4%*	*-41,4%*	*13,9%*	*-6,7%*	*3,5%*
	EBITDA	(1,6)	5,6	12,4	90,5		12,6
	Cto. EBITDA	*90,9%*	*-13,1%*	*568,2%*	*274,1%*	*276,4%*	*0,6%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*n.a.*	*24,5%*	*-41,4%*	*39,3%*	*7,4%*	*6,3%*
	EBITDA/Ingresos	*n.a.*	*17,0%*	*7,8%*	*21,5%*	*15,4%*	*14,7%*
	EBIT	(11,7)	3,4	8,8	83,6		4,8
	Cto. EBIT	*61,9%*	*67,9%*	*536,5%*	*470,8%*	*358,4%*	*104,5%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*68,5%*	*50,3%*	*-41,4%*	*24,1%*	*11,0%*	*-7,4%*
	EBIT/Ingresos	*n.a.*	*10,3%*	*5,6%*	*19,9%*	*11,9%*	*5,6%*
	Beneficio Neto	(9,7)	2,6	0,1	59,8		4,0
	Cto. Beneficio Neto	*77,9%*	*66,4%*	*100,8%*	*n.a.*	*83,6%*	*491,4%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*59,8%*	*56,4%*	*-41,4%*	*26,9%*	*14,0%*	*-3,3%*
	CAPEX/Ventas	*2,0%*	*7,6%*	*0,5%*	*1,5%*	*3,2%*	*1,5%*
	Free Cash Flow	n.a.	3,9	9,5	49,4		3,9
	Deuda financiera Neta	(46,7)	(8,0)	n.a.	(110,1)		29,9
	DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,4
	Pay-out	*0,0%*	*91,8%*	*n.a.*	*0,0%*	*45,9%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	9,6	n.a.	19,6	14,6	12,1
	P/BV (x)	0,3	1,1	n.a.	n.a.	1,1	1,1
	EV/Ingresos (x)	0,1	0,7	1,0	2,8	1,5	0,6
	EV/EBITDA (x)	n.a.	4,1	12,9	13,0	10,0	4,2
	EV/EBIT (x)	n.a.	6,7	18,1	14,0	12,9	11,1
	ROE	*n.a.*	*9,9*	*n.a.*	*25,9*	*17,9*	*10,0*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*14,5*	*5,0*	*4,2*	*7,9*	*7,9*
	DPA	*0,00*	*0,07*	*n.a.*	*0,00*	*0,04*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,0%*	*9,1%*	*0,0%*	*0,0%*	*3,0%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**8,3**	**10,8**	**7,9**	**8,8**	**11,0**	**20,4**	**55,2**	**101,5**	**102,6**	**101,2**	**83,2**	**86,0**	**88,9**	**92,0**	***25,9%***	***3,4%***
Cto. Total ingresos	*4,4%*	*30,2%*	*-27,4%*	*12,1%*	*24,5%*	*86,0%*	*170,3%*	*83,9%*	*1,0%*	*-1,3%*	*-17,8%*	*3,4%*	*3,5%*	*3,5%*		
EBITDA	**(0,8)**	**(1,2)**	**(0,7)**	**(1,3)**	**0,0**	**(1,8)**	**5,1**	**11,5**	**14,0**	**15,4**	**12,5**	**12,6**	**13,4**	**14,3**	***33,5%***	***4,4%***
Cto. EBITDA	*-134,0%*	*-56,5%*	*39,9%*	*-69,5%*	*102,1%*	*n.a.*	*388,1%*	*127,4%*	*21,9%*	*10,1%*	*-18,7%*	*0,6%*	*6,3%*	*6,3%*		
EBITDA/Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,2%*	*n.a.*	*9,1%*	*11,3%*	*13,7%*	*15,2%*	*15,1%*	*14,7%*	*15,1%*	*15,5%*		
Beneficio neto	**(1,3)**	**(5,2)**	**0,0**	**(1,3)**	**0,1**	**(2,8)**	**(5,8)**	**(2,0)**	**0,0**	**0,2**	**(1,0)**	**4,0**	**3,9**	**3,8**	***2,6%***	***78,2%***
Cto. Beneficio neto	*-45,0%*	*-287,0%*	*101,0%*	*n.a.*	*109,3%*	*n.a.*	*-102,5%*	*64,9%*	*101,1%*	*716,1%*	*-668,2%*	*491,4%*	*-3,6%*	*-3,0%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	-	-	-	12,2	13,5	18,0	20,9	23,1	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2	23,2		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	-0,11	0,01	-0,16	-0,28	-0,09	0,00	0,01	-0,04	0,17	0,17	0,16	*n.a.*	*78,2%*
Cto. BPA	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-74,7%*	*68,2%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-3,6%*	*-3,0%*		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	n.a.	-0,11	0,01	-0,09	-0,16	-0,10	-0,02	0,00	-0,11	0,17	0,17	0,16	*n.a.*	*50,7%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-87,1%*	*35,4%*	*84,6%*	*73,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*-3,6%*	*-3,0%*		
CAPEX	(1,3)	(2,1)	(1,9)	(2,2)	(2,7)	(5,1)	(8,7)	(5,0)	(1,3)	(1,3)	(1,7)	(1,3)	(1,3)	(1,4)		
CAPEX/Vtas %[1]	*15,1%*	*19,7%*	*24,3%*	*25,2%*	*24,2%*	*25,2%*	*15,8%*	*4,9%*	*1,2%*	*1,3%*	*2,1%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*		
Free Cash Flow	**(2,0)**	**(3,9)**	**(2,7)**	**(3,1)**	**(4,3)**	**(32,9)**	**(42,7)**	**5,0**	**0,5**	**17,3**	**(1,1)**	**3,9**	**4,7**	**5,5**	***6,0%***	***93,4%***
DN/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*21,9x*	*n.a.*	*5,7x*	*1,8x*	*1,4x*	*1,7x*	*2,7x*	*2,4x*	1,9x	1,4x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*12,1x*	12,5x	12,9x		
EV/Vtas (x)	*n.a.*	*2,11x*	*3,11x*	*2,48x*	*1,51x*	*3,29x*	*3,46x*	*1,70x*	*1,13x*	*0,75x*	*0,87x*	*0,62x*	0,60x	0,58x		
EV/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*37,8x*	*15,1x*	*8,3x*	*4,9x*	*5,7x*	*4,2x*	4,0x	3,7x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*-5,3%*	*-14,7%*	*3,4%*	*189,3%*	*95,8%*	*-11,8%*	*-38,6%*	*-24,3%*	*-12,1%*	*-24,8%*	*-3,7%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*-3,4%*	*-20,6%*	*21,7%*	*158,7%*	*131,6%*	*-18,3%*	*-35,0%*	*-38,3%*	*-23,4%*	*-49,6%*	*-5,4%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Alquiber (ALQ), es una compañía especializada en el alquiler de vehículos para uso comercial e industrial bajo el modelo de renting flexible. ALQ cuenta con una posición de referencia en el sector (c. 21.900 vehículos, 26 delegaciones, 25 en España y 1 en Italia, y cuota de mercado de c.15%-20% en España (estimación Lighthouse)). Controlada por la familia Acebes, plenamente involucrada en la gestión.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	80,5	93,6
EV (Mn EUR y USD)	332,5	386,6
Número de Acciones (Mn)	5,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	14,90 / 12,55 / 11,60	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	2,2	
Refinitiv / Bloomberg	ALQ.MC / ALQ SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Miguel Ángel Acebes Acebes	41,1
Marianela Acebes Moreno	17,5
Miguel Acebes Moreno	17,9
Autocartera	1,3
Free Float	22,1

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	5,3	5,4	5,4	5,4
Total Ingresos	164,3	193,4	214,6	236,9
EBITDA Rec.	94,0	110,4	123,4	136,6
% Var.	*14,3*	*17,4*	*11,8*	*10,7*
% EBITDA Rec./Ing.	*57,2*	*57,1*	*57,5*	*57,7*
% Var EBITDA sector (2)	*5,6*	*9,4*	*11,1*	*9,5*
Beneficio neto	8,0	10,0	12,3	14,6
BPA (EUR)	1,50	1,85	2,28	2,71
% Var.	*31,4*	*23,2*	*23,2*	*18,9*
BPA ord. (EUR)	1,41	1,85	2,28	2,71
% Var.	*17,2*	*30,7*	*23,2*	*18,9*
Free Cash Flow Rec.	-25,9	-18,6	-8,2	-8,2
Pay-out (%)	*20,3*	*17,9*	*16,2*	*16,8*
DPA (EUR)	0,30	0,33	0,37	0,46
Deuda financiera neta	237,8	258,1	268,3	279,0
DN / EBITDA Rec.(x)	2,5	2,3	2,2	2,0
ROE (%)	*16,0*	*17,4*	*18,4*	*18,8*
ROCE (%)	*5,7*	*6,1*	*6,2*	*6,4*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	9,9	8,1	6,5	5,5
PER Ordinario	10,5	8,1	6,5	5,5
P/BV	1,5	1,3	1,1	1,0
Dividend Yield (%)	*2,0*	*2,2*	*2,5*	*3,1*
EV/Ventas	2,02	1,72	1,55	1,40
EV/EBITDA Rec.	3,5	3,0	2,7	2,4
EV/EBIT	15,2	12,8	11,6	10,6
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*18,3*	*21,1*	*28,4*	*178,5*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

El renting flexible continuó su fuerte crecimiento en 2025, con un incremento del +18,1% vs 2024. Es el "core" del negocio y supone c.86% de los ingresos totales. Y es la línea más rentable, permitiendo trasladar el crecimiento en ingresos totales (+13,7%) al EBITDA rec. (+14,3%; Mg. EBITDA rec. del 57,2%). Las amortizaciones se incrementan en línea con la mayor inversión (EUR 72,8 Mn; +17%), mientras que el resultado financiero permanece estable pese al mayor nivel de deuda. Lo que permite un "despegue" del Beneficio Neto en 2025 (EUR 8,0 Mn; +31,4% vs 2024).

Sin señales de agotamiento en el crecimiento. La flota neta crece en +2.500 unidades en 2025 hasta los c. 21.900 vehículos (+12,8% vs 2024), con una ocupación del c. 90% (estimación Lighthouse). El crecimiento medio anual de la flota se sitúa en el c. +16% (-5y) y +20% (-10y). Estimamos una flota c. 24.000 vehículos para 2026e.

Esperamos continuidad en 2026e. La continua apertura de delegaciones en España (25 en total) evidencia la necesidad de aumentar la capacidad para satisfacer una demanda creciente. Adicionalmente, ALQ pretende replicar el modelo en otras geografías, con la primera apertura en Italia en 2024. Por lo que las estimaciones 2026e tienen un doble enfoque: i) crecimiento en ingresos a doble dígito (+17,7%) y ii) mantenimiento de márgenes (mg. EBITDA rec. 57,1%; -0,1 p.p. vs 2024).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Negocio de nicho, en una industria creciente. La flota de ALQ crece (+12,8% en 2025) por encima del sector (+7,0%) en 2025 (según AER). El parque de vehículos de renting en España alcanza el 3,2% del total (vs 3,0% en 2024), pero aún lejos del 4%-5% en UK o Francia. Siendo uno de los fuertes argumentos a favor de ALQ en el largo plazo.

Red capilar de 25 delegaciones en España, vs 36 de Northgate, competidor principal. Lo que le permite estar cerca del cliente, flexibilizar oferta y anticipar oportunidades para expandir negocio. Red de establecimientos "asentada" en España.

Las altas tasas de crecimiento deberían traducirse en una TACC 2025-2028e del Beneficio Neto del +22,3%. En 2028e estimamos ingresos de EUR 236,9 Mn (+13,0% TACC) y EBITDA rec. de EUR 136,6 Mn (+13,3% TACC), manteniendo márgenes. Esto nos lleva a un Beneficio Neto de EUR 14,6 Mn (+80% vs 2025).

La rotación de flota es un factor clave para la generación de caja. Nuestras hipótesis recogen la venta de c. 85% de los vehículos adquiridos -4y (ya amortizados, pero con valor residual). De cara a 2026e, anticipamos una generación de caja relevante derivada de las adquisiciones de flota realizadas en 2022 (c. 4.600 unidades).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Negocio intensivo en CAPEX. La fase actual de crecimiento del negocio se apoya en el incremento continuado de flota. CAPEX anual estimado de c. EUR 135 Mn +3y, que presionará la generación de caja y se traduciría en una Deuda Neta 2026e de EUR 258,1 Mn (c. 80% s/EV).

Alto nivel de endeudamiento. La consecuencia lógica de un negocio intensivo en capital es un alto nivel de deuda (DN/EBITDA 2026e en 2,3x). Esta estructura incrementa la sensibilidad del Beneficio Neto a los tipos de interés, lo que implica que la gestión rigurosa de la financiación (diferenciales vs Euribor) es crítica.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Tras el rally de la acción (-12m: +28,4%), ALQ cotiza a múltiplos 2026e de 8,1x PER y 1,3x P/BV. Perfil de ALQ caracterizado por (i) exposición a un driver sectorial aún vigente (penetración del renting), (ii) crecimientos de doble dígito (históricamente probados) y (iii) una mejora esperada de la rentabilidad (ROCE 2028e c. 6,4%, que debería traducirse en un ROE del 18,8%). El gran driver del equity story sigue siendo sectorial (el gran potencial de crecimiento del renting flexible en España (e Italia…)). Y pese al rally de la acción, sigue vigente.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	0,4	0,4	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Inmovilizado material	142,4	187,8	227,9	254,6	288,1	314,4	333,2	354,3
Otros activos no corrientes	1,9	1,9	2,2	2,8	3,6	3,6	3,6	3,6
Inmovilizado financiero	0,7	0,6	0,7	2,2	3,9	3,9	3,9	3,9
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	17,6	17,6	23,9	22,6	25,4	29,9	33,2	36,6
Total activo	**163,0**	**208,4**	**255,0**	**282,6**	**321,6**	**352,3**	**374,4**	**399,0**
Patrimonio neto	29,3	37,5	42,3	46,8	53,3	61,5	71,8	83,9
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	7,4	9,1	11,7	14,6	18,1	18,1	18,1	18,1
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	121,1	155,5	191,3	212,4	237,8	258,1	268,3	279,0
Pasivo circulante	5,3	6,4	9,8	8,9	12,4	14,6	16,2	17,9
Total pasivo	**163,0**	**208,4**	**255,0**	**282,6**	**321,6**	**352,3**	**374,4**	**399,0**

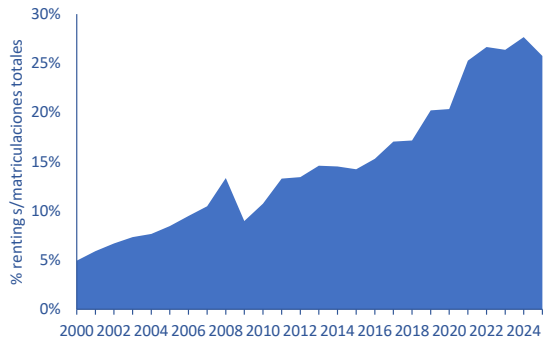
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**76,1**	**100,4**	**126,1**	**144,5**	**164,3**	**193,4**	**214,6**	**236,9**	***21,2%***	***13,0%***
Cto.Total Ingresos	*29,1%*	*31,9%*	*25,7%*	*14,6%*	*13,7%*	*17,7%*	*11,0%*	*10,4%*		
Coste de ventas	(6,6)	(8,7)	(9,6)	(13,8)	(12,5)	(17,2)	(18,4)	(20,9)		
Margen Bruto	**69,5**	**91,7**	**116,6**	**130,7**	**151,8**	**176,2**	**196,2**	**216,0**	***21,6%***	***12,5%***
Margen Bruto / Ingresos	*91,4%*	*91,4%*	*92,4%*	*90,4%*	*92,4%*	*91,1%*	*91,4%*	*91,2%*		
Gastos de personal	(5,5)	(6,8)	(8,3)	(9,7)	(11,5)	(13,0)	(14,3)	(15,5)		
Otros costes de explotación	(23,3)	(28,0)	(35,5)	(38,7)	(46,3)	(52,8)	(58,5)	(63,8)		
EBITDA recurrente	**40,7**	**56,9**	**72,8**	**82,3**	**94,0**	**110,4**	**123,4**	**136,6**	***23,3%***	***13,3%***
Cto.EBITDA recurrente	*27,2%*	*39,7%*	*28,0%*	*13,1%*	*14,3%*	*17,4%*	*11,8%*	*10,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*53,5%*	*56,7%*	*57,7%*	*57,0%*	*57,2%*	*57,1%*	*57,5%*	*57,7%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,2)	(0,4)	(1,2)	(0,5)	0,6	-	-	-		
EBITDA	**40,6**	**56,4**	**71,6**	**81,8**	**94,6**	**110,4**	**123,4**	**136,6**	***23,6%***	***13,0%***
Depreciación y provisiones	(31,3)	(40,7)	(52,3)	(62,1)	(72,8)	(84,4)	(94,9)	(105,2)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**9,2**	**15,7**	**19,3**	**19,7**	**21,9**	**26,0**	**28,6**	**31,4**	***24,1%***	***12,8%***
Cto.EBIT	*56,6%*	*70,5%*	*22,7%*	*2,0%*	*11,1%*	*18,9%*	*9,8%*	*9,9%*		
EBIT / Ingresos	*12,1%*	*15,7%*	*15,3%*	*13,6%*	*13,3%*	*13,4%*	*13,3%*	*13,3%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(3,1)	(4,5)	(8,9)	(11,3)	(11,2)	(12,7)	(12,2)	(11,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**6,1**	**11,2**	**10,4**	**8,4**	**10,7**	**13,3**	**16,4**	**19,5**	***15,0%***	***22,1%***
Cto.Beneficio ordinario	*87,2%*	*83,3%*	*-6,9%*	*-19,3%*	*27,2%*	*24,3%*	*23,2%*	*18,9%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**6,1**	**11,2**	**10,4**	**8,4**	**10,7**	**13,3**	**16,4**	**19,5**	***15,0%***	***22,1%***
Impuestos	(1,4)	(2,7)	(2,6)	(2,3)	(2,7)	(3,3)	(4,1)	(4,9)		
Tasa fiscal efectiva	*23,5%*	*23,9%*	*25,3%*	*27,8%*	*25,3%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**4,7**	**8,5**	**7,8**	**6,1**	**8,0**	**10,0**	**12,3**	**14,6**	***14,4%***	***22,3%***
Cto.Beneficio neto	*91,0%*	*82,3%*	*-8,6%*	*-22,0%*	*31,6%*	*24,8%*	*23,2%*	*18,9%*		
Beneficio ordinario neto	**4,8**	**8,9**	**8,7**	**6,4**	**7,5**	**10,0**	**12,3**	**14,6**	***11,9%***	***24,7%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*97,0%*	*84,5%*	*-2,3%*	*-25,8%*	*17,4%*	*32,4%*	*23,2%*	*18,9%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**110,4**	**123,4**	**136,6**	***23,3%***	***13,3%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(2,3)	(1,7)	(1,8)		
Cash Flow operativo recurrente						**108,1**	**121,7**	**134,9**	***24,6%***	***12,5%***
CAPEX						(127,9)	(132,0)	(147,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(12,7)	(12,2)	(11,9)		
Impuestos						(3,3)	(4,1)	(4,9)		
- Adquisiciones / + Desinversiones						17,2	18,4	20,9		
Free Cash Flow Recurrente						**(18,6)**	**(8,2)**	**(8,2)**	***5,2%***	***31,7%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(18,6)**	**(8,2)**	**(8,2)**	***5,9%***	***31,2%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(1,8)	(2,0)	(2,5)		
Variación de Deuda financiera neta						**20,4**	**10,2**	**10,7**		

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

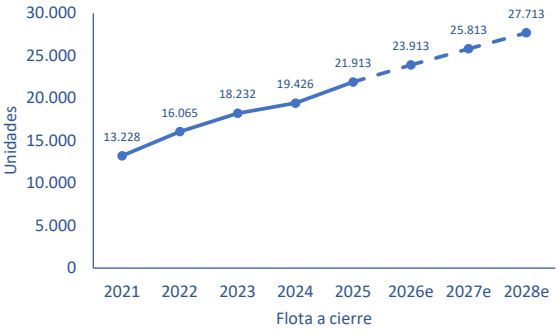
La compañía en 8 gráficos

Renting de vehículos: un sector en crecimiento en España…

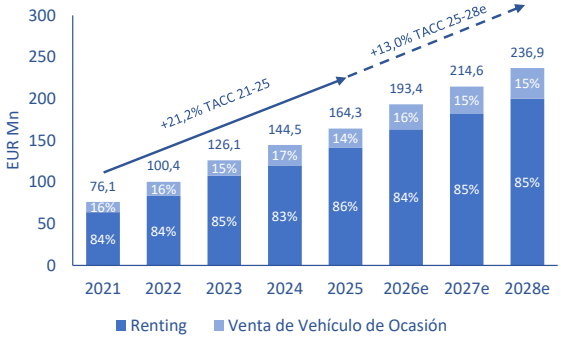


… donde ALQ cuenta con elevada presencia (25 delegaciones)

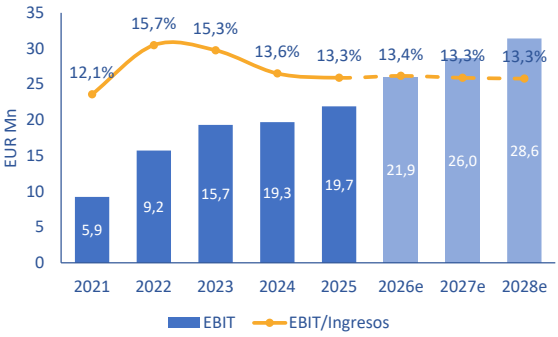
Con una flota de vehículos en continuo crecimiento (+8,1% TACC 25-28e)...



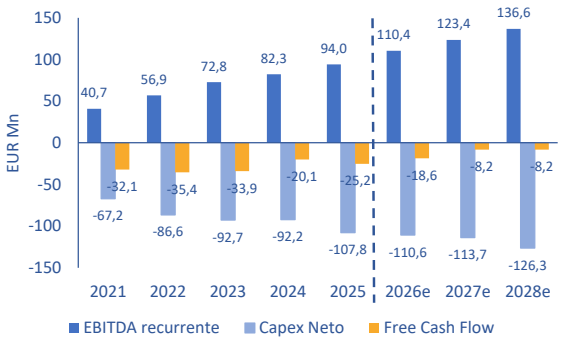
… que permitirá seguir creciendo en ingresos (+13,0% TACC 25-28e)



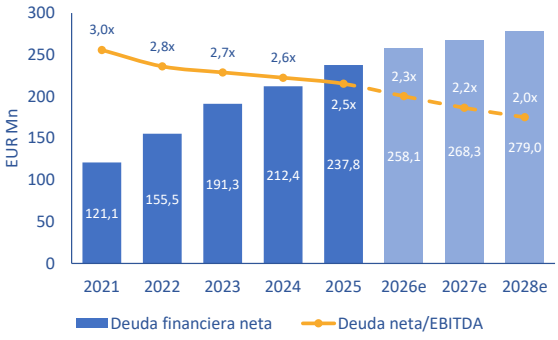
Manteniendo un margen EBIT de c. 13,0%



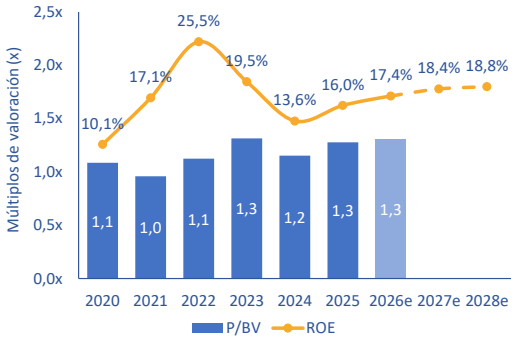
FCF: negativo (negocio intensivo en capital), mientras continúe el crecimiento a doble dígito



La deuda neta aumentará en línea con el crecimiento de la flota, pero seguirá en niveles controlados (DN/EBITDA 2026e 2,3x)



Cotizando a un P/BV 2026e de 1,3x

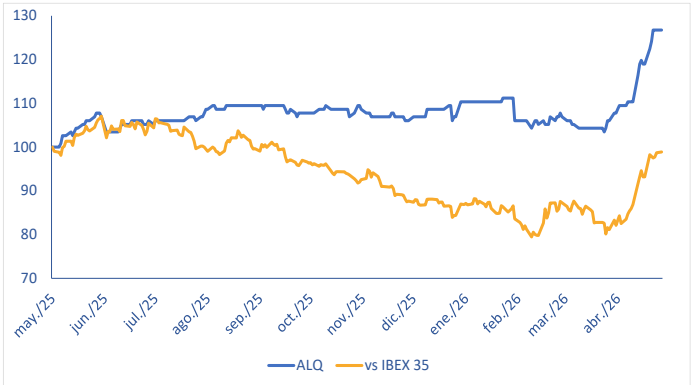


IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

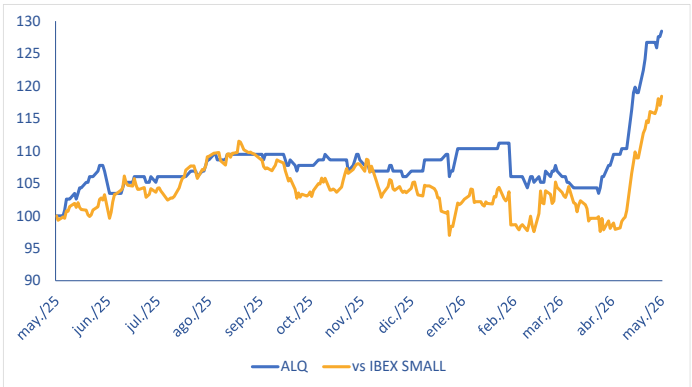
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



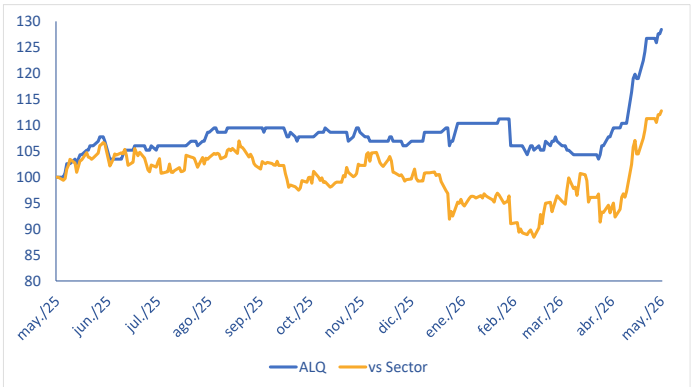
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)

Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	18,3	21,1	28,4	18,3	94,8	178,5
vs Mercado						
vs Ibex 35	22,0	21,5	1,5	16,1	1,7	44,5
vs Euro STOXX 50	20,5	24,4	19,3	17,5	44,3	92,0
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	20,1	20,1	18,4	15,3	38,7	122,3
vs Segmento Micro Cap España [1]	16,6	20,4	12,8	15,3	48,8	171,6
vs MSCI Europe Micro Cap	15,6	19,0	11,5	14,5	61,2	178,7
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services	19,8	23,9	12,8	12,2	20,2	63,7

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**56,9**	**72,8**	**82,3**	**94,0**	**110,4**	**123,4**	**136,6**	***18,2%***	***13,3%***
Cto.EBITDA recurrente	*39,7%*	*28,0%*	*13,1%*	*14,3%*	*17,4%*	*11,8%*	*10,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*56,7%*	*57,7%*	*57,0%*	*57,2%*	*57,1%*	*57,5%*	*57,7%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	1,1	(2,9)	0,4	0,7	(2,3)	(1,7)	(1,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	**57,9**	**69,9**	**82,7**	**94,8**	**108,1**	**121,7**	**134,9**	***17,8%***	***12,5%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*47,5%*	*20,6%*	*18,3%*	*14,6%*	*14,1%*	*12,6%*	*10,8%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*57,7%*	*55,4%*	*57,2%*	*57,7%*	*55,9%*	*56,7%*	*56,9%*		
- CAPEX	(95,7)	(102,9)	(106,3)	(120,5)	(127,9)	(132,0)	(147,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(4,5)	(8,2)	(11,3)	(11,3)	(12,7)	(12,2)	(11,9)		
- Impuestos	(1,8)	(1,8)	1,1	(1,6)	(3,3)	(4,1)	(4,9)		
- Adquisiciones / + Desinversiones	9,1	10,1	14,1	12,7	17,2	18,4	20,9		
= Free Cash Flow recurrente	**(35,0)**	**(32,8)**	**(19,6)**	**(25,9)**	**(18,6)**	**(8,2)**	**(8,2)**	***9,6%***	***31,7%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-9,3%*	*6,3%*	*40,1%*	*-31,7%*	*28,2%*	*55,8%*	*-0,3%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,4)	(1,2)	(0,5)	0,6	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(35,4)**	**(33,9)**	**(20,1)**	**(25,2)**	**(18,6)**	**(8,2)**	**(8,2)**	***10,7%***	***31,2%***
Cto. Free Cash Flow	*-10,1%*	*4,2%*	*40,7%*	*-25,5%*	*26,4%*	*55,8%*	*-0,3%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(32,0)**	**(35,0)**	**(32,8)**	**(19,6)**	**(25,9)**	**(18,6)**	**(8,2)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	13,0	14,6	10,6	11,3	16,7	12,1	12,9
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	3,2	1,3	(1,1)	0,5	(0,3)	0,9	0,4
= Variación EBITDA recurrente	**16,2**	**15,9**	**9,5**	**11,7**	**16,4**	**13,0**	**13,2**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	2,5	(4,0)	3,3	0,3	(3,0)	0,6	(0,1)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**18,7**	**12,0**	**12,8**	**12,1**	**13,3**	**13,7**	**13,1**
+/-Variación del CAPEX	(19,4)	(6,1)	0,5	(15,5)	(2,9)	(3,0)	(12,7)
+/- Variación del resultado financiero neto	(1,4)	(3,6)	(3,1)	(0,0)	(1,4)	0,5	0,3
+/- Variación de impuestos	(0,8)	0,0	2,9	(2,7)	(1,8)	(0,8)	(0,8)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(3,0)**	**2,2**	**13,1**	**(6,2)**	**7,3**	**10,4**	**(0,0)**
Free Cash Flow Recurrente	**(35,0)**	**(32,8)**	**(19,6)**	**(25,9)**	**(18,6)**	**(8,2)**	**(8,2)**

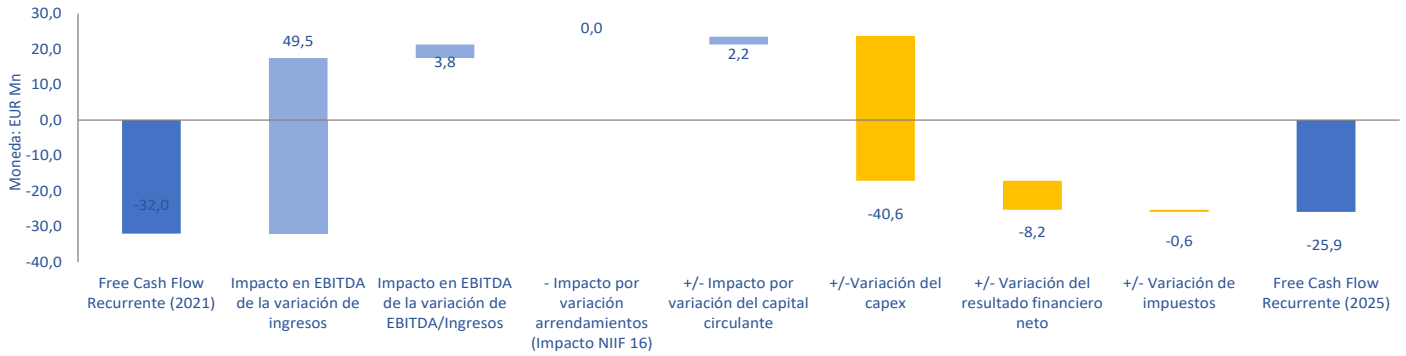
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**15,7**	**19,3**	**19,7**	**21,9**	**26,0**	**28,6**	**31,4**	***11,7%***	***12,8%***
** Tasa fiscal teórica*	*23,9%*	*25,3%*	*27,8%*	*25,3%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,8)	(4,9)	(5,5)	(5,5)	(6,5)	(7,1)	(7,8)		
EBITDA recurrente	**56,9**	**72,8**	**82,3**	**94,0**	**110,4**	**123,4**	**136,6**	***18,2%***	***13,3%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	1,1	(2,9)	0,4	0,7	(2,3)	(1,7)	(1,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	**57,9**	**69,9**	**82,7**	**94,8**	**108,1**	**121,7**	**134,9**	***17,8%***	***12,5%***
- CAPEX	(95,7)	(102,9)	(106,3)	(120,5)	(127,9)	(132,0)	(147,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,8)	(4,9)	(5,5)	(5,5)	(6,5)	(7,1)	(7,8)		
- Adquisiciones / + Desinversiones	9,1	10,1	14,1	12,7	17,2	18,4	20,9		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(32,4)**	**(27,7)**	**(15,0)**	**(18,5)**	**(9,0)**	**0,9**	**0,7**	***17,0%***	***26,8%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-7,8%*	*14,5%*	*45,9%*	*-23,7%*	*51,2%*	*110,3%*	*-24,8%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,4%	0,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,4)	(1,2)	(0,5)	0,6	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(32,8)**	**(28,9)**	**(15,5)**	**(17,9)**	**(9,0)**	**0,9**	**0,7**	***18,3%***	***26,8%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-8,6%*	*12,1%*	*46,4%*	*-15,9%*	*49,5%*	*110,3%*	*-24,8%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,3%*	*0,2%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,3%*	*0,2%*		

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

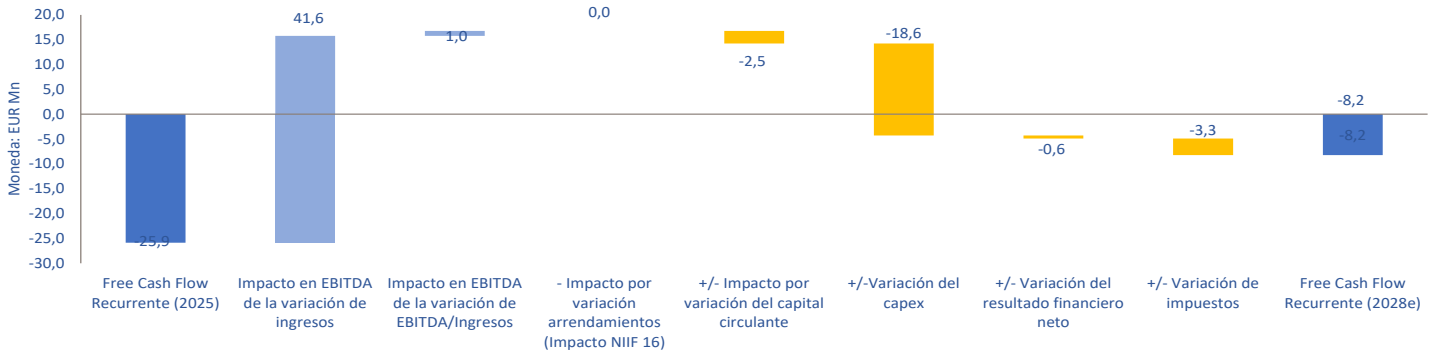
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

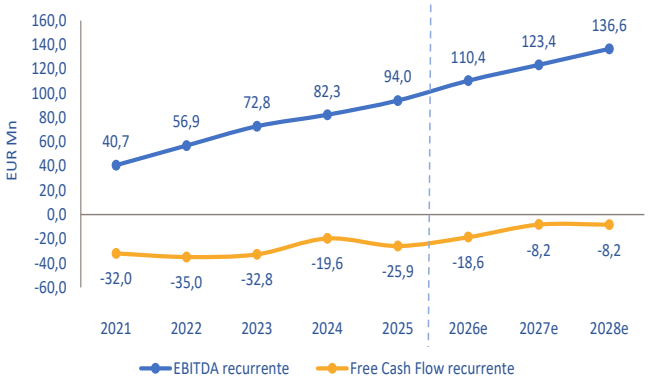
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



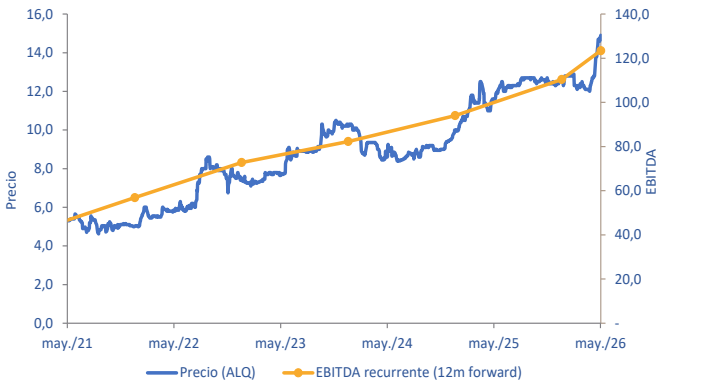
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(9,0)**	**0,9**	**0,7**	**n.a.**

Market Cap	**80,5**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**237,8**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	4,8%	Coste de la deuda neta	4,3%	5,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,8%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,4%**	**4,2%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,4	B (estimación propia)	1,3	1,5
Coste del Equity	**12,0%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**10,8%**	**13,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	25,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	74,7%	D	=	=
WACC	**5,9%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**5,3%**	**6,5%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,5%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	80,5	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	18,1	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	237,8	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	3,9	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**332,5**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	5,1%	6,7%	6,5%	5,5%	5,7%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-0,2%	0,5%
FCF Yield - WACC	n.a.	-5,7%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	60,4%	129,6	2,6x
Central	57,5%	123,4	2,7x
Min	54,6%	117,2	2,8x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	55,3%	61,5%	67,7%
129,6	11,3	(2,0)	(15,3)
123,4	5,1	(8,2)	(21,5)
117,2	(1,1)	(14,4)	(27,7)

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	14,1%	n.a.	n.a.
Central	6,3%	n.a.	n.a.
Min	n.a.	n.a.	n.a.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	33,3%	33,3%	37,5%
% de consejeros dominicales	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos	16,7%	16,7%	12,5%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	16,7%	16,7%	25,0%
% de mujeres en la plantilla	36,1%	36,6%	38,5%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	2,0%	1,4%	1,9%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Alquiler de vehículos						
	EUR Mn	Avis Budget	Hertz	Sixt	Ayvens	Zigup	Average	ALQ
Datos Mercado	Ticker (Factset)	CAR.O	HTZ.O	SIXG.DE	AYV.PA	ZIG.L		ALQ.MC
	País	USA	USA	Germany	France	UK		Spain
	Market cap	4.561,7	1.502,1	3.185,5	8.874,8	1.072,4		80,5
	Enterprise value (EV)	25.241,4	16.653,2	6.549,1	57.086,0	2.163,9		332,5
Información financiera básica	Total Ingresos	10.293,8	7.788,8	4.537,4	23.669,4	2.234,8		193,4
	Cto.Total Ingresos	*2,7%*	*6,5%*	*5,9%*	*-5,8%*	*5,5%*	*3,0%*	*17,7%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*2,5%*	*2,7%*	*6,0%*	*6,0%*	*4,4%*	*4,3%*	*10,7%*
	EBITDA	779,0	240,9	1.471,8	1.780,8	638,0		110,4
	Cto. EBITDA	*-78,2%*	*-88,0%*	*78,5%*	*-82,5%*	*9,0%*	*-32,2%*	*16,6%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*12,2%*	*64,7%*	*6,8%*	*6,7%*	*n.a.*	*22,6%*	*11,3%*
	EBITDA/Ingresos	*7,6%*	*3,1%*	*32,4%*	*7,5%*	*28,5%*	*15,8%*	*57,1%*
	EBIT	826,6	481,9	590,5	1.535,7	201,5		26,0
	Cto. EBIT	*-24,5%*	*700,3%*	*4,2%*	*7,4%*	*5,0%*	*138,5%*	*18,9%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*9,0%*	*36,2%*	*8,2%*	*7,0%*	*15,5%*	*15,2%*	*9,9%*
	EBIT/Ingresos	*8,0%*	*6,2%*	*13,0%*	*6,5%*	*9,0%*	*8,5%*	*13,4%*
	Beneficio Neto	159,4	(229,4)	321,4	1.021,9	145,9		10,0
	Cto. Beneficio Neto	*118,6%*	*64,3%*	*12,4%*	*2,2%*	*5,9%*	*40,7%*	*24,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*47,2%*	*55,0%*	*10,2%*	*6,9%*	*18,6%*	*27,6%*	*21,0%*
	CAPEX/Ventas	*9,5%*	*1,6%*	*2,1%*	*1,7%*	*24,6%*	*7,9%*	*66,1%*
	Free Cash Flow	113,5	988,0	240,8	(1.437,7)	25,9		(18,6)
	Deuda financiera Neta	4.353,8	10.827,6	3.410,9	46.231,0	786,1		258,1
	DN/EBITDA (x)	5,6	44,9	2,3	26,0	1,2	16,0	2,3
	Pay-out	*0,0%*	*0,0%*	*52,8%*	*51,4%*	*48,6%*	*30,6%*	*17,9%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	34,1	n.a.	10,4	8,8	7,4	15,2	8,1
	P/BV (x)	n.a.	n.a.	1,4	0,8	0,8	1,0	1,3
	EV/Ingresos (x)	2,5	2,1	1,4	2,4	1,0	1,9	1,7
	EV/EBITDA (x)	32,4	n.a.	4,4	32,1	3,4	18,1	3,0
	EV/EBIT (x)	30,5	34,6	11,1	37,2	10,7	24,8	12,8
	ROE	*n.a.*	*30,9*	*13,8*	*9,3*	*5,0*	*14,7*	*17,4*
	FCF Yield (%)	*2,5*	*65,8*	*7,6*	*n.a.*	*2,4*	*19,6*	*n.a.*
	DPA	*0,00*	*0,00*	*3,62*	*0,65*	*0,32*	*0,92*	*0,33*
	Dvd Yield	*0,0%*	*0,0%*	*5,1%*	*5,7%*	*0,1%*	*2,2%*	*2,2%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**18,8**	**23,6**	**31,8**	**41,4**	**50,9**	**58,9**	**76,1**	**100,4**	**126,1**	**144,5**	**164,3**	**193,4**	**214,6**	**236,9**	***24,2%***	***13,0%***
Cto. Total ingresos	*38,3%*	*25,3%*	*34,9%*	*30,1%*	*22,9%*	*15,8%*	*29,1%*	*31,9%*	*25,7%*	*14,6%*	*13,7%*	*17,7%*	*11,0%*	*10,4%*		
EBITDA	**10,4**	**13,2**	**17,1**	**22,1**	**27,4**	**32,0**	**40,6**	**56,4**	**71,6**	**81,8**	**94,6**	**110,4**	**123,4**	**136,6**	***24,7%***	***13,0%***
Cto. EBITDA	*39,8%*	*26,6%*	*29,8%*	*29,2%*	*23,9%*	*16,8%*	*26,6%*	*39,1%*	*26,9%*	*14,2%*	*15,7%*	*16,6%*	*11,8%*	*10,7%*		
EBITDA/Ingresos	*55,4%*	*56,0%*	*53,9%*	*53,5%*	*53,9%*	*54,4%*	*53,3%*	*56,2%*	*56,8%*	*56,6%*	*57,6%*	*57,1%*	*57,5%*	*57,7%*		
Beneficio neto	**1,5**	**2,3**	**2,4**	**2,5**	**2,7**	**2,4**	**4,7**	**8,5**	**7,8**	**6,1**	**8,0**	**10,0**	**12,3**	**14,6**	***17,9%***	***22,3%***
Cto. Beneficio neto	*91,6%*	*49,6%*	*3,0%*	*4,4%*	*10,6%*	*-11,0%*	*91,0%*	*82,3%*	*-8,6%*	*-22,0%*	*31,6%*	*24,8%*	*23,2%*	*18,9%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	4,0	4,0	4,0	5,6	5,6	5,5	5,5	5,5	5,3	5,3	5,3	5,4	5,4	5,4		
BPA (EUR)	0,39	0,58	0,60	0,44	0,49	0,44	0,85	1,55	1,46	1,14	1,50	1,85	2,28	2,71	*14,5%*	*21,7%*
Cto. BPA	*n.a.*	*49,6%*	*3,0%*	*-25,6%*	*11,8%*	*-10,7%*	*91,3%*	*83,7%*	*-5,8%*	*-22,0%*	*31,4%*	*23,2%*	*23,2%*	*18,9%*		
BPA ord. (EUR)	0,54	0,58	0,60	0,44	0,50	0,44	0,87	1,61	1,63	1,21	1,41	1,85	2,28	2,71	*10,0%*	*24,2%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*6,7%*	*3,4%*	*-25,7%*	*11,4%*	*-11,2%*	*97,4%*	*85,9%*	*0,8%*	*-25,8%*	*17,2%*	*30,7%*	*23,2%*	*18,9%*		
CAPEX	(18,4)	(20,5)	(31,6)	(39,4)	(46,4)	(46,5)	(74,6)	(95,7)	(102,9)	(106,3)	(120,5)	(127,9)	(132,0)	(147,3)		
CAPEX/Vtas %[1]	*97,5%*	*86,9%*	*99,2%*	*95,2%*	*91,2%*	*78,9%*	*98,1%*	*95,3%*	*81,6%*	*73,6%*	*73,3%*	*66,1%*	*61,5%*	*62,2%*		
Free Cash Flow	**(8,4)**	**(11,0)**	**(13,9)**	**(16,5)**	**(18,5)**	**(11,6)**	**(32,1)**	**(35,4)**	**(33,9)**	**(20,1)**	**(25,2)**	**(18,6)**	**(8,2)**	**(8,2)**	***-11,7%***	***31,2%***
DN/EBITDA (x) [2]	*2,7x*	*2,9x*	*3,0x*	*2,7x*	*2,8x*	*2,8x*	*3,0x*	*2,8x*	*2,7x*	*2,6x*	*2,5x*	*2,3x*	2,2x	2,0x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*11,8x*	*11,1x*	*5,9x*	*4,8x*	*7,0x*	*8,8x*	*8,4x*	*8,1x*	6,5x	5,5x		
EV/Vtas (x)	*1,57x*	*1,69x*	*1,68x*	*2,30x*	*2,27x*	*2,08x*	*2,05x*	*2,05x*	*2,04x*	*1,93x*	*1,95x*	*1,72x*	1,55x	1,40x		
EV/EBITDA (x) [2]	*2,8x*	*3,0x*	*3,1x*	*4,3x*	*4,2x*	*3,8x*	*3,8x*	*3,7x*	*3,6x*	*3,4x*	*3,4x*	*3,0x*	2,7x	2,4x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-16,2%*	*2,0%*	*50,0%*	*37,3%*	*-2,9%*	*26,0%*	*18,3%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-0,9%*	*-5,5%*	*58,8%*	*11,9%*	*-15,4%*	*-15,6%*	*16,1%*				

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

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

Amper (AMP) es un grupo español, con 70 años de historia, diversificado a través de dos negocios: (i) Energía y Sostenibilidad (ingeniería de plataformas eólicas offshore, despliegue y mantenimiento de redes eléctricas, etc.; 57% s/Vtas 2025), (ii) Defensa y Seguridad Nacional (Comunicaciones, gestión y almacenamiento de energía, etc.; c. 43% s/Vtas 2025). Su principal mercado es el español (c. 70% s/Vtas).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	459,8	534,5
EV (Mn EUR y USD)	607,5	706,3
Número de Acciones (Mn)	2.276,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,21 / 0,15 / 0,12	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	1,92	
Rotación(1)	106,5	
Refinitiv / Bloomberg	APE.MC / AMP SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

Zelenza	8,6
Familia Muñiz	4,4
Martinavarro Dealbert	3,5
Jesús Esmorís	2,0
Free Float	80,6

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1.839,3	2.276,1	2.276,1	2.276,1
Total Ingresos	281,7	334,7	424,4	551,9
EBITDA Rec.	23,3	40,6	49,6	64,7
% Var.	*4,7*	*74,3*	*22,1*	*30,5*
% EBITDA Rec./Ing.	*8,3*	*12,1*	*11,7*	*11,7*
% Var EBITDA sector (2)	*8,1*	*19,8*	*18,2*	*12,7*
Beneficio neto	1,4	6,8	14,9	26,9
BPA (EUR)	0,00	0,00	0,01	0,01
% Var.	*710,0*	*299,3*	*118,6*	*80,4*
BPA ord. (EUR)	0,00	0,00	0,01	0,01
% Var.	*-143,0*	*203,7*	*118,6*	*80,4*
Free Cash Flow Rec.	-56,7	-5,5	-43,6	7,1
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	82,1	87,5	131,2	124,1
DN / EBITDA Rec.(x)	3,5	2,2	2,6	1,9
ROE (%)	*1,3*	*4,6*	*9,3*	*14,8*
ROCE (%)	*7,3*	*7,5*	*9,2*	*11,2*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	67,3	30,8	17,1
PER Ordinario	n.a.	67,3	30,8	17,1
P/BV	3,1	3,0	2,7	2,4
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	2,16	1,82	1,43	1,10
EV/EBITDA Rec.	26,1	15,0	12,3	9,4
EV/EBIT	30,7	20,2	14,8	10,8
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,5*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*8,3*	*15,6*	*36,7*	*14,1*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(3) Otros: resto de consejeros 1,0%
(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2025: culminación del proceso de transformación 2023-2025. AMP cerró 2025 con ingresos de EUR 281,7 Mn y un EBITDA de EUR 46,3 Mn (margen del 16,4%), consolidando una mejora estructural de márgenes (vs 9,2% en 2024) impulsada por el cambio de perímetro (venta de Nervión), el mayor peso de proyectos con tecnología propia, eficiencia operativa y el fuerte crecimiento de Defensa y Seguridad Nacional (+40% vs 2024). 2025 marca la culminación del plan de transformación de AMP desde que entrase el nuevo equipo directivo (Zelenza; 2022).

2026e: ingresos +18,8% y EBITDA +9,3%, impulsado por el gasto en Defensa. El incremento previsto del gasto en Defensa, junto con una elevada cartera de pedidos (EUR 695 Mn; +29% vs 2024) y la puesta en marcha de nuevas capacidades industriales, nos lleva a proyectar ingresos 2026e de EUR 334,7 Mn y un EBITDA rec. (sin activaciones) de EUR 40,6 Mn. Incluyendo activaciones, el EBITDA ascendería hasta EUR 50,6 Mn (margen del 15,1%).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Exposición a sectores estratégicos (Defensa y Energía) con fuertes perspectivas de crecimiento a largo plazo. AMP opera en (i) Defensa y Seguridad Nacional (comunicaciones, protección de infraestructuras y gestión energética) y (ii) Energía y Sostenibilidad (eólica offshore, redes eléctricas e ingeniería), sectores beneficiados por tendencias estructurales como el incremento del gasto en Defensa, la soberanía tecnológica y la electrificación de la economía.

Capacidades industriales y tecnológicas y una estrategia clara. AMP cuenta con capacidades tecnológicas e industriales relevantes en comunicaciones, almacenamiento energético, eólica offshore, redes eléctricas e ingeniería. Lo que la posiciona para participar en proyectos de mayor tamaño y complejidad. AMP ya está presente en 8 PEMs (Programas Especiales de Modernización), con expectativa de liderar alguno de los nuevos salientes en 2026.

M&A y alianzas: plataforma de consolidación. El Plan Estratégico 2026-2028 contempla 3-5 compras de compañías en Defensa y Seguridad Nacional, con una contribución de c. EUR 200 Mn en ingresos y EUR 40 Mn de EBITDA en 2028. El objetivo es incorporar capacidades tecnológicas e industriales que permitan a AMP situarse como plataforma integradora en comunicaciones y defensa en España. La oferta por Teltronic (mayo 2026) supone un paso relevante. El potencial M&A no se incluye en nuestras estimaciones.

Toda la atención debe estar en el crecimiento, manteniendo márgenes. Esperamos un fuerte crecimiento orgánico de ingresos y EBITDA entre 2026e-2028e (TACC del 25% y 22%, respectivamente), hasta alcanzar EUR 551,9 Mn y EUR 83,1 Mn. El mantenimiento de unos márgenes elevados (margen EBITDA c. 15%) será clave.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Necesidades de inversión y endeudamiento. CAPEX 2026e-2028e de c. EUR 150 Mn (incluyendo activaciones: c. EUR 40 Mn), destinado principalmente al desarrollo de capacidades industriales en eólica offshore (c. EUR 60 Mn), la segunda fábrica de ELINSA y la expansión de capacidades en Latam (c. EUR 27 Mn). Lo que se traduciría en un FCF 2026e-2028e <0 y un incremento del endeudamiento, al que se sumaría el M&A. Ratio objetivo de DN/EBITDA <3x.

Ejecución y crecimiento inorgánico. El éxito dependerá (en gran medida) de la capacidad de AMP para ejecutar eficientemente las inversiones previstas, integrar posibles adquisiciones y mantener el crecimiento sin presionar márgenes ni balance.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

AMP sube +36,7% -12m (+29,5% vs sector), reflejando una clara mejora de la percepción del mercado. 2023-2025 refleja la capacidad de ejecución de AMP, culminando la preparación industrial, tecnológica y financiera para abordar la siguiente fase de crecimiento. AMP presenta elevada visibilidad en sectores con alto crecimiento estructural (Defensa y Energía), que debería traducirse en una TACC 25-28e EBITDA del +22%. Pese a la evolución de la acción (-12m: +36,7%) AMP cotiza a 12,0x EV/EBITDA 26e vs 15x comparables de Defensa y 11,6x Energía Sostenibilidad.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	70,7	74,0	79,5	73,9	86,5	84,1	84,7	87,0
Inmovilizado material	19,5	34,2	44,0	47,1	97,8	133,4	182,2	186,9
Otros activos no corrientes	11,6	15,7	18,7	72,8	26,1	26,1	26,1	26,1
Inmovilizado financiero	6,5	11,1	11,4	14,8	11,0	11,0	11,0	11,0
Fondo de comercio y otros intangibles	27,0	27,1	26,9	26,7	45,3	45,3	45,3	45,3
Activo circulante	146,7	161,5	168,6	140,7	156,4	154,6	196,0	254,9
Total activo	**282,1**	**323,5**	**349,1**	**376,1**	**423,0**	**454,4**	**545,2**	**611,0**
Patrimonio neto	63,8	50,0	75,1	61,7	146,2	153,1	168,0	194,9
Minoritarios	3,7	3,2	2,0	1,6	0,7	0,8	0,8	1,0
Provisiones y otros pasivos a LP	28,5	27,1	17,6	92,8	75,9	75,9	75,9	75,9
Otros pasivos no corrientes	9,5	10,3	13,7	9,3	16,9	16,9	16,9	16,9
Deuda financiera neta	64,2	110,2	106,0	109,7	82,1	87,5	131,2	124,1
Pasivo circulante	112,3	122,7	134,7	101,0	101,2	120,2	152,5	198,3
Total pasivo	**282,1**	**323,5**	**349,1**	**376,1**	**423,0**	**454,4**	**545,2**	**611,0**

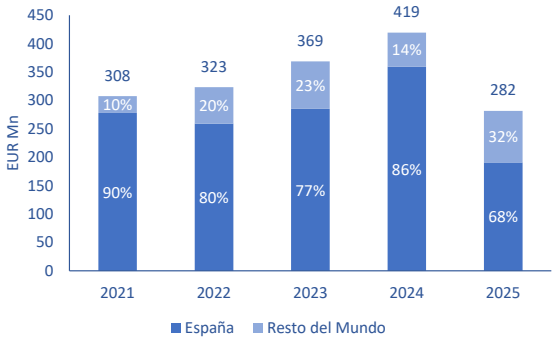
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**307,7**	**323,4**	**369,4**	**419,5**	**281,7**	**334,7**	**424,4**	**551,9**	***-2,2%***	***25,1%***
Cto.Total Ingresos	*58,0%*	*5,1%*	*14,2%*	*13,6%*	*-32,8%*	*18,8%*	*26,8%*	*30,0%*		
Coste de ventas	(133,1)	(145,7)	(167,3)	(185,1)	(113,7)	(139,1)	(179,6)	(232,0)		
Margen Bruto	**174,6**	**177,7**	**202,1**	**234,4**	**168,0**	**195,6**	**244,8**	**319,9**	***-1,0%***	***23,9%***
Margen Bruto / Ingresos	*56,7%*	*55,0%*	*54,7%*	*55,9%*	*59,6%*	*58,4%*	*57,7%*	*58,0%*		
Gastos de personal	(137,6)	(147,1)	(154,4)	(177,7)	(119,5)	(127,9)	(161,2)	(210,7)		
Otros costes de explotación	(27,0)	(37,4)	(36,9)	(34,5)	(25,2)	(27,0)	(34,1)	(44,5)		
EBITDA recurrente	**9,9**	**(6,8)**	**10,7**	**22,2**	**23,3**	**40,6**	**49,6**	**64,7**	***23,7%***	***40,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*768,4%*	*-168,9%*	*256,9%*	*106,9%*	*4,7%*	*74,3%*	*22,1%*	*30,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*3,2%*	*n.a.*	*2,9%*	*5,3%*	*8,3%*	*12,1%*	*11,7%*	*11,7%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	1,7	2,1	2,2	3,7	7,5	-	-	-		
Gastos capitalizados	12,4	16,0	14,3	12,7	15,5	10,0	14,6	18,5		
EBITDA	**24,0**	**11,3**	**27,2**	**38,6**	**46,3**	**50,6**	**64,2**	**83,1**	***17,8%***	***21,6%***
Depreciación y provisiones	(10,0)	(12,8)	(11,5)	(16,0)	(23,3)	(17,3)	(20,0)	(23,8)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,5)	(1,4)	(3,5)	(4,3)	(3,2)	(3,2)	(3,2)	(3,2)		
EBIT	**12,5**	**(3,0)**	**12,2**	**18,4**	**19,8**	**30,1**	**41,0**	**56,1**	***12,1%***	***41,6%***
Cto.EBIT	*n.a.*	*-123,6%*	*513,0%*	*50,3%*	*7,6%*	*52,2%*	*36,1%*	*36,9%*		
EBIT / Ingresos	*4,1%*	*n.a.*	*3,3%*	*4,4%*	*7,0%*	*9,0%*	*9,6%*	*10,2%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(5,5)	(3,7)	(12,1)	(15,8)	(17,8)	(20,9)	(21,0)	(20,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,1)	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**7,0**	**(6,7)**	**0,1**	**2,5**	**1,9**	**9,1**	**20,0**	**36,1**	***-27,4%***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario	*419,7%*	*-196,3%*	*101,9%*	*n.a.*	*-24,2%*	*373,3%*	*118,6%*	*80,4%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**7,0**	**(6,7)**	**0,1**	**2,5**	**1,9**	**9,1**	**20,0**	**36,1**	***-27,4%***	***n.a.***
Impuestos	1,9	2,2	2,0	2,1	2,5	(2,3)	(5,0)	(9,0)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	(0,7)	1,0	(1,9)	(0,7)	0,3	(0,0)	(0,1)	(0,1)		
Actividades discontinuadas	(1,1)	(1,2)	(1,7)	(3,8)	(3,3)	-	-	-		
Beneficio neto	**7,1**	**(4,7)**	**(1,5)**	**0,1**	**1,4**	**6,8**	**14,9**	**26,9**	***-33,5%***	***n.a.***
Cto.Beneficio neto	*470,8%*	*-166,9%*	*68,4%*	*109,5%*	*873,2%*	*394,1%*	*118,6%*	*80,4%*		
Beneficio ordinario neto	**4,6**	**(7,8)**	**(3,9)**	**(1,8)**	**(5,3)**	**6,8**	**14,9**	**26,9**	***-33,4%***	***91,8%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*786,4%*	*-271,9%*	*49,8%*	*53,7%*	*-191,9%*	*228,3%*	*118,6%*	*80,4%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**40,6**	**49,6**	**64,7**	***23,7%***	***40,6%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(3,2)	(3,2)	(3,2)		
Var.capital circulante						20,9	(9,2)	(13,1)		
Cash Flow operativo recurrente						**58,3**	**37,1**	**48,4**	***25,0%***	***n.a.***
CAPEX						(40,5)	(54,8)	(12,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(20,9)	(21,0)	(20,0)		
Impuestos						(2,3)	(5,0)	(9,0)		
Free Cash Flow Recurrente						**(5,5)**	**(43,6)**	**7,1**	***-24,5%***	***28,6%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(5,5)**	**(43,6)**	**7,1**	***-12,6%***	***29,1%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**5,5**	**43,6**	**(7,1)**		

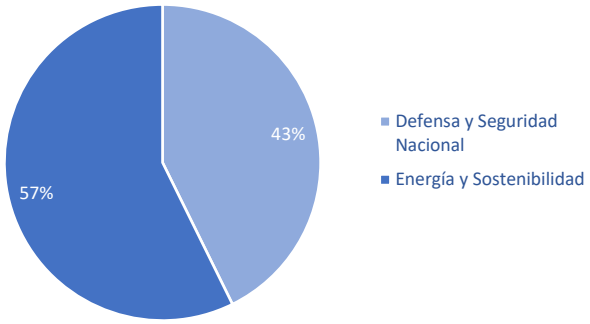
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

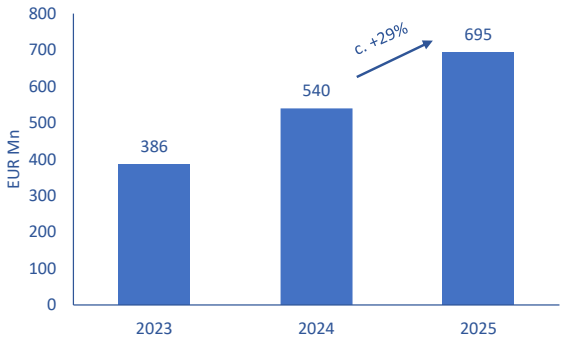
Un negocio esencialmente doméstico (c.68% s/Ingresos 2025)



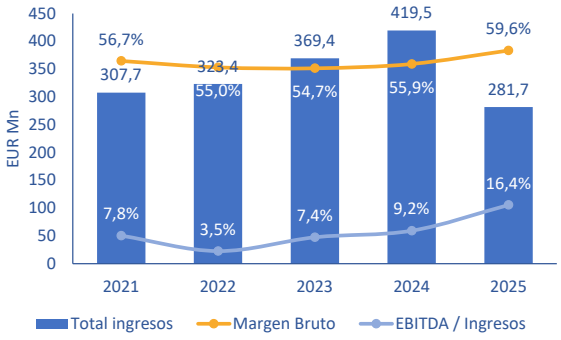
Diversificado en 2 negocios: la división de Defensa (no dominante), espera incrementar su peso en los próximos años



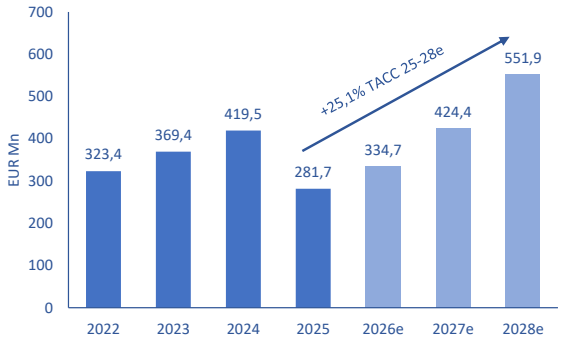
Cartera de pedidos a diciembre 2025 de EUR 695 Mn (c. +29% vs 2024). Lo que eleva la visibilidad del crecimiento en ingresos



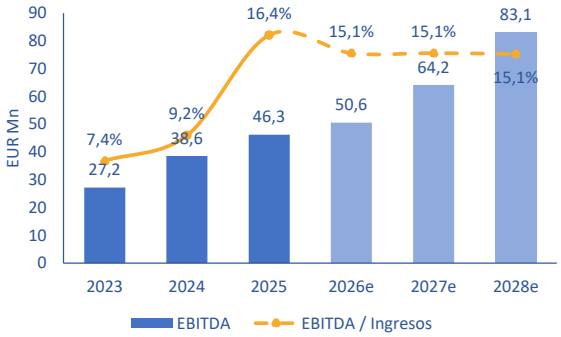
AMP ha cumplido su Plan Estratégico 2023-2026, alcanzando las cifras de ingresos y EBITDA previstas para 2023-2025



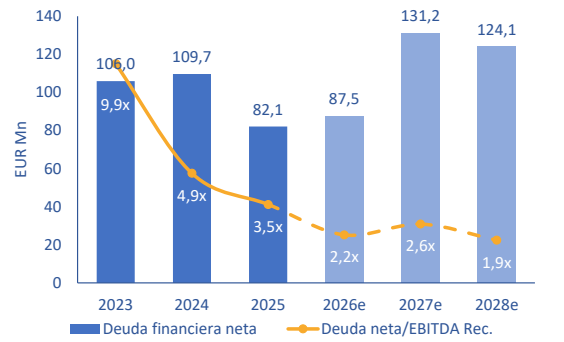
… lo que ha permitido establecer las bases para el crecimiento orgánico de los próximos años (ingresos: +25,1% TACC 25-28e)



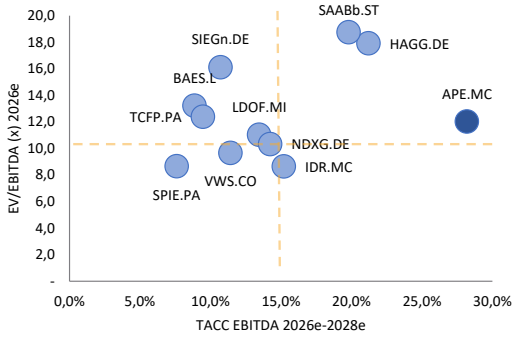
Estimamos un incremento del EBITDA hasta 83,1 en 2028e, en línea con la evolución de ingresos



El endeudamiento (objetivo <3x EBITDA) debe mantenerse bajo control para seguir invirtiendo (CAPEX, M&A…)



Nuestras estimaciones cotizarían a 12,0x EV/EBITDA 2026e, pese al mayor crecimiento esperado

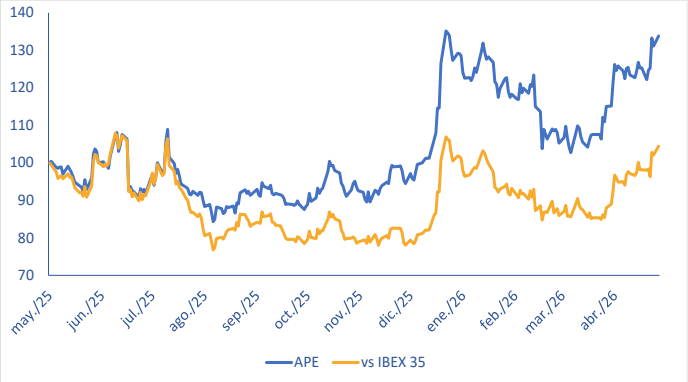


IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)

Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)

(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	8,3	15,6	36,7	19,2	70,8	14,1
vs Mercado						
vs Ibex 35	11,7	15,9	8,0	17,1	-10,8	-40,8
vs Euro STOXX 50	10,3	18,7	26,9	18,5	26,5	-21,3
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	10,0	14,6	26,0	16,2	21,6	-8,9
vs Segmento Micro Cap España [1]	6,7	14,8	20,0	16,2	30,5	11,3
vs MSCI Europe Micro Cap	5,8	13,6	18,6	15,4	41,4	14,2
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	3,9	8,0	29,5	11,1	28,2	-14,6

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**(6,8)**	**10,7**	**22,2**	**23,3**	**40,6**	**49,6**	**64,7**	***75,4%***	***40,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*-168,9%*	*256,9%*	*106,9%*	*4,7%*	*74,3%*	*22,1%*	*30,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*2,9%*	*5,3%*	*8,3%*	*12,1%*	*11,7%*	*11,7%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,4)	(3,5)	(4,3)	(3,2)	(3,2)	(3,2)	(3,2)		
+/- Var. Capital circulante	(4,4)	4,8	(5,8)	(15,5)	20,9	(9,2)	(13,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(12,7)**	**12,1**	**12,2**	**4,6**	**58,3**	**37,1**	**48,4**	***33,2%***	***n.a.***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-22,5%*	*195,4%*	*0,5%*	*-62,2%*	*n.a.*	*-36,3%*	*30,2%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*3,3%*	*2,9%*	*1,6%*	*17,4%*	*8,8%*	*8,8%*		
- CAPEX	(13,8)	(26,0)	(12,7)	(37,7)	(40,5)	(54,8)	(12,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(4,4)	(11,1)	(14,1)	(20,2)	(20,9)	(21,0)	(20,0)		
- Impuestos	-	-	(1,2)	(3,4)	(2,3)	(5,0)	(9,0)		
= Free Cash Flow recurrente	**(30,9)**	**(25,0)**	**(15,8)**	**(56,7)**	**(5,5)**	**(43,6)**	**7,1**	***-22,5%***	***28,6%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-30,8%*	*19,0%*	*36,8%*	*-258,9%*	*90,4%*	*-699,6%*	*116,2%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,3%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	3,7	7,5	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,9	0,9	5,3	(16,7)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(16,0)	-	3,1	19,6	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(46,0)**	**(24,1)**	**(3,7)**	**(46,3)**	**(5,5)**	**(43,6)**	**7,1**	***-0,2%***	***29,1%***
Cto. Free Cash Flow	*-59,6%*	*47,7%*	*84,7%*	*n.a.*	*88,2%*	*-699,6%*	*116,2%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,5%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,5%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(23,6)**	**(30,9)**	**(25,0)**	**(15,8)**	**(56,7)**	**(5,5)**	**(43,6)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,5	(1,0)	1,5	(7,3)	4,4	10,9	14,9
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(17,3)	18,6	10,0	8,3	12,9	(1,9)	0,2
= Variación EBITDA recurrente	**(16,8)**	**17,6**	**11,5**	**1,0**	**17,3**	**9,0**	**15,1**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,1	(2,0)	(0,8)	1,1	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	14,4	9,2	(10,6)	(9,7)	36,4	(30,1)	(3,9)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(2,3)**	**24,8**	**0,1**	**(7,6)**	**53,7**	**(21,1)**	**11,2**
+/-Variación del CAPEX	(4,7)	(12,2)	13,3	(25,0)	(2,8)	(14,3)	42,5
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,2)	(6,7)	(3,0)	(6,1)	(0,7)	(0,0)	1,0
+/- Variación de impuestos	-	-	(1,2)	(2,2)	1,1	(2,7)	(4,0)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(7,3)**	**5,9**	**9,2**	**(40,9)**	**51,3**	**(38,2)**	**50,7**
Free Cash Flow Recurrente	**(30,9)**	**(25,0)**	**(15,8)**	**(56,7)**	**(5,5)**	**(43,6)**	**7,1**

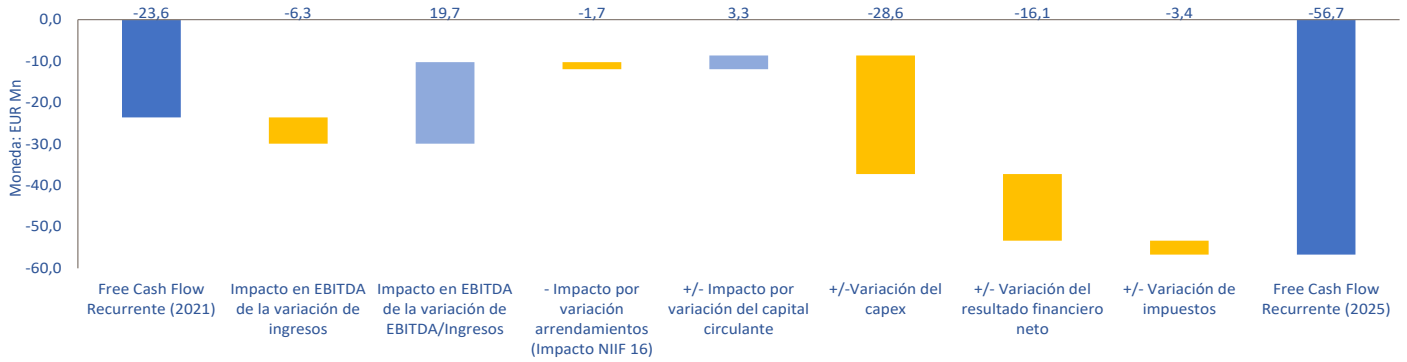
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**(3,0)**	**12,2**	**18,4**	**19,8**	**30,1**	**41,0**	**56,1**	***n.a.***	***41,6%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(7,5)	(10,2)	(14,0)		
EBITDA recurrente	**(6,8)**	**10,7**	**22,2**	**23,3**	**40,6**	**49,6**	**64,7**	***75,4%***	***40,6%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,4)	(3,5)	(4,3)	(3,2)	(3,2)	(3,2)	(3,2)		
+/- Var. Capital circulante	(4,4)	4,8	(5,8)	(15,5)	20,9	(9,2)	(13,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(12,7)**	**12,1**	**12,2**	**4,6**	**58,3**	**37,1**	**48,4**	***33,2%***	***n.a.***
- CAPEX	(13,8)	(26,0)	(12,7)	(37,7)	(40,5)	(54,8)	(12,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(7,5)	(10,2)	(14,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(26,5)**	**(13,9)**	**(0,5)**	**(33,1)**	**10,2**	**(27,9)**	**22,1**	***-7,7%***	***38,7%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-36,0%*	*47,5%*	*96,2%*	*n.a.*	*130,9%*	*-372,1%*	*179,1%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1%	n.a.	4,0%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	3,7	7,5	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,9	0,9	5,3	(16,7)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(16,0)	-	3,1	19,6	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(41,6)**	**(13,0)**	**11,6**	**(22,7)**	**10,2**	**(27,9)**	**22,1**	***18,3%***	***43,8%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-68,5%*	*68,8%*	*189,3%*	*-295,5%*	*145,2%*	*-372,1%*	*179,1%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,7%*	*n.a.*	*3,6%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*1,9%*	*n.a.*	*1,7%*	*n.a.*	*3,6%*		

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

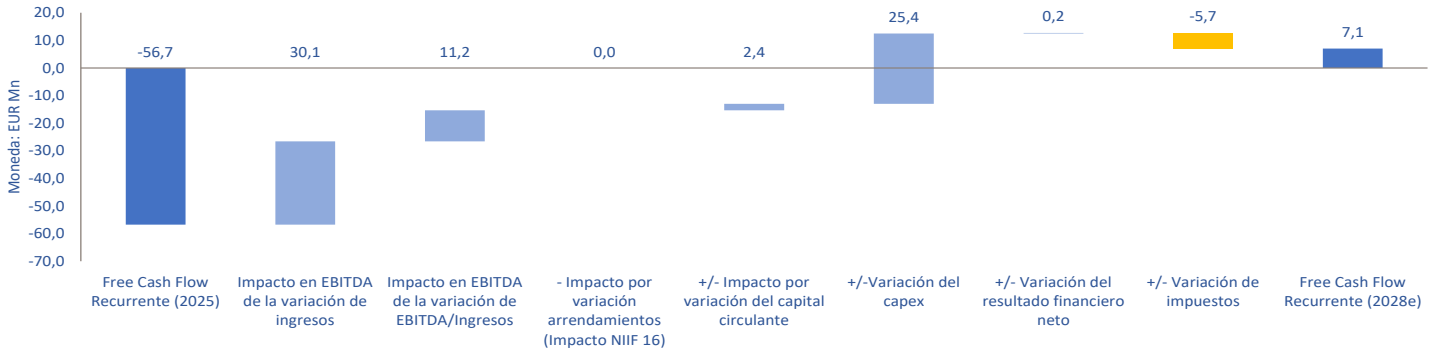
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

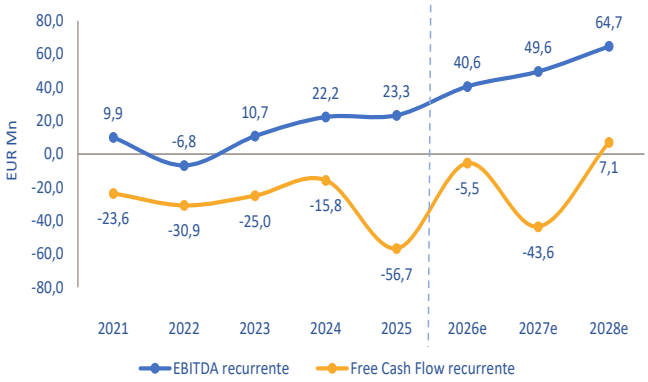
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



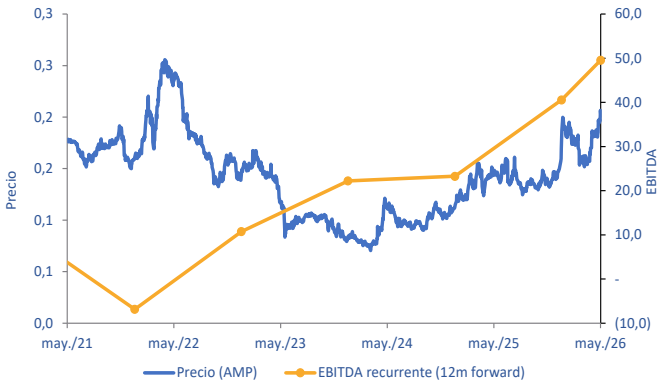
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**10,2**	**(27,9)**	**22,1**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**459,8**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**82,1**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta	5,8%	6,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,8%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**4,6%**	**5,0%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,2	B (estimación propia)	1,1	1,3
Coste del Equity	**10,8%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,7%**	**12,1%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	84,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	15,2%	D	=	=
WACC	**9,9%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,9%**	**11,0%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,5%**	**1,0%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	459,8	
+ Minoritarios	0,7	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	75,9	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	82,1	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	11,0	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**607,5**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	9,2%	n.a.	6,6%	8,3%	7,3%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-2,6%	1,3%
FCF Yield - WACC	n.a.	-6,3%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	**12,9%**	**54,6**	**11,1x**
Central	**11,7%**	**49,6**	**12,3x**
Min	**10,5%**	**44,5**	**13,7x**

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	11,6%	12,9%	14,2%
54,6	**(33,0)**	**(38,5)**	**(44,0)**
49,6	**(38,1)**	**(43,6)**	**(49,1)**
44,5	**(43,2)**	**(48,7)**	**(54,2)**

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	25,0%	42,9%	40,0%
% de consejeros dominicales	50,0%	28,6%	40,0%
% de consejeros ejecutivos	12,5%	14,3%	10,0%
% de otros consejeros	12,5%	14,3%	10,0%
% de mujeres en el consejo de administración	12,5%	28,6%	30,0%
% de mujeres en la plantilla	10,2%	10,1%	11,5%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	0,4%	0,3%	0,9%

Principales comparables 2026e

		Defensa y Seguridad Nacional										Energía y Sostenibilidad							
	EUR Mn	Indra	BAE Systems	Thales	Hensoldt	Rheinmetal	SAAB	Leonardo	Kongsberg	Cohort	Average	Siemens	Vestas	Nordex	SPIE.PA	Arteche	SIF Holding	Average	AMP
Datos Mercado	Ticker (Factset)	IDR.MC	BAES.L	TCFP.PA	HAGG.DE	RHMG.DE	SAABb.ST	LDOF.MI	KOG.OL	CHRT.L		SIEGn.DE	VWS.CO	NDXG.DE	SPIE.PA	ARTC.MC	SIFG.AS		APE.MC
	País	Spain	UK	France	Germany	Germany	Sweden	Italy	Norway	UK		Germany	Denmark	Germany	France	Spain	Netherlands		Spain
	Market cap	8.760,3	64.185,3	45.351,3	8.590,3	52.457,1	23.693,1	28.428,7	23.978,9	609,2		203.760,4	25.445,9	10.765,4	8.139,0	2.492,8	201,0		459,8
	Enterprise value (EV)	8.187,2	70.312,4	46.740,2	9.376,6	53.771,1	23.561,1	30.754,6	22.516,0	655,4		241.950,2	3.351,1	8.846,4	9.911,0	2.495,2	347,2		607,5
Información financiera básica	Total Ingresos	6.807,5	37.923,1	23.693,3	2.757,1	14.142,6	8.759,2	21.749,3	4.471,2	362,8		82.850,7	2.794,8	8.661,7	11.151,1	663,9	843,3		334,7
	Cto.Total Ingresos	*23,4%*	*16,8%*	*7,0%*	*12,3%*	*42,4%*	*21,4%*	*11,5%*	*53,2%*	*8,0%*	*21,8%*	*5,0%*	*10,9%*	*14,7%*	*7,3%*	*13,3%*	*41,2%*	*15,4%*	*18,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*12,4%*	*8,2%*	*8,4%*	*18,0%*	*33,9%*	*17,9%*	*9,7%*	*31,3%*	*-41,4%*	*10,9%*	*5,9%*	*5,3%*	*7,4%*	*6,7%*	*-41,4%*	*0,8%*	*-2,5%*	*28,4%*
	EBITDA	946,0	5.319,2	3.774,0	523,2	3.235,7	1.256,2	2.787,1	864,1	56,5		15.011,9	346,8	856,5	1.144,4	114,9	119,3		50,6
	Cto. EBITDA	*39,9%*	*20,5%*	*14,2%*	*14,5%*	*57,2%*	*26,8%*	*16,8%*	*59,1%*	*15,0%*	*29,3%*	*14,4%*	*23,4%*	*19,7%*	*14,7%*	*19,6%*	*968,9%*	*176,8%*	*9,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*15,2%*	*8,9%*	*9,5%*	*21,2%*	*39,0%*	*19,8%*	*13,5%*	*33,4%*	*n.a.*	*20,0%*	*10,7%*	*11,4%*	*14,2%*	*7,6%*	*n.a.*	*-4,2%*	*8,0%*	*28,2%*
	EBITDA/Ingresos	*13,9%*	*14,0%*	*15,9%*	*19,0%*	*22,9%*	*14,3%*	*12,8%*	*19,3%*	*15,6%*	*16,4%*	*18,1%*	*12,4%*	*9,9%*	*10,3%*	*17,3%*	*14,1%*	*13,7%*	*15,1%*
	EBIT	694,2	4.160,9	2.929,6	351,5	2.622,4	924,5	1.995,0	722,4	46,6		11.737,2	200,0	668,9	777,7	93,5	65,9		30,1
	Cto. EBIT	*24,5%*	*34,8%*	*32,0%*	*22,5%*	*57,0%*	*29,9%*	*15,4%*	*66,4%*	*20,1%*	*33,6%*	*20,7%*	*40,0%*	*23,6%*	*33,0%*	*19,7%*	*228,0%*	*60,8%*	*52,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*16,6%*	*10,2%*	*11,1%*	*27,7%*	*41,0%*	*22,5%*	*16,0%*	*33,6%*	*n.a.*	*22,3%*	*11,9%*	*16,5%*	*17,3%*	*7,2%*	*n.a.*	*-13,4%*	*7,9%*	*36,5%*
	EBIT/Ingresos	*10,2%*	*11,0%*	*12,4%*	*12,7%*	*18,5%*	*10,6%*	*9,2%*	*16,2%*	*12,8%*	*12,6%*	*14,2%*	*7,2%*	*7,7%*	*7,0%*	*14,1%*	*7,8%*	*9,7%*	*9,0%*
	Beneficio Neto	464,2	2.852,7	2.184,4	204,0	1.739,5	710,4	1.361,2	632,9	36,0		8.449,3	149,6	434,2	510,7	68,2	41,3		6,8
	Cto. Beneficio Neto	*5,7%*	*15,7%*	*33,2%*	*137,2%*	*47,9%*	*22,6%*	*2,0%*	*65,3%*	*13,8%*	*38,2%*	*1,4%*	*43,2%*	*58,3%*	*185,6%*	*23,2%*	*219,8%*	*88,6%*	*394,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*17,2%*	*11,8%*	*13,0%*	*35,3%*	*43,3%*	*23,5%*	*18,1%*	*34,5%*	*n.a.*	*24,6%*	*12,4%*	*19,3%*	*19,7%*	*11,8%*	*n.a.*	*-17,8%*	*9,1%*	*98,6%*
	CAPEX/Ventas	*3,0%*	*4,0%*	*3,5%*	*10,6%*	*11,9%*	*7,4%*	*5,2%*	*4,7%*	*2,6%*	*5,9%*	*3,1%*	*5,5%*	*2,3%*	*1,3%*	*4,2%*	*2,4%*	*3,1%*	*12,1%*
	Free Cash Flow	389,9	2.179,1	2.340,7	152,9	2.422,8	66,1	923,8	882,5	24,5		8.485,1	140,5	449,1	645,6	42,4	(2,9)		(5,5)
	Deuda financiera Neta	(61,3)	5.443,1	730,0	462,8	(1.300,4)	(515,8)	838,9	(1.712,5)	(26,6)		32.364,8	(210,9)	(1.777,3)	1.926,2	(18,1)	130,7		87,5
	DN/EBITDA (x)	n.a.	1,0	0,2	0,9	n.a.	n.a.	0,3	n.a.	n.a.	0,6	2,2	n.a.	n.a.	1,7	n.a.	1,1	1,6	1,7
	Pay-out	*14,3%*	*47,5%*	*40,0%*	*38,8%*	*40,6%*	*22,9%*	*29,6%*	*82,5%*	*26,9%*	*38,1%*	*51,9%*	*18,7%*	*3,7%*	*41,1%*	*32,4%*	*34,0%*	*30,3%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	18,8	21,9	20,7	40,0	30,0	33,3	20,9	39,2	16,5	26,8	23,8	22,6	24,0	15,9	37,0	6,1	21,6	67,3
	P/BV (x)	4,3	4,3	5,0	7,8	8,1	5,2	2,7	11,6	n.a.	6,1	3,1	5,4	6,2	3,4	n.a.	0,9	3,8	3,0
	EV/Ingresos (x)	1,2	1,9	2,0	3,4	3,8	2,7	1,4	5,0	1,8	2,6	2,9	1,2	1,0	0,9	3,8	0,4	1,7	1,8
	EV/EBITDA (x)	8,7	13,2	12,4	17,9	16,6	18,8	11,0	26,1	11,6	15,1	16,1	9,7	10,3	8,7	21,7	2,9	11,6	12,0
	EV/EBIT (x)	11,8	16,9	16,0	26,7	20,5	25,5	15,4	31,2	14,1	19,8	20,6	16,8	13,2	12,7	26,7	5,3	15,9	20,2
	ROE	*25,2*	*19,8*	*24,9*	*18,3*	*30,4*	*16,8*	*13,5*	*27,6*	*15,3*	*21,3*	*13,4*	*25,3*	*27,9*	*23,1*	*35,2*	*14,1*	*23,2*	*4,6*
	FCF Yield (%)	*4,5*	*3,4*	*5,2*	*1,8*	*4,6*	*0,3*	*3,2*	*3,7*	*4,0*	*3,4*	*4,2*	*0,6*	*4,2*	*7,9*	*1,7*	*n.a.*	*3,7*	*n.a.*
	DPA	*0,38*	*0,45*	*4,26*	*0,68*	*15,62*	*0,30*	*0,70*	*0,59*	*0,23*	*2,58*	*5,58*	*0,03*	*0,07*	*1,25*	*0,39*	*0,47*	*1,30*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,8%*	*0,0%*	*1,9%*	*0,9%*	*1,4%*	*0,7%*	*1,4%*	*2,2%*	*0,0%*	*1,0%*	*2,2%*	*0,1%*	*0,1%*	*2,6%*	*0,9%*	*7,0%*	*2,2%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**194,8**	**307,7**	**323,4**	**369,4**	**419,5**	**281,7**	**307,7**	**323,4**	**369,4**	**419,5**	**281,7**	**334,7**	**424,4**	**551,9**	***3,8%***	***25,1%***
Cto. Total ingresos	*12,4%*	*58,0%*	*5,1%*	*14,2%*	*13,6%*	*-32,8%*	*9,2%*	*5,1%*	*14,2%*	*13,6%*	*-32,8%*	*18,8%*	*26,8%*	*30,0%*		
EBITDA	**0,1**	**11,6**	**(4,7)**	**12,9**	**25,9**	**30,8**	**24,0**	**11,3**	**27,2**	**38,6**	**46,3**	**50,6**	**64,2**	**83,1**	***79,0%***	***21,6%***
Cto. EBITDA	*-99,1%*	*n.a.*	*-140,5%*	*374,3%*	*101,0%*	*18,8%*	*-21,9%*	*-53,2%*	*141,5%*	*42,0%*	*19,8%*	*9,3%*	*26,8%*	*29,5%*		
EBITDA/Ingresos	*0,1%*	*3,8%*	*n.a.*	*3,5%*	*6,2%*	*10,9%*	*7,8%*	*3,5%*	*7,4%*	*9,2%*	*16,4%*	*15,1%*	*15,1%*	*15,1%*		
Beneficio neto	**1,2**	**7,1**	**(4,7)**	**(1,5)**	**0,1**	**1,4**	**7,1**	**(4,7)**	**(1,5)**	**0,1**	**1,4**	**6,8**	**14,9**	**26,9**	***1,1%***	***n.a.***
Cto. Beneficio neto	*-93,6%*	*470,8%*	*-166,9%*	*68,4%*	*109,5%*	*873,2%*	*411,3%*	*-166,9%*	*68,4%*	*109,5%*	*873,2%*	*394,1%*	*118,6%*	*80,4%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	351,0	751,2	921,2	1.122,1	1.163,9	1.166,0	1.175,5	1.192,6	1.214,3	1.530,9	1.839,3	2.276,1	2.276,1	2.276,1		
BPA (EUR)	0,00	0,01	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	*-14,3%*	*n.a.*
Cto. BPA	*-93,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*74,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*69,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*80,4%*		
BPA ord. (EUR)	0,00	0,01	-0,01	-0,03	0,00	-0,01	0,00	-0,01	0,00	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	*-14,6%*	*82,6%*
Cto. BPA ord.	*-97,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*92,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*50,7%*	*63,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*80,4%*		
CAPEX	(5,5)	(9,1)	(13,8)	(26,0)	(12,7)	(37,7)	(9,1)	(13,8)	(26,0)	(12,7)	(37,7)	(40,5)	(54,8)	(12,3)		
CAPEX/Vtas %	*2,8%*	*3,0%*	*4,3%*	*7,0%*	*3,0%*	*13,4%*	*3,0%*	*4,3%*	*7,0%*	*3,0%*	*13,4%*	*12,1%*	*12,9%*	*2,2%*		
Free Cash Flow	**(40,7)**	**(28,8)**	**(46,0)**	**(24,1)**	**(3,7)**	**(46,3)**	**(28,8)**	**(46,0)**	**(24,1)**	**(3,7)**	**(46,3)**	**(5,5)**	**(43,6)**	**7,1**	***-1,3%***	***29,1%***
DN/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*5,5x*	*n.a.*	*8,2x*	*4,2x*	*2,7x*	*2,7x*	*9,8x*	*3,9x*	*2,8x*	*1,8x*	*1,7x*	2,0x	1,5x		
PER (x)	*32,2x*	*21,3x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*26,4x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*67,3x*	30,8x	17,1x		
EV/Vtas (x)	*0,85x*	*0,56x*	*0,64x*	*0,64x*	*0,78x*	*0,95x*	*0,91x*	*0,91x*	*0,65x*	*0,73x*	*1,89x*	*1,82x*	1,43x	1,10x		
EV/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*15,0x*	*n.a.*	*18,3x*	*12,6x*	*8,7x*	*11,6x*	*26,2x*	*8,8x*	*7,9x*	*11,5x*	*12,0x*	9,5x	7,3x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*76,8%*	*-13,1%*	*27,5%*	*18,0%*	*-32,2%*	*-10,6%*	*-12,7%*	*-41,1%*	*37,1%*	*51,2%*	*19,2%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*80,5%*	*-19,1%*	*50,0%*	*5,5%*	*-19,8%*	*-17,1%*	*-7,6%*	*-52,0%*	*19,4%*	*1,3%*	*17,1%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Audax Renovables

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Electric Utilities

Precio de Cierre: EUR 1,36 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 jun 2026

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

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

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	618,5	719,0
EV (Mn EUR y USD)	917,5	1.066,7
Número de Acciones (Mn)	453,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,69 / 1,39 / 1,22	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,52	
Rotación(1)	21,6	
Refinitiv / Bloomberg	ADXR.MC / ADX SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

José Elías Navarro	72,5
Global Portfolio Investment	7,2
Autocartera	1,0
Free Float	19,3

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

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

Ratios y Múltiplos (x)

PER	31,4	18,3	15,4	13,5
PER Ordinario	20,7	18,3	15,4	13,5
P/BV	2,9	2,9	2,6	2,3
Dividend Yield (%)	*2,8*	*2,4*	*2,4*	*2,4*
EV/Ventas	0,49	0,57	0,50	0,46
EV/EBITDA Rec.	9,1	9,2	8,3	7,7
EV/EBIT	11,3	11,6	10,4	9,6
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*3,5*	*3,1*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-2,8*	*5,7*	*-8,9*	*-29,8*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

1T26: EBITDA de EUR 26-28 Mn, afectado por unos costes de operación del sistema elevados en España (media de EUR 21/MWh en 1T26 vs EUR 11/MWh en 1T25). Ajustando este impacto, EBITDA entre EUR 32-33 Mn, en línea con 1T25. Además, ADX obtiene calificación crediticia de S&P (BB-) y Fitch (B+), con perspectiva estable.

2026e: vuelta al crecimiento en margen bruto y EBITDA. En 2026e estimamos un margen bruto de EUR 228,9 Mn y un EBITDA rec. de EUR 100,1 Mn, encadenando un 4º año consecutivo con margen bruto >EUR 200 Mn y EBITDA rec. ≥EUR 100 Mn. La DN se situaría en EUR 331,4 Mn (DN/EBITDA rec. 2026e c. 3,0x). La exposición al conflicto en Oriente Medio se limita principalmente a mayor volatilidad de precios mayoristas y a un potencial impacto (moderado) en la demanda de energía. El acuerdo global con Shell y la cobertura de posiciones mitigan el riesgo. *Grosso modo*, 2026e debe volver a los niveles de margen bruto y EBITDA vistos en 2024.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Presencia en 8 países europeos (España, Portugal, Países Bajos, Hungría, Francia, Italia, Polonia y Alemania) con un peso de Iberia de c. 26% del EBITDA en 2025. La diversificación reduce el impacto de shocks locales (p.ej. apagón en Iberia en abr-25) y permite capturar crecimiento en mercados como Italia, Polonia y Alemania. ADX ocupa la 5ª posición en Países Bajos y la 3ª en Hungría. El crecimiento de clientes y la energía suministrada (+9% en 2026e) es el principal driver en todos los mercados.

Foco en el segmento empresarial (gran cliente y pyme) y rentabilidad. La estrategia prioriza el gran cliente (49% de la cartera vs 59% en 2021) y PYME (44% vs 31%), reduciendo la exposición al cliente retail doméstico (7% vs 10%). Este cambio de mix incrementa el volumen de energía por cliente y la rentabilidad, y reduce el perfil de riesgo, respaldando la expansión de márgenes (estrategia avalada por los resultados 2023, 2024 y 2025).

Continúa la integración vertical, con 259MW en operación (325MW incluyendo Panamá; donde ADX participa al 30%) y una cartera total de 1.037 MW. De la cartera en operación, España representa el 82% (79% fotovoltaica, 21% eólica), 13% Polonia (100% eólica) y 5% Francia (100% eólica). El pipeline incluye 36 MW en construcción (España e Italia). El objetivo es aprovechar la cobertura natural que aporta el negocio de generación al de comercialización, reduciendo riesgo.

Recurrencia, mayor estabilidad y espacio para crecer. ADX ha mantenido un EBITDA rec. de c. EUR 100 Mn durante 3 años consecutivos, en distintas coyunturas de precios. Para 2026e estimamos crecimiento de volumen (+9%) y estabilidad del margen unitario (11-12 EUR/MWh), apoyado en la política de aprovisionamiento, gestión de riesgos y enfoque comercial. Lo que se traduciría en un margen bruto de EUR 228,9 Mn (+10%) y EBITDA rec. de EUR 100,1 Mn (-0,2%). Adicionalmente, ADX anunció (nov-25) el lanzamiento del negocio de telecomunicaciones (fibra y móvil).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo de divisa. Exposición a florín húngaro y zloty polaco (en conjunto, c.23% s/Vtas 2025). En 2025 ADX registró diferencias negativas de cambio de EUR 6,5 Mn.

La comercialización de energía está basada en un producto commodity, llevándose a cabo en un mercado libre, con bajas barreras de entrada y clientes especializados. Lo que implica un mercado muy competitivo y presión estructural en márgenes.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Track record positivo y mayor visibilidad. 2021-2025 ha actuado como test de estrés del modelo de ADX, que ha logrado duplicar margen bruto y EBITDA pese al entorno de precios. El plan 2026-2030 refuerza el foco en crecimiento (capacidad instalada y energía suministrada), diversificación (por país, cliente y tecnología), rentabilidad y control de deuda (<3x DN/EBITDA). Que debería traducirse en recurrencia, mayor estabilidad, crecimiento y generación de caja (dividendo). Y menor riesgo percibido. ADX sigue ofreciendo un posicionamiento diferencial dentro del universo utility. Cotiza a un EV/EBITDA rec. 2026e de 9,2x (en línea con las utilities integradas), pese a una TACC 2026e-2028e del EBITDA significativamente superior (9,5% vs 2,2%).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	200,0	202,0	198,0	196,9	212,3	212,3	212,3	212,3
Inmovilizado material	117,2	140,0	156,3	194,8	244,3	277,9	313,2	351,2
Otros activos no corrientes	24,9	27,6	29,2	37,1	40,9	40,9	40,9	40,9
Inmovilizado financiero	105,7	107,2	89,3	74,2	36,2	35,5	34,7	34,0
Fondo de comercio y otros intangibles	137,9	137,8	138,0	138,0	155,6	155,6	155,6	155,6
Activo circulante	399,0	384,6	336,5	362,5	335,0	285,9	327,0	352,0
Total activo	**984,8**	**999,4**	**947,2**	**1.003,5**	**1.024,4**	**1.008,2**	**1.083,7**	**1.146,0**
Patrimonio neto	132,4	122,4	161,2	210,5	210,5	211,5	236,6	267,3
Minoritarios	12,0	13,3	12,0	13,4	12,4	15,0	18,1	21,6
Provisiones y otros pasivos a LP	88,9	64,1	72,4	46,6	37,8	37,8	37,8	37,8
Otros pasivos no corrientes	16,5	20,7	21,0	22,7	26,9	26,9	26,9	26,9
Deuda financiera neta	476,6	395,0	277,5	250,2	285,0	331,4	323,4	317,8
Pasivo circulante	258,4	383,8	403,0	460,0	451,8	385,6	441,0	474,7
Total pasivo	**984,8**	**999,4**	**947,2**	**1.003,5**	**1.024,4**	**1.008,2**	**1.083,7**	**1.146,0**

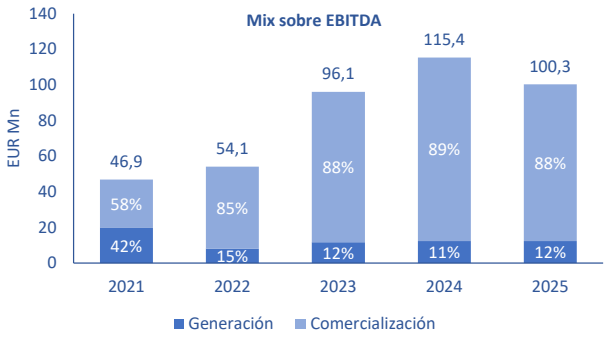
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**1.683,9**	**2.633,0**	**2.293,2**	**1.987,8**	**1.884,0**	**1.608,0**	**1.838,9**	**1.979,6**	***2,8%***	***1,7%***
Cto.Total Ingresos	*73,7%*	*56,4%*	*-12,9%*	*-13,3%*	*-5,2%*	*-14,6%*	*14,4%*	*7,6%*		
Coste de ventas	(1.561,2)	(2.489,2)	(2.056,9)	(1.752,1)	(1.675,3)	(1.379,2)	(1.588,1)	(1.707,5)		
Margen Bruto	**122,7**	**143,8**	**236,3**	**235,7**	**208,7**	**228,9**	**250,9**	**272,1**	***14,2%***	***9,3%***
Margen Bruto / Ingresos	*7,3%*	*5,5%*	*10,3%*	*11,9%*	*11,1%*	*14,2%*	*13,6%*	*13,7%*		
Gastos de personal	(27,7)	(30,1)	(37,9)	(41,9)	(45,2)	(48,0)	(52,1)	(56,5)		
Otros costes de explotación	(47,9)	(62,1)	(99,1)	(78,5)	(63,1)	(80,8)	(88,3)	(95,7)		
EBITDA recurrente	**47,0**	**51,7**	**99,3**	**115,4**	**100,3**	**100,1**	**110,6**	**119,9**	***20,9%***	***6,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*-6,2%*	*9,9%*	*92,2%*	*16,2%*	*-13,0%*	*-0,2%*	*10,5%*	*8,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*2,8%*	*2,0%*	*4,3%*	*5,8%*	*5,3%*	*6,2%*	*6,0%*	*6,1%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,2)	2,5	(3,2)	0,0	(0,4)	-	-	-		
EBITDA	**46,9**	**54,1**	**96,1**	**115,4**	**99,9**	**100,1**	**110,6**	**119,9**	***20,8%***	***6,3%***
Depreciación y provisiones	(20,7)	(19,9)	(19,2)	(19,8)	(16,5)	(18,4)	(19,7)	(21,2)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(2,3)	(2,6)	(2,8)	(3,1)		
EBIT	**24,9**	**32,3**	**75,1**	**93,6**	**81,0**	**79,1**	**88,0**	**95,7**	***34,3%***	***5,7%***
Cto.EBIT	*-18,2%*	*29,7%*	*132,6%*	*24,6%*	*-13,4%*	*-2,3%*	*11,2%*	*8,7%*		
EBIT / Ingresos	*1,5%*	*1,2%*	*3,3%*	*4,7%*	*4,3%*	*4,9%*	*4,8%*	*4,8%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(26,5)	(22,7)	(30,9)	(3,5)	(35,3)	(29,7)	(29,7)	(29,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,1)	3,0	0,8	(1,2)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)		
Beneficio ordinario	**(1,6)**	**12,6**	**45,0**	**89,0**	**45,0**	**48,6**	**57,6**	**65,6**	***n.a.***	***13,4%***
Cto.Beneficio ordinario	*-109,2%*	*875,7%*	*258,1%*	*97,6%*	*-49,4%*	*8,1%*	*18,4%*	*13,9%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(1,6)**	**12,6**	**45,0**	**89,0**	**45,0**	**48,6**	**57,6**	**65,6**	***n.a.***	***13,4%***
Impuestos	(1,7)	(4,8)	(13,6)	(25,7)	(23,3)	(12,2)	(14,4)	(16,4)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*38,2%*	*30,3%*	*28,9%*	*51,8%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	1,6	(4,2)	(2,4)	(2,7)	(2,1)	(2,6)	(3,1)	(3,5)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(1,7)**	**3,5**	**29,0**	**60,6**	**19,6**	**33,9**	**40,1**	**45,7**	***91,3%***	***32,6%***
Cto.Beneficio neto	*-106,5%*	*305,8%*	*720,3%*	*108,6%*	*-67,6%*	*72,9%*	*18,4%*	*13,9%*		
Beneficio ordinario neto	**0,1**	**2,8**	**31,4**	**60,5**	**29,7**	**33,9**	**40,1**	**45,7**	***n.a.***	***15,4%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-98,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*92,9%*	*-50,9%*	*14,0%*	*18,4%*	*13,9%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**100,1**	**110,6**	**119,9**	***20,9%***	***6,1%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(2,6)	(2,8)	(3,1)		
Var.capital circulante						(17,1)	14,3	8,7		
Cash Flow operativo recurrente						**80,4**	**122,0**	**125,6**	***44,1%***	***2,3%***
CAPEX						(52,0)	(55,0)	(59,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(29,7)	(29,7)	(29,4)		
Impuestos						(12,2)	(14,4)	(16,4)		
Free Cash Flow Recurrente						**(13,5)**	**23,0**	**20,6**	***43,1%***	***56,2%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(13,5)**	**23,0**	**20,6**	***48,3%***	***49,1%***
Ampliaciones de capital						(17,9)	-	-		
Dividendos						(15,0)	(15,0)	(15,0)		
Variación de Deuda financiera neta						**46,3**	**(8,0)**	**(5,6)**		

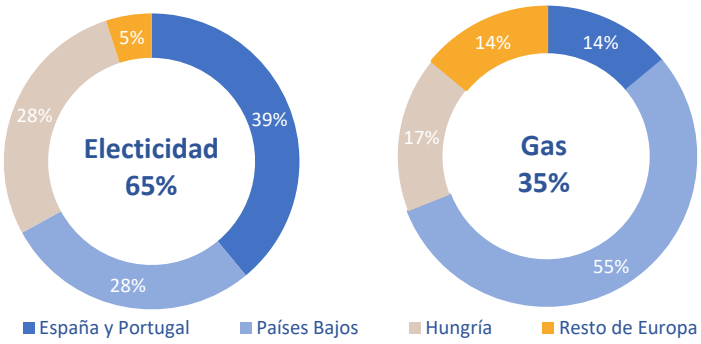
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

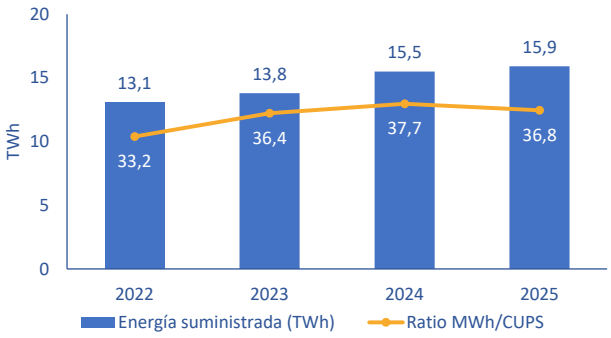
Dos actividades: comercialización y generación de energía. La integración vertical ofrece una cobertura natural al negocio de comercialización



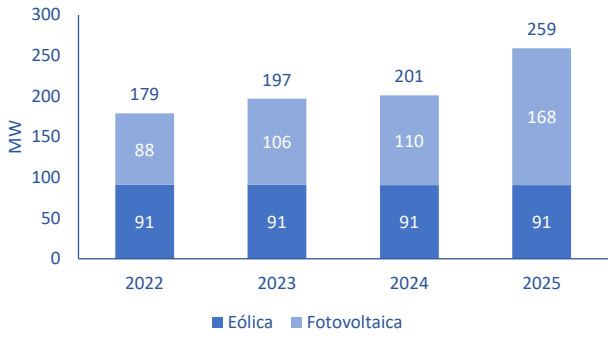
Comercialización de electricidad y gas (15,9 TWh en 2025): un negocio diversificado geográficamente



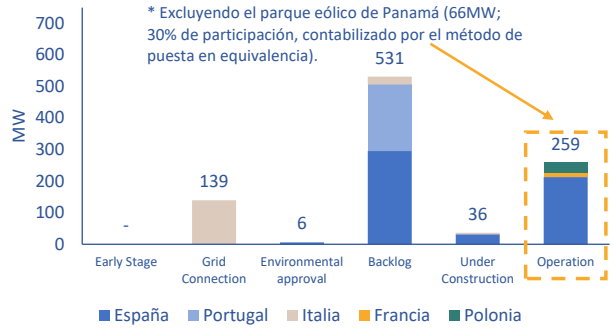
Foco en cliente industrial (PYME y gran cliente), traducido en crecimiento de la energía suministrada (absoluta y por CUPS)



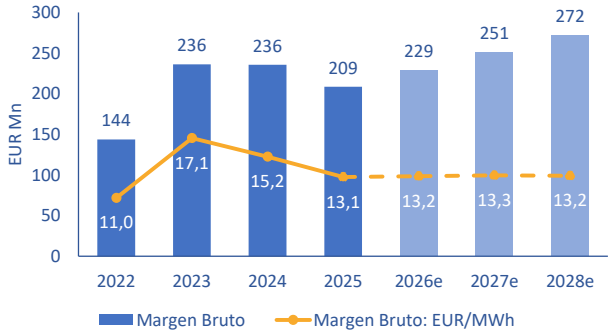
Generación: capacidad instalada (MW) por tecnología



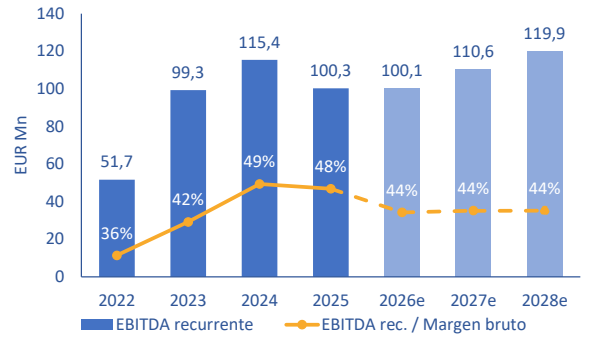
Pipeline de proyectos de generación (2025)



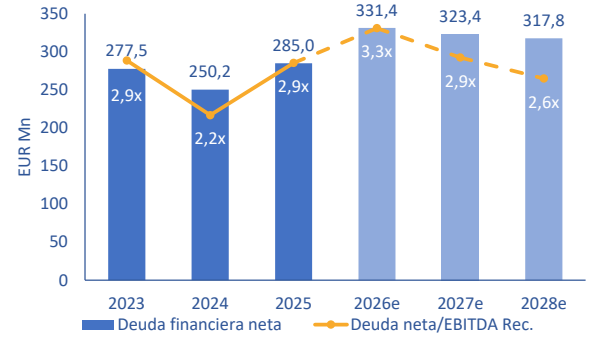
Se estima un crecimiento del margen bruto 2026e-2028e basado principalmente en el incremento de clientes y de la energía suministrada



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



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

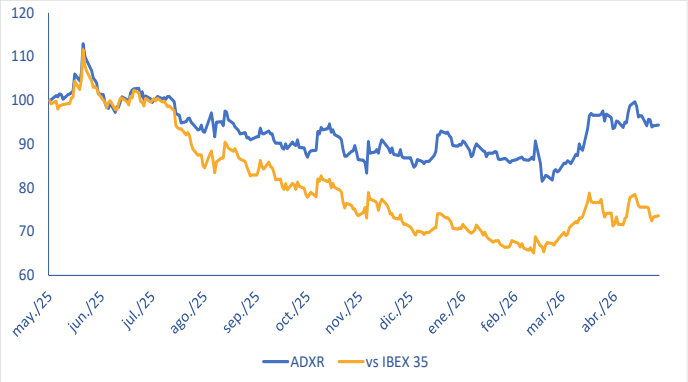


IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

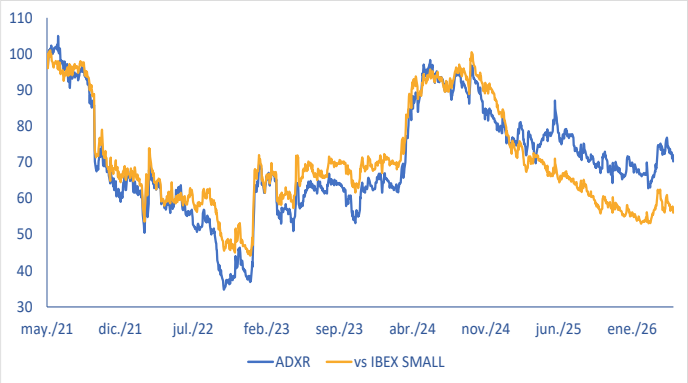
Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

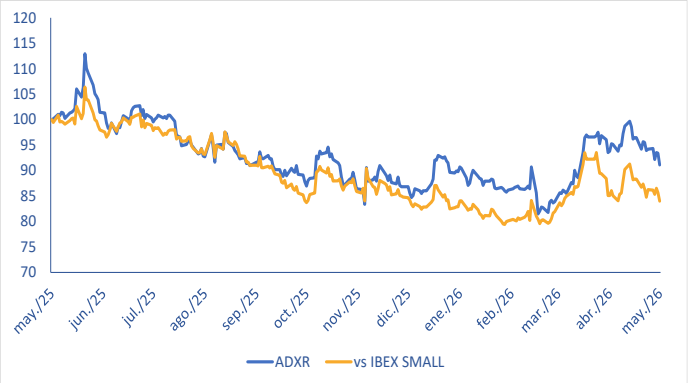
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

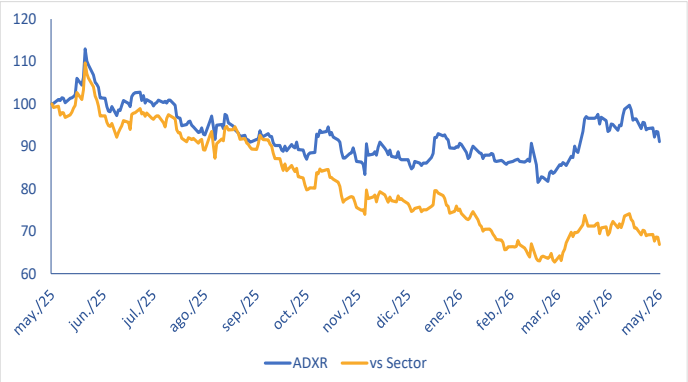


Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)

Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-2,8	5,7	-8,9	-1,0	9,5	-29,8
vs Mercado						
vs Ibex 35	0,3	6,0	-28,0	-2,8	-42,8	-63,5
vs Euro STOXX 50	-1,0	8,6	-15,4	-1,6	-18,9	-51,6
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-1,3	4,8	-16,0	-3,5	-22,0	-43,9
vs Segmento Micro Cap España [1]	-4,2	5,1	-20,0	-3,5	-16,4	-31,5
vs MSCI Europe Micro Cap	-5,0	3,9	-20,9	-4,2	-9,4	-29,7
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Utilities	-4,1	0,9	-33,1	-15,9	-31,4	-60,7

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**51,7**	**99,3**	**115,4**	**100,3**	**100,1**	**110,6**	**119,9**	***24,8%***	***6,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*9,9%*	*92,2%*	*16,2%*	*-13,0%*	*-0,2%*	*10,5%*	*8,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*2,0%*	*4,3%*	*5,8%*	*5,3%*	*6,2%*	*6,0%*	*6,1%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(2,3)	(2,6)	(2,8)	(3,1)		
+/- Var. Capital circulante	139,8	67,4	31,0	19,2	(17,1)	14,3	8,7		
= Cash Flow operativo recurrente	**189,6**	**164,8**	**144,4**	**117,2**	**80,4**	**122,0**	**125,6**	***-14,8%***	***2,3%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*474,4%*	*-13,1%*	*-12,4%*	*-18,8%*	*-31,4%*	*51,8%*	*2,9%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*7,2%*	*7,2%*	*7,3%*	*6,2%*	*5,0%*	*6,6%*	*6,3%*		
- CAPEX	(46,7)	(31,1)	(56,5)	(63,3)	(52,0)	(55,0)	(59,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(10,8)	(27,0)	(26,9)	(26,3)	(29,7)	(29,7)	(29,4)		
- Impuestos	(6,9)	(16,3)	(20,0)	(39,0)	(12,2)	(14,4)	(16,4)		
= Free Cash Flow recurrente	**125,2**	**90,4**	**41,0**	**(11,4)**	**(13,5)**	**23,0**	**20,6**	***-27,9%***	***56,2%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*215,2%*	*-27,7%*	*-54,7%*	*-127,8%*	*-18,3%*	*270,6%*	*-10,3%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*4,8%*	*3,9%*	*2,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*1,3%*	*1,0%*		
- Gastos de reestructuración y otros	2,5	(3,2)	0,0	(0,4)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	2,7	18,5	(2,4)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(47,4)	11,7	5,1	(3,9)	-	-	-		
= Free Cash Flow	**82,9**	**117,5**	**43,7**	**(15,7)**	**(13,5)**	**23,0**	**20,6**	***-29,9%***	***49,1%***
Cto. Free Cash Flow	*137,7%*	*41,8%*	*-62,8%*	*-135,9%*	*14,2%*	*270,6%*	*-10,3%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*18,2%*	*13,6%*	*6,2%*	*n.a.*	*n.a.*	*3,5%*	*3,1%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*12,1%*	*17,7%*	*6,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*3,5%*	*3,1%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(108,6)**	**125,2**	**90,4**	**41,0**	**(11,4)**	**(13,5)**	**23,0**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	26,5	(6,7)	(13,2)	(6,0)	(14,7)	14,4	8,5
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(21,8)	54,3	29,3	(9,0)	14,5	(3,9)	0,9
= Variación EBITDA recurrente	**4,7**	**47,6**	**16,1**	**(15,1)**	**(0,2)**	**10,5**	**9,4**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,6)	0,1	(0,2)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
+/- Impacto por variación del capital circulante	236,1	(72,4)	(36,3)	(11,8)	(36,3)	31,4	(5,6)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**240,2**	**(24,7)**	**(20,5)**	**(27,2)**	**(36,7)**	**41,6**	**3,5**
+/-Variación del CAPEX	(7,5)	15,6	(25,4)	(6,8)	11,3	(3,0)	(4,2)
+/- Variación del resultado financiero neto	8,1	(16,2)	0,1	0,6	(3,5)	0,1	0,3
+/- Variación de impuestos	(6,9)	(9,3)	(3,7)	(19,0)	26,8	(2,2)	(2,0)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**233,8**	**(34,7)**	**(49,5)**	**(52,4)**	**(2,1)**	**36,5**	**(2,4)**
Free Cash Flow Recurrente	**125,2**	**90,4**	**41,0**	**(11,4)**	**(13,5)**	**23,0**	**20,6**

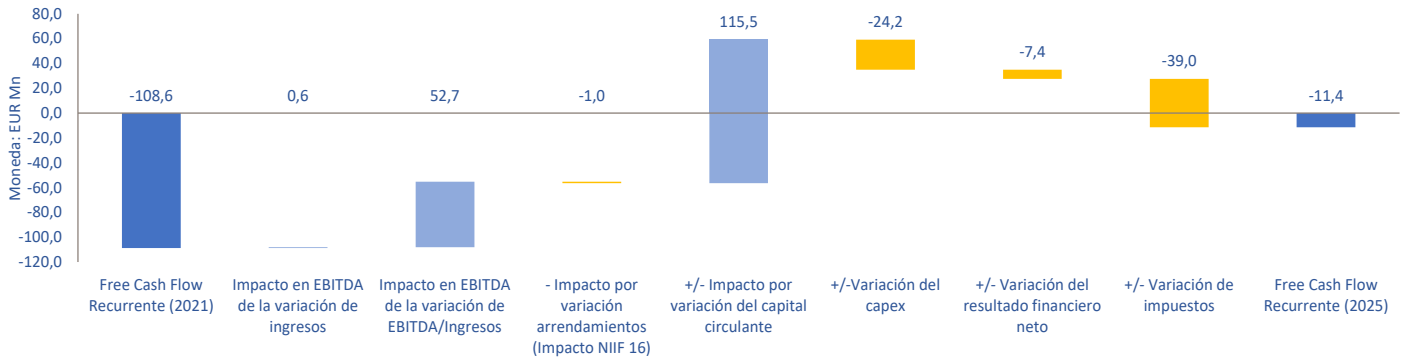
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**32,3**	**75,1**	**93,6**	**81,0**	**79,1**	**88,0**	**95,7**	***35,9%***	***5,7%***
** Tasa fiscal teórica*	*30,0%*	*30,0%*	*28,9%*	*30,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(9,7)	(22,5)	(27,0)	(24,3)	(19,8)	(22,0)	(23,9)		
EBITDA recurrente	**51,7**	**99,3**	**115,4**	**100,3**	**100,1**	**110,6**	**119,9**	***24,8%***	***6,1%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(2,3)	(2,6)	(2,8)	(3,1)		
+/- Var. Capital circulante	139,8	67,4	31,0	19,2	(17,1)	14,3	8,7		
= Cash Flow operativo recurrente	**189,6**	**164,8**	**144,4**	**117,2**	**80,4**	**122,0**	**125,6**	***-14,8%***	***2,3%***
- CAPEX	(46,7)	(31,1)	(56,5)	(63,3)	(52,0)	(55,0)	(59,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(9,7)	(22,5)	(27,0)	(24,3)	(19,8)	(22,0)	(23,9)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**133,2**	**111,1**	**60,8**	**29,5**	**8,6**	**45,0**	**42,4**	***-39,5%***	***12,9%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*248,4%*	*-16,5%*	*-45,3%*	*-51,5%*	*-70,7%*	*421,3%*	*-5,8%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	5,1%	4,8%	3,1%	1,6%	0,5%	2,4%	2,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	2,5	(3,2)	0,0	(0,4)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	2,7	18,5	(2,4)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(47,4)	11,7	5,1	(3,9)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**90,9**	**138,2**	**63,5**	**25,2**	**8,6**	**45,0**	**42,4**	***-34,8%***	***19,0%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*145,2%*	*52,0%*	*-54,0%*	*-60,3%*	*-65,7%*	*421,3%*	*-5,8%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*14,5%*	*12,1%*	*6,6%*	*3,2%*	*0,9%*	*4,9%*	*4,6%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*9,9%*	*15,1%*	*6,9%*	*2,7%*	*0,9%*	*4,9%*	*4,6%*		

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

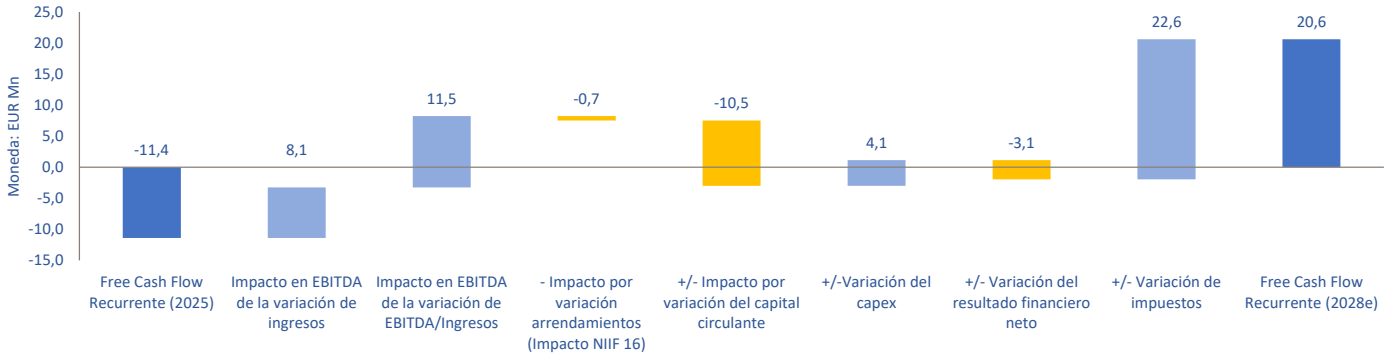
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

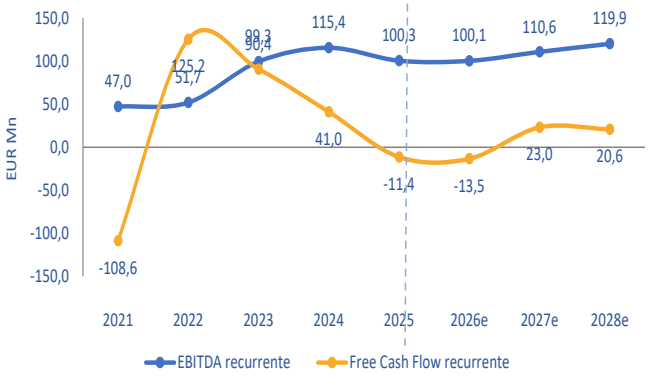
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



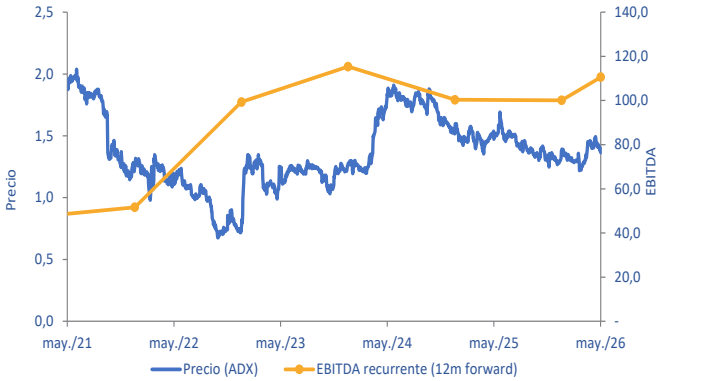
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**8,6**	**45,0**	**42,4**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**618,5**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**285,0**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta	4,8%	5,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,0%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,8%**	**4,2%**
Risk free rate (rf)	3,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)	1,0	1,2
Coste del Equity	**10,2%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,1%**	**11,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	68,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	31,5%	D	=	=
WACC	**8,3%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,4%**	**9,1%**
G "Razonable"	**1,5%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	618,5	
+ Minoritarios	12,4	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	37,8	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	285,0	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	36,2	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**917,5**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	4,8%	4,1%	11,4%	15,1%	11,9%

	2025	2028e
ROCE - WACC	3,6%	3,8%
FCF Yield - WACC	-5,0%	-3,6%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	6,6%	121,6	7,5x
Central	6,0%	110,6	8,3x
Min	5,4%	99,5	9,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	2,7%	3,0%	3,3%
121,6	39,5	34,0	28,5
110,6	28,5	23,0	17,5
99,5	17,5	12,0	6,4

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	5,9%	5,1%	4,3%
Central	4,3%	3,5%	2,6%
Min	2,6%	1,8%	1,0%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	40,0%	40,0%	40,0%
% de consejeros dominicales	60,0%	60,0%	60,0%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	40,0%	40,0%	40,0%
% de mujeres en la plantilla	60,3%	59,3%	58,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,4%	3,1%	1,4%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Integrated Utilities					Renewable Energy				Comercializadoras Independientes	
	EUR Mn	Iberdrola	Endesa	Naturgy	EDP	Average	Solaria	Grenergy	Scatec ASA	Average	Elmera	ADX
Datos Mercado	Ticker (Factset)	IBE.MC	ELE.MC	NTGY.MC	EDP.LS		SLRS.MC	GREG.MC	SCATC.OL		ELMRA.OL	ADXR.MC
	País	Spain	Spain	Spain	Portugal		Spain	Spain	Norway		Norway	Spain
	Market cap	130.232,1	37.840,6	26.685,5	17.957,3		3.181,8	3.384,9	1.554,6		334,5	618,5
	Enterprise value (EV)	187.291,6	48.260,7	40.566,8	42.760,2		4.610,5	4.421,4	4.136,9		525,1	917,5
Información financiera básica	Total Ingresos	47.244,9	21.321,3	19.449,1	16.711,3		372,6	980,8	604,9		1.403,9	1.608,0
	Cto.Total Ingresos	*7,2%*	*-0,5%*	*0,0%*	*7,1%*	*3,4%*	*88,7%*	*40,5%*	*80,3%*	*69,9%*	*25,3%*	*-14,6%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*3,5%*	*0,9%*	*-1,9%*	*3,7%*	*1,6%*	*31,0%*	*11,9%*	*23,1%*	*22,0%*	*-8,2%*	*11,0%*
	EBITDA	16.776,2	5.968,4	5.398,9	5.000,7		311,9	250,1	390,0		74,2	100,1
	Cto. EBITDA	*8,9%*	*9,0%*	*4,0%*	*5,1%*	*6,7%*	*17,5%*	*24,2%*	*80,2%*	*40,6%*	*55,6%*	*0,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*5,1%*	*2,2%*	*-0,2%*	*1,7%*	*2,2%*	*32,5%*	*49,6%*	*27,5%*	*36,5%*	*4,5%*	*9,5%*
	EBITDA/Ingresos	*35,5%*	*28,0%*	*27,8%*	*29,9%*	*30,3%*	*83,7%*	*25,5%*	*64,5%*	*57,9%*	*5,3%*	*6,2%*
	EBIT	10.743,6	3.623,9	3.595,9	3.052,4		247,3	192,7	262,7		49,9	79,1
	Cto. EBIT	*4,4%*	*6,0%*	*0,1%*	*10,7%*	*5,3%*	*13,9%*	*12,4%*	*129,7%*	*52,0%*	*53,5%*	*-2,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*6,0%*	*2,1%*	*-0,4%*	*1,6%*	*2,3%*	*32,6%*	*46,8%*	*31,4%*	*36,9%*	*7,6%*	*10,0%*
	EBIT/Ingresos	*22,7%*	*17,0%*	*18,5%*	*18,3%*	*19,1%*	*66,4%*	*19,7%*	*43,4%*	*43,2%*	*3,6%*	*4,9%*
	Beneficio Neto	6.642,0	2.366,6	2.010,8	1.245,7		146,1	97,4	41,4		29,8	33,9
	Cto. Beneficio Neto	*3,4%*	*5,9%*	*-15,7%*	*-10,9%*	*-4,3%*	*6,3%*	*11,9%*	*-54,7%*	*-12,2%*	*97,3%*	*72,9%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*6,4%*	*1,8%*	*-1,8%*	*2,0%*	*2,1%*	*31,5%*	*50,2%*	*86,6%*	*56,1%*	*2,3%*	*16,1%*
	CAPEX/Ventas	*27,6%*	*12,1%*	*10,9%*	*18,0%*	*17,1%*	*139,9%*	*90,7%*	*131,6%*	*120,8%*	*0,4%*	*3,2%*
	Free Cash Flow	(1.120,6)	1.576,8	767,6	888,5		(373,0)	(629,9)	(458,1)		18,0	(13,5)
	Deuda financiera Neta	56.496,3	10.974,9	12.943,5	16.973,8		1.755,7	1.592,4	2.695,0		185,6	331,4
	DN/EBITDA (x)	3,4	1,8	2,4	3,4	2,7	5,6	6,4	6,9	6,3	2,5	3,3
	Pay-out	*72,6%*	*73,5%*	*84,2%*	*68,1%*	*74,6%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*78,7%*	*44,3%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	19,4	15,9	13,1	14,2	15,7	21,4	35,0	31,7	29,4	11,2	18,3
	P/BV (x)	2,2	4,2	2,7	1,5	2,7	3,6	5,9	1,7	3,7	2,2	2,9
	EV/Ingresos (x)	4,0	2,3	2,1	2,6	2,7	12,4	4,5	6,8	7,9	0,4	0,6
	EV/EBITDA (x)	11,2	8,1	7,5	8,6	8,8	14,8	17,7	10,6	14,4	7,1	9,2
	EV/EBIT (x)	17,4	13,3	11,3	14,0	14,0	18,6	22,9	15,7	19,1	10,5	11,6
	ROE	*11,5*	*27,0*	*20,4*	*9,7*	*17,1*	*17,0*	*18,9*	*5,2*	*13,7*	*20,3*	*16,1*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*4,2*	*2,9*	*4,9*	*4,0*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*5,4*	*n.a.*
	DPA	*0,71*	*1,66*	*1,82*	*0,20*	*1,10*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,21*	*0,03*
	Dvd Yield	*3,7%*	*4,6%*	*6,6%*	*4,8%*	*4,9%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*7,4%*	*2,4%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**28,5**	**30,2**	**670,6**	**986,9**	**1.043,8**	**969,3**	**1.683,9**	**2.633,0**	**2.293,2**	**1.987,8**	**1.884,0**	**1.608,0**	**1.838,9**	**1.979,6**	***52,1%***	***1,7%***
Cto. Total ingresos	*11,1%*	*5,9%*	*n.a.*	*47,2%*	*5,8%*	*-7,1%*	*73,7%*	*56,4%*	*-12,9%*	*-13,3%*	*-5,2%*	*-14,6%*	*14,4%*	*7,6%*		
EBITDA	**17,7**	**17,0**	**37,1**	**44,8**	**68,3**	**50,1**	**46,9**	**54,1**	**96,1**	**115,4**	**99,9**	**100,1**	**110,6**	**119,9**	***18,9%***	***6,3%***
Cto. EBITDA	*-6,2%*	*-3,8%*	*117,9%*	*20,7%*	*52,4%*	*-26,7%*	*-6,5%*	*15,5%*	*77,6%*	*20,0%*	*-13,5%*	*0,2%*	*10,5%*	*8,5%*		
EBITDA/Ingresos	*62,2%*	*56,5%*	*5,5%*	*4,5%*	*6,5%*	*5,2%*	*2,8%*	*2,1%*	*4,2%*	*5,8%*	*5,3%*	*6,2%*	*6,0%*	*6,1%*		
Beneficio neto	**(13,0)**	**(31,7)**	**6,3**	**8,4**	**25,4**	**26,4**	**(1,7)**	**3,5**	**29,0**	**60,6**	**19,6**	**33,9**	**40,1**	**45,7**	***13,4%***	***32,6%***
Cto. Beneficio neto	*n.a.*	*-144,3%*	*119,8%*	*33,9%*	*202,5%*	*3,7%*	*-106,5%*	*305,8%*	*720,3%*	*108,6%*	*-67,6%*	*72,9%*	*18,4%*	*13,9%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	140,0	140,0	140,0	171,4	440,3	440,3	440,3	440,3	439,6	451,5	450,4	453,4	453,4	453,4		
BPA (EUR)	-0,09	-0,23	0,04	0,05	0,06	0,06	0,00	0,01	0,07	0,13	0,04	0,07	0,09	0,10	*9,5%*	*32,3%*
Cto. BPA	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*9,4%*	*17,8%*	*3,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-67,6%*	*71,7%*	*18,4%*	*13,9%*		
BPA ord. (EUR)	-0,08	-0,23	0,06	0,01	0,05	0,03	0,00	0,01	0,07	0,13	0,07	0,07	0,09	0,10	*10,9%*	*15,2%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-88,2%*	*n.a.*	*-42,6%*	*-98,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*87,8%*	*-50,8%*	*13,3%*	*18,4%*	*13,9%*		
CAPEX	(34,9)	(0,8)	(0,3)	(3,1)	(33,5)	(17,0)	(39,1)	(46,7)	(31,1)	(56,5)	(63,3)	(52,0)	(55,0)	(59,2)		
CAPEX/Vtas %[1]	*122,7%*	*2,8%*	*0,0%*	*0,3%*	*3,2%*	*1,7%*	*2,3%*	*1,8%*	*1,4%*	*2,8%*	*3,4%*	*3,2%*	*3,0%*	*3,0%*		
Free Cash Flow	**(29,9)**	**8,1**	**7,3**	**(31,4)**	**122,4**	**(59,9)**	**(220,0)**	**82,9**	**117,5**	**43,7**	**(15,7)**	**(13,5)**	**23,0**	**20,6**	***6,2%***	***49,1%***
DN/EBITDA (x)[2]	*7,2x*	*6,9x*	*6,2x*	*6,5x*	*2,5x*	*4,9x*	*10,2x*	*7,3x*	*2,9x*	*2,2x*	*2,9x*	*3,3x*	2,9x	2,6x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*9,4x*	*25,2x*	*35,6x*	*31,2x*	*n.a.*	*89,6x*	*18,9x*	*11,3x*	*31,7x*	*18,3x*	15,4x	13,5x		
EV/Vtas (x)	*6,27x*	*6,13x*	*0,45x*	*0,50x*	*1,08x*	*1,19x*	*0,61x*	*0,26x*	*0,37x*	*0,47x*	*0,49x*	*0,57x*	0,50x	0,46x		
EV/EBITDA (x)[2]	*10,1x*	*10,9x*	*8,1x*	*11,1x*	*16,5x*	*23,1x*	*21,9x*	*12,8x*	*8,8x*	*8,1x*	*9,3x*	*9,2x*	8,3x	7,7x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*35,1%*	*-12,0%*	*192,0%*	*66,5%*	*-9,2%*	*-35,2%*	*-40,5%*	*73,4%*	*21,4%*	*-9,1%*	*-1,0%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*37,9%*	*-18,1%*	*243,5%*	*48,9%*	*7,4%*	*-39,9%*	*-37,0%*	*41,3%*	*5,7%*	*-39,1%*	*-2,8%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Axon Partners Group

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 16,90 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Axon Partners Group (APG) es una empresa de pequeño tamaño con sede en Madrid (España), dedicada a prestar servicios de consultoría e inversión en activos alternativos con foco en tecnología. Con elevada presencia internacional (>90% de los ingresos de consultoría), también dispone de EUR 838Mn de activos bajo gestión en 2025. Está gestionada y controlada por Francisco Velázquez, Alfonso de León y Dimitri Kallinis (84% del capital).

Market Data

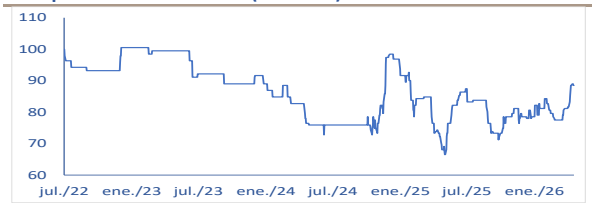
Market Cap (Mn EUR y USD)	89,7	104,3
EV (Mn EUR y USD)	67,5	78,5
Número de Acciones (Mn)	5,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	17,00 / 15,23 / 12,70	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	1,3	
Refinitiv / Bloomberg	APG.MC / APG SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

Francisco Velázquez	38,8
Alfonso de León	30,9
Dimitri Kallinis	14,3
Mutualidad Abogacía Española	3,9
Free Float	10,2

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	5,3	5,3	5,3	5,3
Total Ingresos	26,4	30,5	33,4	35,7
EBITDA Rec.	8,6	10,1	11,6	12,8
% Var.	*30,4*	*16,9*	*15,3*	*10,1*
% EBITDA Rec./Ing.	*32,7*	*33,1*	*34,8*	*35,8*
% Var EBITDA sector (2)	*8,1*	*19,8*	*18,2*	*12,7*
Beneficio neto	6,4	7,3	8,4	9,2
BPA (EUR)	1,20	1,38	1,57	1,74
% Var.	*19,8*	*15,3*	*14,0*	*10,3*
BPA ord. (EUR)	1,20	1,38	1,57	1,74
% Var.	*19,4*	*15,3*	*14,0*	*10,3*
Free Cash Flow Rec.	1,8	8,3	7,9	8,8
Pay-out (%)	*75,0*	*75,0*	*75,0*	*75,0*
DPA (EUR)	0,90	1,04	1,18	1,30
Deuda financiera neta	-5,8	-7,3	-7,8	-8,4
DN / EBITDA Rec.(x)	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
ROE (%)	*24,5*	*25,6*	*26,6*	*26,9*
ROCE (%)	*220,6*	*163,2*	*201,7*	*203,1*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	14,1	12,2	10,7	9,7
PER Ordinario	14,1	12,2	10,7	9,7
P/BV	3,3	3,0	2,7	2,5
Dividend Yield (%)	*5,3*	*6,1*	*7,0*	*7,7*
EV/Ventas	2,56	2,21	2,02	1,89
EV/EBITDA Rec.	7,8	6,7	5,8	5,3
EV/EBIT	7,8	6,7	5,8	5,3
FCF Yield (%)	*1,8*	*8,6*	*8,3*	*9,3*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*11,9*	*9,0*	*22,5*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(3) Otros: Autocartera 1,9%

(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2025: +17% en ingresos (EUR 26,4 Mn) gracias al excelente momentum del área de inversión… A nivel geográfico, Oriente Medio sigue representando el primer mercado (c.80% s/ Ingresos de Consultoría; c.50% s/ Ingresos Totales). Por divisiones, Consultoría (c.60% del mix) crece +9,8%, mientras que Inversión (Fondos de Capital Riesgo; c.32% del mix) vuelve a crecer con fuerza, +32,8% (AuM, pasan de EUR 662Mn a EUR 838Mn; +27%) y es la división que explica el elevado crecimiento de APG.

…. y EBITDA rec. +33%, hasta EUR 8,6 Mn. Aprovechando el elevado crecimiento en ingresos para continuar mejorando márgenes, que alcanzan el 32,7% (+3,4 p.p. vs 2024), gracias al elevado (y probado) apalancamiento operativo del negocio de inversión.

2026e: se mantiene el crecimiento a doble dígito. Para 2026e, esperamos un crecimiento total de ingresos del +15,5%, basado ("otra vez") en el alto crecimiento de AuM (+c.EUR 200 Mn) que permite crecer a ese área > +30% en ingresos (en línea con 2025). Con ingresos planos en consultoría. El apalancamiento operativo del área de inversión permite seguir mejorando márgenes y alcanzar los EUR 10 Mn en EBITDA rec. (+16,9%; margen del 33,1%).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Atipicidad del modelo de negocio. El c.60% de los ingresos de APG proviene de servicios de consultoría tecnológica (esencialmente, Oriente Medio), mientras que el c.40% proviene del área de inversiones alternativas. La singularidad del modelo de negocio, la diversificación y la ausencia de comparables en el mercado posicionan a APG como una opción "única" en el mercado español.

Un modelo de negocio validado. APG ha demostrado en la práctica que la complementariedad entre consultoría e inversión optimiza tanto el crecimiento de ingresos como la reducción de costes mediante economías de escala, con un elevado apalancamiento operativo. Los resultados 2025 avalan, por la vía de los hechos, el modelo de APG: que crece al c.+30% en EBITDA (c.2x el crecimiento en ingresos).

Finizens. Una plataforma digital dedicada a la gestión pasiva de carteras indexadas, que actualmente tiene EUR 557Mn en activos bajo gestión. La compañía está en break even. APG posee una participación del 24%. Sin contribución material a resultados, Finizens es una opción de generación de valor vía desinversión.

Elevada generación de caja y dividendo. Muy alta conversión de EBITDA en FCF (>70%). Además, su sólida posición financiera (caja neta EUR 5,8 Mn), posibilita mantener un pay-out estable del 75%. Para 2026e, estimamos un dividendo de EUR 5,5 Mn (dividend yield >6%).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Capacidad de atracción y retención de personal clave. El principal activo de la consultoría tecnológica es el personal, por lo que la pérdida de empleados y la dificultad para atraer nuevos consultores pueden ralentizar el crecimiento. La capacidad de retener talento y captar nuevas incorporaciones es crucial para el éxito de APG.

Elevada concentración en el sector tecnológico. Tanto el negocio de consultoría como el de inversiones de APG están centrados en el sector tecnológico. Esta concentración aumenta la sensibilidad de la compañía a los cambios y la evolución de la industria, lo que incrementa el riesgo del negocio, hiperdependiente de un único sector.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Objetivamente, una historia de crecimiento probada y singular. **Cotizando a bajos múltiplos.** Los resultados 2025 confirman el alto crecimiento del área de inversiones alternativas. Algo clave ya que el equity story pivota sobre la capacidad real de atraer nuevo capital para su línea de inversión (AuM siguen creciendo con fuerza: c.+40% vs 2023). EV/EBITDA Rec. 2026e 6,7x), muy por debajo de sector Consultoría (7,8x 2026e) y Private Equity (14,1x 2026e). Amplio recorrido en múltiplos que aún no ha cotizado (-12m, -3,2% vs Ibex35). APG es un valor de la cartera modelo de Lighthouse.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	1,0	0,9	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
Inmovilizado material	2,9	0,1	0,1	0,1	0,0	0,2	0,4	0,5
Otros activos no corrientes	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
Inmovilizado financiero	10,2	7,2	14,6	17,9	19,8	21,8	23,8	25,8
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	4,3	5,2	5,2	4,5	9,3	8,6	9,5	10,1
Total activo	**18,4**	**13,4**	**20,9**	**23,5**	**30,3**	**31,8**	**34,8**	**37,5**
Patrimonio neto	14,4	16,9	20,4	24,5	27,4	29,9	32,8	35,7
Minoritarios	3,0	2,3	2,5	2,4	2,2	2,1	2,1	2,1
Provisiones y otros pasivos a LP	1,2	1,4	1,8	1,5	1,2	1,2	1,2	1,2
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	(4,0)	(10,1)	(7,6)	(9,8)	(5,8)	(7,3)	(7,8)	(8,4)
Pasivo circulante	3,8	3,0	3,9	4,9	5,3	5,9	6,4	6,8
Total pasivo	**18,4**	**13,4**	**20,9**	**23,5**	**30,3**	**31,8**	**34,8**	**37,5**

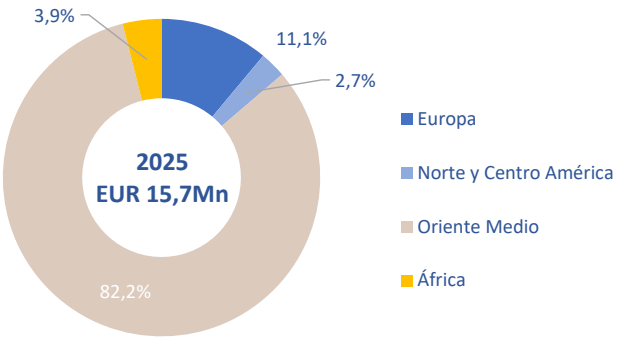
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**13,8**	**17,7**	**19,9**	**22,6**	**26,4**	**30,5**	**33,4**	**35,7**	***17,5%***	***10,6%***
Cto.Total Ingresos	*37,6%*	*28,1%*	*12,4%*	*13,7%*	*16,6%*	*15,5%*	*9,6%*	*6,9%*		
Coste de ventas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Margen Bruto	**13,8**	**17,7**	**19,9**	**22,6**	**26,4**	**30,5**	**33,4**	**35,7**	***17,5%***	***10,6%***
Margen Bruto / Ingresos	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*	*100,0%*		
Gastos de personal	(4,8)	(5,7)	(7,6)	(8,4)	(9,0)	(11,3)	(12,1)	(12,8)		
Otros costes de explotación	(5,2)	(6,6)	(6,5)	(7,6)	(8,8)	(9,1)	(9,7)	(10,1)		
EBITDA recurrente	**3,8**	**5,4**	**5,8**	**6,6**	**8,6**	**10,1**	**11,6**	**12,8**	***22,7%***	***14,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*118,3%*	*42,3%*	*7,0%*	*14,1%*	*30,4%*	*16,9%*	*15,3%*	*10,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*27,5%*	*30,6%*	*29,1%*	*29,2%*	*32,7%*	*33,1%*	*34,8%*	*35,8%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	-	-	-	-		
Gastos capitalizados	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4		
EBITDA	**4,0**	**5,5**	**6,0**	**6,9**	**9,0**	**10,4**	**12,0**	**13,1**	***22,4%***	***13,6%***
Depreciación y provisiones	(0,5)	(0,5)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,5)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**3,5**	**5,1**	**5,6**	**6,5**	**8,6**	**10,1**	**11,5**	**12,7**	***24,9%***	***13,8%***
Cto.EBIT	*97,4%*	*43,2%*	*11,4%*	*15,2%*	*32,4%*	*16,7%*	*14,9%*	*9,9%*		
EBIT / Ingresos	*25,6%*	*28,6%*	*28,4%*	*28,7%*	*32,6%*	*33,0%*	*34,6%*	*35,5%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	0,1	(0,2)	0,5	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**3,5**	**5,2**	**5,5**	**7,0**	**8,2**	**9,6**	**11,1**	**12,3**	***23,7%***	***14,4%***
Cto.Beneficio ordinario	*115,5%*	*48,8%*	*4,7%*	*27,5%*	*17,8%*	*17,6%*	*15,5%*	*10,3%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**3,5**	**5,2**	**5,5**	**7,0**	**8,2**	**9,6**	**11,1**	**12,3**	***23,7%***	***14,4%***
Impuestos	(1,2)	(1,3)	(1,6)	(1,8)	(2,0)	(2,4)	(2,8)	(3,1)		
Tasa fiscal efectiva	*34,8%*	*24,4%*	*28,9%*	*25,3%*	*24,6%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	1,1	0,7	0,3	0,1	0,2	0,1	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**3,3**	**4,6**	**4,1**	**5,3**	**6,4**	**7,3**	**8,4**	**9,2**	***17,4%***	***13,1%***
Cto.Beneficio neto	*104,0%*	*37,3%*	*-9,9%*	*28,4%*	*19,8%*	*15,3%*	*14,0%*	*10,3%*		
Beneficio ordinario neto	**3,5**	**4,7**	**4,1**	**5,3**	**6,4**	**7,3**	**8,4**	**9,2**	***15,7%***	***13,1%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*79,4%*	*33,7%*	*-12,5%*	*28,4%*	*19,4%*	*15,3%*	*14,0%*	*10,3%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**10,1**	**11,6**	**12,8**	***22,7%***	***14,1%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						1,2	(0,3)	(0,3)		
Cash Flow operativo recurrente						**11,3**	**11,3**	**12,5**	***10,0%***	***42,8%***
CAPEX						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Impuestos						(2,4)	(2,8)	(3,1)		
Free Cash Flow Recurrente						**8,3**	**7,9**	**8,8**	***5,8%***	***71,2%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(2,0)	(2,0)	(2,0)		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**6,3**	**5,9**	**6,8**	***11,2%***	***n.a.***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(4,8)	(5,5)	(6,3)		
Variación de Deuda financiera neta						**(1,5)**	**(0,4)**	**(0,6)**		

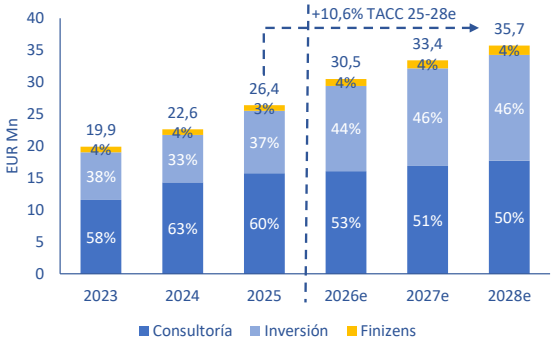
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

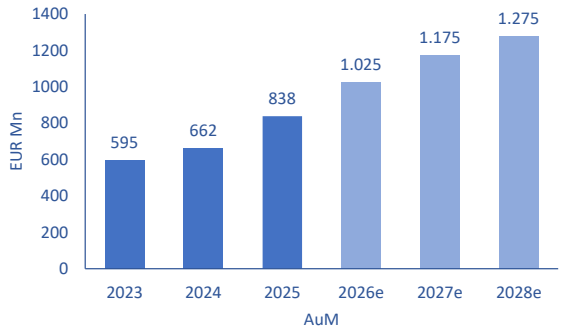
El negocio de consultoría es esencialmente internacional (Oriente Medio 82,2% de los ingresos 2025)



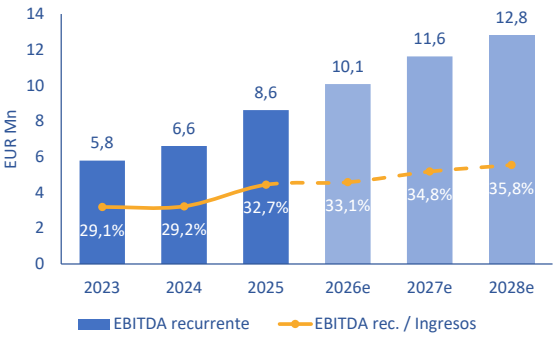
Estimamos un aumento del área de inversión (de mayor margen) en el mix (Ingresos Cons.:+10,6% TACC 25-28e)…



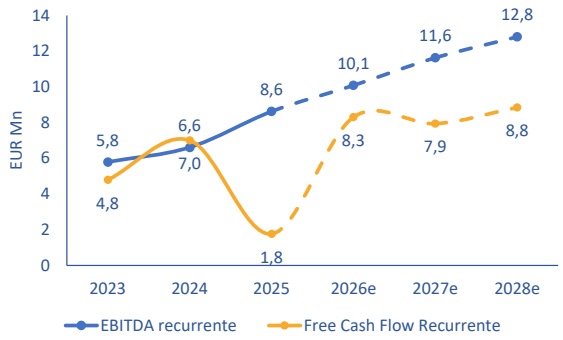
… motivado, esencialmente, por la captación de nuevos fondos que incrementen los AuM (EUR 1025Mn en 2026e vs EUR 595Mn en 2023)…



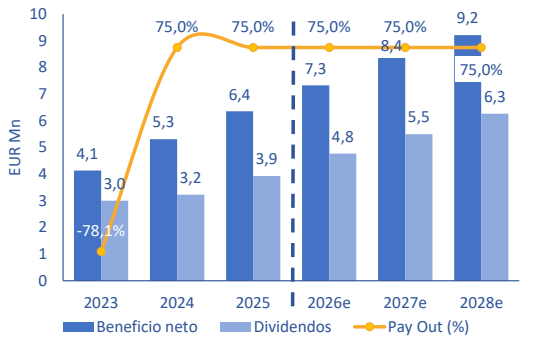
… que se traducirán en un despegue en términos de rentabilidad (Mg. EBITDA 2028e 35,8% vs 32,7% en 2025)



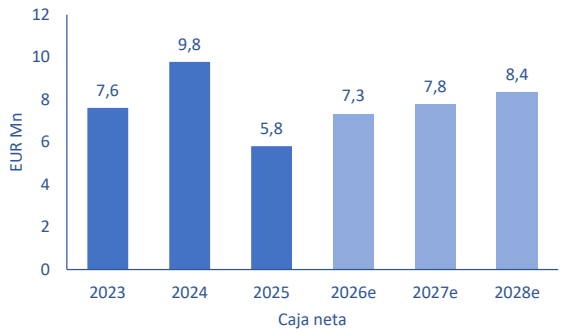
Alta capacidad de convertir el EBITDA en FCF...



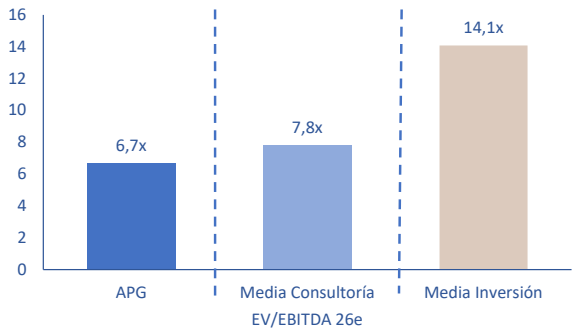
… que permitirá mantener un Pay-Out (75%) elevado y un Dividend Yield 2026e del 6,1%



Todo ello, con una posición de Caja Neta (Caja Neta/EBITDA 2026e 0,7x)



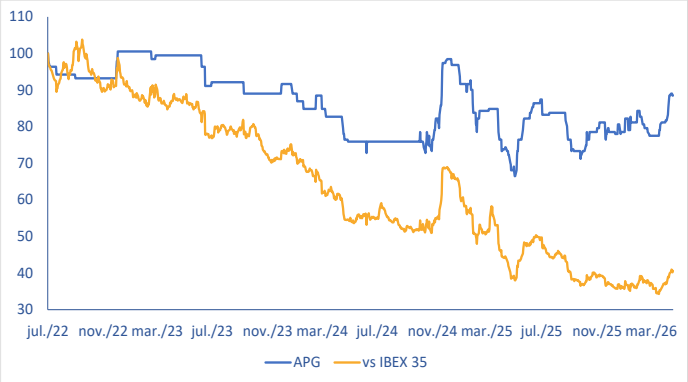
Cotizando a un EV/EBITDA 2026e de 6,7x (vs 7,8x de Consultoría y 14,1x de Inversión)



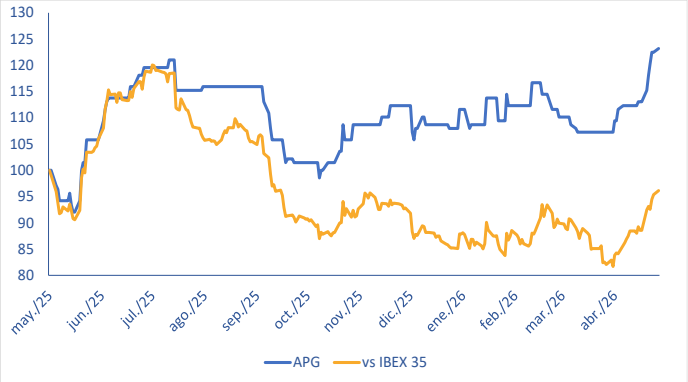
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

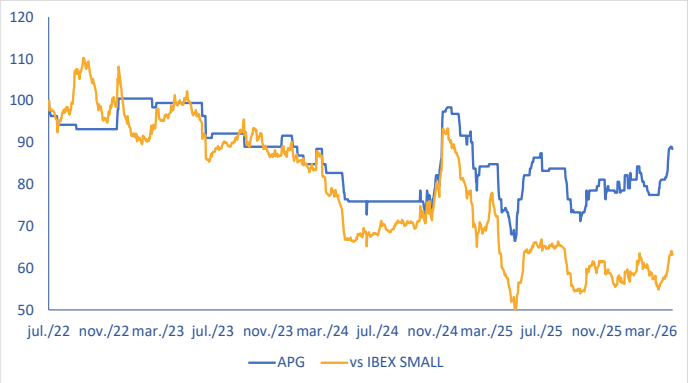
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



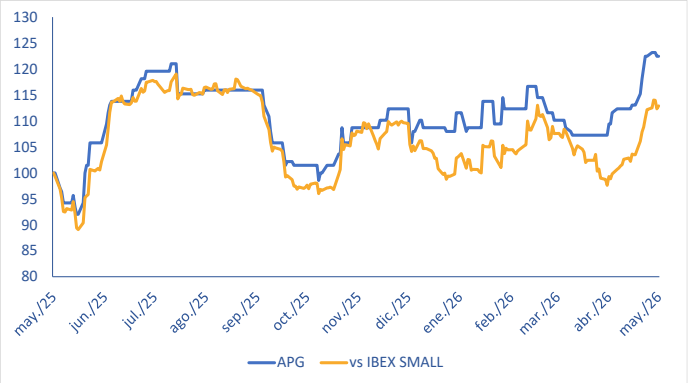
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



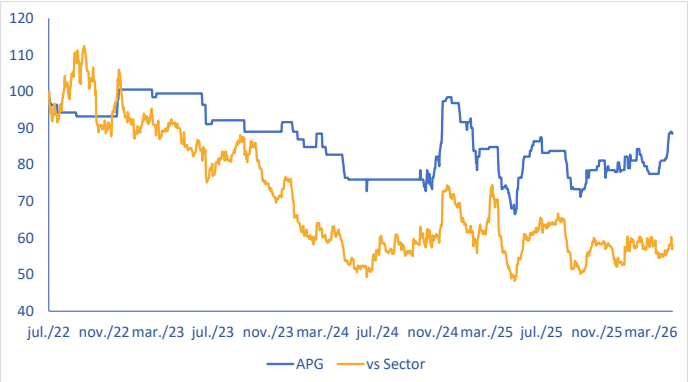
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



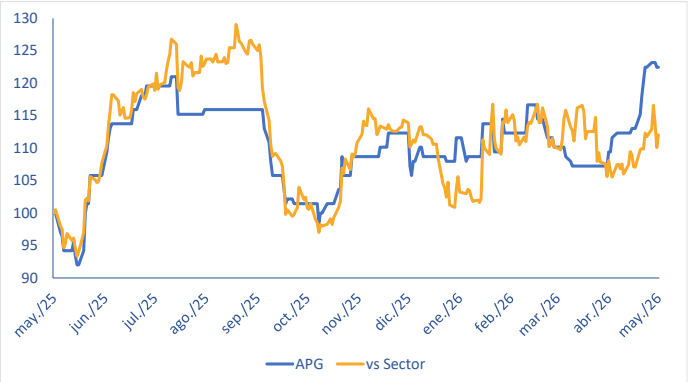
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	11,9	9,0	22,5	12,7	-11,1	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	15,5	9,3	-3,2	10,7	-53,6	n.a.
vs Euro STOXX 50	14,1	12,0	13,7	12,0	-34,1	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	13,7	8,1	12,9	9,8	-36,7	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	10,3	8,4	7,5	9,8	-32,0	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	9,4	7,1	6,3	9,1	-26,4	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	3,7	-1,7	12,0	1,3	-35,6	n.a.

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**5,4**	**5,8**	**6,6**	**8,6**	**10,1**	**11,6**	**12,8**	***16,8%***	***14,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*42,3%*	*7,0%*	*14,1%*	*30,4%*	*16,9%*	*15,3%*	*10,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*30,6%*	*29,1%*	*29,2%*	*32,7%*	*33,1%*	*34,8%*	*35,8%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,7)	0,8	1,8	(4,3)	1,2	(0,3)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**3,7**	**6,6**	**8,4**	**4,3**	**11,3**	**11,3**	**12,5**	***5,2%***	***42,8%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*25,4%*	*79,5%*	*27,1%*	*-48,9%*	*162,6%*	*0,2%*	*10,7%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*20,8%*	*33,2%*	*37,1%*	*16,3%*	*37,0%*	*33,8%*	*35,0%*		
- CAPEX	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	0,1	(0,2)	0,5	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
- Impuestos	(1,3)	(1,6)	(1,8)	(2,0)	(2,4)	(2,8)	(3,1)		
= Free Cash Flow recurrente	**2,5**	**4,8**	**7,0**	**1,8**	**8,3**	**7,9**	**8,8**	***-10,9%***	***71,2%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*77,2%*	*92,1%*	*46,3%*	*-74,8%*	*370,8%*	*-4,4%*	*11,5%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*14,1%*	*24,1%*	*31,0%*	*6,7%*	*27,2%*	*23,7%*	*24,8%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(0,0)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	3,0	(7,4)	(3,3)	(1,9)	(2,0)	(2,0)	(2,0)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(0,0)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**5,5**	**(2,7)**	**3,7**	**(0,2)**	**6,3**	**5,9**	**6,8**	***-26,6%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow	*n.a.*	*-148,1%*	*238,6%*	*-104,5%*	*n.a.*	*-5,8%*	*15,4%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*2,4%*	*4,8%*	*7,1%*	*1,8%*	*8,6%*	*8,3%*	*9,3%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*5,4%*	*n.a.*	*3,7%*	*n.a.*	*6,6%*	*6,2%*	*7,2%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**1,4**	**2,5**	**4,8**	**7,0**	**1,8**	**8,3**	**7,9**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,1	0,7	0,8	1,1	1,3	1,0	0,8
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,5	(0,3)	0,0	0,9	0,1	0,6	0,4
= Variación EBITDA recurrente	**1,6**	**0,4**	**0,8**	**2,0**	**1,5**	**1,5**	**1,2**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,9)	2,5	1,0	(6,1)	5,5	(1,5)	0,0
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**0,7**	**2,9**	**1,8**	**(4,1)**	**7,0**	**0,0**	**1,2**
+/-Variación del CAPEX	0,2	0,0	(0,0)	-	(0,1)	(0,0)	(0,0)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,2	(0,3)	0,6	(0,9)	-	-	-
+/- Variación de impuestos	(0,1)	(0,3)	(0,2)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,3)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**1,1**	**2,3**	**2,2**	**(5,2)**	**6,5**	**(0,4)**	**0,9**
Free Cash Flow Recurrente	**2,5**	**4,8**	**7,0**	**1,8**	**8,3**	**7,9**	**8,8**

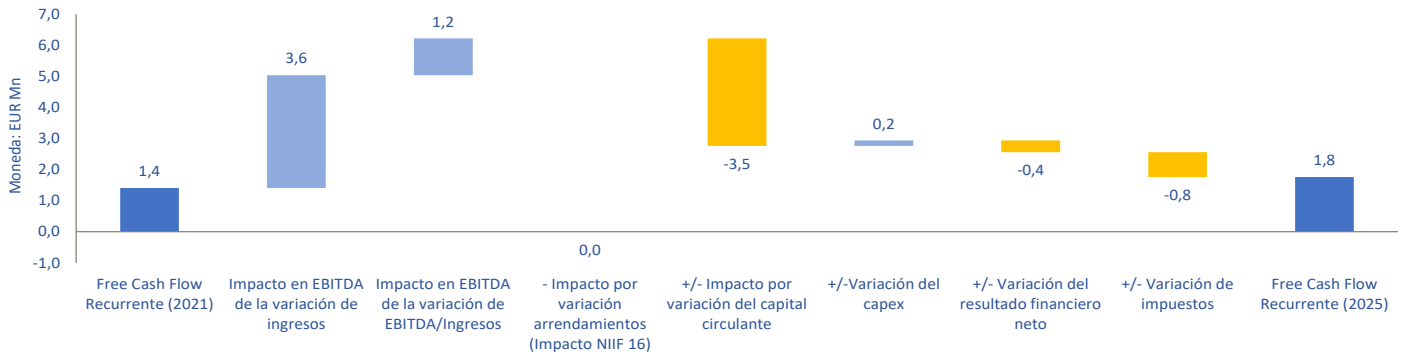
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**5,1**	**5,6**	**6,5**	**8,6**	**10,1**	**11,5**	**12,7**	***19,4%***	***13,8%***
** Tasa fiscal teórica*	*24,4%*	*28,9%*	*25,3%*	*24,6%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,2)	(1,6)	(1,6)	(2,1)	(2,5)	(2,9)	(3,2)		
EBITDA recurrente	**5,4**	**5,8**	**6,6**	**8,6**	**10,1**	**11,6**	**12,8**	***16,8%***	***14,1%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,7)	0,8	1,8	(4,3)	1,2	(0,3)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**3,7**	**6,6**	**8,4**	**4,3**	**11,3**	**11,3**	**12,5**	***5,2%***	***42,8%***
- CAPEX	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,2)	(1,6)	(1,6)	(2,1)	(2,5)	(2,9)	(3,2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**2,4**	**4,9**	**6,7**	**2,1**	**8,6**	**8,2**	**9,2**	***-4,5%***	***64,1%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*48,8%*	*106,6%*	*35,4%*	*-68,9%*	*315,4%*	*-4,3%*	*11,1%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	13,4%	24,7%	29,4%	7,9%	28,2%	24,7%	25,6%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	(0,0)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	3,0	(7,4)	(3,3)	(1,9)	(2,0)	(2,0)	(2,0)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(0,0)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**5,4**	**(2,5)**	**3,3**	**0,1**	**6,6**	**6,2**	**7,2**	***-70,3%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*n.a.*	*-146,7%*	*232,1%*	*-95,7%*	*n.a.*	*-5,5%*	*14,6%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*3,5%*	*7,3%*	*9,9%*	*3,1%*	*12,8%*	*12,2%*	*13,6%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*8,0%*	*n.a.*	*4,9%*	*0,2%*	*9,8%*	*9,2%*	*10,6%*		

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

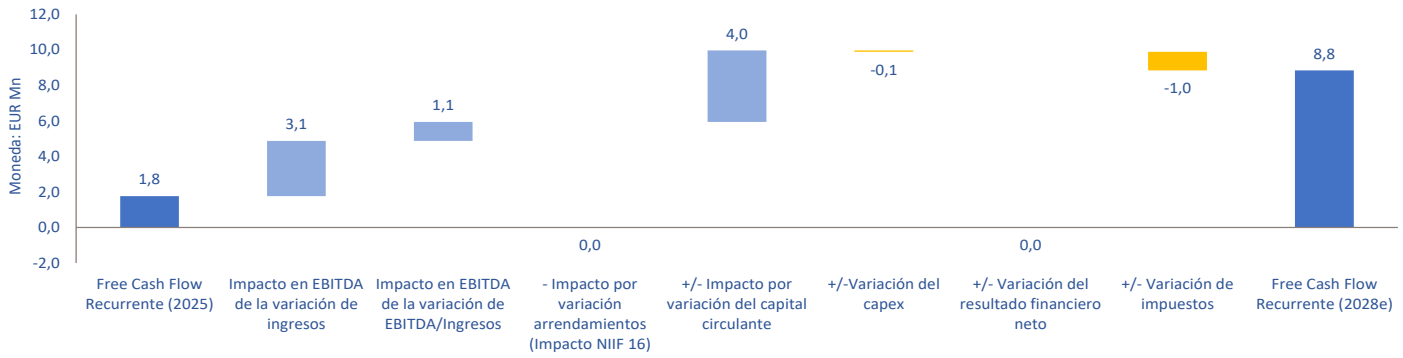
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

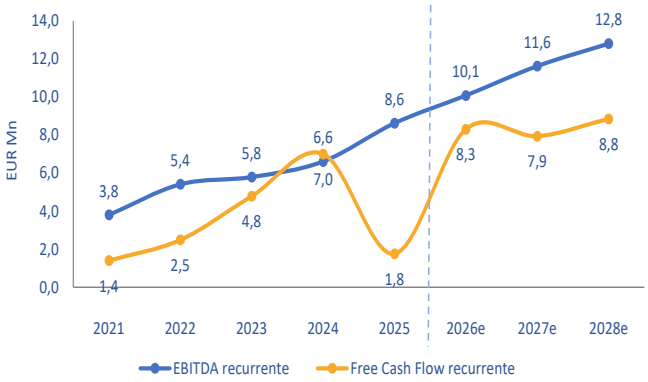
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



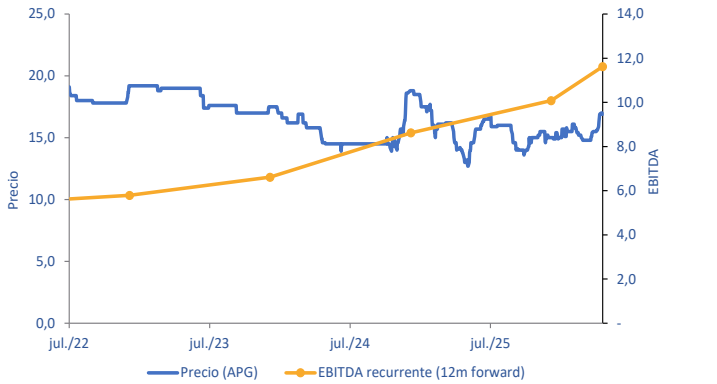
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**6,6**	**6,2**	**7,2**	**113,3**

Market Cap	**89,7**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**-5,8**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	3,0%	Coste de la deuda neta	2,8%	3,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**2,4%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**2,2%**	**2,6%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,2	B (estimación propia)	1,1	1,3
Coste del Equity	**10,8%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,7%**	**12,1%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D	=	=
WACC	**10,8%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,7%**	**12,1%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	89,7	
+ Minoritarios	2,2	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,2	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	(5,8)	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	19,8	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**67,5**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	61,3%	100,8%	141,4%	306,1%	220,6%

	2025	2028e
ROCE - WACC	209,8%	192,3%
FCF Yield - WACC	-7,7%	2,8%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	**38,3%**	**12,8**	**5,3x**
Central	**34,8%**	**11,6**	**5,8x**
Min	**31,3%**	**10,5**	**6,5x**

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	0,4%	0,5%	0,6%
12,8	**9,1**	**9,1**	**9,1**
11,6	**8,0**	**7,9**	**7,9**
10,5	**6,8**	**6,8**	**6,7**

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	**9,6%**	**9,5%**	**9,5%**
Central	**8,3%**	**8,3%**	**8,3%**
Min	**7,1%**	**7,1%**	**7,1%**

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	33,3%	33,3%	33,3%
% de consejeros dominicales	66,7%	66,7%	66,7%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	16,7%	0,0%	0,0%
% de mujeres en la plantilla	29,7%	25,6%	30,8%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	18,9%	20,2%	16,5%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Consultoría							Private Equity					
	EUR Mn	Accenture	Marsh & Mclennan	CAP Gemini	Booz Allen	Sopra Steria Group	Wavestone	Average	EQT AB	TPG	Bridgepoint Group	Tikehau Capital	Average	APG
Datos Mercado	Ticker (Factset)	ACN	MMC	CAPP.PA	BAH	SOPR.PA	WAVE.PA		EQTAB.ST	TPG.O	BPTB.L	TKOO.PA		APG.MC
	País	Ireland	USA	France	USA	France	France		Sweden	USA	UK	France		Spain
	Market cap	83.697,0	65.476,3	16.476,7	7.372,6	2.555,7	1.062,2		34.582,6	13.974,4	2.649,1	3.262,7		89,7
	Enterprise value (EV)	81.393,9	81.896,4	22.888,9	9.984,1	3.282,1	1.068,1		2.853,1	17.461,1	6.104,1	4.933,2		67,5
Información financiera básica	Total Ingresos	63.293,3	24.242,2	24.000,4	9.877,9	5.763,7	958,0		266,9	2.208,9	741,3	884,4		30,5
	Cto.Total Ingresos	*6,4%*	*5,2%*	*6,8%*	*1,9%*	*2,0%*	*0,4%*	*3,8%*	*10,6%*	*-44,6%*	*1,9%*	*1564,0%*	*383,0%*	*15,5%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*5,7%*	*5,0%*	*4,1%*	*-41,4%*	*3,2%*	*3,1%*	*-3,4%*	*21,9%*	*18,1%*	*8,8%*	*2,9%*	*12,9%*	*8,3%*
	EBITDA	12.048,7	6.912,9	3.714,5	1.058,8	686,0	133,8		159,2	1.265,2	407,0	514,3		10,4
	Cto. EBITDA	*15,6%*	*6,4%*	*16,1%*	*3,4%*	*-1,5%*	*n.a.*	*8,0%*	*12,5%*	*78,5%*	*-2,1%*	*n.a.*	*29,6%*	*16,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*7,3%*	*6,7%*	*5,7%*	*-41,4%*	*4,4%*	*7,9%*	*-1,6%*	*29,8%*	*30,7%*	*10,2%*	*2,3%*	*18,3%*	*12,3%*
	EBITDA/Ingresos	*19,0%*	*28,5%*	*15,5%*	*10,7%*	*11,9%*	*14,0%*	*16,6%*	*59,6%*	*57,3%*	*54,9%*	*58,2%*	*57,5%*	*34,2%*
	EBIT	9.924,3	5.551,3	2.873,2	932,3	494,4	114,6		135,8	1.004,9	371,4	527,5		10,1
	Cto. EBIT	*7,2%*	*-3,0%*	*14,9%*	*6,0%*	*-1,4%*	*n.a.*	*4,7%*	*33,0%*	*71,6%*	*8,9%*	*317,0%*	*107,6%*	*16,7%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*6,8%*	*12,9%*	*6,8%*	*-41,4%*	*5,7%*	*9,4%*	*0,0%*	*33,6%*	*26,6%*	*10,3%*	*-1,1%*	*17,4%*	*12,4%*
	EBIT/Ingresos	*15,7%*	*22,9%*	*12,0%*	*9,4%*	*8,6%*	*12,0%*	*13,4%*	*50,9%*	*45,5%*	*50,1%*	*59,6%*	*51,5%*	*33,0%*
	Beneficio Neto	7.393,0	4.370,7	2.126,3	627,9	343,6	80,4		131,8	916,0	292,0	370,5		7,3
	Cto. Beneficio Neto	*10,5%*	*20,9%*	*30,0%*	*-1,1%*	*12,2%*	*n.a.*	*14,5%*	*97,6%*	*78,9%*	*346,0%*	*778,5%*	*325,2%*	*15,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*7,2%*	*8,4%*	*6,7%*	*-41,4%*	*7,1%*	*10,7%*	*-0,2%*	*32,4%*	*-15,1%*	*12,9%*	*0,2%*	*7,6%*	*12,1%*
	CAPEX/Ventas	*1,0%*	*1,3%*	*1,6%*	*0,9%*	*2,0%*	*0,8%*	*1,3%*	*1,6%*	*0,9%*	*1,9%*	*0,5%*	*1,2%*	*0,5%*
	Free Cash Flow	9.468,2	3.656,2	2.039,0	765,8	306,2	83,4		154,4	963,7	296,5	213,7		6,3
	Deuda financiera Neta	(4.313,6)	12.710,5	4.384,0	2.673,5	363,3	(65,9)		109,9	1.552,8	594,2	1.427,0		(7,3)
	DN/EBITDA (x)	n.a.	1,8	1,2	2,5	0,5	n.a.	1,5	0,7	1,2	1,5	2,8	1,5	n.a.
	Pay-out	*47,0%*	*35,8%*	*27,8%*	*41,7%*	*29,6%*	*0,0%*	*30,3%*	*40,4%*	*31,7%*	*32,9%*	*43,9%*	*37,2%*	*75,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	11,5	15,3	7,6	11,5	7,4	13,0	11,1	23,2	15,1	10,3	8,9	14,4	12,2
	P/BV (x)	3,0	4,7	1,3	10,4	1,1	1,6	3,7	4,0	4,8	2,2	0,9	3,0	3,0
	EV/Ingresos (x)	1,3	3,4	1,0	1,0	0,6	1,1	1,4	10,7	7,9	8,2	5,6	8,1	2,2
	EV/EBITDA (x)	6,8	11,8	6,2	9,4	4,8	8,0	7,8	17,9	13,8	15,0	9,6	14,1	6,5
	EV/EBIT (x)	8,2	14,8	8,0	10,7	6,6	9,3	9,6	21,0	17,4	16,4	9,4	16,0	6,7
	ROE	*26,5*	*29,1*	*16,8*	*76,4*	*15,4*	*12,0*	*29,4*	*16,5*	*34,0*	*20,2*	*11,3*	*20,5*	*25,6*
	FCF Yield (%)	*11,3*	*5,6*	*12,4*	*10,4*	*12,0*	*7,8*	*9,9*	*0,4*	*6,9*	*11,2*	*6,6*	*6,3*	*8,6*
	DPA	*5,56*	*3,19*	*3,50*	*2,05*	*5,23*	*0,49*	*3,34*	*0,05*	*2,09*	*0,12*	*0,92*	*0,79*	*1,04*
	Dvd Yield	*4,1%*	*2,3%*	*3,6%*	*3,4%*	*4,0%*	*1,2%*	*3,1%*	*0,2%*	*5,7%*	*0,0%*	*5,0%*	*2,7%*	*6,1%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos							**13,8**	**17,7**	**19,9**	**22,6**	**26,4**	**30,5**	**33,4**	**35,7**	***n.a.***	***10,6%***
Cto. Total ingresos							*n.a.*	*28,1%*	*12,4%*	*13,7%*	*16,6%*	*15,5%*	*9,6%*	*6,9%*		
EBITDA							**4,0**	**5,5**	**6,0**	**6,9**	**9,0**	**10,4**	**12,0**	**13,1**	***n.a.***	***13,6%***
Cto. EBITDA							*n.a.*	*38,4%*	*9,4%*	*13,8%*	*30,4%*	*16,3%*	*14,8%*	*9,8%*		
EBITDA/Ingresos							*28,9%*	*31,2%*	*30,4%*	*30,4%*	*34,0%*	*34,2%*	*35,8%*	*36,8%*		
Beneficio neto							**3,3**	**4,6**	**4,1**	**5,3**	**6,4**	**7,3**	**8,4**	**9,2**	***n.a.***	***13,1%***
Cto. Beneficio neto							*n.a.*	*37,3%*	*-9,9%*	*28,4%*	*19,8%*	*15,3%*	*14,0%*	*10,3%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)							5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3		
BPA (EUR)							0,63	0,86	0,78	1,00	1,20	1,38	1,57	1,74	*n.a.*	*13,1%*
Cto. BPA							*n.a.*	*37,3%*	*-9,9%*	*28,4%*	*19,8%*	*15,3%*	*14,0%*	*10,3%*		
BPA ord. (EUR)							0,67	0,89	0,78	1,00	1,20	1,38	1,57	1,74	*n.a.*	*13,1%*
Cto. BPA ord.							*n.a.*	*33,7%*	*-12,5%*	*28,4%*	*19,4%*	*15,3%*	*14,0%*	*10,3%*		
CAPEX							(0,3)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
CAPEX/Vtas %[1]							*2,0%*	*0,4%*	*0,3%*	*0,4%*	*0,4%*	*0,5%*	*0,5%*	*0,5%*		
Free Cash Flow							**(0,3)**	**5,5**	**(2,7)**	**3,7**	**(0,2)**	**6,3**	**5,9**	**6,8**	**n.a.**	**n.a.**
DN/EBITDA (x)[2]							*-1,0x*	*-1,8x*	*-1,3x*	*-1,4x*	*-0,6x*	*-0,7x*	-0,6x	-0,6x		
PER (x)							*n.a.*	*22,2x*	*22,5x*	*18,8x*	*12,5x*	*12,2x*	10,7x	9,7x		
EV/Vtas (x)							*n.a.*	*5,76x*	*4,67x*	*4,41x*	*3,02x*	*2,21x*	2,02x	1,89x		
EV/EBITDA (x)[2]							*n.a.*	*18,4x*	*15,4x*	*14,5x*	*8,9x*	*6,5x*	5,6x	5,1x		
Comport. Absoluto							*n.a.*	*n.a.*	*-8,9%*	*7,4%*	*-20,2%*	*12,7%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35							*n.a.*	*n.a.*	*-25,8%*	*-6,4%*	*-46,5%*	*10,7%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Bytetravel

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Carmen Iglesias Hidalgo – lighthouse@institutodeanalistas.com
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 4,50 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

Bytetravel (SCBYT), es una traveltech (tecnología para viajes), con sede en Barcelona, especializada en la digitalización de trámites para viajeros internacionales. A través de su plataforma Visagov (c. 80%/ingresos 2025), tramita visados electrónicos para más de 70 países y ha evolucionado hacia un ecosistema multivertical que integra eSIMs, seguros y salas VIP. Opera bajo un modelo digital y escalable. El fundador controla c. 70% del capital.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	134,9	156,9
EV (Mn EUR y USD)	129,9	151,1
Número de Acciones (Mn)	30,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	7,00 / 5,62 / 4,16	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación(1)	2,5	
Refinitiv / Bloomberg	SCBYT.MC / SCBYT SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Axel Serena Lobo	70,7
Javier Martín Chocarro	5,0
Autocartera	0,2
Free Float	24,0

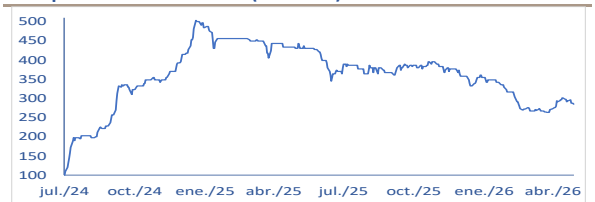
Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	30,0	30,0	30,0	30,0
Total Ingresos	19,4	28,8	38,4	50,2
EBITDA Rec.	-1,8	4,6	8,4	13,0
% Var.	*-196,4*	*358,5*	*83,2*	*54,5*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*15,9*	*21,9*	*25,9*
% Var EBITDA sector (2)	*8,1*	*19,8*	*18,2*	*12,7*
Beneficio neto	0,2	4,3	7,1	10,5
BPA (EUR)	0,01	0,14	0,24	0,35
% Var.	*-91,5*	*n.a.*	*64,3*	*47,5*
BPA ord. (EUR)	-0,02	0,14	0,24	0,35
% Var.	*-123,5*	*991,8*	*64,3*	*47,5*
Free Cash Flow Rec.	-0,7	1,4	5,7	9,1
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	-4,0	-5,4	-11,1	-21,3
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	-1,2	-1,3	-1,6
ROE (%)	*3,3*	*49,3*	*49,0*	*44,1*
ROCE (%)	*n.a.*	*139,6*	*135,1*	*158,0*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	31,2	19,0	12,9
PER Ordinario	n.a.	31,2	19,0	12,9
P/BV	n.a.	12,3	7,5	4,6
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	6,69	4,51	3,39	2,59
EV/EBITDA Rec.	n.a.	28,4	15,5	10,0
EV/EBIT	n.a.	22,5	13,7	9,3
FCF Yield (%)	*n.a.*	*1,0*	*4,3*	*6,8*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*5,1*	*-13,5*	*-34,3*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

1T26: fuerte crecimiento (c. +50% vs 1T25) y primeras señales de apalancamiento operativo. Tras un 2025 marcado por un fuerte crecimiento (ingresos de EUR 19,4 Mn; +74% vs 2024) y una elevada inversión en marketing y desarrollo de nuevos verticales (EBITDA rec. de EUR -1,8 Mn vs EUR 1,8 Mn en 2024), los resultados del 1T26 empiezan a reflejar una mejora clara en eficiencia. Los ingresos alcanzaron EUR 7,3 Mn (+49,9%), impulsados por Roamic (eSIM) y el cross-selling (seguros y salas VIP). Adicionalmente, el retorno de la inversión en marketing (ROAS) mejoró un +23% hasta EUR 1,61 y el margen de contribución un +73,8%, apuntando una mejora de la eficiencia comercial y mostrando el apalancamiento operativo del modelo.

2026e: fuerte crecimiento (+48,2%) y recuperación de márgenes por mayor eficiencia comercial y apalancamiento operativo. Estimamos ingresos de EUR 28,8 Mn en 2026e (+48,2%), impulsados por el crecimiento de Roamic y el desarrollo del cross-selling, aunque el negocio de visados seguirá concentrando c. 70% de las ventas. Esperamos además continuidad en la mejora de la eficiencia comercial observada en el 1T26, lo que debería permitir una fuerte expansión del EBITDA rec. hasta EUR 4,6 Mn (margen 15,9%) y un beneficio neto de EUR 4,3 Mn.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Mercado enorme y estructuralmente creciente. Tendencias como el crecimiento del turismo internacional, la digitalización de procesos administrativos y el mayor control fronterizo (ETIAS en Europa, ETA en UK, etc.) están impulsando la demanda de soluciones digitales de tramitación. Según Business Research Insight, el mercado global de externalización de visados (80%/Vtas 2025 de SCBYT) podría crecer a una TACC del +13% hasta 2035, sobre un mercado estimado de EUR 3.500 Mn en 2025.

Diversificación geográfica (97%/Vtas). SCBYT tramita visados para más de 70 países y cuenta con una base de clientes diversificada, con presencia relevante en EE.UU. (18%/Vtas), Reino Unido (17%), Alemania (12%) o Japón (5%). Lo que reduce la dependencia de un mercado concreto y refuerza la escalabilidad del modelo. En 2025, SCBYT superó 680 mil visados tramitados y 3,2 Mn de usuarios registrados.

Modelo asset light y cross-selling. SCBYT se apoya en una plataforma tecnológica propia (IA, OCR, automatización y APIs) que le permite escalar volúmenes con una estructura de costes contenida. La expansión hacia nuevos servicios (eSIM, seguros, salas VIP, etc.) refuerza además la monetización de su base de usuarios mediante estrategias de cross-selling, incrementando el ingreso por cliente sin elevar significativamente los costes de adquisición (CAC).

TACC 2025-2028e en ingresos del +37,2%, hasta EUR 50,2 Mn en 2028e, impulsada principalmente por el crecimiento del volumen de visados y eSIM. La progresiva mejora de la eficiencia comercial y el desarrollo de estrategias de cross-selling deberían traducirse en una fuerte expansión del EBITDA rec (EUR 13,0 Mn en 2028e; margen 25,9%), reflejando el elevado apalancamiento operativo del modelo. Además, debería trasladarse también a beneficio neto y FCF (CAPEX muy reducido).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Fuerte presión competitiva. SCBYT compite frente a operadores globales de mayor escala, dependiendo de mantener su ventaja tecnológica y la eficiencia en captación (CAC/ROAS). Un deterioro en estas métricas podría limitar crecimiento y márgenes.

Dependencia del negocio de visados y regulación. El negocio principal presenta una elevada exposición a cambios regulatorios/políticos vinculados a movilidad internacional. La eliminación de visados en determinadas rutas o plataformas gubernamentales directas podrían impactar negativamente.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El equity story de SCBYT pivota sobre la capacidad de escalar (mucho) el modelo y convertir el crecimiento en rentabilidad. Pese a la caída reciente de la acción (-12m: -34,3%), cotiza a 28,4x EV/EBITDA rec. 2026e, que se reduciría hasta 10,0x EV/EBITDA rec. 2028e debido al fuerte crecimiento y expansión de márgenes esperada (múltiplo aún superior a comparables maduros). Lo que refleja la confianza del mercado en la ejecución, pero también deja un margen de error reducido. Y convierte 2026e-2027e en años clave para demostrar apalancamiento operativo y sujetar la cotización.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial		0,0	0,1	1,0	2,4	4,0	5,6	7,2
Inmovilizado material		0,0	0,0	0,0	0,0	(0,3)	(0,8)	(1,3)
Otros activos no corrientes		-	-	-	-	-	-	-
Inmovilizado financiero		0,1	0,1	0,4	1,0	1,0	1,0	1,0
Fondo de comercio y otros intangibles		-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante		0,2	1,4	1,6	1,4	3,2	4,2	5,5
Total activo		**0,4**	**1,6**	**3,1**	**4,8**	**7,8**	**10,0**	**12,3**
Patrimonio neto		0,5	2,5	6,6	6,6	11,0	18,1	29,6
Minoritarios		-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP		-	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos no corrientes		0,0	(0,1)	0,1	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Deuda financiera neta		(0,9)	(2,3)	(4,4)	(4,0)	(5,4)	(11,1)	(21,3)
Pasivo circulante		0,9	1,4	0,8	2,3	2,4	3,2	4,1
Total pasivo		**0,4**	**1,6**	**3,1**	**4,8**	**7,8**	**10,0**	**12,3**

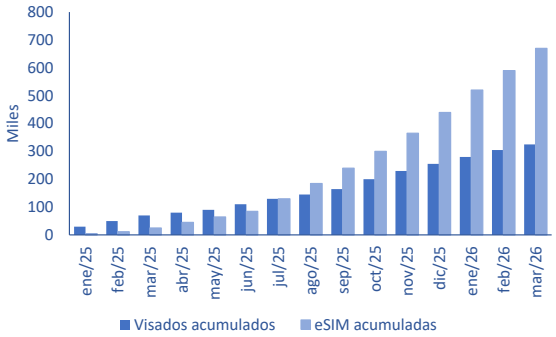
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos		**4,5**	**8,5**	**11,2**	**19,4**	**28,8**	**38,4**	**50,2**	***n.a.***	***37,2%***
Cto.Total Ingresos		*252,0%*	*89,2%*	*32,0%*	*73,6%*	*48,2%*	*33,2%*	*30,7%*		
Coste de ventas		(1,3)	(0,2)	(0,0)	(1,5)	(5,4)	(8,2)	(11,9)		
Margen Bruto		**3,2**	**8,3**	**11,2**	**17,9**	**23,4**	**30,2**	**38,3**	***n.a.***	***28,8%***
Margen Bruto / Ingresos		*70,4%*	*97,9%*	*100,0%*	*92,2%*	*81,1%*	*78,6%*	*76,4%*		
Gastos de personal		(0,3)	(0,7)	(1,7)	(2,4)	(3,3)	(3,9)	(4,7)		
Otros costes de explotación		(2,6)	(5,5)	(7,6)	(17,3)	(15,5)	(17,8)	(20,6)		
EBITDA recurrente		**0,3**	**2,1**	**1,8**	**(1,8)**	**4,6**	**8,4**	**13,0**	***n.a.***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente		*-33,4%*	*713,1%*	*-13,4%*	*-196,4%*	*358,5%*	*83,2%*	*54,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos		*5,8%*	*25,0%*	*16,4%*	*n.a.*	*15,9%*	*21,9%*	*25,9%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.		0,1	0,0	0,2	0,3	-	-	-		
Gastos capitalizados		-	0,1	0,9	1,6	1,6	1,6	1,6		
EBITDA		**0,3**	**2,3**	**2,9**	**0,1**	**6,2**	**10,0**	**14,6**	***n.a.***	***n.a.***
Depreciación y provisiones		(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,4)	(0,5)	(0,6)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-	-		
EBIT		**0,3**	**2,3**	**2,9**	**(0,2)**	**5,8**	**9,5**	**14,0**	***n.a.***	***n.a.***
Cto.EBIT		*-12,7%*	*567,8%*	*25,8%*	*-105,5%*	*n.a.*	*64,3%*	*47,5%*		
EBIT / Ingresos		*7,6%*	*27,0%*	*25,7%*	*n.a.*	*20,1%*	*24,7%*	*27,9%*		
Impacto fondo de comercio y otros		-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto		(0,0)	(0,0)	0,1	(0,1)	-	-	-		
Resultados por puesta en equivalencia		-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario		**0,3**	**2,3**	**3,0**	**(0,2)**	**5,8**	**9,5**	**14,0**	***n.a.***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario		*-17,6%*	*600,5%*	*30,4%*	*-107,3%*	*n.a.*	*64,3%*	*47,5%*		
Extraordinarios		0,0	0,8	0,4	0,5	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos		**0,4**	**3,0**	**3,4**	**0,3**	**5,8**	**9,5**	**14,0**	***n.a.***	***n.a.***
Impuestos		(0,1)	(0,8)	(0,8)	(0,1)	(1,4)	(2,4)	(3,5)		
Tasa fiscal efectiva		*21,9%*	*24,9%*	*25,0%*	*23,2%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios		-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas		-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto		**0,3**	**2,3**	**2,5**	**0,2**	**4,3**	**7,1**	**10,5**	***n.a.***	***n.a.***
Cto.Beneficio neto		*-25,9%*	*679,5%*	*12,2%*	*-91,5%*	*n.a.*	*64,3%*	*47,5%*		
Beneficio ordinario neto		**0,2**	**1,7**	**2,1**	**(0,5)**	**4,3**	**7,1**	**10,5**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Beneficio ordinario neto		*-51,8%*	*789,0%*	*23,2%*	*-123,5%*	*991,8%*	*64,3%*	*47,5%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**4,6**	**8,4**	**13,0**	***n.a.***	***n.a.***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(1,7)	(0,3)	(0,3)		
Cash Flow operativo recurrente						**2,8**	**8,1**	**12,6**	***n.a.***	***n.a.***
CAPEX						(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Impuestos						(1,4)	(2,4)	(3,5)		
Free Cash Flow Recurrente						**1,4**	**5,7**	**9,1**	***n.a.***	***n.a.***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**1,4**	**5,7**	**9,1**	***n.a.***	***n.a.***
Ampliaciones de capital						-	-	1,0		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**(1,4)**	**(5,7)**	**(10,1)**		

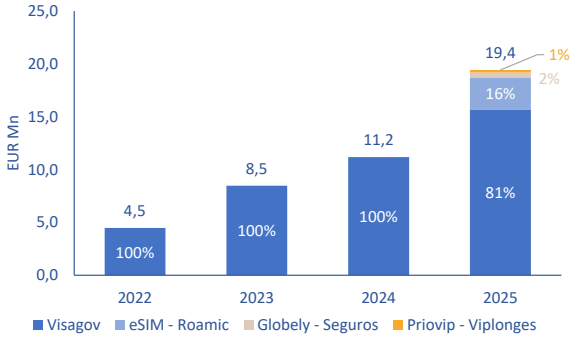
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

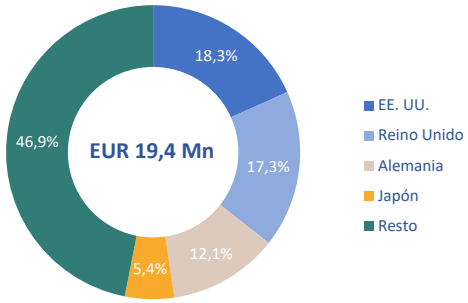
El volumen de visados tramitados (>250k en 2025) y eSIMs vendidas (>400k en 2025) continúa acelerándose



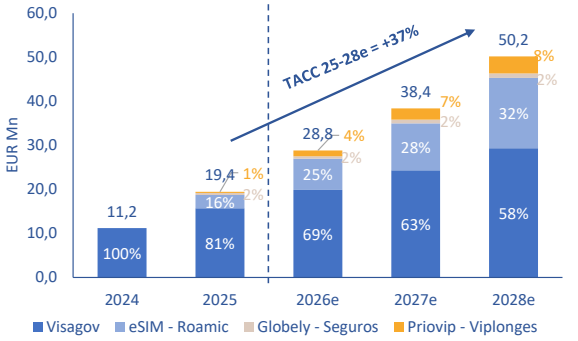
Situando los ingresos 2025 en EUR 19,4 Mn (+74% vs 2024), con una contribución creciente del negocio de eSIMs (c. 16% /Ingresos 2025)



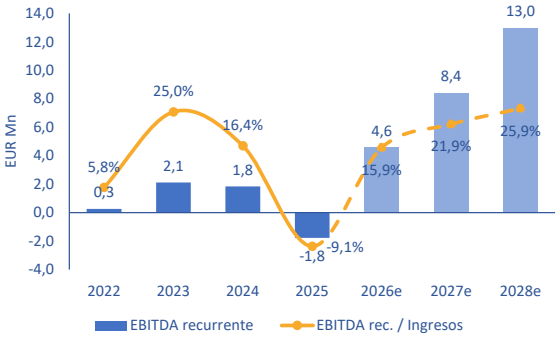
Un modelo de negocio diversificado geográficamente



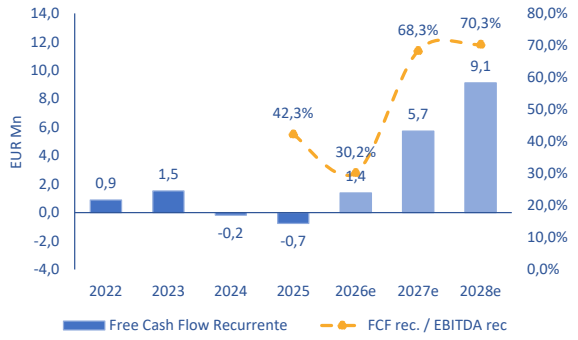
Estimamos un fuerte crecimiento de ingresos, avanzando también en la estrategia multivertical: ingresos de EUR 28,8 Mn en 2026e y EUR 50 Mn en 2028e



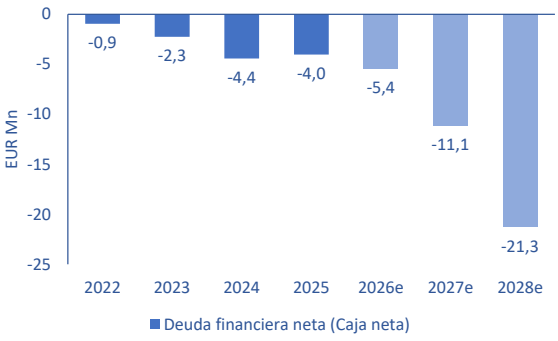
Una mayor eficiencia comercial y el apalancamiento operativo impulsarán el EBITDA rec. (EUR 4,6 Mn en 2026; margen 15,9%), con mucho recorrido adicional



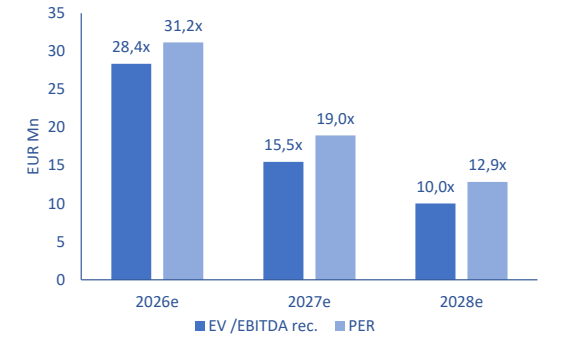
El modelo asset light impulsará la generación de FCF



Una estructura de balance muy sana (caja neta de EUR 4,0 Mn 2025), con capacidad de financiar el crecimiento (orgánico e inorgánico)



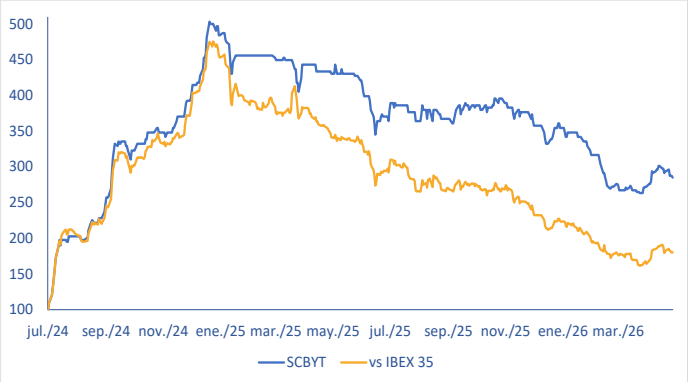
EV/EBITDA rec. 2026e de 28,4x, que se reduce a 10,0x EBITDA 2028e (por fuerte crecimiento y mejora de rentabilidad esperada)



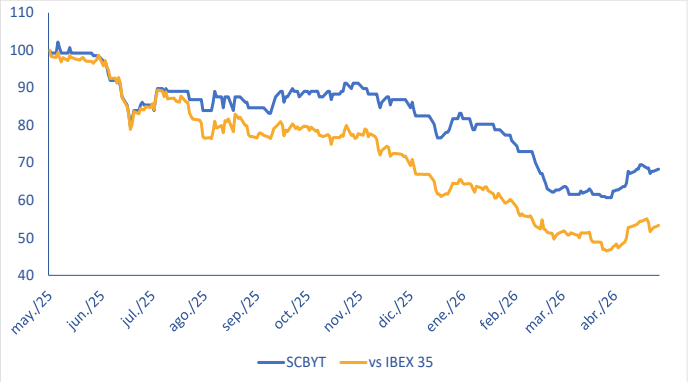
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

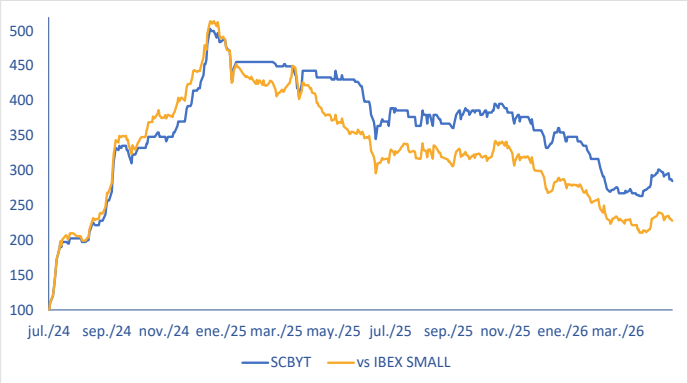
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



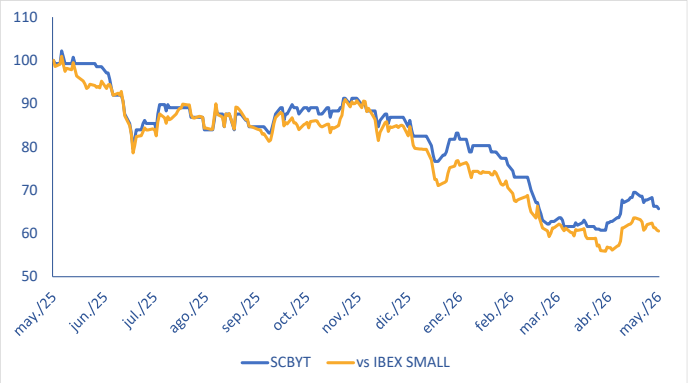
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



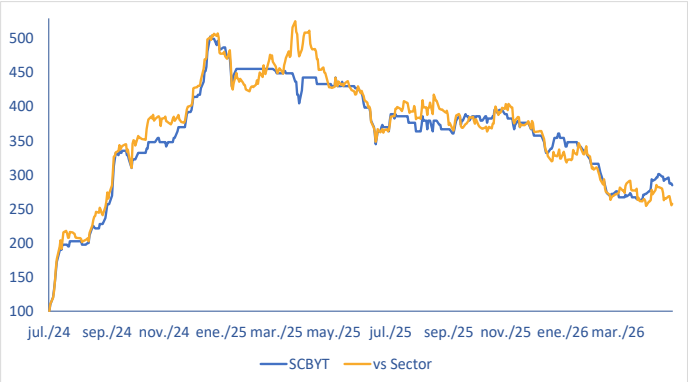
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



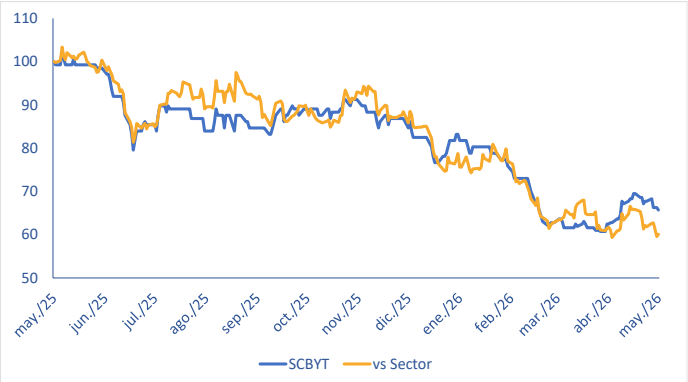
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	5,1	-13,5	-34,3	-14,3	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	8,5	-13,2	-48,1	-15,8	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	7,2	-11,1	-39,0	-14,8	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	6,8	-14,2	-39,4	-16,5	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	3,6	-14,0	-42,3	-16,4	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	2,8	-15,0	-43,0	-17,0	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-2,6	-21,9	-39,9	-22,9	n.a.	n.a.

(1) Detalles constituyentes en Pág. xx

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**0,3**	**2,1**	**1,8**	**(1,8)**	**4,6**	**8,4**	**13,0**	***n.a.***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*-33,4%*	*713,1%*	*-13,4%*	*-196,4%*	*358,5%*	*83,2%*	*54,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*5,8%*	*25,0%*	*16,4%*	*n.a.*	*15,9%*	*21,9%*	*25,9%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,6	(0,6)	(0,8)	1,7	(1,7)	(0,3)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**0,9**	**1,5**	**1,0**	**(0,0)**	**2,8**	**8,1**	**12,6**	***-26,7%***	***n.a.***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*127,0%*	*71,5%*	*-35,2%*	*-103,2%*	*n.a.*	*185,4%*	*55,6%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*19,9%*	*18,0%*	*8,8%*	*n.a.*	*9,9%*	*21,2%*	*25,2%*		
- CAPEX	-	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	-	-	0,1	(0,2)	-	-	-		
- Impuestos	-	-	(1,2)	(0,6)	(1,4)	(2,4)	(3,5)		
= Free Cash Flow recurrente	**0,9**	**1,5**	**(0,2)**	**(0,7)**	**1,4**	**5,7**	**9,1**	***-41,7%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*127,0%*	*71,5%*	*-111,7%*	*-320,6%*	*284,5%*	*314,6%*	*59,1%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*19,9%*	*18,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*4,8%*	*14,9%*	*18,2%*		
- Gastos de reestructuración y otros	0,1	0,0	0,2	0,3	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,0	0,8	0,6	0,1	-	-	-		
= Free Cash Flow	**1,0**	**2,3**	**0,6**	**(0,4)**	**1,4**	**5,7**	**9,1**	***-33,9%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow	*160,3%*	*126,2%*	*-73,0%*	*-165,3%*	*440,2%*	*314,6%*	*59,1%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*0,7%*	*1,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*1,0%*	*4,3%*	*6,8%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*0,8%*	*1,7%*	*0,5%*	*n.a.*	*1,0%*	*4,3%*	*6,8%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)		**0,9**	**1,5**	**(0,2)**	**(0,7)**	**1,4**	**5,7**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos		0,2	0,7	1,4	(0,9)	1,5	2,6
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos		1,6	(1,0)	(5,0)	7,2	2,3	2,0
= Variación EBITDA recurrente		**1,9**	**(0,3)**	**(3,6)**	**6,4**	**3,8**	**4,6**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante		(1,2)	(0,3)	2,6	(3,5)	1,5	(0,1)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente		**0,6**	**(0,5)**	**(1,0)**	**2,9**	**5,3**	**4,5**
+/-Variación del CAPEX		-	(0,0)	0,0	(0,0)	-	-
+/- Variación del resultado financiero neto		-	0,1	(0,2)	0,2	-	-
+/- Variación de impuestos		-	(1,2)	0,7	(0,9)	(0,9)	(1,1)
= Variación del Free Cash Flow recurrente		**0,6**	**(1,7)**	**(0,6)**	**2,1**	**4,4**	**3,4**
Free Cash Flow Recurrente		**1,5**	**(0,2)**	**(0,7)**	**1,4**	**5,7**	**9,1**

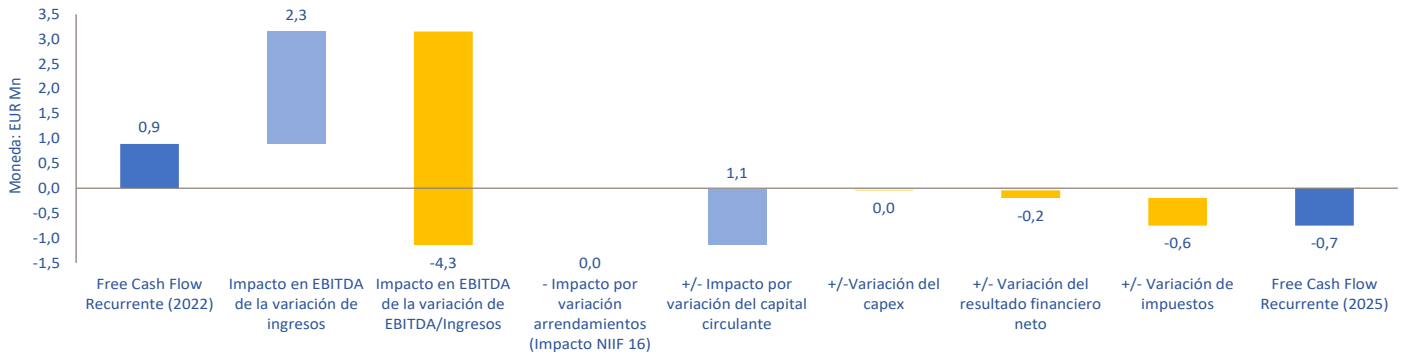
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**0,3**	**2,3**	**2,9**	**(0,2)**	**5,8**	**9,5**	**14,0**	***-35,0%***	***n.a.***
** Tasa fiscal teórica*	*21,9%*	*24,9%*	*25,0%*	*0,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,1)	(0,6)	(0,7)	-	(1,4)	(2,4)	(3,5)		
EBITDA recurrente	**0,3**	**2,1**	**1,8**	**(1,8)**	**4,6**	**8,4**	**13,0**	***n.a.***	***n.a.***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,6	(0,6)	(0,8)	1,7	(1,7)	(0,3)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**0,9**	**1,5**	**1,0**	**(0,0)**	**2,8**	**8,1**	**12,6**	***-26,7%***	***n.a.***
- CAPEX	-	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,1)	(0,6)	(0,7)	-	(1,4)	(2,4)	(3,5)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**0,8**	**1,0**	**0,3**	**(0,0)**	**1,4**	**5,7**	**9,1**	***-27,1%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*107,9%*	*17,5%*	*-73,3%*	*-117,0%*	*n.a.*	*314,6%*	*59,1%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	18,2%	11,3%	2,3%	n.a.	4,8%	14,9%	18,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,1	0,0	0,2	0,3	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,0	0,8	0,6	0,1	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**0,9**	**1,7**	**1,1**	**0,3**	**1,4**	**5,7**	**9,1**	***-31,8%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*141,2%*	*83,9%*	*-39,2%*	*-71,7%*	*361,8%*	*314,6%*	*59,1%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*0,6%*	*0,7%*	*0,2%*	*n.a.*	*1,1%*	*4,4%*	*7,0%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*0,7%*	*1,3%*	*0,8%*	*0,2%*	*1,1%*	*4,4%*	*7,0%*		

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

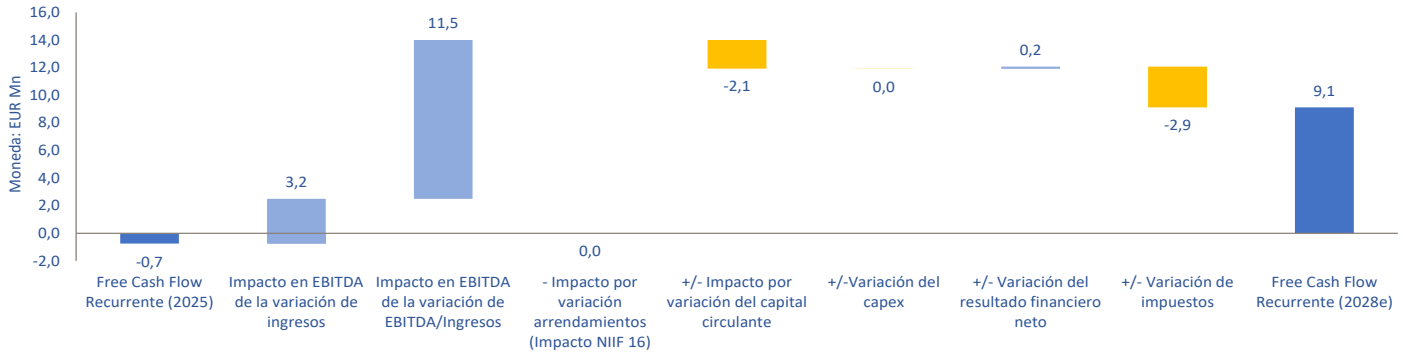
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

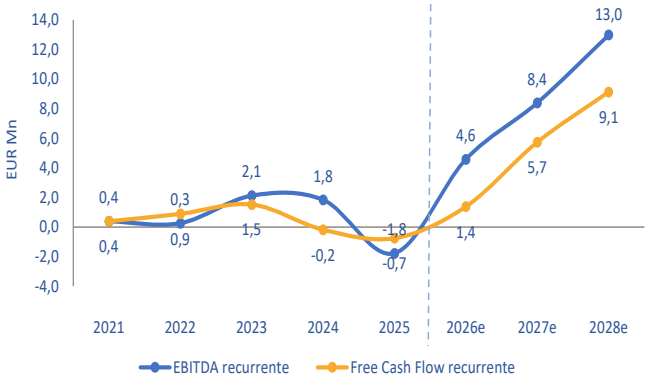
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025)



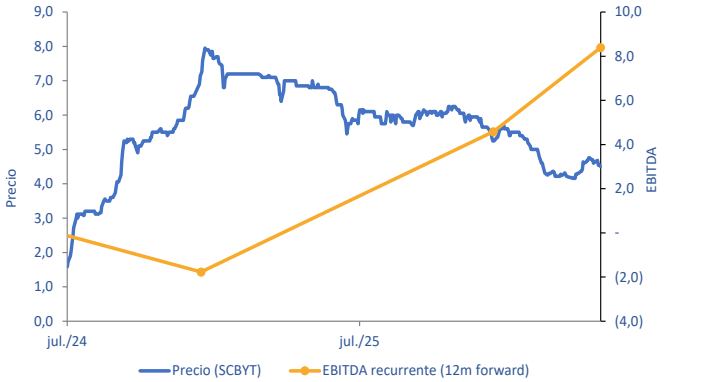
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**1,4**	**5,7**	**9,1**	**134,8**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**134,9**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**-4,0**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta	4,8%	5,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,0%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,8%**	**4,2%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,2	B (estimación propia)	1,1	1,3
Coste del Equity	**10,5%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,4%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D	=	=
WACC	**10,5%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,4%**	**11,7%**
G "Razonable"	**3,0%**		**3,0%**	**2,0%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	134,9	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	(4,0)	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	1,0	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**129,9**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	228,2%	n.a.

	2025	2028e
ROCE - WACC	n.a.	147,5%
FCF Yield - WACC	n.a.	-3,5%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	**24,1%**	**9,2**	**14,1x**
Central	**21,9%**	**8,4**	**15,5x**
Min	**19,7%**	**7,6**	**17,2x**

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	0,1%	0,1%	0,1%
9,2	6,6	6,6	6,6
8,4	5,7	5,7	5,7
7,6	4,9	4,9	4,9

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	**4,9%**	**4,9%**	**4,9%**
Central	**4,3%**	**4,3%**	**4,3%**
Min	**3,6%**	**3,6%**	**3,6%**

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2024	2025
% de consejeros independientes	50,0%	50,0%
% de consejeros dominicales	16,7%	16,7%
% de consejeros ejecutivos	33,3%	33,3%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	33,3%	33,3%
% de mujeres en la plantilla	38,0%	37,4%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	10,5%	7,0%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Plataformas B2C						Software y tecnología B2B				
	EUR Mn	eDreams	Booking Holdings	Expedia	TripAdvisor	BLS International	Average	Amadeus IT	Sabre Corp	Global Business Travel	Average	SCBYT
Datos Mercado	Ticker (Factset)	EDRE.MC	BKNG.O	EXPE.O	TRIP.O	BLSN.NS		AMA.MC	SABR.O	GBTG.K		SCBYT.MC
	País	Spain	USA	USA	USA	India		Spain	USA	USA		Spain
	Market cap	368,5	102.737,8	22.479,6	946,9	960,5		23.078,8	542,4	4.189,6		134,9
	Enterprise value (EV)	727,4	104.792,9	22.424,6	1.025,4	884,2		25.670,6	3.681,5	5.161,7		129,9
Información financiera básica	Total Ingresos	706,9	25.303,2	13.761,9	1.618,2	285,9		6.861,3	2.490,1	2.826,1		28,8
	Cto.Total Ingresos	*3,3%*	*9,3%*	*8,6%*	*-0,5%*	*9,2%*	*6,0%*	*5,3%*	*4,5%*	*20,9%*	*10,2%*	*48,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*2,3%*	*8,7%*	*7,4%*	*5,0%*	*n.a.*	*5,9%*	*7,7%*	*3,0%*	*3,9%*	*4,9%*	*32,0%*
	EBITDA	112,5	9.445,7	3.452,9	270,8	81,9		2.638,3	497,7	539,6		6,2
	Cto. EBITDA	*-25,5%*	*5,1%*	*31,6%*	*48,9%*	*12,8%*	*14,6%*	*6,1%*	*27,9%*	*46,2%*	*26,7%*	*n.a.*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*15,5%*	*11,2%*	*10,2%*	*8,3%*	*n.a.*	*11,3%*	*9,1%*	*2,7%*	*9,4%*	*7,0%*	*53,7%*
	EBITDA/Ingresos	*15,9%*	*37,3%*	*25,1%*	*16,7%*	*28,6%*	*24,7%*	*38,5%*	*20,0%*	*19,1%*	*25,8%*	*21,4%*
	EBIT	54,0	8.996,4	2.359,3	119,9	72,6		1.924,7	407,3	208,0		5,8
	Cto. EBIT	*-42,7%*	*6,5%*	*26,8%*	*17,1%*	*12,8%*	*4,1%*	*6,5%*	*36,6%*	*2,0%*	*15,1%*	*n.a.*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*17,8%*	*11,0%*	*12,6%*	*20,6%*	*n.a.*	*15,5%*	*10,1%*	*4,2%*	*21,7%*	*12,0%*	*55,7%*
	EBIT/Ingresos	*7,6%*	*35,6%*	*17,1%*	*7,4%*	*25,4%*	*18,6%*	*28,1%*	*16,4%*	*7,4%*	*17,3%*	*20,1%*
	Beneficio Neto	28,2	7.042,8	2.017,8	131,9	71,0		1.473,7	2,6	115,1		4,3
	Cto. Beneficio Neto	*-53,3%*	*51,5%*	*80,3%*	*283,3%*	*12,3%*	*74,8%*	*10,5%*	*101,2%*	*25,0%*	*45,6%*	*n.a.*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*26,1%*	*12,1%*	*13,5%*	*19,8%*	*n.a.*	*17,9%*	*10,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*10,6%*	*55,7%*
	CAPEX/Ventas	*8,4%*	*1,5%*	*5,0%*	*4,2%*	*2,2%*	*4,2%*	*11,9%*	*3,3%*	*5,0%*	*6,7%*	*0,1%*
	Free Cash Flow	49,9	8.358,3	2.821,7	208,3	n.a.		1.387,7	(61,2)	n.a.		1,4
	Deuda financiera Neta	260,2	794,5	(1.485,7)	25,5	n.a.		2.102,0	3.009,2	847,3		(5,4)
	DN/EBITDA (x)	2,3	0,1	n.a.	0,1	n.a.	0,8	0,8	6,0	1,6	2,8	n.a.
	Pay-out	*0,0%*	*16,6%*	*10,0%*	*0,0%*	*5,2%*	*6,4%*	*48,4%*	*0,0%*	*0,0%*	*16,1%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	11,9	14,7	11,3	7,2	13,5	11,7	15,0	n.a.	42,5	28,7	31,2
	P/BV (x)	1,3	n.a.	15,5	1,5	3,4	5,4	4,2	n.a.	2,7	3,4	12,3
	EV/Ingresos (x)	1,0	4,1	1,6	0,6	3,1	2,1	3,7	1,5	1,8	2,3	4,5
	EV/EBITDA (x)	6,5	11,1	6,5	3,8	10,8	7,7	9,7	7,4	9,6	8,9	21,1
	EV/EBIT (x)	13,5	11,6	9,5	8,6	12,2	11,1	13,3	9,0	24,8	15,7	22,5
	ROE	*15,5*	*n.a.*	*n.a.*	*17,2*	*28,7*	*20,5*	*29,1*	*8,3*	*10,3*	*15,9*	*49,3*
	FCF Yield (%)	*13,5*	*8,1*	*12,6*	*22,0*	*n.a.*	*14,1*	*6,0*	*n.a.*	*n.a.*	*6,0*	*1,0*
	DPA	*0,00*	*1,44*	*1,62*	*0,00*	*0,01*	*0,61*	*1,62*	*0,00*	*0,00*	*0,54*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,0%*	*1,1%*	*0,9%*	*0,0%*	*0,4%*	*0,5%*	*3,2%*	*0,0%*	*0,0%*	*1,1%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Cevasa

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 8,30 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

Compañía Española de Viviendas en Alquiler, Cevasa (CEV), es una compañía especializada en la promoción de edificios para su explotación a largo plazo en régimen de alquiler, principalmente dentro del segmento residencial (VPO) en Cataluña, mayoritariamente en la ciudad de Barcelona y su región metropolitana (donde es el principal propietario inmobiliario privado).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	193,0	224,4
EV (Mn EUR y USD)	358,8	417,2
Número de Acciones (Mn)	23,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	9,95 / 8,02 / 7,05	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	0,4	
Refinitiv / Bloomberg	CEV.MC / CEV SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Familia Vaqué-Boix	62,1
Banco Santander	24,1
Manuel Valiente	6,6
Autocartera	0,4
Free Float	6,9

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	23,2	23,3	23,3	23,3
Total Ingresos	25,7	27,8	29,7	31,3
EBITDA Rec.	17,9	19,6	21,2	22,4
% Var.	*7,2*	*9,5*	*8,0*	*5,7*
% EBITDA Rec./Ing.	*69,8*	*70,5*	*71,3*	*71,5*
% Var EBITDA sector (2)	*8,9*	*9,9*	*4,2*	*6,2*
Beneficio neto	29,6	13,4	13,4	16,8
BPA (EUR)	1,28	0,58	0,57	0,72
% Var.	*18,5*	*-54,8*	*-0,6*	*25,8*
BPA ord. (EUR)	0,58	0,53	0,57	0,60
% Var.	*38,3*	*-9,5*	*9,3*	*4,6*
Free Cash Flow Rec.	6,8	12,4	12,1	12,1
Pay-out (%)	*19,5*	*46,2*	*49,9*	*42,6*
DPA (EUR)	0,25	0,27	0,29	0,31
Deuda financiera neta	77,0	78,1	81,5	81,8
DN / EBITDA Rec.(x)	4,3	4,0	3,8	3,7
ROE (%)	*7,1*	*3,1*	*3,0*	*3,7*
ROCE (%)	*5,5*	*2,8*	*2,7*	*3,3*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	6,5	14,4	14,5	11,5
PER Ordinario	14,3	15,8	14,5	13,8
P/BV	0,4	0,4	0,4	0,4
Dividend Yield (%)	*3,0*	*3,2*	*3,5*	*3,7*
EV/Ventas	13,98	12,90	12,07	11,46
EV/EBITDA Rec.	20,0	18,3	16,9	16,0
EV/EBIT	11,0	17,2	17,1	14,0
FCF Yield (%)	*3,4*	*6,2*	*6,0*	*6,0*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-2,4*	*3,1*	*11,4*	*20,3*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

Resultados 1T26 en línea, la rentabilidad de la cartera sigue aumentando. CEV cierra el primer trimestre con ingresos por rentas de EUR 6,1 Mn; +7,3% vs 1T25, que tienen origen orgánico dado que la cartera inmobiliaria no ha tenido ninguna variación en el trimestre.

Las entregas del negocio promotor en 2026e son el catalizador a corto plazo. La entrega de las 25 viviendas de la promoción de Montgat se realizará en 2026e, lo que generará un impacto en el EBITDA de EUR 1,5Mn. Proyectamos que la compañía alcanzará ingresos por rentas de EUR 27,8Mn y un EBITDA de EUR 19,6Mn en 2026e.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Exposición a una tendencia estructural favorable: el crecimiento del alquiler en España. Factores como la dificultad de acceso a la vivienda en propiedad, los cambios demográficos y la mayor movilidad laboral están impulsando una transición progresiva hacia el alquiler. En este contexto, CEV está bien posicionada con una cartera de activos residenciales que, además de generar ingresos, tiene potencial de revalorización en el largo plazo.

Naturaleza defensiva y predecible de su modelo de negocio. CEV es una patrimonialista enfocada principalmente en vivienda de protección oficial (VPO), 58,4% de la cartera, especialización le confiere un perfil "extra" defensivo, ya que esta tipología de activos es menos sensible a los ciclos económicos. Esto le permite generar flujos de caja recurrentes, estables y con baja volatilidad. Esta visibilidad se apoya en una combinación de alta ocupación estructural (tasa de ocupación del 97,3%), contratos diversificados y una demanda subyacente muy sólida en su mercado principal de Barcelona y su área metropolitana, donde la oferta es limitada.

Potencial de mejora de rentas por actualización de rentas antiguas y por el desajuste entre oferta y demanda. Actualmente, el 22,3% de la cartera residencial de CEV cuenta con alquileres de renta antigua muy por debajo del precio de mercado. Desde 2025, gracias al cambio en el régimen legal, la compañía tiene la posibilidad de ajustar estas rentas de forma parcial y paulatinamente al nivel del mercado, lo que permitirá incrementar la rentabilidad de la cartera.

Crecimiento adicional mediante proyectos colaborativos: i) 25% en Proyecto HMB, para desarrollar y gestionar más de 4.500 viviendas destinadas al alquiler asequible en colaboración con Neinor y el Ayuntamiento de Barcelona, con una inversión de hasta EUR 29M, de las cuales EUR 6Mn ya está realizada; **ii) Meditilia:** participación del 25% en proyecto para desarrollar 178 viviendas de VPO para la Muta de Médicos

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo regulatorio. El modelo regulatorio catalán ha evolucionado hacia un sistema de intervención profunda del mercado del alquiler, caracterizado por: i) control de precios en zonas tensionadas, ii) el cierre gradual de las vías de evasión (alquiler de temporada, alquiler por habitaciones), iii) mayor control sobre los propietarios de vivienda en alquiler, especialmente los grandes tenedores. Como, la regulación por sí sola no está resolviendo el problema estructural de acceso a la vivienda, podría haber modificaciones adicionales.

Concentración geográfica a Barcelona y su área metropolitana, lo que incrementa su dependencia de las normativas y las condiciones macroeconómicas de Cataluña.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Cartera patrimonial con gran visibilidad, aderezada por entregas adicionales del negocio promotor. CEV sigue mostrando su capacidad de aumentar sus rentas manteniendo los elevados niveles de ocupación. Las entregas de proyectos residenciales en 2026 (1 proyecto) y 2028 (2 proyectos) junto con la actualización de rentas antiguas y la evolución al alza del precio de los alquileres por el desajuste entre oferta y demanda son los catalizadores a c/m plazo. CEV se posiciona en el mercado español de Real Estate como una opción de bajo riesgo. El comportamiento de la acción -12m +11,4% (+%-2,2 vs sector) lleva a CEV a cotizar con un descuento del c.57,0% frente al NAV. Asimismo, debido al bajo apalancamiento (12,6% LTV), no debería sorprender la compra de activos en alquiler en su mercado principal.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	1,1	1,1	1,0	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4
Inmovilizado material	479,8	496,5	499,0	549,9	566,9	576,3	585,7	595,2
Otros activos no corrientes	3,4	1,9	1,8	2,1	1,8	1,8	1,8	1,8
Inmovilizado financiero	10,3	12,2	11,7	11,5	16,0	16,1	16,1	16,1
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	34,3	27,7	33,3	27,1	30,8	33,0	35,0	36,6
Total activo	**528,8**	**539,3**	**546,9**	**592,0**	**617,0**	**628,6**	**640,0**	**651,1**
Patrimonio neto	357,5	383,6	388,2	406,4	430,5	437,8	444,5	454,1
Minoritarios	11,4	12,8	13,5	14,6	15,6	16,2	16,8	17,6
Provisiones y otros pasivos a LP	85,3	89,8	89,8	92,4	89,3	89,3	89,3	89,3
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	69,5	49,6	49,4	73,0	77,0	78,1	81,5	81,8
Pasivo circulante	5,0	3,5	6,1	5,6	4,6	7,2	8,0	8,4
Total pasivo	**528,8**	**539,3**	**546,9**	**592,0**	**617,0**	**628,6**	**640,0**	**651,1**

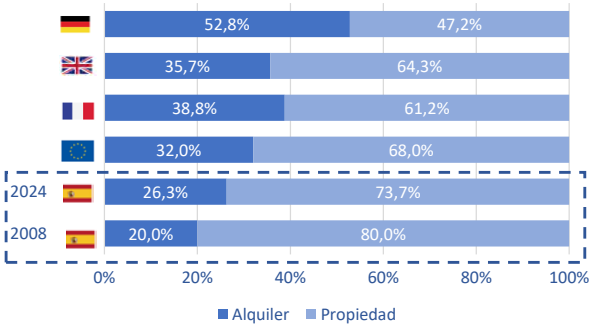
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**19,4**	**20,4**	**21,4**	**23,0**	**25,7**	**27,8**	**29,7**	**31,3**	***7,2%***	***6,9%***
Cto.Total Ingresos	*1,9%*	*5,2%*	*4,5%*	*7,5%*	*11,7%*	*8,4%*	*6,9%*	*5,3%*		
Coste de ventas	(1,2)	(1,7)	(1,0)	(0,8)	(1,5)	(1,7)	(1,8)	(1,9)		
Margen Bruto	**18,2**	**18,8**	**20,4**	**22,1**	**24,2**	**26,2**	**27,9**	**29,4**	***7,3%***	***6,7%***
Margen Bruto / Ingresos	*93,8%*	*91,9%*	*95,4%*	*96,3%*	*94,2%*	*94,0%*	*93,9%*	*93,8%*		
Gastos de personal	(3,4)	(3,8)	(3,9)	(3,6)	(4,0)	(4,2)	(4,3)	(4,5)		
Otros costes de explotación	(1,6)	(1,8)	(1,7)	(1,8)	(2,2)	(2,4)	(2,4)	(2,5)		
EBITDA recurrente	**13,3**	**13,2**	**14,8**	**16,7**	**17,9**	**19,6**	**21,2**	**22,4**	***7,8%***	***7,7%***
Cto.EBITDA recurrente	*-1,4%*	*-0,4%*	*11,6%*	*13,2%*	*7,2%*	*9,5%*	*8,0%*	*5,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*68,3%*	*64,7%*	*69,1%*	*72,7%*	*69,8%*	*70,5%*	*71,3%*	*71,5%*		
Ingresos netos de promoción y otros no rec.	0,4	4,4	(0,0)	2,8	0,3	1,5	-	3,6		
EBITDA	**13,7**	**17,6**	**14,7**	**19,5**	**18,2**	**21,1**	**21,2**	**25,9**	***7,5%***	***12,5%***
Depreciación y provisiones	0,4	(0,1)	0,1	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación del valor de los inmuebles	17,9	15,5	0,5	16,4	14,6	-	-	-		
EBIT	**32,0**	**33,1**	**15,3**	**35,6**	**32,5**	**20,9**	**20,9**	**25,7**	***0,4%***	***-7,5%***
Cto.EBIT	*154,1%*	*3,3%*	*-53,6%*	*132,4%*	*-8,9%*	*-35,7%*	*0,2%*	*22,7%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*71,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*75,1%*	*70,4%*	*82,0%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,5)	(1,3)	(1,6)	(2,8)	(3,1)	(3,3)	(3,5)	(3,7)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0	0,0	0,0		
Beneficio ordinario	**30,5**	**31,7**	**13,7**	**32,8**	**29,4**	**17,6**	**17,5**	**22,0**	***-0,9%***	***-9,3%***
Cto.Beneficio ordinario	*169,9%*	*3,9%*	*-56,8%*	*139,2%*	*-10,2%*	*-40,3%*	*-0,6%*	*25,8%*		
Extraordinarios	-	5,9	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**30,5**	**37,7**	**13,7**	**32,8**	**29,4**	**17,6**	**17,5**	**22,0**	***-0,9%***	***-9,3%***
Impuestos	(5,2)	(7,9)	(2,1)	(6,6)	1,3	(3,5)	(3,5)	(4,4)		
Tasa fiscal efectiva	*16,9%*	*21,0%*	*15,0%*	*20,0%*	*n.a.*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
Minoritarios	(0,9)	(1,1)	(0,7)	(1,1)	(1,1)	(0,6)	(0,6)	(0,8)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**24,5**	**28,7**	**10,9**	**25,1**	**29,6**	**13,4**	**13,4**	**16,8**	***4,9%***	***-17,2%***
Cto.Beneficio neto	*164,8%*	*17,2%*	*-62,0%*	*129,8%*	*18,2%*	*-54,6%*	*-0,6%*	*25,8%*		
Beneficio ordinario neto	**9,3**	**8,3**	**10,5**	**9,7**	**13,4**	**12,2**	**13,4**	**14,0**	***9,6%***	***1,3%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-6,4%*	*-11,0%*	*26,5%*	*-7,2%*	*38,0%*	*-9,1%*	*9,3%*	*4,6%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**19,6**	**21,2**	**22,4**	***7,8%***	***7,7%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						0,5	(1,2)	(1,2)		
Cash Flow operativo recurrente						**20,1**	**20,0**	**21,1**	***19,3%***	***17,1%***
CAPEX						(0,8)	(0,9)	(0,9)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(3,3)	(3,5)	(3,7)		
Impuestos						(3,5)	(3,5)	(4,4)		
Free Cash Flow Recurrente						**12,4**	**12,1**	**12,1**	***22,2%***	***21,4%***
Promoción y otros no recurrentes						1,5	-	3,6		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(8,8)	(8,8)	(8,8)		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**5,1**	**3,3**	**6,8**	***n.a.***	***n.a.***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(6,2)	(6,7)	(7,2)		
Variación de Deuda financiera neta						**1,1**	**3,4**	**0,3**		

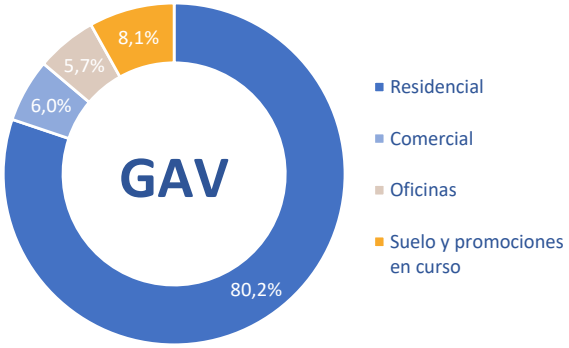
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

La demanda de vivienda en alquiler sigue creciendo (desde 2008). Y en España aún se encuentra lejos de la media europea

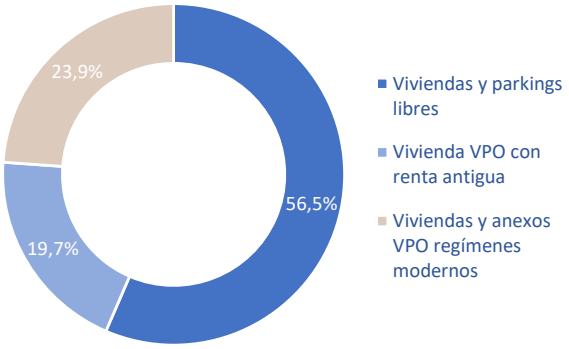


Cevasa (CEV) cuenta con una exposición diferencial al alquiler residencial (c. 80% s/GAV 2025)…

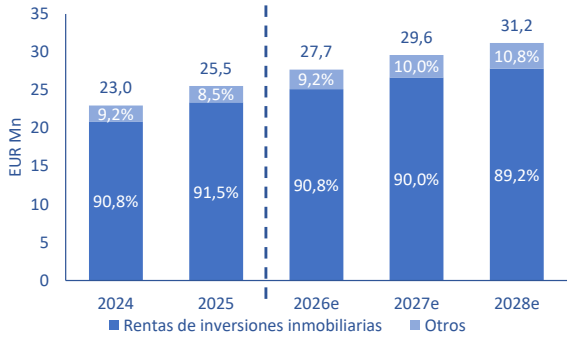


… con una cartera concentrada en Cataluña (esencialmente Barcelona y su región metropolitana)

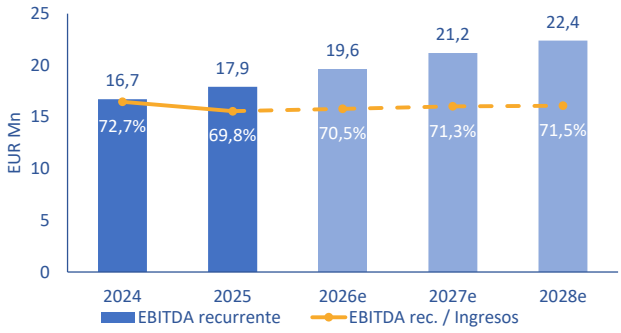
Y la particularidad de haber invertido un porcentaje elevado en viviendas protegidas



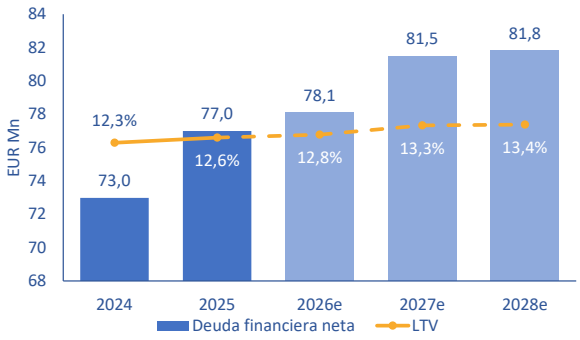
Hasta 2028e la visibilidad es enorme, en ingresos (+6,9% TACC 25-28e)



Y en márgenes (EBITDA Rec: +7,7% TACC 25-28e). Mg. EBITDA > 70%



Pese al repunte de los niveles de inversión, mantendrá un apalancamiento en niveles muy conservadores (LTV < 15%)



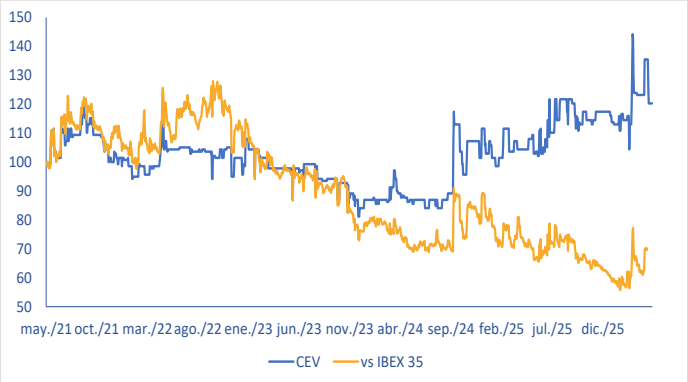
Cotizando con un descuento de c. 57% frente al EPRA NAV/NDV

EUR Mn	2022	2023	2024	2025	25-24
GAV	536,2	546,3	593,9	611,1	2,9%
EPRA NAV/NRV	483,7	490,2	512,2	533,1	4,1%
EPRA NAV/NTA	423,9	427,2	448,2	472,6	5,4%
EPRA NAV/NDV	400,9	406,7	425,7	449,3	5,5%
Number of shares	23,2	23,2	23,2	23,2	0,0%
EPRA NAV/NRV per share	*20,89*	*21,17*	*22,12*	23,0	4,1%
EPRA NAV/NTA per share	*18,31*	*18,45*	*19,36*	20,4	5,4%
EPRA NAV/NDV per share	*17,32*	*17,57*	*18,39*	19,4	5,5%

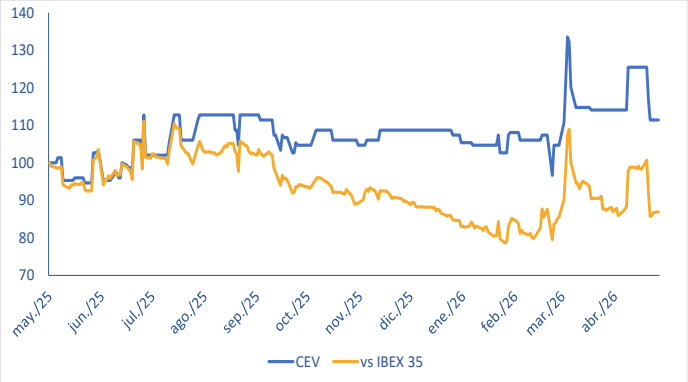
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

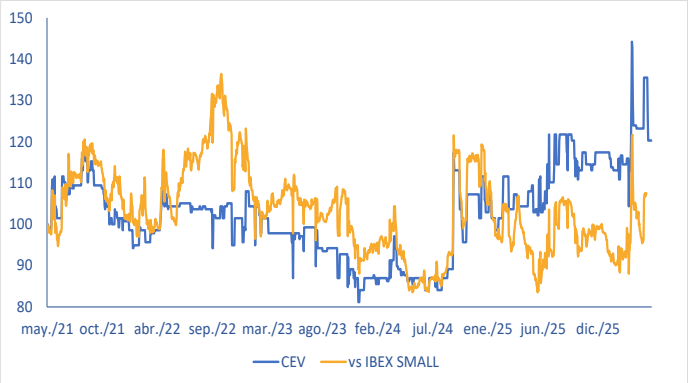
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



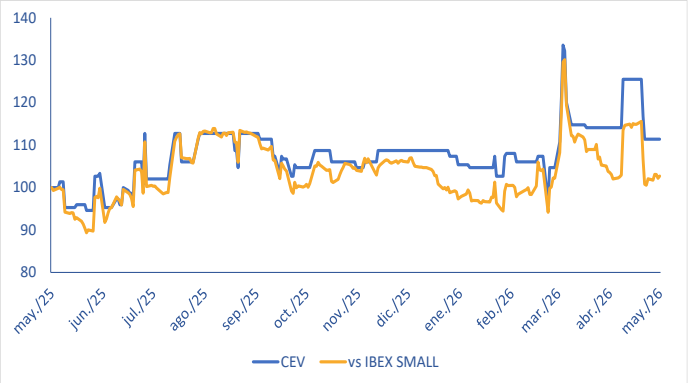
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



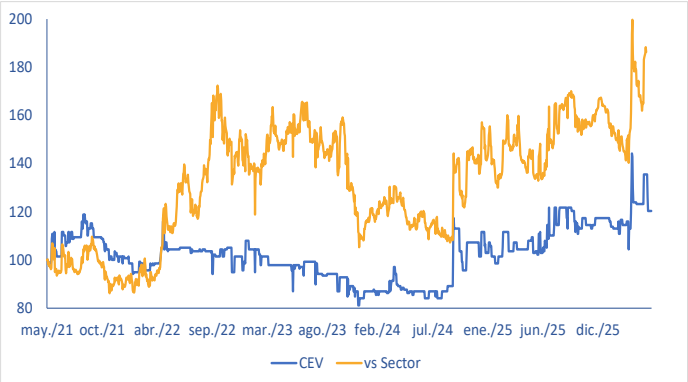
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



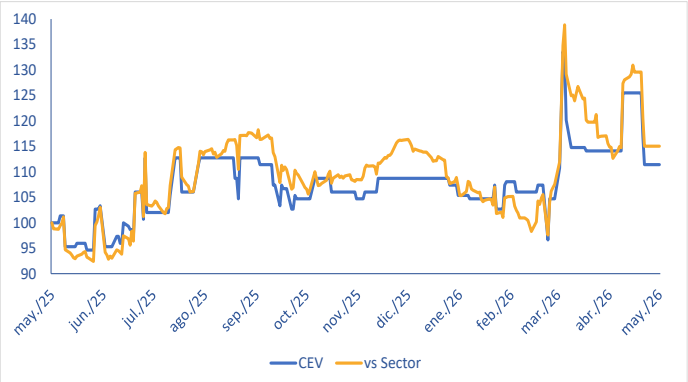
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[(1)] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[(1)] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Real State

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-2,4	3,1	11,4	2,5	23,0	20,3
vs Mercado						
vs Ibex 35	0,8	3,4	-11,9	0,6	-35,8	-37,6
vs Euro STOXX 50	-0,5	5,9	3,5	1,8	-8,9	-17,1
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-0,8	2,2	2,7	-0,1	-12,4	-4,0
vs Segmento Micro Cap España [(1)]	-3,7	2,5	-2,2	-0,1	-6,1	17,3
vs MSCI Europe Micro Cap	-4,5	1,3	-3,3	-0,8	1,8	20,4
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	0,1	9,4	15,0	2,6	8,5	65,4

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**13,2**	**14,8**	**16,7**	**17,9**	**19,6**	**21,2**	**22,4**	***10,6%***	***7,7%***
Cto.EBITDA recurrente	*-0,4%*	*11,6%*	*13,2%*	*7,2%*	*9,5%*	*8,0%*	*5,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*64,7%*	*69,1%*	*72,7%*	*69,8%*	*70,5%*	*71,3%*	*71,5%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	5,1	(3,0)	5,7	(4,7)	0,5	(1,2)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**18,3**	**11,7**	**22,5**	**13,2**	**20,1**	**20,0**	**21,1**	***-10,4%***	***17,1%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*181,8%*	*-36,0%*	*91,2%*	*-41,3%*	*52,3%*	*-0,6%*	*5,9%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*89,7%*	*55,0%*	*97,7%*	*51,3%*	*72,2%*	*67,2%*	*67,5%*		
- CAPEX	(1,2)	(1,8)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,9)	(0,9)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,3)	(1,6)	(3,3)	(3,3)	(3,3)	(3,5)	(3,7)		
- Impuestos	(7,9)	(2,1)	(1,1)	(2,4)	(3,5)	(3,5)	(4,4)		
= Free Cash Flow recurrente	**8,0**	**6,3**	**17,4**	**6,8**	**12,4**	**12,1**	**12,1**	***-5,3%***	***21,4%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*162,7%*	*-21,6%*	*178,5%*	*-61,1%*	*83,2%*	*-2,4%*	*0,0%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*39,0%*	*29,2%*	*75,7%*	*26,4%*	*44,6%*	*40,7%*	*38,7%*		
- Promoción y otros no recurrentes	4,4	(0,0)	2,0	-	1,5	-	3,6		
- Adquisiciones / + Desinversiones	4,0	-	(31,5)	(6,4)	(8,8)	(8,8)	(8,8)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	6,3	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**22,7**	**6,2**	**(12,1)**	**0,4**	**5,1**	**3,3**	**6,8**	***-74,8%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow	*n.a.*	*-72,5%*	*-293,7%*	*103,0%*	*n.a.*	*-35,7%*	*107,9%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*4,0%*	*3,1%*	*8,7%*	*3,4%*	*6,2%*	*6,0%*	*6,0%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*11,4%*	*3,1%*	*n.a.*	*0,2%*	*2,6%*	*1,6%*	*3,4%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**3,0**	**8,0**	**6,3**	**17,4**	**6,8**	**12,4**	**12,1**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,7	0,6	1,1	1,9	1,5	1,3	1,1
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,7)	0,9	0,8	(0,7)	0,2	0,2	0,1
= Variación EBITDA recurrente	**(0,0)**	**1,5**	**1,9**	**1,2**	**1,7**	**1,6**	**1,2**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	11,9	(8,1)	8,8	(10,5)	5,2	(1,7)	(0,0)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**11,8**	**(6,6)**	**10,7**	**(9,3)**	**6,9**	**(0,1)**	**1,2**
+/-Variación del CAPEX	0,3	(0,6)	1,2	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(0,3)	(1,7)	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,2)
+/- Variación de impuestos	(7,3)	5,8	0,9	(1,2)	(1,2)	0,0	(0,9)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**4,9**	**(1,7)**	**11,2**	**(10,6)**	**5,6**	**(0,3)**	**(0,0)**
Free Cash Flow Recurrente	**8,0**	**6,3**	**17,4**	**6,8**	**12,4**	**12,1**	**12,1**

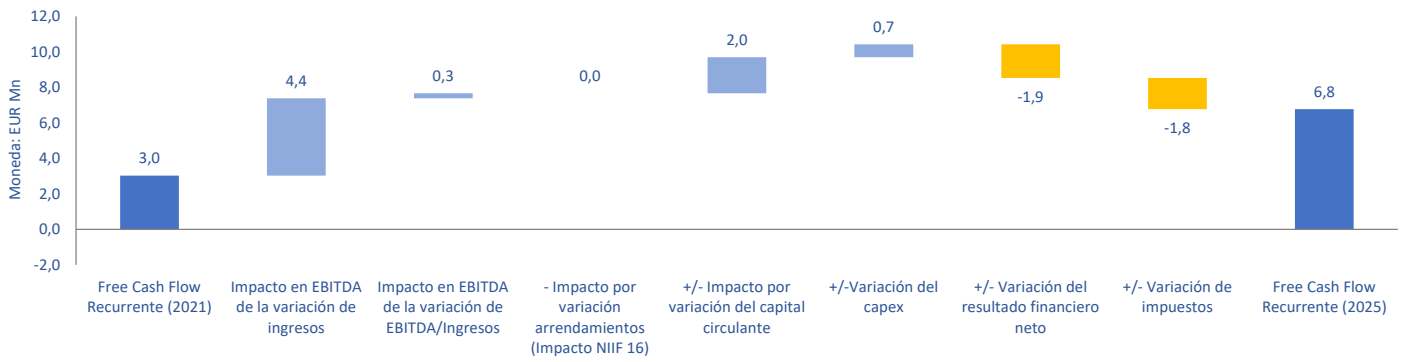
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**33,1**	**15,3**	**35,6**	**32,5**	**20,9**	**20,9**	**25,7**	***-0,6%***	***-7,5%***
** Tasa fiscal teórica*	*21,0%*	*15,0%*	*20,0%*	*0,0%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(6,9)	(2,3)	(7,1)	-	(4,2)	(4,2)	(5,1)		
EBITDA recurrente	**13,2**	**14,8**	**16,7**	**17,9**	**19,6**	**21,2**	**22,4**	***10,6%***	***7,7%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	5,1	(3,0)	5,7	(4,7)	0,5	(1,2)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**18,3**	**11,7**	**22,5**	**13,2**	**20,1**	**20,0**	**21,1**	***-10,4%***	***17,1%***
- CAPEX	(1,2)	(1,8)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,9)	(0,9)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(6,9)	(2,3)	(7,1)	-	(4,2)	(4,2)	(5,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**10,2**	**7,6**	**14,7**	**12,4**	**15,1**	**14,9**	**15,1**	***6,7%***	***6,7%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*n.a.*	*-25,6%*	*92,5%*	*-15,2%*	*21,3%*	*-1,2%*	*1,2%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	50,1%	35,7%	63,8%	48,5%	54,3%	50,2%	48,2%		
- Promoción y otros no recurrentes	4,4	(0,0)	2,0	-	1,5	-	3,6		
- Adquisiciones / + Desinversiones	4,0	-	(31,5)	(6,4)	(8,8)	(8,8)	(8,8)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	6,3	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**24,9**	**7,6**	**(14,8)**	**6,0**	**7,8**	**6,1**	**9,8**	***-37,7%***	***17,7%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*827,1%*	*-69,5%*	*-294,8%*	*140,7%*	*29,3%*	*-21,8%*	*61,3%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*2,9%*	*2,1%*	*4,1%*	*3,5%*	*4,2%*	*4,2%*	*4,2%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*6,9%*	*2,1%*	*n.a.*	*1,7%*	*2,2%*	*1,7%*	*2,7%*		

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

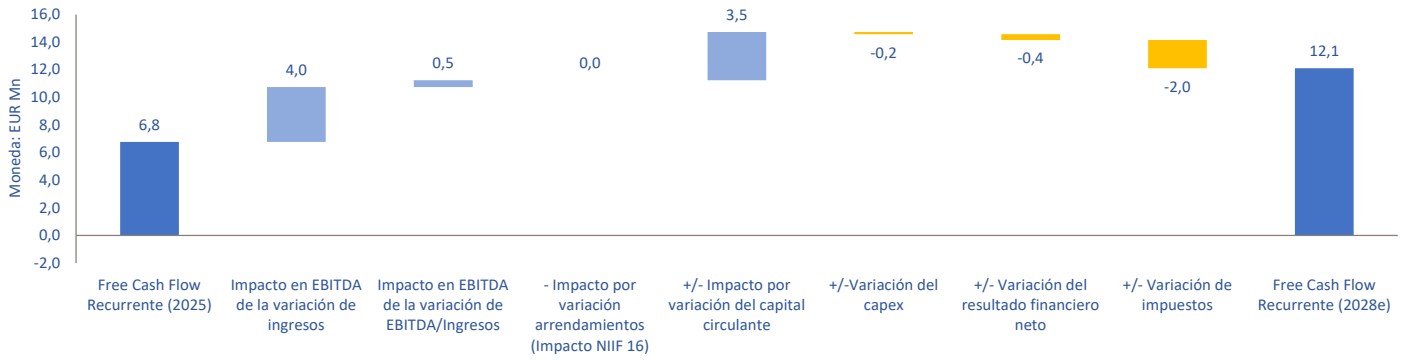
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

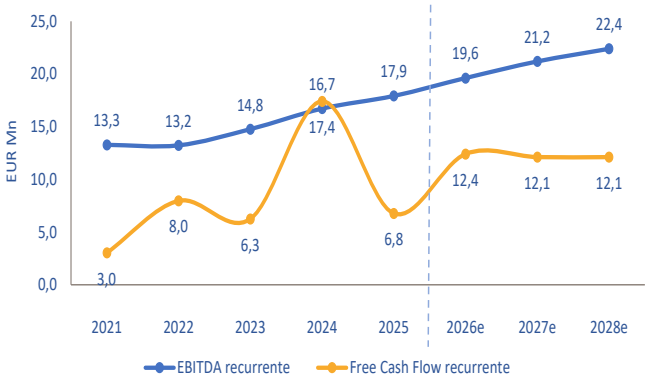
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



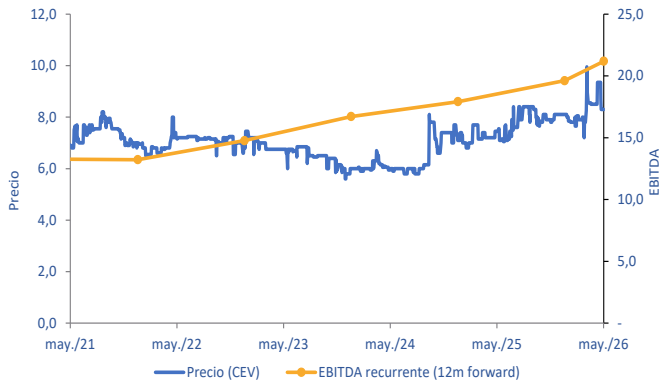
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**7,8**	**6,1**	**9,8**	**262,4**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**193,0**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**77,0**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	4,4%	Coste de la deuda neta	4,2%	4,7%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,5%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,3%**	**3,7%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,0	B (estimación propia)	1,0	1,1
Coste del Equity	**9,6%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,1%**	**10,8%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	71,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	28,5%	D	=	=
WACC	**7,9%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,5%**	**8,8%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	193,0	
+ Minoritarios	15,6	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	89,3	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	77,0	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	16,0	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**358,8**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	5,3%	5,0%	2,5%	5,2%	5,5%

	2022	2028e
ROCE - WACC	-2,3%	-4,6%
FCF Yield - WACC	-4,4%	-3,7%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	74,9%	22,3	16,1x
Central	71,3%	21,2	16,9x
Min	67,7%	20,1	17,8x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	2,6%	2,9%	3,2%
22,3	13,3	13,2	13,1
21,2	12,2	12,1	12,0
20,1	11,1	11,0	11,0

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	6,6%	6,6%	6,5%
Central	6,1%	6,0%	6,0%
Min	5,6%	5,5%	5,5%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	25,0%	25,0%	25,0%
% de consejeros dominicales	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos	12,5%	12,5%	12,5%
% de otros consejeros	12,5%	12,5%	12,5%
% de mujeres en el consejo de administración	25,0%	50,0%	0,0%
% de mujeres en la plantilla	53,0%	47,1%	55,6%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	15,7%	23,2%	16,3%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		SOCIMIs			
	EUR Mn	Merlin Properties	Colonial	Average	CEV
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MRL.MC	COL.MC		CEV.MC
	País	Spain	Spain		Spain
	Market cap	9.073,1	3.371,9		193,0
	Enterprise value (EV)	12.584,8	9.267,9		358,8
Información financiera básica	Total Ingresos	599,0	418,9		27,8
	Cto.Total Ingresos	*11,1%*	*-1,2%*	*5,0%*	*8,4%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*18,0%*	*6,9%*	*12,5%*	*6,1%*
	EBITDA	448,5	347,2		21,1
	Cto. EBITDA	*12,1%*	*8,4%*	*10,2%*	*16,0%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*17,4%*	*8,1%*	*12,7%*	*10,8%*
	EBITDA/Ingresos	*74,9%*	*82,9%*	*78,9%*	*76,0%*
	EBIT	607,0	388,9		20,9
	Cto. EBIT	*53,6%*	*22,2%*	*37,9%*	*-35,7%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*0,9%*	*12,4%*	*6,6%*	*10,9%*
	EBIT/Ingresos	*n.a.*	*92,8%*	*92,8%*	*75,1%*
	Beneficio Neto	510,0	216,1		13,4
	Cto. Beneficio Neto	*-35,1%*	*-44,6%*	*-39,9%*	*-54,6%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*17,2%*	*10,4%*	*13,8%*	*11,8%*
	CAPEX/Ventas	*154,6%*	*34,3%*	*94,4%*	*2,9%*
	Free Cash Flow	(277,4)	292,6		5,1
	Deuda financiera Neta	4.187,2	4.936,4		78,1
	DN/EBITDA (x)	9,3	14,2	11,8	3,7
	Pay-out	*46,8%*	*89,5%*	*68,2%*	*46,2%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	27,1	15,7	21,4	14,4
	P/BV (x)	0,9	0,6	0,8	0,4
	EV/Ingresos (x)	n.a.	n.a.	n.a.	12,9
	EV/EBITDA (x)	28,1	26,7	27,4	17,0
	EV/EBIT (x)	20,7	23,8	22,3	17,2
	ROE	*5,8*	*4,2*	*5,0*	*3,1*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*8,7*	*8,7*	*6,2*
	DPA	*0,42*	*0,31*	*0,37*	*0,27*
	Dvd Yield	*2,9%*	*5,9%*	*4,4%*	*3,2%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**18,5**	**15,9**	**16,8**	**18,0**	**18,9**	**19,1**	**19,4**	**20,4**	**21,4**	**23,0**	**25,7**	**27,8**	**29,7**	**31,3**	***3,3%***	***6,9%***
Cto. Total ingresos	*21,8%*	*-14,3%*	*6,1%*	*6,9%*	*5,2%*	*0,6%*	*1,9%*	*5,2%*	*4,5%*	*7,5%*	*11,7%*	*8,4%*	*6,9%*	*5,3%*		
EBITDA	**10,4**	**10,9**	**12,0**	**12,1**	**13,0**	**12,5**	**13,7**	**17,6**	**14,7**	**19,5**	**18,2**	**21,1**	**21,2**	**25,9**	***5,7%***	***12,5%***
Cto. EBITDA	*66,2%*	*4,5%*	*9,9%*	*1,1%*	*7,5%*	*-4,2%*	*9,4%*	*28,8%*	*-16,2%*	*32,2%*	*-6,5%*	*16,0%*	*0,2%*	*22,4%*		
EBITDA/Ingresos	*56,3%*	*68,6%*	*71,1%*	*67,3%*	*68,7%*	*65,5%*	*70,3%*	*86,0%*	*69,0%*	*84,8%*	*71,0%*	*76,0%*	*71,3%*	*82,8%*		
Beneficio neto	**5,8**	**26,5**	**15,5**	**46,6**	**22,8**	**9,8**	**24,5**	**28,7**	**10,9**	**25,1**	**29,6**	**13,4**	**13,4**	**16,8**	***17,6%***	***-17,2%***
Cto. Beneficio neto	*-74,1%*	*354,7%*	*-41,7%*	*201,1%*	*-51,1%*	*-56,9%*	*149,6%*	*17,2%*	*-62,0%*	*129,8%*	*18,2%*	*-54,6%*	*-0,6%*	*25,8%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	23,2	23,2	23,2	23,2	23,1	23,1	23,1	23,2	23,2	23,2	23,2	23,3	23,3	23,3		
BPA (EUR)	0,25	1,14	0,67	2,01	0,98	0,42	1,06	1,24	0,47	1,08	1,28	0,58	0,57	0,72	*17,7%*	*-17,3%*
Cto. BPA	*n.a.*	*n.a.*	*-41,7%*	*n.a.*	*-51,0%*	*-56,9%*	*n.a.*	*17,0%*	*-62,1%*	*n.a.*	*18,5%*	*-54,8%*	*-0,6%*	*25,8%*		
BPA ord. (EUR)	0,24	1,09	0,63	1,94	0,95	0,40	0,40	0,36	0,45	0,42	0,58	0,53	0,57	0,60	*9,2%*	*1,1%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*-42,6%*	*n.a.*	*-51,0%*	*-57,9%*	*0,7%*	*-11,1%*	*26,2%*	*-7,2%*	*38,3%*	*-9,5%*	*9,3%*	*4,6%*		
CAPEX	(5,8)	(4,4)	(26,6)	(3,1)	(2,2)	(4,6)	(1,5)	(1,2)	(1,8)	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,9)	(0,9)		
CAPEX/Vtas % [1]	*31,4%*	*27,8%*	*158,2%*	*17,4%*	*11,7%*	*24,0%*	*7,5%*	*5,7%*	*8,5%*	*2,9%*	*2,9%*	*2,9%*	*2,9%*	*2,9%*		
Free Cash Flow	**(6,2)**	**(4,6)**	**(21,8)**	**4,3**	**6,6**	**0,4**	**(0,0)**	**22,7**	**6,2**	**(12,1)**	**0,4**	**5,1**	**3,3**	**6,8**	***7,5%***	***n.a.***
DN/EBITDA (x) [2]	*5,7x*	*4,3x*	*5,8x*	*5,6x*	*4,9x*	*5,2x*	*5,1x*	*2,8x*	*3,4x*	*3,7x*	*4,2x*	*3,7x*	3,8x	3,2x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*9,0x*	*16,5x*	*6,6x*	*5,5x*	*12,8x*	*6,6x*	*6,3x*	*14,4x*	14,5x	11,5x		
EV/Vtas (x)	*3,51x*	*n.a.*	*3,58x*	*2,45x*	*12,45x*	*12,46x*	*16,23x*	*13,68x*	*14,32x*	*15,52x*	*12,90x*	*12,90x*	12,07x	11,46x		
EV/EBITDA (x) [2]	*6,2x*	*n.a.*	*5,0x*	*3,6x*	*18,1x*	*19,0x*	*23,1x*	*15,9x*	*20,8x*	*18,3x*	*18,2x*	*17,0x*	16,9x	13,8x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-21,3%*	*0,0%*	*-2,1%*	*-12,4%*	*18,3%*	*14,1%*	*2,5%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-7,0%*	*-7,3%*	*3,6%*	*-28,6%*	*3,1%*	*-23,6%*	*0,6%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Clerhp Estructuras

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 7,90 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

Clerhp Estructuras (CLR), es una Small Cap de ingeniería de estructuras (integrada verticalmente). En 2022, adquirió terrenos en la R. Dominicana (RD) para iniciar el proyecto Larimar (construcción de c.22.000 apartamentos, villas, hoteles...). Cambiando por completo la compañía. Que pasaría a ser (desde 2026e) esencialmente, una promotora turística y residencial en RD. CLR cotiza en BME Growth desde marzo de 2016.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	116,9	135,9
EV (Mn EUR y USD)	132,5	154,0
Número de Acciones (Mn)	14,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	7,90 / 5,14 / 3,38	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,16	
Rotación(1)	35,1	
Refinitiv / Bloomberg	CLRE.MC / CLR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

Familia Romero	22,7
Trina World Wide	9,7
Alejandro Clemares Sempere	6,5
Víctor Manuel Rodríguez Martín	7,1
Free Float	49,0

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	18,0	14,8	14,8	14,8
Total Ingresos	14,3	29,8	132,7	261,7
EBITDA Rec.	1,9	-0,3	25,6	58,0
% Var.	*192,1*	*-114,2*	*n.a.*	*126,9*
% EBITDA Rec./Ing.	*13,5*	*n.a.*	*19,3*	*22,2*
% Var EBITDA sector (2)	*8,9*	*9,9*	*4,2*	*6,2*
Beneficio neto	-1,0	-0,8	16,4	37,4
BPA (EUR)	-0,05	-0,05	1,11	2,53
% Var.	*-150,0*	*5,0*	*n.a.*	*128,2*
BPA ord. (EUR)	-0,01	-0,05	1,11	2,53
% Var.	*96,5*	*-375,2*	*n.a.*	*128,2*
Free Cash Flow Rec.	-8,9	-30,2	-13,3	-19,5
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	17,8	48,0	61,3	80,8
DN / EBITDA Rec.(x)	9,2	n.a.	2,4	1,4
ROE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*70,6*	*74,6*
ROCE (%)	*20,5*	*6,5*	*25,8*	*35,0*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.	7,1	3,1
PER Ordinario	n.a.	n.a.	7,1	3,1
P/BV	7,4	7,8	3,7	1,7
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	9,29	4,44	1,00	0,51
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	5,2	2,3
EV/EBIT	22,3	43,2	4,8	2,2
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*16,5*	*17,6*	*131,7*	*315,8*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.
(3) Otros: Meca Alcázar 5,0%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

Los resultados del año 2025 no permiten valorar el comportamiento operativo y comercial del proyecto Larimar. CLR cerró el año 2025 con unos ingresos de EUR 14,1Mn (-19,2% vs 2024), incluyendo venta de suelo de EUR 6,0Mn. El margen bruto de la actividad de construcción (78,6%), refleja una subida de 1,9p.p. vs 2024. El EBITDA 2025 se incrementa hasta EUR 1,9Mn (EUR -2,1Mn en 2024)

Primeras entregas de Larimar en 2026e, alcanzando break-even en EBITDA Rec. Acelerando el crecimiento en ingresos hasta EUR 29,8Mn (c.2x la cifra de 2025), y con un EBITDA Rec. 2026e de EUR -0,3Mn (vs EUR 1,9Mn en 2025). El inicio de las entregas de viviendas en 2026 y el incremento de la visibilidad para 2027, serán clave para cuantificar el atractivo de la combinación de crec./riesgo que CLR ofrece. Y en qué medida se materializará realmente la enorme reserva de valor que "sobre el papel" contiene Larimar. Nuestras nuevas estimaciones incluyen un ajuste por el retraso de fechas de entrega de proyectos del 2026 al 2027 y del 2027 al 2028.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

El proyecto Larimar City & Resort (LCR) en la República Dominicana se hará por fases reduciendo las necesidades de financiación. El proyecto (c.22.000 apartamentos y villas) tiene 6 fases, y la construcción de la infraestructura necesaria se hará de forma gradual y en paralelo a la entrega de cada fase.

Las dos claves del modelo de negocio son la relevante autofinanciación y el bajo coste de repercusión del suelo. Las preventas cubren gran parte del desarrollo operativo, reduciendo el consumo neto de caja y por tanto la dependencia de deuda externa, si el ritmo comercial continúa siendo sólido. Los anticipos de clientes recibidos alcanzan los EUR 53Mn, para unas preventas de USD 352Mn. Asimismo, la repercusión del precio del suelo sobre el precio final es del 1%, cuestión diferencial vs mercado español que representa un 20-30%.

La clave del equity story es confirmar que, con la autofinanciación y la actual financiación externa, es suficiente para desarrollar el proyecto sin dilución. Esto implica una sólida ejecución operativa y financiera. Las preventas acumuladas muestran una demanda sólida y el proyecto ha conseguido reforzar significativamente su estructura de financiación durante 2025 y 2026 mediante acuerdos bancarios (USD 15Mn) y un programa de deuda en Panamá (USD 75Mn). El desafío es completar las entregas en línea con el cronograma propuesto, y ajustar al máximo la obra en curso con el cash flow generado por la entrega de viviendas.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Larimar es un proyecto intensivo en capital, con plazos de maduración largos y alta dependencia de la ejecución. Se necesita evidencia de conversión de preventas en entregas reales, generación de caja y reducción efectiva del riesgo financiero.

Parte del valor del proyecto depende de hipótesis todavía no materializadas sobre ocupación futura, monetización de servicios y capacidad de desarrollar una ciudad plenamente funcional y atractiva para residentes e inversores internacionales.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Una gran reserva teórica de valor. Pero condicionada a la ejecución de un proyecto de (todavía) alto riesgo. Si Larimar se ejecuta con éxito, la creación de valor podría ser muy significativa. A cierre del 2025, CLR tenía un patrimonio neto de EUR 15,9Mn. Lo que, en relación al proyecto Larimar (c.EUR 310Mn de inversión), implica un riesgo intuitivo (financiero y contable) por la disparidad de tamaño "CLR vs Larimar". Pero la ejecución por fases desactivaría ese riesgo. El proyecto exige capacidad de ejecución durante varios años antes de que el mercado pueda descontar plenamente la creación de valor. La financiación del circulante, incluyendo anticipos de clientes, la caja que se genere entregas de viviendas y la actual financiación externa, serían *a priori* suficientes para financiar el proyecto, reduciendo el riesgo de dilución.

2026 es un año clave, con el reto de entregar las primeras viviendas, y dar visibilidad al programa de entregas futuras, confirmando que la financiación es suficiente. Tras el enorme outperformance de la acción -12m (+131,7%) la resolución de ambos "retos" parece imprescindible para reducir el elevado riesgo y "sujetar" la cotización.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	2,7	0,8	0,5	0,2	0,1	5,0	10,0	14,9
Inmovilizado material	3,4	3,9	4,5	5,0	4,2	4,1	3,7	4,5
Otros activos no corrientes	0,3	0,1	0,1	-	1,6	1,6	1,6	1,6
Inmovilizado financiero	0,9	5,5	3,9	3,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Fondo de comercio y otros intangibles	0,2	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	9,2	13,0	29,1	58,0	84,4	122,0	165,9	251,2
Total activo	**16,8**	**23,3**	**38,2**	**66,4**	**91,5**	**134,0**	**182,5**	**273,5**
Patrimonio neto	(2,8)	2,2	6,2	10,1	15,8	15,0	31,4	68,8
Minoritarios	0,1	(0,0)	(0,2)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	3,0	4,3	5,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	15,7	11,7	9,6	13,2	17,8	48,0	61,3	80,8
Pasivo circulante	3,6	6,4	18,3	37,8	57,7	70,7	89,5	123,6
Total pasivo	**16,8**	**23,3**	**38,2**	**66,4**	**91,5**	**134,0**	**182,5**	**273,5**

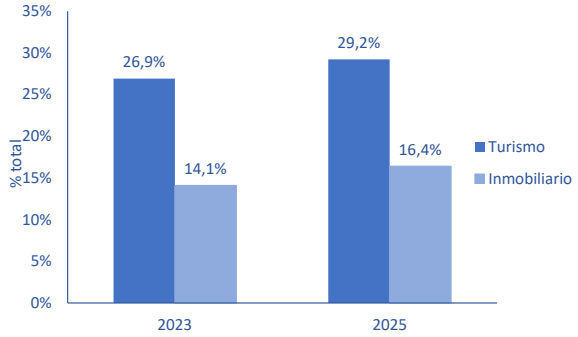
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**21-25**	**25-28e**
Total Ingresos	**6,1**	**14,2**	**17,5**	**17,5**	**14,3**	**29,8**	**132,7**	**261,7**	***23,7%***	***n.a.***
Cto.Total Ingresos	*-40,9%*	*133,5%*	*23,0%*	*0,1%*	*-18,6%*	*109,3%*	*344,8%*	*97,1%*		
Coste de ventas	(2,7)	(3,3)	(5,9)	(10,5)	(4,0)	(20,6)	(91,6)	(180,5)		
Margen Bruto	**3,4**	**10,9**	**11,6**	**7,0**	**10,2**	**9,3**	**41,1**	**81,1**	***32,1%***	***99,4%***
Margen Bruto / Ingresos	*55,2%*	*76,5%*	*66,4%*	*40,1%*	*71,8%*	*31,0%*	*31,0%*	*31,0%*		
Gastos de personal	(3,6)	(3,2)	(3,5)	(3,7)	(4,6)	(5,7)	(11,5)	(18,7)		
Otros costes de explotación	(3,6)	(3,5)	(3,7)	(5,4)	(3,7)	(3,8)	(4,1)	(4,4)		
EBITDA recurrente	**(3,8)**	**4,2**	**4,4**	**(2,1)**	**1,9**	**(0,3)**	**25,6**	**58,0**	***25,8%***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*-979,3%*	*208,8%*	*6,0%*	*-147,2%*	*192,1%*	*-114,2%*	*n.a.*	*126,9%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*29,3%*	*25,2%*	*n.a.*	*13,5%*	*n.a.*	*19,3%*	*22,2%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,0	-	1,0	6,8	0,2	-	-	-		
EBITDA	**(3,8)**	**4,2**	**5,5**	**4,7**	**2,1**	**(0,3)**	**25,6**	**58,0**	***26,5%***	***n.a.***
Depreciación y provisiones	(1,0)	(1,2)	(1,3)	(1,2)	(1,1)	(1,6)	(2,7)	(4,0)		
Gastos capitalizados	0,9	0,5	0,9	0,6	4,9	4,9	4,9	4,9		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**(3,9)**	**3,4**	**5,1**	**4,1**	**5,9**	**3,1**	**27,8**	**59,0**	***37,2%***	***n.a.***
Cto.EBIT	*n.a.*	*188,9%*	*48,7%*	*-20,0%*	*45,4%*	*-48,4%*	*805,8%*	*112,3%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*24,2%*	*29,2%*	*23,3%*	*41,7%*	*10,3%*	*20,9%*	*22,5%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,1)	(2,1)	(4,1)	(1,8)	(5,9)	(3,8)	(4,8)	(6,5)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(5,0)**	**1,4**	**1,0**	**2,3**	**0,0**	**(0,8)**	**23,0**	**52,4**	***18,9%***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario	*-427,5%*	*127,4%*	*-26,1%*	*128,0%*	*-99,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*128,2%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(5,0)**	**1,4**	**1,0**	**2,3**	**0,0**	**(0,8)**	**23,0**	**52,4**	***18,9%***	***n.a.***
Impuestos	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,8)	(1,0)	-	(6,6)	(15,0)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*13,6%*	*28,7%*	*32,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*28,7%*	*28,7%*		
Minoritarios	0,1	0,0	0,1	0,0	(0,0)	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	0,2	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(5,0)**	**1,4**	**0,8**	**1,6**	**(1,0)**	**(0,8)**	**16,4**	**37,4**	***33,6%***	***n.a.***
Cto.Beneficio neto	*-360,1%*	*127,8%*	*-42,7%*	*96,7%*	*-162,1%*	*22,0%*	*n.a.*	*128,2%*		
Beneficio ordinario neto	**(4,9)**	**1,2**	**0,0**	**(4,5)**	**(0,2)**	**(0,8)**	**16,4**	**37,4**	***55,4%***	***n.a.***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-466,5%*	*124,9%*	*-96,6%*	*n.a.*	*95,6%*	*-289,8%*	*n.a.*	*128,2%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**21-25**	**25-28e**
EBITDA recurrente						**(0,3)**	**25,6**	**58,0**	***25,8%***	***n.a.***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(24,6)	(25,1)	(51,3)		
Cash Flow operativo recurrente						**-24,9**	**0,5**	**6,8**	***-12,5%***	***51,9%***
CAPEX						(1,5)	(2,4)	(4,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(3,8)	(4,8)	(6,5)		
Impuestos						-	(6,6)	(15,0)		
Free Cash Flow Recurrente						**(30,2)**	**(13,3)**	**(19,5)**	***-23,0%***	***-29,9%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(30,2)**	**(13,3)**	**(19,5)**	***-18,9%***	***-33,7%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**30,2**	**13,3**	**19,5**		

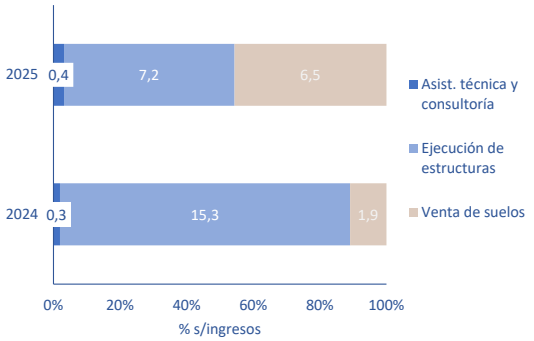
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

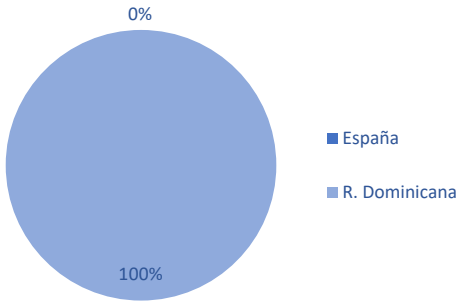
El turismo y la construcción son dos sectores clave para la R. Dominicana. Atrayendo un elevado % de la IED anual en el país.



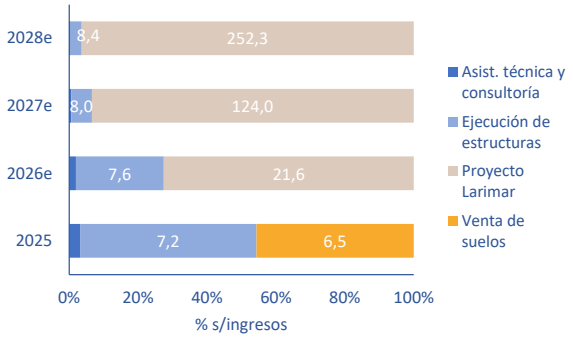
CLR: su principal línea de negocio es ejecución de estructuras, hasta que Larimar empiece a contribuir.



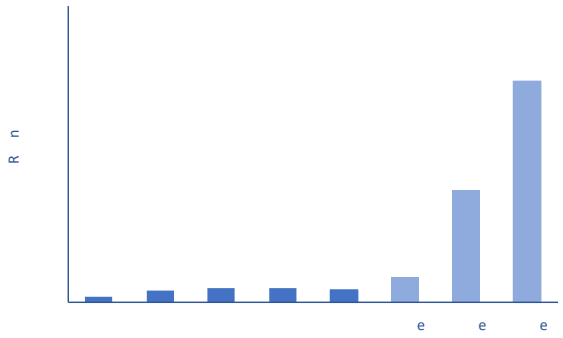
Tiene una alta concentración de la actividad en República Dominicana. En 2025 representó el 100% de las ventas.



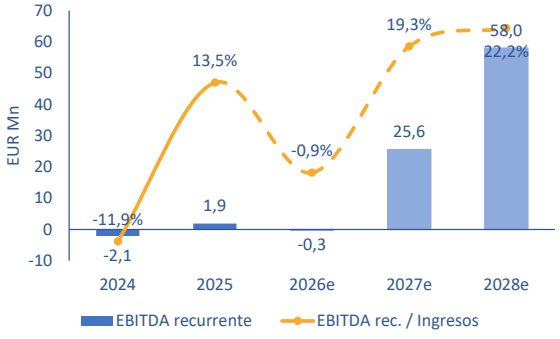
El mix de ingresos cambiará totalmente con el Proyecto Larimar, que representará el 96% de los ingresos totales en 2028e…



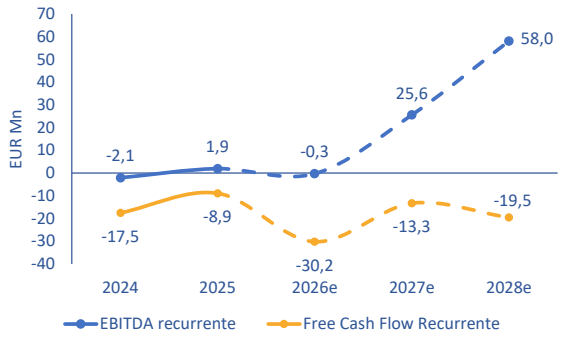
… permitiendo el despegue (muy exigente) en la parte alta de la P&L hasta los EUR 262 Mn en ingresos en 2028e.



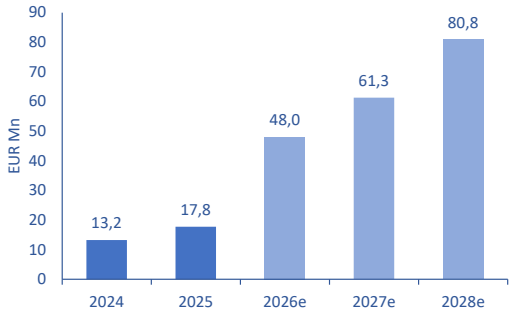
Empujando el EBITDA Rec. hasta EUR 58Mn en 2028e (vs EUR 2Mn en 2025). Por el fortísimo crec. en volumen de ingresos…



… que situaría el FCF Rec. en EUR -19,5Mn en 2028e (vs EUR -8,9Mn en 2025). Hiperdependiente del ritmo de entregas.



Aumentando la DN en 2028e hasta EUR 81Mn vs EUR 18Mn en 2025



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

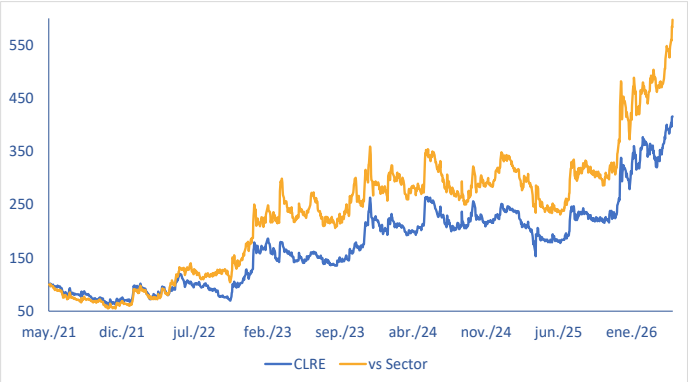
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)

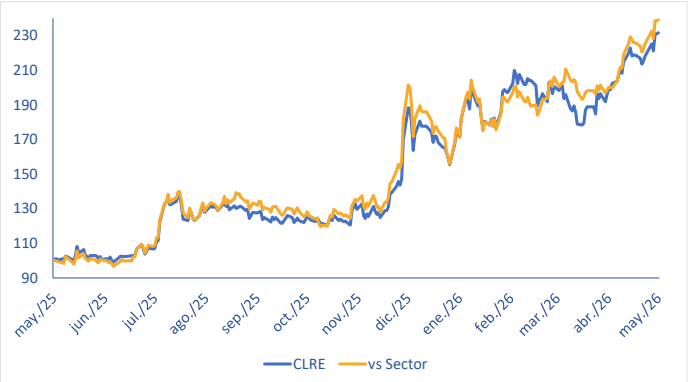
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Real State

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	16,5	17,6	131,7	34,8	187,3	315,8
vs Mercado						
vs Ibex 35	20,2	17,9	83,1	32,4	50,0	115,8
vs Euro STOXX 50	18,8	20,7	115,1	34,0	112,8	186,6
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	18,4	16,6	113,6	31,4	104,6	231,9
vs Segmento Micro Cap España [1]	14,9	16,8	103,4	31,4	119,5	305,5
vs MSCI Europe Micro Cap	13,9	15,5	101,0	30,5	137,7	316,1
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	19,5	24,7	139,2	34,9	153,5	471,8

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**4,2**	**4,4**	**(2,1)**	**1,9**	**(0,3)**	**25,6**	**58,0**	***-22,7%***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*208,8%*	*6,0%*	*-147,2%*	*192,1%*	*-114,2%*	*n.a.*	*126,9%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*29,3%*	*25,2%*	*n.a.*	*13,5%*	*n.a.*	*19,3%*	*22,2%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,9)	(4,2)	(9,4)	(6,4)	(24,6)	(25,1)	(51,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**3,3**	**0,2**	**(11,5)**	**(4,5)**	**(24,9)**	**0,5**	**6,8**	***-50,1%***	***51,9%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*216,0%*	*-94,7%*	*n.a.*	*60,8%*	*-454,6%*	*101,9%*	*n.a.*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*22,9%*	*1,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,4%*	*2,6%*		
- CAPEX	(2,6)	(1,0)	(4,5)	(1,1)	(1,5)	(2,4)	(4,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(2,1)	(1,7)	(1,4)	(2,6)	(3,8)	(4,8)	(6,5)		
- Impuestos	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,7)	-	(6,6)	(15,0)		
= Free Cash Flow recurrente	**(1,6)**	**(2,6)**	**(17,5)**	**(8,9)**	**(30,2)**	**(13,3)**	**(19,5)**	***-78,2%***	***-29,9%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*59,6%*	*-67,6%*	*-565,2%*	*49,2%*	*-239,5%*	*56,0%*	*-46,9%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	1,0	12,0	(1,5)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,6	0,2	1,0	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	1,0	2,3	-	-	-		
= Free Cash Flow	**0,1**	**(1,4)**	**(3,6)**	**(8,2)**	**(30,2)**	**(13,3)**	**(19,5)**	***n.a.***	***-33,7%***
Cto. Free Cash Flow	*101,9%*	*n.a.*	*-159,3%*	*-128,6%*	*-270,0%*	*56,0%*	*-46,9%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*0,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(3,9)**	**(1,6)**	**(2,6)**	**(17,5)**	**(8,9)**	**(30,2)**	**(13,3)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(5,1)	1,0	0,0	0,4	2,1	(0,9)	24,8
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	13,1	(0,7)	(6,5)	3,6	(4,3)	26,8	7,6
= Variación EBITDA recurrente	**8,0**	**0,3**	**(6,5)**	**4,0**	**(2,2)**	**25,8**	**32,4**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,9)	(3,3)	(5,1)	3,0	(18,2)	(0,4)	(26,2)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**6,1**	**(3,1)**	**(11,6)**	**7,0**	**(20,4)**	**25,4**	**6,3**
+/-Variación del CAPEX	(2,5)	1,6	(3,6)	3,4	(0,4)	(0,9)	(2,3)
+/- Variación del resultado financiero neto	(1,1)	0,3	0,3	(1,2)	(1,2)	(1,0)	(1,7)
+/- Variación de impuestos	(0,1)	0,1	0,0	(0,6)	0,7	(6,6)	(8,4)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**2,3**	**(1,1)**	**(14,9)**	**8,6**	**(21,3)**	**16,9**	**(6,2)**
Free Cash Flow Recurrente	**(1,6)**	**(2,6)**	**(17,5)**	**(8,9)**	**(30,2)**	**(13,3)**	**(19,5)**

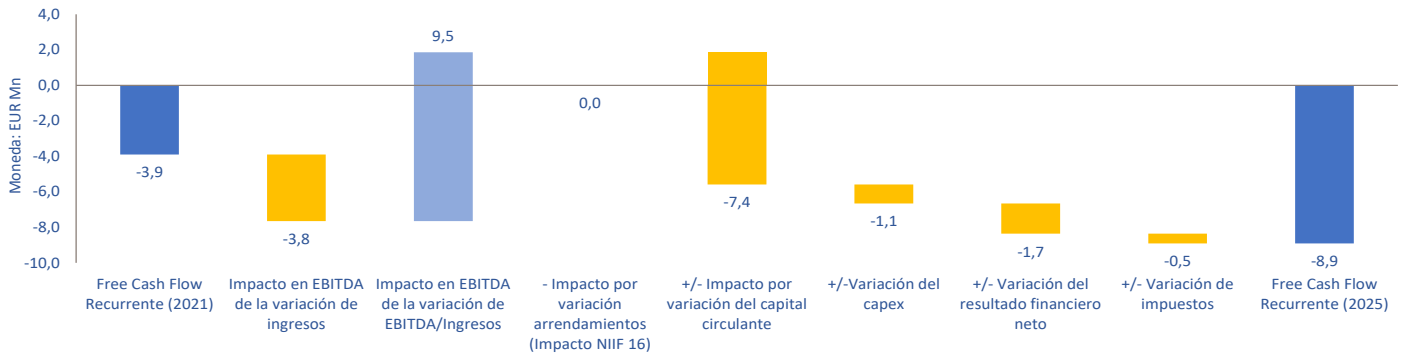
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**3,4**	**5,1**	**4,1**	**5,9**	**3,1**	**27,8**	**59,0**	***20,1%***	***n.a.***
** Tasa fiscal teórica*	*13,6%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*28,7%*	*28,7%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,5)	-	-	-	-	(8,0)	(16,9)		
EBITDA recurrente	**4,2**	**4,4**	**(2,1)**	**1,9**	**(0,3)**	**25,6**	**58,0**	***-22,7%***	***n.a.***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,9)	(4,2)	(9,4)	(6,4)	(24,6)	(25,1)	(51,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**3,3**	**0,2**	**(11,5)**	**(4,5)**	**(24,9)**	**0,5**	**6,8**	***-50,1%***	***51,9%***
- CAPEX	(2,6)	(1,0)	(4,5)	(1,1)	(1,5)	(2,4)	(4,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,5)	-	-	-	-	(8,0)	(16,9)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**0,2**	**(0,8)**	**(16,0)**	**(5,6)**	**(26,4)**	**(9,9)**	**(14,9)**	***n.a.***	***-38,5%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*107,6%*	*-466,5%*	*n.a.*	*65,1%*	*-372,5%*	*62,6%*	*-50,5%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	1,5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	-	1,0	12,0	(1,5)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	1,6	0,2	1,0	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	1,0	2,3	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**1,9**	**0,5**	**(2,1)**	**(4,9)**	**(26,4)**	**(9,9)**	**(14,9)**	***-66,4%***	***-45,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*0,2%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*1,4%*	*0,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

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

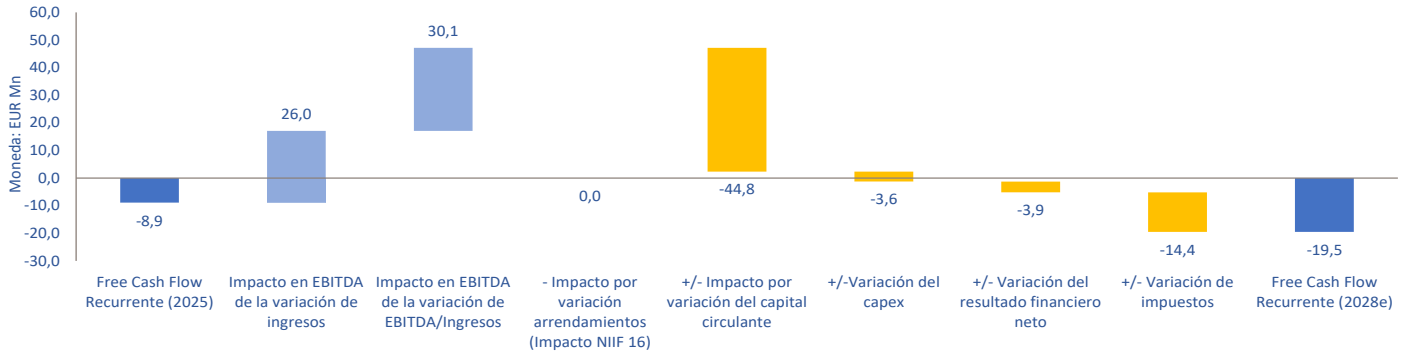
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

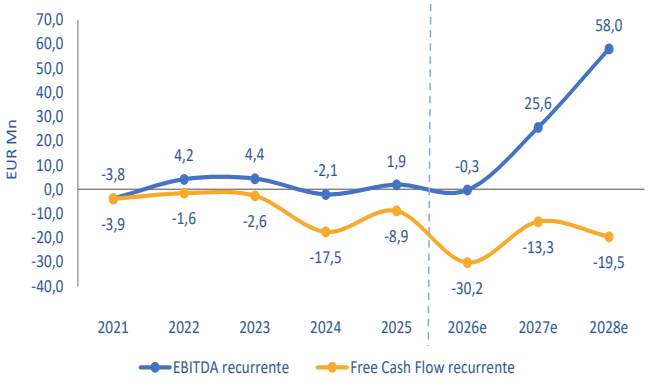
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



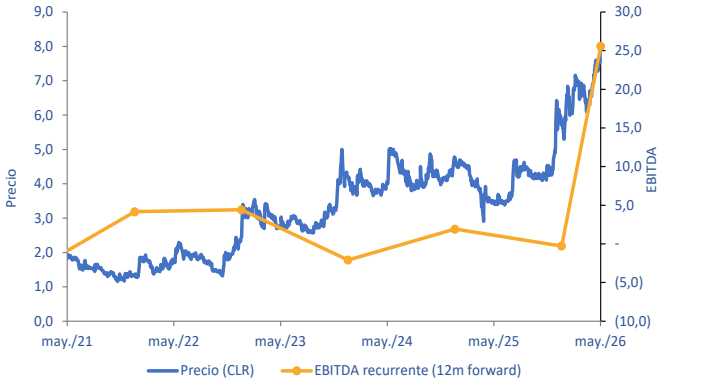
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(26,4)**	**(9,9)**	**(14,9)**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**116,9**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**17,8**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	11,5%	Coste de la deuda neta	11,3%	11,8%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**9,2%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**9,0%**	**9,4%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,2	B (estimación propia)	1,1	1,3
Coste del Equity	**10,8%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,7%**	**12,1%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	86,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	13,2%	D	=	=
WACC	**10,6%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,6%**	**11,7%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	116,9	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	17,8	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	2,4	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**132,5**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	n.a.	25,1%	37,4%	19,8%	20,5%

	2025	2028e
ROCE - WACC	9,9%	24,4%
FCF Yield - WACC	n.a.	n.a.

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	21,2%	28,1	4,7x
Central	19,3%	25,6	5,2x
Min	17,4%	23,1	5,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	1,6%	1,8%	2,0%
28,1	(10,5)	(10,8)	(11,0)
25,6	(13,0)	(13,3)	(13,6)
23,1	(15,6)	(15,8)	(16,1)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	28,6%	33,3%	33,3%
% de consejeros dominicales	71,4%	50,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	16,7%	16,7%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en la plantilla	40,7%	40,7%	40,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	10,0%	14,2%	8,2%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Promoción inmobiliaria y Turismo				Ingeniería y Construcción				
	EUR Mn	Metrovacesa	Aedas Homes	Insur	Average	ACS	Hochtief	Strabag	Average	CLR
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MVC.MC	AEDAS.MC	ISUR.MC		ACS.MC	HOTG.DE	STRV.VI		CLRE.MC
	País	Spain	Spain	Spain		Spain	Germany	Austria		Spain
	Market cap	1.787,3	1.035,1	312,0		36.185,7	40.130,8	10.730,5		116,9
	Enterprise value (EV)	2.050,9	1.370,4	450,6		38.784,5	42.077,3	7.137,5		132,5
Información financiera básica	Total Ingresos	745,0	1.204,3	160,0		55.566,9	43.717,3	20.278,8		29,8
	Cto.Total Ingresos	*5,2%*	*7,4%*	*-23,2%*	*-3,6%*	*11,5%*	*14,3%*	*8,4%*	*11,4%*	*109,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*0,8%*	*-41,4%*	*26,8%*	*-4,6%*	*8,3%*	*9,9%*	*7,3%*	*8,5%*	*n.a.*
	EBITDA	108,5	182,8	29,6		3.473,7	2.536,4	1.800,5		(0,3)
	Cto. EBITDA	*n.a.*	*3,5%*	*-13,1%*	*-4,8%*	*45,5%*	*-2,6%*	*11,0%*	*18,0%*	*-112,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*-1,9%*	*-41,4%*	*25,2%*	*-6,0%*	*11,2%*	*10,3%*	*7,9%*	*9,8%*	*n.a.*
	EBITDA/Ingresos	*14,6%*	*15,2%*	*18,5%*	*16,1%*	*6,3%*	*5,8%*	*8,9%*	*7,0%*	*n.a.*
	EBIT	109,0	178,4	29,9		2.452,6	1.890,3	1.139,8		3,1
	Cto. EBIT	*34,7%*	*3,6%*	*-11,4%*	*9,0%*	*72,8%*	*-2,2%*	*14,9%*	*28,5%*	*-48,4%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*-2,1%*	*-41,4%*	*24,3%*	*-6,4%*	*11,2%*	*13,2%*	*4,1%*	*9,5%*	*n.a.*
	EBIT/Ingresos	*14,6%*	*14,8%*	*18,7%*	*16,0%*	*4,4%*	*4,3%*	*5,6%*	*4,8%*	*10,3%*
	Beneficio Neto	69,0	118,3	15,6		1.090,9	1.028,8	790,2		(0,8)
	Cto. Beneficio Neto	*21,4%*	*-0,2%*	*-60,5%*	*-13,1%*	*-9,8%*	*0,9%*	*-14,2%*	*-7,7%*	*22,0%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*-2,6%*	*-41,4%*	*40,0%*	*-1,3%*	*15,6%*	*17,4%*	*11,6%*	*14,9%*	*n.a.*
	CAPEX/Ventas	*2,8%*	*0,4%*	*71,3%*	*24,8%*	*1,8%*	*1,0%*	*5,6%*	*2,8%*	*5,0%*
	Free Cash Flow	183,0	125,8	(20,0)		1.364,5	1.288,7	285,1		(30,2)
	Deuda financiera Neta	307,5	351,1	(3,5)		1.466,2	536,3	(3.035,0)		48,0
	DN/EBITDA (x)	2,8	1,9	n.a.	2,4	0,4	0,2	n.a.	0,3	n.a.
	Pay-out	*291,1%*	*90,8%*	*55,5%*	*145,8%*	*57,6%*	*63,3%*	*42,3%*	*54,4%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	27,0	8,7	19,7	18,4	32,2	37,5	13,2	27,6	n.a.
	P/BV (x)	1,3	1,1	n.a.	1,2	6,4	n.a.	1,7	4,1	7,8
	EV/Ingresos (x)	2,8	1,1	2,8	2,2	0,7	1,0	0,4	0,7	4,4
	EV/EBITDA (x)	18,9	7,5	15,2	13,9	11,2	16,6	4,0	10,6	n.a.
	EV/EBIT (x)	18,8	7,7	15,1	13,9	15,8	22,3	6,3	14,8	43,2
	ROE	*5,0*	*9,0*	*6,6*	*6,8*	*23,4*	*62,1*	*13,7*	*33,1*	*n.a.*
	FCF Yield (%)	*10,2*	*12,2*	*n.a.*	*11,2*	*3,8*	*3,2*	*2,7*	*3,2*	*n.a.*
	DPA	*1,33*	*2,46*	*0,47*	*1,42*	*2,44*	*8,66*	*2,90*	*4,66*	*0,00*
	Dvd Yield	*11,3%*	*10,4%*	*2,8%*	*8,2%*	*1,8%*	*1,7%*	*3,2%*	*2,2%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos				**5,3**	**10,6**	**10,3**	**6,1**	**14,2**	**17,5**	**17,5**	**14,3**	**29,8**	**132,7**	**261,7**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Total ingresos				*n.a.*	*101,3%*	*-3,0%*	*-40,9%*	*133,5%*	*23,0%*	*0,1%*	*-18,6%*	*109,3%*	*344,8%*	*97,1%*		
EBITDA				**1,0**	**1,7**	**0,4**	**(3,8)**	**4,2**	**5,5**	**4,7**	**2,1**	**(0,3)**	**25,6**	**58,0**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. EBITDA				*n.a.*	*67,8%*	*-76,3%*	*n.a.*	*210,0%*	*31,0%*	*-14,0%*	*-54,8%*	*-112,8%*	*n.a.*	*126,9%*		
EBITDA/Ingresos				*19,5%*	*16,2%*	*4,0%*	*n.a.*	*29,3%*	*31,2%*	*26,8%*	*14,9%*	*n.a.*	*19,3%*	*22,2%*		
Beneficio neto				**0,1**	**0,8**	**(1,1)**	**(5,0)**	**1,4**	**0,8**	**1,6**	**(1,0)**	**(0,8)**	**16,4**	**37,4**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Beneficio neto				*n.a.*	*744,4%*	*-233,8%*	*-360,1%*	*127,8%*	*-42,7%*	*96,7%*	*-162,1%*	*22,0%*	*n.a.*	*128,2%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)				10,0	10,0	10,0	10,0	11,7	13,9	14,5	18,0	14,8	14,8	14,8		
BPA (EUR)				0,01	0,08	-0,11	-0,50	0,12	0,06	0,11	-0,05	-0,05	1,11	2,53	*n.a.*	*n.a.*
Cto. BPA				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-51,6%*	*87,7%*	*n.a.*	*5,0%*	*n.a.*	*n.a.*		
BPA ord. (EUR)				0,01	0,09	-0,11	-0,49	0,10	0,00	-0,31	-0,01	-0,05	1,11	2,53	*n.a.*	*n.a.*
Cto. BPA ord.				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-97,1%*	*n.a.*	*96,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
CAPEX				(0,6)	(2,1)	(3,9)	(0,0)	(2,6)	(1,0)	(4,5)	(1,1)	(1,5)	(2,4)	(4,7)		
CAPEX/Vtas %)				*10,9%*	*20,0%*	*37,6%*	*0,4%*	*18,1%*	*5,5%*	*26,0%*	*7,7%*	*5,0%*	*1,8%*	*1,8%*		
Free Cash Flow				**0,0**	**(0,6)**	**(6,2)**	**(4,1)**	**0,1**	**(1,4)**	**(3,6)**	**(8,2)**	**(30,2)**	**(13,3)**	**(19,5)**	***n.a.***	***-33,7%***
DN/EBITDA (x) (2)				*1,7x*	*1,3x*	*28,2x*	*n.a.*	*2,8x*	*1,8x*	*2,8x*	*8,4x*	*n.a.*	2,4x	1,4x		
PER (x)				*n.a.*	*18,5x*	*n.a.*	*n.a.*	*20,3x*	*73,2x*	*44,3x*	*n.a.*	*n.a.*	7,1x	3,1x		
EV/Vtas (x)				*2,87x*	*1,98x*	*2,40x*	*4,73x*	*2,60x*	*3,39x*	*4,90x*	*7,26x*	*4,44x*	1,00x	0,51x		
EV/EBITDA (x) (2)				*14,8x*	*12,2x*	*n.a.*	*n.a.*	*8,9x*	*10,9x*	*18,3x*	*48,8x*	*n.a.*	5,2x	2,3x		
Comport. Absoluto				*9,8%*	*22,0%*	*-12,0%*	*3,0%*	*77,2%*	*74,3%*	*13,6%*	*22,9%*	*34,8%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35				*29,2%*	*9,1%*	*4,1%*	*-4,5%*	*87,6%*	*42,0%*	*-1,1%*	*-17,7%*	*32,4%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti – lighthouse@institutodeanalistas.com
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

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 (74% s/ingresos 2025). Deoleo cotiza en el mercado continuo de BME.

Market Data

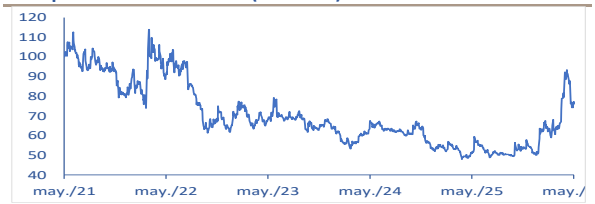
Market Cap (Mn EUR y USD)	139,0	161,6
EV (Mn EUR y USD)	521,7	606,5
Número de Acciones (Mn)	500,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,34 / 0,21 / 0,18	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,21	
Rotación(1)	39,4	
Refinitiv / Bloomberg	OLEO.MC / OLE SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

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

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	500,0	500,0	500,0	500,0
Total Ingresos	848,2	915,9	984,8	1.050,0
EBITDA Rec.	49,9	61,1	69,8	78,9
% Var.	*49,6*	*22,4*	*14,2*	*13,1*
% EBITDA Rec./Ing.	*5,9*	*6,7*	*7,1*	*7,5*
% Var EBITDA sector (2)	*-0,6*	*10,9*	*8,2*	*6,8*
Beneficio neto	9,1	9,3	11,0	13,3
BPA (EUR)	0,02	0,02	0,02	0,03
% Var.	*132,3*	*1,2*	*18,6*	*21,1*
BPA ord. (EUR)	0,00	0,02	0,02	0,03
% Var.	*-108,2*	*482,7*	*18,6*	*21,1*
Free Cash Flow Rec.	27,0	34,2	40,2	44,9
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	98,1	68,8	33,6	-6,3
DN / EBITDA Rec.(x)	2,0	1,1	0,5	-0,1
ROE (%)	*4,3*	*4,2*	*4,7*	*5,4*
ROCE (%)	*6,2*	*5,8*	*6,9*	*8,0*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	15,2	15,0	12,7	10,4
PER Ordinario	n.a.	15,0	12,7	10,4
P/BV	0,6	0,6	0,6	0,6
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	0,62	0,57	0,53	0,50
EV/EBITDA Rec.	10,5	8,5	7,5	6,6
EV/EBIT	8,9	10,3	8,8	7,6
FCF Yield (%)	*9,8*	*12,4*	*14,6*	*16,3*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-13,7*	*23,0*	*49,5*	*-22,7*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

Viento de cola sectorial… con cosechas de 24/25 y 25/26e en línea con la media histórica y c.+40% superiores a las de 22/23 y 23/24 (años de sequía) que permiten "normalizar" los precios de venta recuperando la demanda del aceite de oliva (AO) y el margen de los envasadores. Las condiciones hídricas en España (embalses en Andalucía al 85% de capacidad versus 56% hace un año) refuerzan las buenas perspectivas para los próximos 2-3 años.

…. y viento de cola interno…, OLE se apoya en bonanza sectorial y en tranquilidad financiera (refinanciación en marzo 2025) para aplicar un plan de mejora cuyos efectos ya se notan en 2025 (mayor cuota de mercado, mejora de capital circulante tanto en inventarios como en días de clientes) y que avala nuestra estimación de TACC en EBITDA Rec. 25-28e de +16,5%.

… que continuará en 2026e. La buena ejecución en 2025 (margen EBITDA Rec. 5,9% versus 3,3% en 2024) que continuará en 2026e (margen EBITDA Rec. 2026e 6,7%) permite dejar atrás una historia de refinanciaciones, recapitalizaciones y contingencias fiscales y enfocarse en un sector en crecimiento con marcas líderes.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Cuota de mercado. Las marcas son el principal activo de OLE (nula exposición a marca del distribuidor). En un entorno de dominio de las marcas de la distribución (60% en España, 24% en Italia, 42% en USA) es primordial retener el liderazgo entre las marcas de fabricantes. OLE invierte en sus marcas (EUR 17 Mn en 2025, 30% sobre 2024) lo que permite incrementar cuota de mercado en 2025 (+1,8 puntos en España, +1,1 puntos en Alemania, +0,1% puntos en USA).

Volumen y margen OLE tiene que gestionar su presencia en mercados de gran consumo per cápita (España, Italia) en los que el AO no es un producto "premium", con su presencia en otros mercados (USA, Norte de Europa, India) de menor consumo per cápita y mayor potencial de crecimiento donde el AO es un producto "premium". Las iniciativas de mejora de ingresos van encaminadas a estos mercados de mejor margen (lanzamiento de nuevos productos, como "hot cooking" o "dress&drizz", con margen bruto +25% superior al producto tradicional) sin descuidar los mercados tradicionales que aseguran un alto volumen anual.

Refinanciación. La situación financiera actual (2,3x 2026e EBITDA Rec./gastos financieros; 4x sobre gastos financieros "cash") facilita que OLE pueda refinanciar sin penalización desde marzo 2026 y esperamos noticias (no incluidas en estimaciones) en 2026. Este paso abre las puertas a una mejora de las condiciones de la deuda subordinada (tipo >20%).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Dependencia de los productores de AO. Aunque OLE ha anunciado un plan de integración vertical, no hay pasos concretos hasta la fecha y la hiperdependencia actual de OLE del mercado primario de AO (100%) es todavía un riesgo y una fuente de volatilidad para sus resultados.

Estructura accionarial no convencional. Con un fondo de Private Equity (CVC) de accionista mayoritario en la entidad cotizada y uno de situaciones especiales (Alchemy) de minoritario con derecho de bloqueo en las decisiones estratégicas.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El sector "se mueve". Cobram anunció en diciembre 2025 la adquisición de la americana California Olive Ranch (COR) a 11x EBITDA. COR no es directamente comparable porque está más integrada verticalmente que OLE pero tiene menor cuota de mercado que OLE en USA (OLE es #2 y COR es #5).

Bajos múltiplos. Un FCF yield (equity) de doble dígito (12,4% 2026e) no refleja el menor perfil de riesgo operativo y financiero de OLE. EV/EBITDA 2026e -23% vs sector.

La acción -12m (+50% absoluto, +65% vs sector) ha recogido tanto el interés del inversor por el sector y su momentum muy favorable, como los bajos múltiplos de OLE. La progresiva mitigación del riesgo financiero juega muy a favor de que el outperformance continúe. OLE es un valor de la cartera modelo de Lighthouse.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	470,0	459,2	430,7	431,5	448,6	448,6	448,6	448,6
Inmovilizado material	57,9	56,1	54,5	53,7	54,6	49,2	44,1	39,3
Otros activos no corrientes	55,0	50,2	46,8	53,0	51,7	51,7	51,7	51,7
Inmovilizado financiero	7,9	3,2	2,5	2,3	2,0	11,7	11,7	11,7
Fondo de comercio y otros intangibles	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4	16,4
Activo circulante	207,4	230,2	251,4	230,4	200,2	209,9	221,7	236,4
Total activo	**814,6**	**815,3**	**802,3**	**787,1**	**773,5**	**787,4**	**794,1**	**804,0**
Patrimonio neto	252,9	256,6	238,9	210,0	217,3	226,6	237,6	250,9
Minoritarios	243,9	248,5	232,4	205,6	213,9	223,2	234,1	247,3
Provisiones y otros pasivos a LP	81,0	78,5	71,8	133,2	127,4	142,7	153,2	167,5
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	119,8	101,5	120,4	115,5	98,1	68,8	33,6	(6,3)
Pasivo circulante	117,0	130,2	138,8	122,9	116,8	126,1	135,6	144,6
Total pasivo	**814,6**	**815,3**	**802,3**	**787,1**	**773,5**	**787,4**	**794,1**	**804,0**

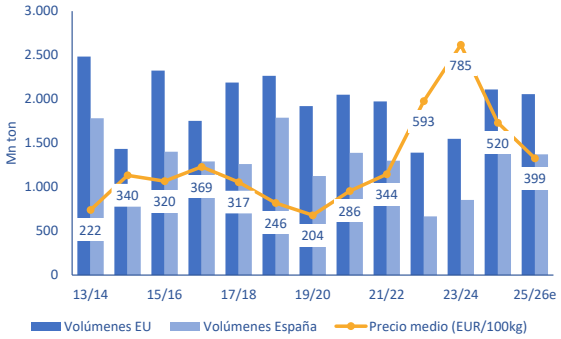
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**719,8**	**831,3**	**842,8**	**1.007,0**	**848,2**	**915,9**	**984,8**	**1.050,0**	***4,2%***	***7,4%***
Cto.Total Ingresos	*4,2%*	*15,5%*	*1,4%*	*19,5%*	*-15,8%*	*8,0%*	*7,5%*	*6,6%*		
Coste de ventas	(594,1)	(705,1)	(742,6)	(907,7)	(719,7)	(770,7)	(825,8)	(877,4)		
Margen Bruto	**125,7**	**126,2**	**100,1**	**99,2**	**128,5**	**145,2**	**159,0**	**172,6**	***0,6%***	***10,3%***
Margen Bruto / Ingresos	*17,5%*	*15,2%*	*11,9%*	*9,9%*	*15,2%*	*15,8%*	*16,1%*	*16,4%*		
Gastos de personal	(45,5)	(49,4)	(48,1)	(48,3)	(54,7)	(57,2)	(60,7)	(63,7)		
Otros costes de explotación	(32,0)	(33,8)	(21,8)	(17,5)	(23,9)	(26,9)	(28,6)	(30,0)		
EBITDA recurrente	**48,3**	**43,0**	**30,2**	**33,4**	**49,9**	**61,1**	**69,8**	**78,9**	***0,8%***	***16,5%***
Cto.EBITDA recurrente	*-48,3%*	*-11,0%*	*-29,6%*	*10,4%*	*49,6%*	*22,4%*	*14,2%*	*13,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*6,7%*	*5,2%*	*3,6%*	*3,3%*	*5,9%*	*6,7%*	*7,1%*	*7,5%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	8,4	(7,6)	(27,5)	(56,7)	19,1	-	-	-		
EBITDA	**56,6**	**35,3**	**2,7**	**(23,3)**	**69,0**	**61,1**	**69,8**	**78,9**	***5,1%***	***4,6%***
Depreciación y provisiones	(10,1)	(10,0)	(10,0)	(10,2)	(10,4)	(10,5)	(10,4)	(10,3)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**46,5**	**25,3**	**(7,3)**	**(33,5)**	**58,6**	**50,6**	**59,4**	**68,6**	***6,0%***	***5,4%***
Cto.EBIT	*-42,5%*	*-45,6%*	*-129,0%*	*-357,2%*	*275,0%*	*-13,7%*	*17,4%*	*15,5%*		
EBIT / Ingresos	*6,5%*	*3,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*6,9%*	*5,5%*	*6,0%*	*6,5%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(11,0)	(10,0)	(22,9)	(20,1)	(28,3)	(26,0)	(30,2)	(33,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**35,5**	**15,3**	**(30,2)**	**(53,6)**	**30,3**	**24,6**	**29,2**	**35,4**	***-3,9%***	***5,3%***
Cto.Beneficio ordinario	*-87,9%*	*-56,9%*	*-297,5%*	*-77,1%*	*156,7%*	*-18,8%*	*18,6%*	*21,1%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**35,5**	**15,3**	**(30,2)**	**(53,6)**	**30,3**	**24,6**	**29,2**	**35,4**	***-3,9%***	***5,3%***
Impuestos	25,8	(9,0)	(4,1)	(1,0)	(10,9)	(6,2)	(7,3)	(8,9)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*59,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*35,9%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	(30,5)	(3,6)	16,4	26,2	(10,3)	(9,2)	(10,9)	(13,3)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**30,9**	**2,7**	**(18,0)**	**(28,3)**	**9,1**	**9,3**	**11,0**	**13,3**	***-26,2%***	***13,3%***
Cto.Beneficio neto	*-88,6%*	*-91,2%*	*-764,1%*	*-57,6%*	*132,3%*	*1,2%*	*18,6%*	*21,1%*		
Beneficio ordinario neto	**(3,3)**	**12,5**	**13,6**	**29,4**	**(2,4)**	**9,3**	**11,0**	**13,3**	***7,5%***	***95,7%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-101,2%*	*479,0%*	*8,9%*	*115,6%*	*-108,2%*	*482,7%*	*18,6%*	*21,1%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**61,1**	**69,8**	**78,9**	***0,8%***	***16,5%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,3)	(2,4)	(5,7)		
Cash Flow operativo recurrente						**60,8**	**67,4**	**73,2**	***9,1%***	***-0,3%***
CAPEX						(5,1)	(5,3)	(5,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(15,2)	(14,7)	(14,0)		
Impuestos						(6,2)	(7,3)	(8,9)		
Free Cash Flow Recurrente						**34,2**	**40,2**	**44,9**	***0,9%***	***18,4%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(5,0)	(5,0)	(5,0)		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**29,2**	**35,2**	**39,9**	***-6,1%***	***13,3%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**(29,2)**	**(35,2)**	**(39,9)**		

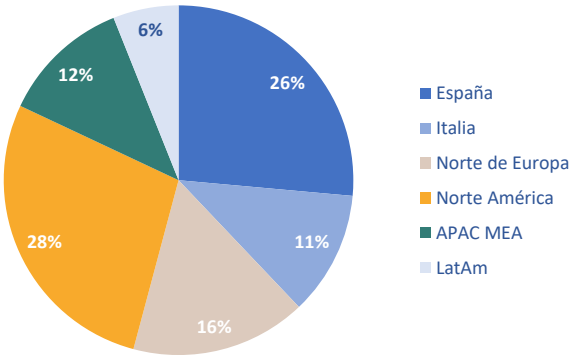
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

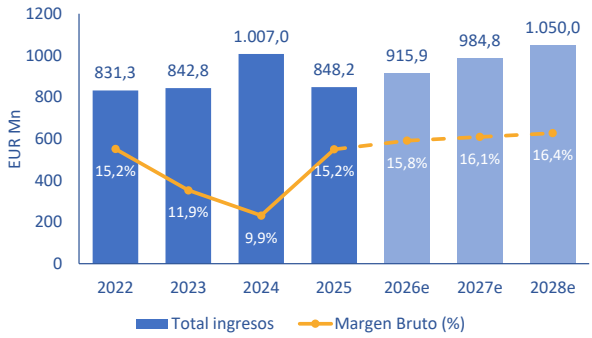
Normalización de la producción y el coste del aceite de oliva



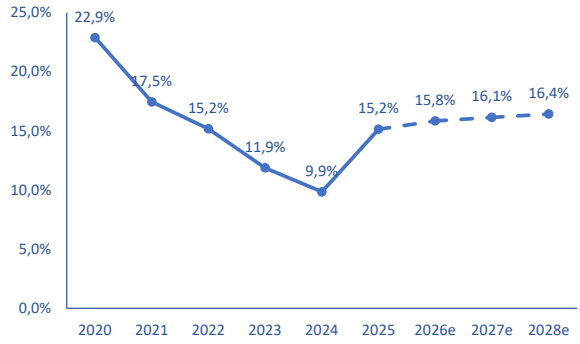
Las exportaciones representan el 74% de su cifra de negocio 2025, siendo Norte América su principal fuente de ingresos



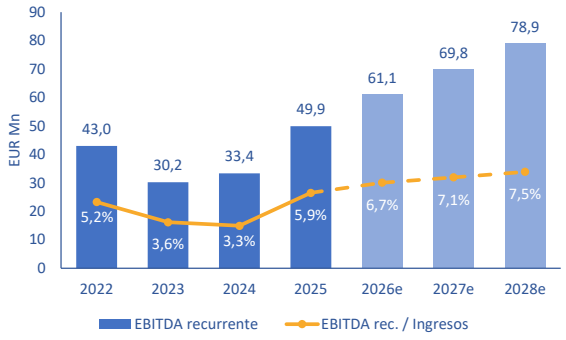
Estimamos una recuperación paulatina del volumen, estabilización de precios y enfoque en la mejora de márgenes



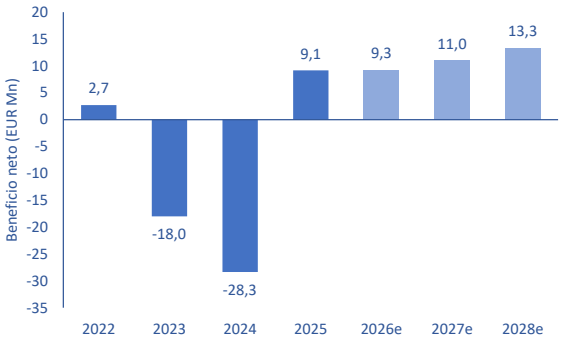
Estimamos un margen bruto medio en 2025-2028e de c.15,9%, superior al margen bruto medio de 2023-2024 de c.10,9%



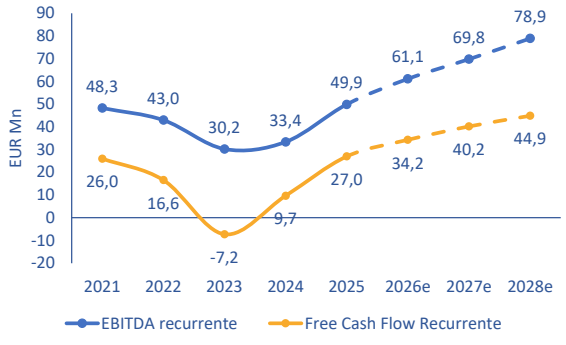
Queda recorrido en la recuperación del margen por estabilidad en coste de materia prima y mayor eficiencia operativa



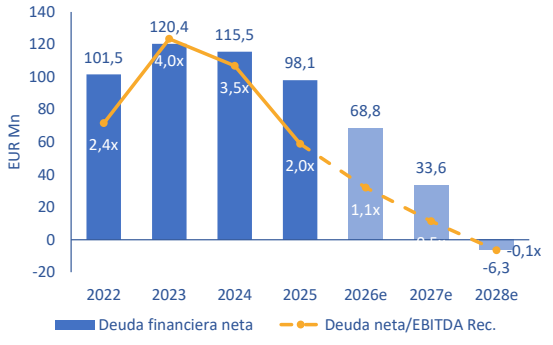
Beneficio neto 2025 sin impacto por gastos e ingresos extraordinarios



Una compañía con alta conversión de EBITDA en Free Cash Flow



La generación de caja eliminará el apalancamiento en 2028e

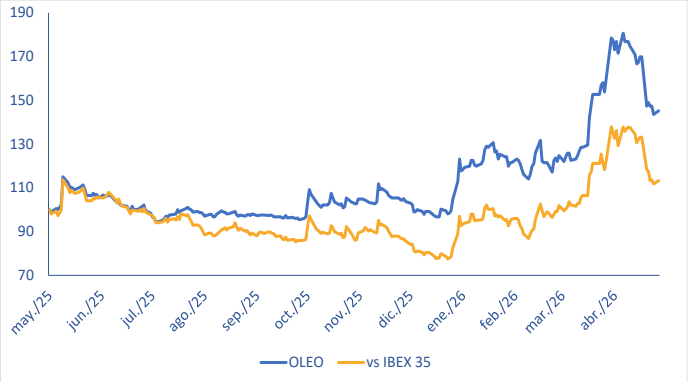


IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

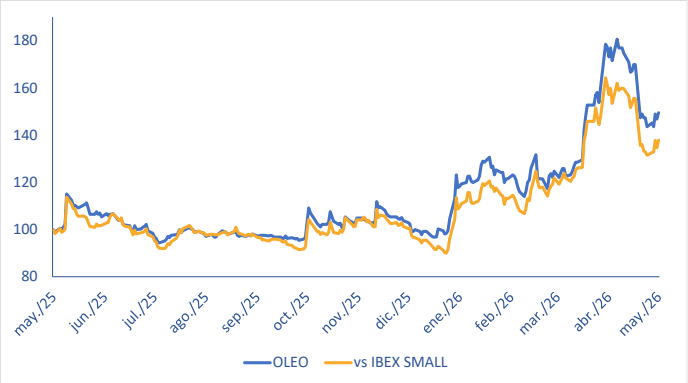
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)

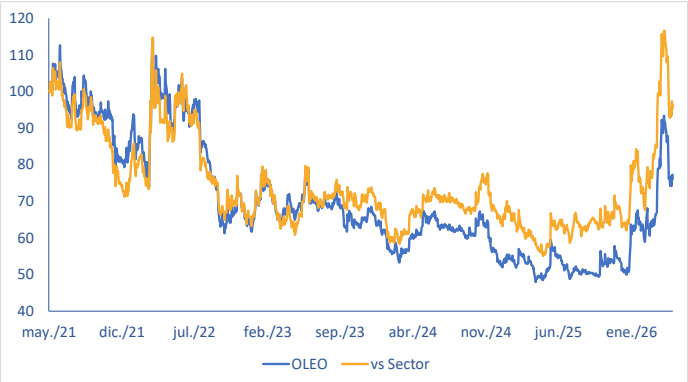


Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

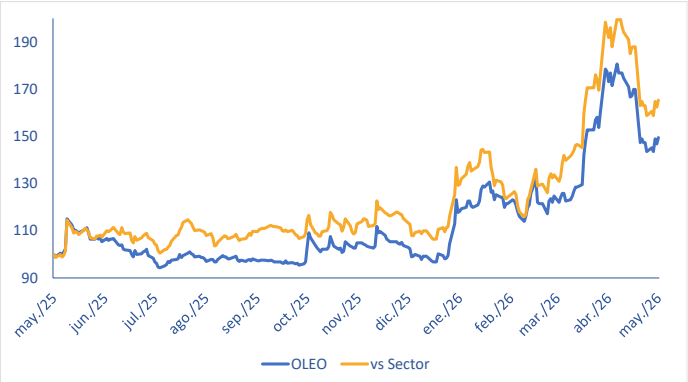
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[(1)] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[(1)] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-13,7	23,0	49,5	54,4	13,0	-22,7
vs Mercado						
vs Ibex 35	-10,9	23,4	18,1	51,7	-41,0	-59,9
vs Euro STOXX 50	-12,0	26,3	38,8	53,5	-16,3	-46,7
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-12,3	22,0	37,8	50,5	-19,5	-38,3
vs Segmento Micro Cap España [(1)]	-14,9	22,2	31,2	50,6	-13,7	-24,7
vs MSCI Europe Micro Cap	-15,6	20,9	29,7	49,5	-6,5	-22,7
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Food & Beverage	-13,8	33,1	65,4	55,4	49,2	-3,5

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**43,0**	**30,2**	**33,4**	**49,9**	**61,1**	**69,8**	**78,9**	***5,1%***	***16,5%***
Cto.EBITDA recurrente	*-11,0%*	*-29,6%*	*10,4%*	*49,6%*	*22,4%*	*14,2%*	*13,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*5,2%*	*3,6%*	*3,3%*	*5,9%*	*6,7%*	*7,1%*	*7,5%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(9,6)	(12,5)	5,1	24,1	(0,3)	(2,4)	(5,7)		
= Cash Flow operativo recurrente	**33,3**	**17,8**	**38,4**	**74,0**	**60,8**	**67,4**	**73,2**	***30,4%***	***-0,3%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-36,3%*	*-46,7%*	*116,5%*	*92,4%*	*-17,8%*	*11,0%*	*8,6%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*4,0%*	*2,1%*	*3,8%*	*8,7%*	*6,6%*	*6,8%*	*7,0%*		
- CAPEX	(3,8)	(9,4)	(5,1)	(7,9)	(5,1)	(5,3)	(5,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(8,0)	(15,8)	(20,8)	(34,7)	(15,2)	(14,7)	(14,0)		
- Impuestos	(4,8)	0,2	(2,8)	(4,3)	(6,2)	(7,3)	(8,9)		
= Free Cash Flow recurrente	**16,6**	**(7,2)**	**9,7**	**27,0**	**34,2**	**40,2**	**44,9**	***17,6%***	***18,4%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-36,2%*	*-143,6%*	*234,3%*	*178,1%*	*26,8%*	*17,4%*	*11,7%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*2,0%*	*n.a.*	*1,0%*	*3,2%*	*3,7%*	*4,1%*	*4,3%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	(5,0)	(5,0)	(5,0)		
- Adquisiciones / + Desinversiones	7,2	0,4	0,6	0,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**23,8**	**(6,8)**	**10,3**	**27,4**	**29,2**	**35,2**	**39,9**	***4,8%***	***13,3%***
Cto. Free Cash Flow	*-32,4%*	*-128,5%*	*251,9%*	*165,8%*	*6,8%*	*20,3%*	*13,3%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*6,1%*	*n.a.*	*3,5%*	*9,8%*	*12,4%*	*14,6%*	*16,3%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*8,7%*	*n.a.*	*3,7%*	*9,9%*	*10,6%*	*12,8%*	*14,4%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**26,0**	**16,6**	**(7,2)**	**9,7**	**27,0**	**34,2**	**40,2**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	7,5	0,6	5,9	(5,3)	4,0	4,6	4,6
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(12,8)	(13,3)	(2,8)	21,8	7,2	4,1	4,5
= Variación EBITDA recurrente	**(5,3)**	**(12,7)**	**3,1**	**16,5**	**11,2**	**8,7**	**9,1**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(13,6)	(2,8)	17,6	19,0	(24,4)	(2,0)	(3,3)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(18,9)**	**(15,6)**	**20,7**	**35,5**	**(13,2)**	**6,7**	**5,8**
+/-Variación del CAPEX	1,4	(5,6)	4,3	(2,8)	2,8	(0,1)	(0,3)
+/- Variación del resultado financiero neto	3,6	(7,8)	(5,0)	(13,9)	19,5	0,6	0,7
+/- Variación de impuestos	4,5	5,1	(3,1)	(1,5)	(1,9)	(1,1)	(1,5)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(9,4)**	**(23,8)**	**16,9**	**17,3**	**7,2**	**5,9**	**4,7**
Free Cash Flow Recurrente	**16,6**	**(7,2)**	**9,7**	**27,0**	**34,2**	**40,2**	**44,9**

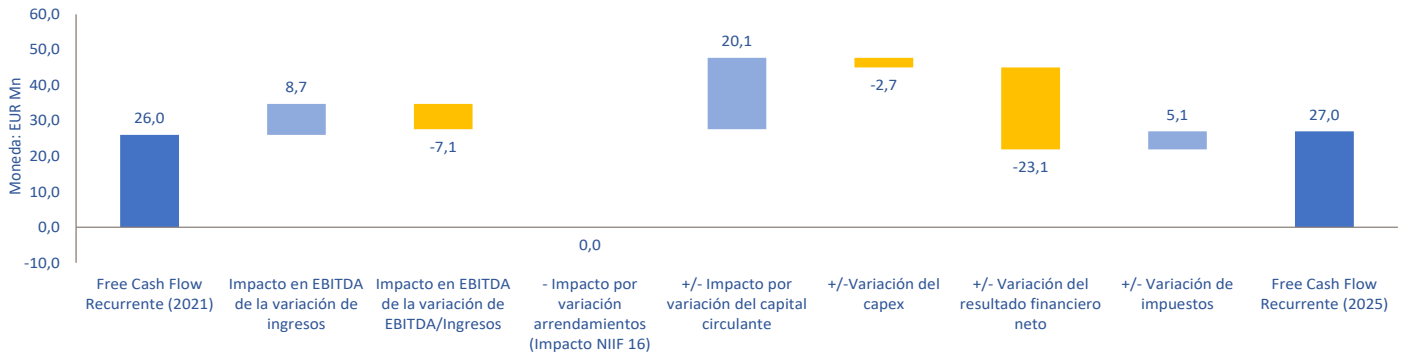
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**25,3**	**(7,3)**	**(33,5)**	**58,6**	**50,6**	**59,4**	**68,6**	***32,3%***	***5,4%***
** Tasa fiscal teórica*	*30,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*30,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(7,6)	-	-	(17,6)	(12,6)	(14,9)	(17,2)		
EBITDA recurrente	**43,0**	**30,2**	**33,4**	**49,9**	**61,1**	**69,8**	**78,9**	***5,1%***	***16,5%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(9,6)	(12,5)	5,1	24,1	(0,3)	(2,4)	(5,7)		
= Cash Flow operativo recurrente	**33,3**	**17,8**	**38,4**	**74,0**	**60,8**	**67,4**	**73,2**	***30,4%***	***-0,3%***
- CAPEX	(3,8)	(9,4)	(5,1)	(7,9)	(5,1)	(5,3)	(5,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(7,6)	-	-	(17,6)	(12,6)	(14,9)	(17,2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**21,9**	**8,4**	**33,4**	**48,5**	**43,0**	**47,3**	**50,6**	***30,3%***	***1,4%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-53,4%*	*-61,8%*	*298,5%*	*45,3%*	*-11,3%*	*10,1%*	*6,8%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	2,6%	1,0%	3,3%	5,7%	4,7%	4,8%	4,8%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	7,2	0,4	0,6	0,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**29,1**	**8,8**	**33,9**	**48,8**	**43,0**	**47,3**	**50,6**	***18,8%***	***1,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-48,2%*	*-69,7%*	*285,0%*	*43,9%*	*-12,0%*	*10,1%*	*6,8%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*4,2%*	*1,6%*	*6,4%*	*9,3%*	*8,2%*	*9,1%*	*9,7%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*5,6%*	*1,7%*	*6,5%*	*9,4%*	*8,2%*	*9,1%*	*9,7%*		

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

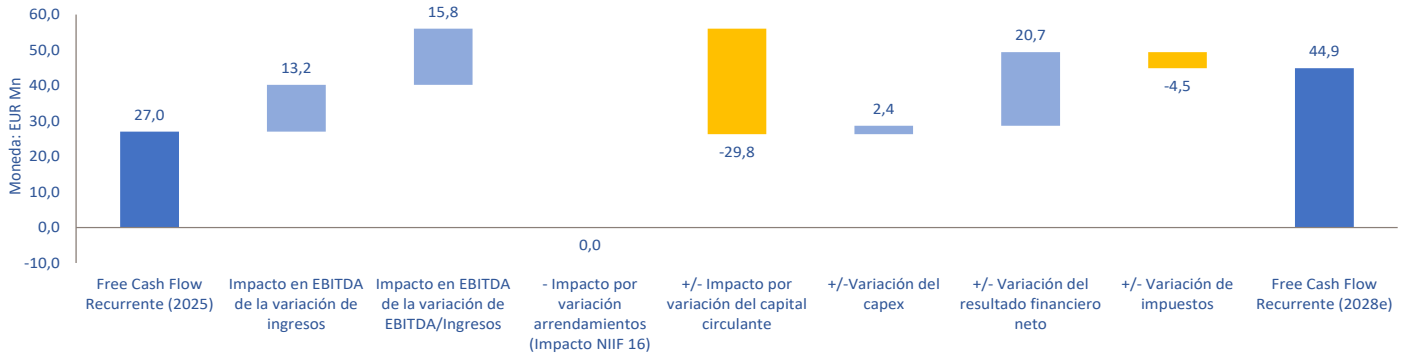
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

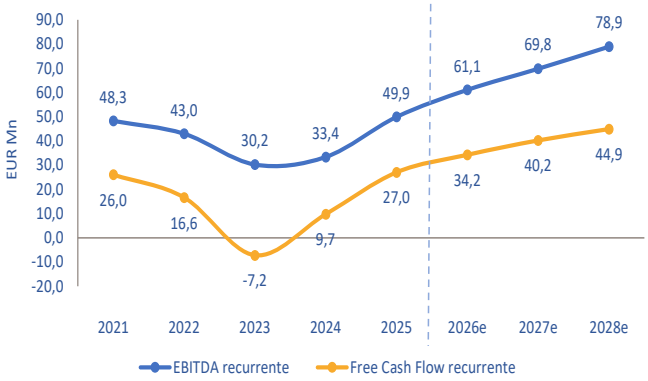
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



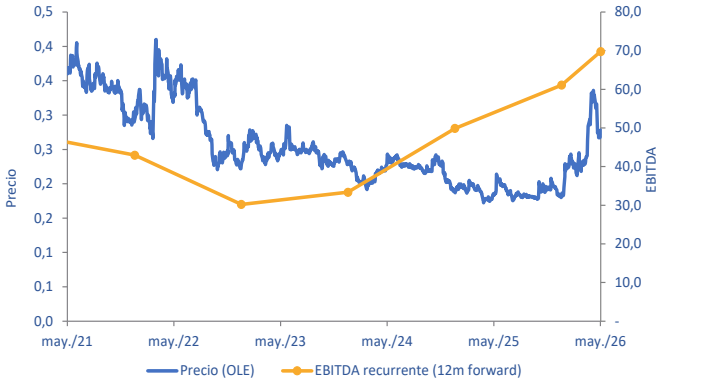
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**43,0**	**47,3**	**50,6**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**139,0**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**98,1**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
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)	3,6%	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	**11,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**10,2%**	**12,1%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	58,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	41,4%	D	=	=
WACC	**10,0%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,2%**	**10,5%**
G "Razonable"	**1,0%**		**2,0%**	**1,0%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	139,0	
+ Minoritarios	213,9	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP[1]	126,2	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta[2]	98,1	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	2,0	Rdos. 12m 2025
+/- Otros[3]	(53,4)	Rdos. 12m 2025
Enterprise Value (EV)	**521,7**	

(1) incluye EUR 30 Mn de contingencia fiscal italiana
(2) Incluye EUR 12 Mn de deuda subordinada
(3) Activo por impuestos diferidos

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	6,7%	2,6%	n.a.	n.a.	6,2%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-3,8%	-2,0%
FCF Yield - WACC	-0,7%	-0,3%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	7,8%	76,7	6,8x
Central	7,1%	69,8	7,5x
Min	6,4%	62,9	8,3x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	0,4%	0,5%	0,6%
76,7	48,1	47,1	46,1
69,8	41,2	40,2	39,2
62,9	34,3	33,3	32,3

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	17,4%	17,1%	16,7%
Central	14,9%	14,6%	14,2%
Min	12,4%	12,1%	11,7%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	33,3%	28,6%	28,6%
% de consejeros dominicales	50,0%	42,9%	42,9%
% de consejeros ejecutivos	16,7%	14,3%	14,3%
% de otros consejeros	0,0%	14,3%	14,3%
% de mujeres en el consejo de administración	33,3%	28,6%	28,6%
% de mujeres en la plantilla	37,7%	38,7%	39,3%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	2,0%	2,4%	2,7%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Aceite de oliva	Multinacionales europeas de alimentación						FMCG internacionales					
	EUR Mn	Cobram	Nestle	Danone	Orkla	Barry Callebaut	Ebro Food	Average	Conagra Brands	Kewpie Corporation	Agthia Group	Hain Celestial	Average	OLE
Datos Mercado	Ticker (Factset)	CBO.AX	NESN.S	DANO.PA	ORK.OL	BARN.S	EBRO.MC		CAG	2809.T	AGTHIA.AD	HAIN.O		OLEO.MC
	País	Australia	Switzerland	France	Norway	Switzerland	Spain		USA	Japan	UAE	USA		Spain
	Market cap	1.207,0	219.947,0	41.883,4	10.370,6	7.147,2	2.758,2		5.527,3	3.123,9	691,1	60,4		139,0
	Enterprise value (EV)	1.328,4	276.664,5	49.629,6	11.968,2	11.063,4	3.009,9		11.787,3	2.948,3	1.067,4	495,0		521,7
Información financiera básica	Total Ingresos	216,7	96.947,8	28.042,8	6.773,7	14.074,6	3.038,2		9.594,0	2.874,0	1.212,2	1.165,8		915,9
	Cto.Total Ingresos	*45,8%*	*-0,9%*	*2,8%*	*2,4%*	*-13,0%*	*0,8%*	*-1,6%*	*-1,2%*	*3,3%*	*6,8%*	*-13,1%*	*-1,0%*	*8,0%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*21,4%*	*3,2%*	*3,9%*	*3,2%*	*-4,3%*	*1,5%*	*1,5%*	*1,4%*	*4,1%*	*7,9%*	*-9,4%*	*1,0%*	*7,1%*
	EBITDA	52,4	19.652,5	4.964,8	975,1	937,0	421,6		1.505,2	313,0	150,6	76,9		61,1
	Cto. EBITDA	*263,3%*	*2,0%*	*3,2%*	*-0,8%*	*-11,2%*	*-2,6%*	*-1,9%*	*-0,8%*	*9,2%*	*38,1%*	*-15,8%*	*7,7%*	*-11,4%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*22,3%*	*5,0%*	*5,2%*	*4,4%*	*7,2%*	*2,8%*	*4,9%*	*5,4%*	*7,7%*	*7,1%*	*6,3%*	*6,6%*	*13,7%*
	EBITDA/Ingresos	*24,2%*	*20,3%*	*17,7%*	*14,4%*	*6,7%*	*13,9%*	*14,6%*	*15,7%*	*10,9%*	*12,4%*	*6,6%*	*11,4%*	*6,7%*
	EBIT	35,6	15.485,8	3.813,7	722,8	662,4	307,4		1.096,6	n.a.	98,0	36,3		50,6
	Cto. EBIT	*n.a.*	*1,3%*	*0,8%*	*-1,1%*	*-15,8%*	*-3,8%*	*-3,7%*	*-1,9%*	*-100,0%*	*80,1%*	*-31,8%*	*-13,4%*	*-13,7%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*27,6%*	*5,1%*	*5,5%*	*5,7%*	*9,5%*	*3,0%*	*5,8%*	*6,4%*	*n.a.*	*11,0%*	*26,9%*	*14,8%*	*16,5%*
	EBIT/Ingresos	*16,4%*	*16,0%*	*13,6%*	*10,7%*	*4,7%*	*10,1%*	*11,0%*	*11,4%*	*n.a.*	*8,1%*	*3,1%*	*7,5%*	*5,5%*
	Beneficio Neto	17,0	12.249,0	2.531,8	622,0	267,2	212,3		702,0	140,9	58,5	(12,2)		9,3
	Cto. Beneficio Neto	*-44,4%*	*38,1%*	*41,0%*	*-3,0%*	*29,7%*	*-7,9%*	*19,6%*	*0,1%*	*-23,3%*	*148,2%*	*97,3%*	*55,6%*	*1,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*31,5%*	*6,3%*	*6,9%*	*5,9%*	*26,4%*	*4,1%*	*9,9%*	*7,5%*	*9,2%*	*15,8%*	*67,8%*	*25,1%*	*19,9%*
	CAPEX/Ventas	*26,1%*	*4,9%*	*4,0%*	*3,9%*	*2,5%*	*4,0%*	*3,9%*	*3,9%*	*4,9%*	*4,3%*	*1,9%*	*3,8%*	*0,6%*
	Free Cash Flow	(116,2)	10.822,7	2.576,3	513,0	1.646,4	223,8		688,3	94,1	72,4	n.a.		29,2
	Deuda financiera Neta	200,0	55.396,7	8.050,6	1.454,9	2.992,2	443,9		6.014,5	(294,7)	302,3	502,4		68,8
	DN/EBITDA (x)	3,8	2,8	1,6	1,5	3,2	1,1	2,0	4,0	n.a.	2,0	6,5	4,2	1,1
	Pay-out	*72,0%*	*72,2%*	*59,0%*	*71,8%*	*65,3%*	*56,1%*	*64,9%*	*82,9%*	*36,8%*	*69,7%*	*0,0%*	*47,3%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	65,1	17,8	15,6	16,4	27,1	12,9	18,0	7,9	21,5	11,9	n.a.	13,8	15,0
	P/BV (x)	4,1	5,7	2,2	2,2	2,4	1,1	2,7	0,7	1,7	1,0	n.a.	1,2	0,6
	EV/Ingresos (x)	6,1	2,9	1,8	1,8	0,8	1,0	1,6	1,2	1,0	0,9	0,4	0,9	0,6
	EV/EBITDA (x)	25,4	14,1	10,0	12,3	11,8	7,1	11,1	7,8	9,4	7,1	6,4	7,7	8,5
	EV/EBIT (x)	37,3	17,9	13,0	16,6	16,7	9,8	14,8	10,7	n.a.	10,9	13,6	11,8	10,3
	ROE	*6,9*	*32,2*	*14,1*	*16,8*	*9,3*	*9,0*	*16,3*	*8,0*	*8,0*	*8,8*	*n.a.*	*8,3*	*4,2*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*4,9*	*6,2*	*4,9*	*23,0*	*8,1*	*9,4*	*12,5*	*3,0*	*10,5*	*n.a.*	*8,6*	*12,4*
	DPA	*0,03*	*3,44*	*2,32*	*0,45*	*31,82*	*0,77*	*7,76*	*1,22*	*0,38*	*0,05*	*0,00*	*0,41*	*0,00*
	Dvd Yield	*1,2%*	*4,0%*	*3,8%*	*4,4%*	*2,5%*	*4,3%*	*3,8%*	*10,5%*	*1,7%*	*5,9%*	*0,0%*	*4,5%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 19-25	TACC 25-28e
Total Ingresos					**588,2**	**690,8**	**719,8**	**831,3**	**842,8**	**1.007,0**	**848,2**	**915,9**	**984,8**	**1.050,0**	***6,3%***	***7,4%***
Cto. Total ingresos					*n.a.*	*17,4%*	*4,2%*	*15,5%*	*1,4%*	*19,5%*	*-15,8%*	*8,0%*	*7,5%*	*6,6%*		
EBITDA					**42,4**	**93,3**	**56,6**	**35,3**	**2,7**	**(23,3)**	**69,0**	**61,1**	**69,8**	**78,9**	***8,4%***	***4,6%***
Cto. EBITDA					*n.a.*	*119,9%*	*-39,3%*	*-37,6%*	*-92,3%*	*-957,8%*	*395,6%*	*-11,4%*	*14,2%*	*13,1%*		
EBITDA/Ingresos					*7,2%*	*13,5%*	*7,9%*	*4,2%*	*0,3%*	*n.a.*	*8,1%*	*6,7%*	*7,1%*	*7,5%*		
Beneficio neto					**(10,6)**	**270,4**	**30,9**	**2,7**	**(18,0)**	**(28,3)**	**9,1**	**9,3**	**11,0**	**13,3**	***19,2%***	***13,3%***
Cto. Beneficio neto					*n.a.*	*n.a.*	*-88,6%*	*-91,2%*	*-764,1%*	*-57,6%*	*132,3%*	*1,2%*	*18,6%*	*21,1%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)					1.404,9	935,1	500,0	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	0,02	0,02	0,02	0,03	*28,1%*	*13,3%*
Cto. BPA					*n.a.*	*n.a.*	*-78,7%*	*-91,2%*	*n.a.*	*-57,6%*	*n.a.*	*1,2%*	*18,6%*	*21,1%*		
BPA ord. (EUR)					-0,01	0,29	-0,01	0,03	0,03	0,06	0,00	0,02	0,02	0,03	*7,1%*	*95,7%*
Cto. BPA ord.					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*8,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*18,6%*	*21,1%*		
CAPEX					(7,5)	(5,5)	(5,2)	(3,8)	(9,4)	(5,1)	(7,9)	(5,1)	(5,3)	(5,5)		
CAPEX/Vtas %[1]					*1,3%*	*0,8%*	*0,7%*	*0,5%*	*1,1%*	*0,5%*	*0,9%*	*0,6%*	*0,5%*	*0,5%*		
Free Cash Flow					**28,2**	**68,3**	**35,3**	**23,8**	**(6,8)**	**10,3**	**27,4**	**29,2**	**35,2**	**39,9**	***-0,5%***	***13,3%***
DN/EBITDA (x)[2]					*12,1x*	*1,6x*	*2,1x*	*2,9x*	*44,2x*	*n.a.*	*1,4x*	*1,1x*	0,5x	-0,1x		
PER (x)					*n.a.*	*n.a.*	*4,7x*	*41,0x*	*n.a.*	*n.a.*	*9,8x*	*15,0x*	12,7x	10,4x		
EV/Vtas (x)					*1,18x*	*0,87x*	*0,81x*	*0,65x*	*0,64x*	*0,54x*	*0,62x*	*0,57x*	0,53x	0,50x		
EV/EBITDA (x)[2]					*16,4x*	*6,4x*	*10,3x*	*15,2x*	*n.a.*	*n.a.*	*7,6x*	*8,5x*	7,5x	6,6x		
Comport. Absoluto					*-54,0%*	*873,1%*	*14,6%*	*-23,4%*	*2,7%*	*-17,5%*	*-4,3%*	*54,4%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35					*-58,8%*	*1050,9%*	*6,2%*	*-18,9%*	*-16,3%*	*-28,2%*	*-35,9%*	*51,7%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Desarrollos Especiales de Sistemas de Anclaje (DESA) es un grupo industrial de pequeño tamaño con sede en Barcelona (España), especializado (>60 años) en la producción y comercialización de fijaciones, grapas y herramientas empleadas en los sectores de la construcción, la industria y la agricultura. Con presencia internacional (c. 30% s/Ingresos). Controlada por sus accionistas de referencia (c.75% del capital).

Market Data

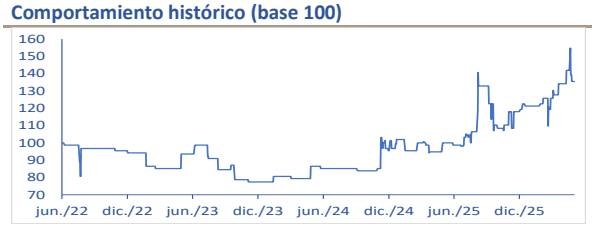
Market Cap (Mn EUR y USD)	37,6	43,7
EV (Mn EUR y USD)	48,3	56,2
Número de Acciones (Mn)	1,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	24,00 / 18,24 / 15,20	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	1,8	
Refinitiv / Bloomberg	DESA.MC / DESA SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Maden	29,6
SARM	18,7
Gestión Ixua	16,0
Miembros del Consejo	12,6
Free Float	23,0

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1,8	1,8	1,8	1,8
Total Ingresos	49,0	50,2	51,5	52,9
EBITDA Rec.	5,6	5,7	5,8	6,0
% Var.	*9,7*	*1,7*	*2,9*	*3,3*
% EBITDA Rec./Ing.	*11,4*	*11,3*	*11,3*	*11,3*
% Var EBITDA sector (2)	*2,5*	*8,4*	*11,6*	*10,0*
Beneficio neto	3,9	3,2	3,4	3,5
BPA (EUR)	2,19	1,79	1,88	1,98
% Var.	*60,4*	*-18,4*	*5,0*	*5,8*
BPA ord. (EUR)	1,98	1,79	1,88	1,98
% Var.	*34,2*	*-9,8*	*5,0*	*5,8*
Free Cash Flow Rec.	-0,1	2,1	3,1	3,0
Pay-out (%)	*51,3*	*62,6*	*59,6*	*56,4*
DPA (EUR)	1,12	1,12	1,12	1,12
Deuda financiera neta	9,7	9,6	8,4	7,4
DN / EBITDA Rec.(x)	1,7	1,7	1,5	1,2
ROE (%)	*18,5*	*13,8*	*13,8*	*13,7*
ROCE (%)	*13,3*	*10,1*	*10,3*	*10,6*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	9,6	11,8	11,2	10,6
PER Ordinario	10,6	11,8	11,2	10,6
P/BV	1,7	1,6	1,5	1,4
Dividend Yield (%)	*5,4*	*5,3*	*5,3*	*5,3*
EV/Ventas	0,99	0,96	0,94	0,91
EV/EBITDA Rec.	8,7	8,6	8,3	8,0
EV/EBIT	9,7	10,5	10,1	9,7
FCF Yield (%)	*n.a.*	*5,5*	*8,4*	*8,1*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*1,0*	*10,5*	*35,5*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: TR Europe Industrial Machinery.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

1T26: consolidación de la mejora de márgenes. DESA cierra el 1T26 con ingresos de EUR 13,2 Mn (-2,1% vs 1T25) afectados por factores puntuales (climatología, ubicación de la Semana Santa en el calendario, etc.). Considerando el mes de abril, las ventas del primer cuatrimestre crecen un +2,5% vs el mismo periodo 2025. El margen bruto se incrementa hasta el 44,8% (+1,9 p.p.), permitiendo situar el margen EBITDA en 14,5% (EBITDA EUR 1,9 Mn). Se consolida la senda de crecimiento en rentabilidad experimentada desde el ejercicio 2019-2020 (margen EBITDA rec. 2019 del 5,8%).

2026e: crecimiento moderado en ingresos (+2,4%) y estabilidad de márgenes. En 2026e esperamos un crecimiento moderado de ingresos (+2,4%), en un contexto de cierta desaceleración industrial en España. A ello se suma la incertidumbre macro relativa al conflicto en Oriente Medio, que introduce un sesgo de cautela. En este contexto, estimamos estabilidad en margen bruto (43,4%) y margen EBITDA rec. (11,3%), con crecimiento del EBITDA rec. del +1,7%.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Negocio diversificado. DESA cuenta con una exposición diversificada (i) por sectores: industrial, construcción, retail (bricolaje) y agricultura; y (ii) también por productos. Que, sumado a una amplia base de clientes y el elevado tamaño de estos, resta ciclicidad al negocio.

Posicionamiento en la industria agraria y exposición al sector de la construcción. DESA es un referente en sistemas de fijación para plantas de invernadero (con producto propio desarrollado internamente). Se trata del principal driver de crecimiento y rentabilidad a largo plazo. Adicionalmente, mantiene exposición al sector construcción en España, con perspectivas superiores al crecimiento esperado del PIB para 2026e-2027e.

Estabilidad en el crecimiento de ingresos, que se trasladará al EBITDA recurrente. Ingresos 2028e de EUR 52,9 Mn (TACC 2025-2028e del +2,6%) que se traducirían en un EBITDA rec. de EUR 6,0 Mn (TACC 2025-2028e del +2,6%) apoyado en el mantenimiento de la eficiencia alcanzada en los últimos años. Margen EBITDA rec. 2028e del 11,3%.

Con capacidad de generación de caja (conversión de c. 45% del EBITDA en FCF). Que, junto a un endeudamiento contenido (DN/EBITDA rec. 2025: 1,7x) permitirán acometer las inversiones necesarias (EUR 1,8 Mn en 2026e: CAPEX de mantenimiento y adquisición del terreno contiguo en Tarragona), continuar con el dividendo y abrir la puerta al crecimiento inorgánico. La potencial integración de Vallés supondría un salto significativo en ingresos (+36%) y EBITDA (+40%) vs 2024 (ver pág 108).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo de divisa (EUR/USD). En 2025, el c. 38% de las compras se realizaron en USD. DESA asegura mayoritariamente las operaciones en USD mediante seguros de tipo de cambio. Una variación del tipo de cambio EUR/USD del +/- 5% tendría un impacto en el beneficio neto de c. EUR +/- 0,4 Mn.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Negocio industrial de bajo riesgo con importante generación de caja (FCF Yield 2026e 5,5%) y cotizando a PER 2026e 11,8x. Reducido riesgo operativo (diversificación sectorial, geográfica y por producto; sin exposición directa al conflicto en Oriente Medio) y financiero (bajo apalancamiento: DN/EBITDA rec. 2026 1,7x). Que, junto a la capacidad de generación de caja, se refleja en la política de dividendos y su estabilidad (EUR 2,0 Mn/año; dividend yield 5,3%). A la espera de la adquisición de Vallés ("se espera en breves… poder informar sobre la evolución definitiva de la situación"), que supondría un incremento significativo en ingresos y EBITDA. Múltiplos 2026e: EV/EBITDA 8,6x y PER 11,8x. La cotización refleja progresivamente la mejora de rentabilidad y la solidez del modelo (-12m +35,5%; +14,1% vs sector). DESA ofrece exposición al sector industrial en condiciones de riesgo contenido.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	0,6	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Inmovilizado material	12,3	13,2	11,8	11,2	12,4	13,3	13,3	13,4
Otros activos no corrientes	2,7	3,2	3,9	2,7	3,3	3,3	3,3	3,3
Inmovilizado financiero	0,0	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	26,3	25,9	24,0	25,4	26,2	26,6	27,0	27,8
Total activo	**41,8**	**43,1**	**40,7**	**40,4**	**42,9**	**44,2**	**44,7**	**45,4**
Patrimonio neto	15,6	18,8	19,3	19,6	22,5	23,7	25,1	26,6
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	0,7	1,3	1,3	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Otros pasivos no corrientes	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Deuda financiera neta	11,5	13,0	10,7	7,5	9,7	9,6	8,4	7,4
Pasivo circulante	13,5	9,6	9,0	11,3	8,7	8,9	9,1	9,4
Total pasivo	**41,8**	**43,1**	**40,7**	**40,4**	**42,9**	**44,2**	**44,7**	**45,4**

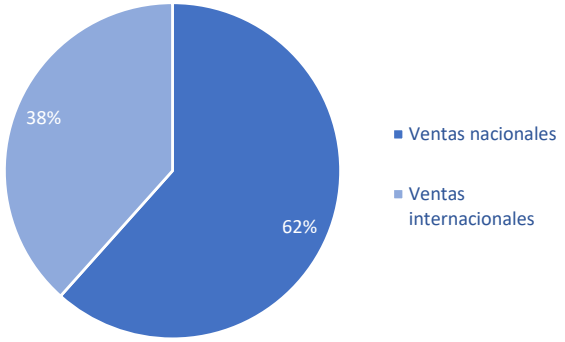
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**48,1**	**50,4**	**47,7**	**47,9**	**49,0**	**50,2**	**51,5**	**52,9**	***0,4%***	***2,6%***
Cto.Total Ingresos	*21,3%*	*4,8%*	*-5,5%*	*0,5%*	*2,2%*	*2,4%*	*2,7%*	*2,8%*		
Coste de ventas	(28,8)	(31,4)	(28,9)	(27,7)	(27,7)	(28,4)	(29,2)	(30,0)		
Margen Bruto	**19,3**	**19,0**	**18,8**	**20,1**	**21,3**	**21,8**	**22,3**	**23,0**	***2,4%***	***2,6%***
Margen Bruto / Ingresos	*40,2%*	*37,6%*	*39,4%*	*42,1%*	*43,5%*	*43,4%*	*43,4%*	*43,4%*		
Gastos de personal	(7,7)	(7,8)	(7,9)	(8,2)	(8,6)	(8,9)	(9,1)	(9,3)		
Otros costes de explotación	(5,8)	(6,0)	(6,1)	(6,8)	(7,1)	(7,3)	(7,4)	(7,6)		
EBITDA recurrente	**5,8**	**5,2**	**4,8**	**5,1**	**5,6**	**5,7**	**5,8**	**6,0**	***-1,3%***	***2,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*75,8%*	*-11,7%*	*-7,7%*	*6,1%*	*9,7%*	*1,7%*	*2,9%*	*3,3%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*12,2%*	*10,3%*	*10,0%*	*10,6%*	*11,4%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	(0,3)	(0,3)	0,5	-	-	-		
EBITDA	**5,8**	**5,2**	**4,5**	**4,8**	**6,0**	**5,7**	**5,8**	**6,0**	***0,7%***	***0,0%***
Depreciación y provisiones	(1,2)	(1,1)	(0,9)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT	**4,6**	**4,0**	**3,4**	**3,7**	**5,0**	**4,6**	**4,8**	**5,0**	***2,3%***	***-0,1%***
Cto.EBIT	*222,0%*	*-12,8%*	*-15,3%*	*10,9%*	*33,6%*	*-7,8%*	*3,7%*	*4,3%*		
EBIT / Ingresos	*9,5%*	*7,9%*	*7,1%*	*7,8%*	*10,2%*	*9,2%*	*9,2%*	*9,4%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**4,3**	**3,7**	**2,9**	**3,4**	**4,7**	**4,3**	**4,5**	**4,7**	***2,0%***	***0,2%***
Cto.Beneficio ordinario	*248,7%*	*-15,9%*	*-20,3%*	*15,3%*	*39,9%*	*-9,4%*	*5,0%*	*5,8%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**4,3**	**3,7**	**2,9**	**3,4**	**4,7**	**4,3**	**4,5**	**4,7**	***2,0%***	***0,2%***
Impuestos	(0,6)	(0,9)	(0,8)	(0,9)	(0,8)	(1,1)	(1,1)	(1,2)		
Tasa fiscal efectiva	*13,4%*	*23,9%*	*27,0%*	*27,7%*	*17,1%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**3,8**	**2,8**	**2,1**	**2,4**	**3,9**	**3,2**	**3,4**	**3,5**	***0,9%***	***-3,1%***
Cto.Beneficio neto	*315,6%*	*-26,1%*	*-23,5%*	*14,1%*	*60,4%*	*-18,0%*	*5,0%*	*5,8%*		
Beneficio ordinario neto	**3,8**	**2,8**	**2,3**	**2,6**	**3,5**	**3,2**	**3,4**	**3,5**	***-1,6%***	***0,2%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*198,0%*	*-26,1%*	*-16,3%*	*12,7%*	*34,2%*	*-9,3%*	*5,0%*	*5,8%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**5,7**	**5,8**	**6,0**	***-1,3%***	***2,6%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						(0,2)	(0,2)	(0,5)		
Cash Flow operativo recurrente						**5,3**	**5,4**	**5,3**	***-8,4%***	***39,0%***
CAPEX						(1,8)	(0,8)	(0,8)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,3)	(0,3)	(0,2)		
Impuestos						(1,1)	(1,1)	(1,2)		
Free Cash Flow Recurrente						**2,1**	**3,1**	**3,0**	***-20,0%***	***n.a.***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**2,1**	**3,1**	**3,0**	***-20,0%***	***n.a.***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(2,0)	(2,0)	(2,0)		
Variación de Deuda financiera neta						**(0,1)**	**(1,1)**	**(1,0)**		

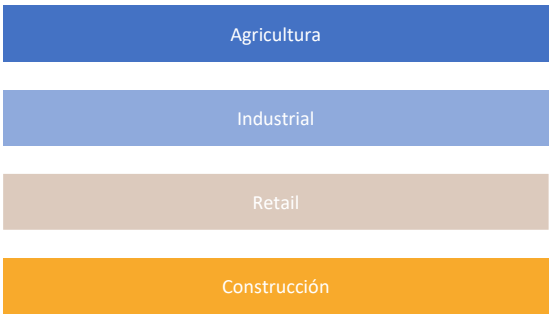
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

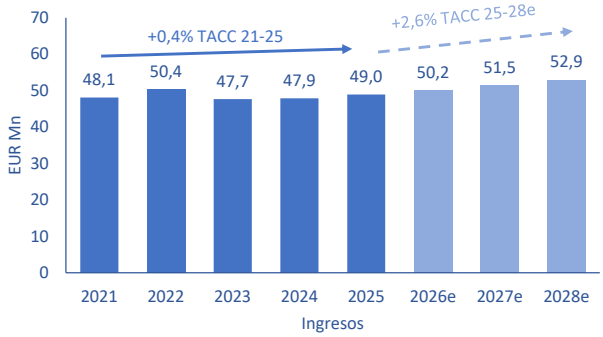
Un negocio diversificado: las ventas fuera de España (esencialmente Europa) representan el 38% (s/Ingresos 2025)



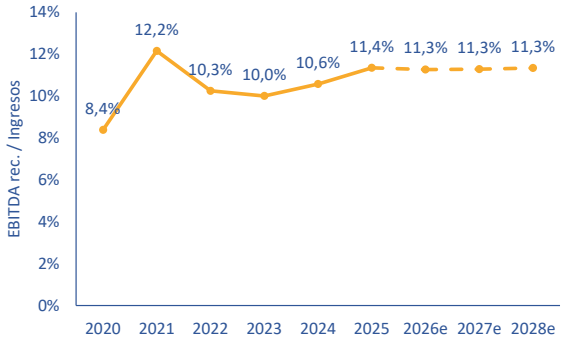
Diversificación sectorial y posicionada en el mercado agrario, su principal motor de crecimiento (medio plazo)



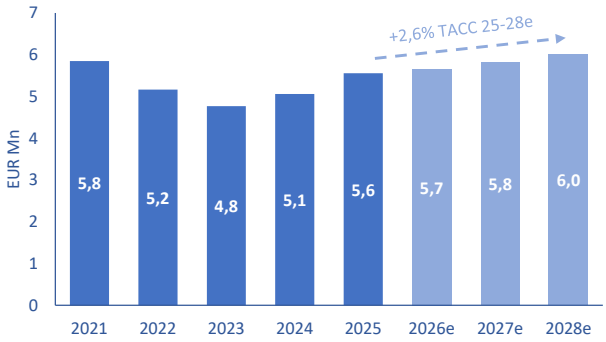
Tras un estancamiento en ingresos -4y, estimamos un crecimiento moderado para los próximos ejercicios (+2,6% TACC 25-28e)



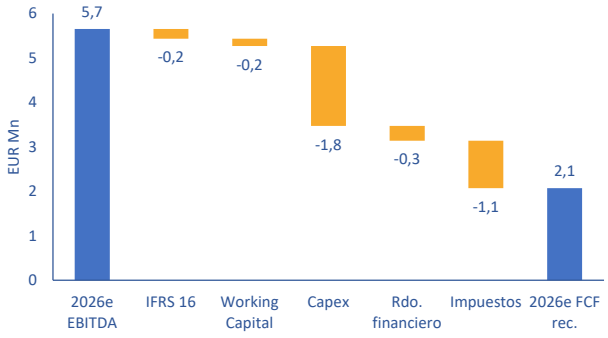
Manteniendo un margen EBITDA > 11%, consolidando el salto en rentabilidad logrado después del covid-19



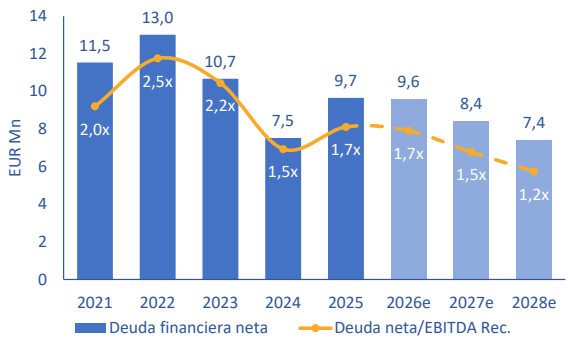
Lo que permitirá traspasar el incremento de ingresos al EBITDA recurrente (+2,6% TACC 25-28e)



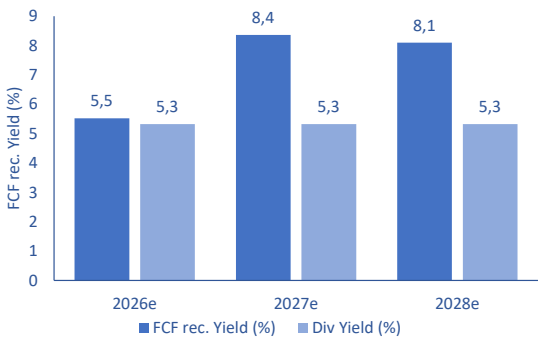
Con capacidad de convertir > 35% del EBITDA recurrente en FCF



Un endeudamiento razonable (DN/EBITDA rec. 2025 1,7x) avala la capacidad de inversión (también en crecimiento no orgánico)



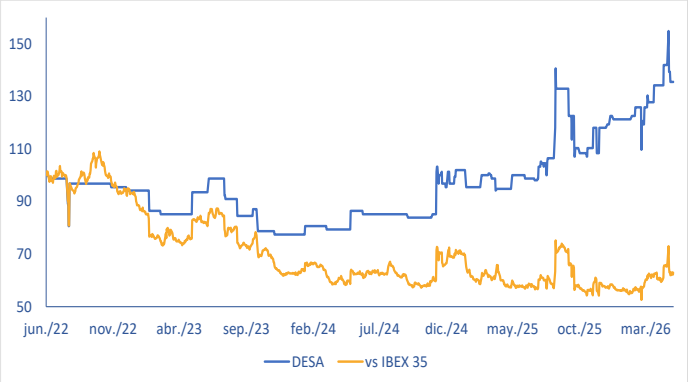
FCF Yield c. 8% en 2027e y 2028e que permite un Div. Yield del c. 5%



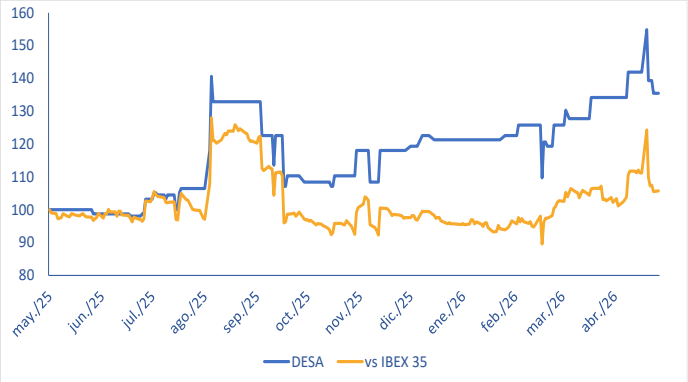
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

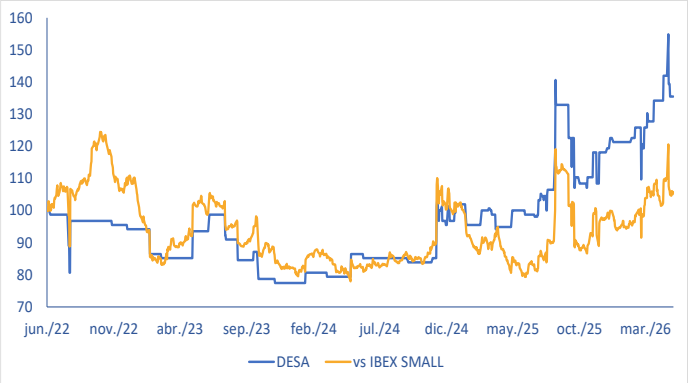
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)

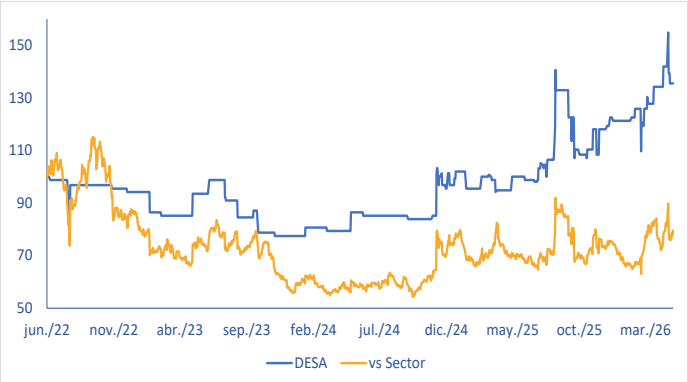


Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

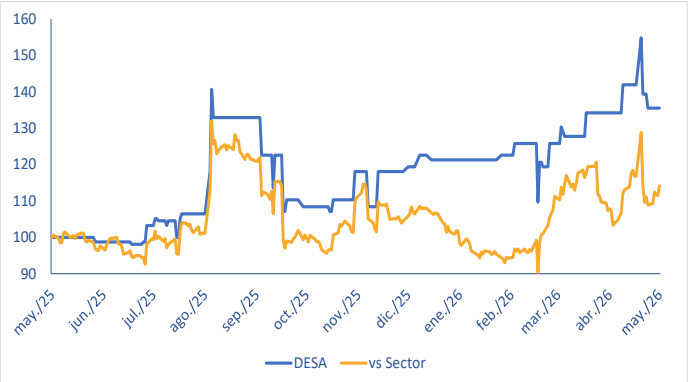


Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: TR Europe Industrial Machinery

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	1,0	10,5	35,5	11,7	44,8	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	4,2	10,8	7,1	9,7	-24,4	n.a.
vs Euro STOXX 50	2,9	13,5	25,8	11,0	7,3	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	2,6	9,6	24,9	8,9	3,1	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	-0,5	9,8	18,9	8,9	10,6	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-1,3	8,6	17,6	8,1	19,9	n.a.
vs Sector						
vs TR Europe Industrial Machinery	5,8	21,0	14,1	7,0	7,9	n.a.

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**5,2**	**4,8**	**5,1**	**5,6**	**5,7**	**5,8**	**6,0**	***2,5%***	***2,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*-11,7%*	*-7,7%*	*6,1%*	*9,7%*	*1,7%*	*2,9%*	*3,3%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*10,3%*	*10,0%*	*10,6%*	*11,4%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(3,5)	1,3	0,9	(3,4)	(0,2)	(0,2)	(0,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	**1,5**	**5,9**	**5,7**	**2,0**	**5,3**	**5,4**	**5,3**	***9,5%***	***39,0%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-46,5%*	*290,2%*	*-2,4%*	*-65,5%*	*167,2%*	*2,2%*	*-1,7%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*3,0%*	*12,3%*	*11,9%*	*4,0%*	*10,5%*	*10,5%*	*10,0%*		
- CAPEX	(0,9)	(1,2)	(0,5)	(1,0)	(1,8)	(0,8)	(0,8)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,5)	(0,4)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,2)		
- Impuestos	(0,4)	(0,5)	(0,9)	(0,8)	(1,1)	(1,1)	(1,2)		
= Free Cash Flow recurrente	**(0,0)**	**3,7**	**3,9**	**(0,1)**	**2,1**	**3,1**	**3,0**	***-33,3%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-103,1%*	*n.a.*	*4,7%*	*-102,8%*	*n.a.*	*51,4%*	*-3,2%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*7,9%*	*8,2%*	*n.a.*	*4,1%*	*6,1%*	*5,7%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(0,3)	(0,3)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	1,2	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(0,0)**	**3,5**	**4,9**	**(0,1)**	**2,1**	**3,1**	**3,0**	***-33,3%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow	*-103,1%*	*n.a.*	*39,8%*	*-102,2%*	*n.a.*	*51,4%*	*-3,2%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*10,0%*	*10,5%*	*n.a.*	*5,5%*	*8,4%*	*8,1%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*9,2%*	*12,9%*	*n.a.*	*5,5%*	*8,4%*	*8,1%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**1,5**	**(0,0)**	**3,7**	**3,9**	**(0,1)**	**2,1**	**3,1**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,3	(0,3)	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,0)	(0,1)	0,3	0,4	(0,0)	0,0	0,0
= Variación EBITDA recurrente	**(0,7)**	**(0,4)**	**0,3**	**0,5**	**0,1**	**0,2**	**0,2**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,0	(0,1)	(0,0)	0,0	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,6)	4,8	(0,4)	(4,2)	3,2	(0,0)	(0,3)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(1,3)**	**4,4**	**(0,1)**	**(3,7)**	**3,3**	**0,1**	**(0,1)**
+/-Variación del CAPEX	(0,2)	(0,3)	0,7	(0,5)	(0,8)	1,0	-
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	(0,2)	0,1	0,1	(0,1)	0,0	0,1
+/- Variación de impuestos	0,0	(0,0)	(0,5)	0,1	(0,3)	(0,1)	(0,1)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(1,5)**	**3,8**	**0,2**	**(4,0)**	**2,2**	**1,1**	**(0,1)**
Free Cash Flow Recurrente	**(0,0)**	**3,7**	**3,9**	**(0,1)**	**2,1**	**3,1**	**3,0**

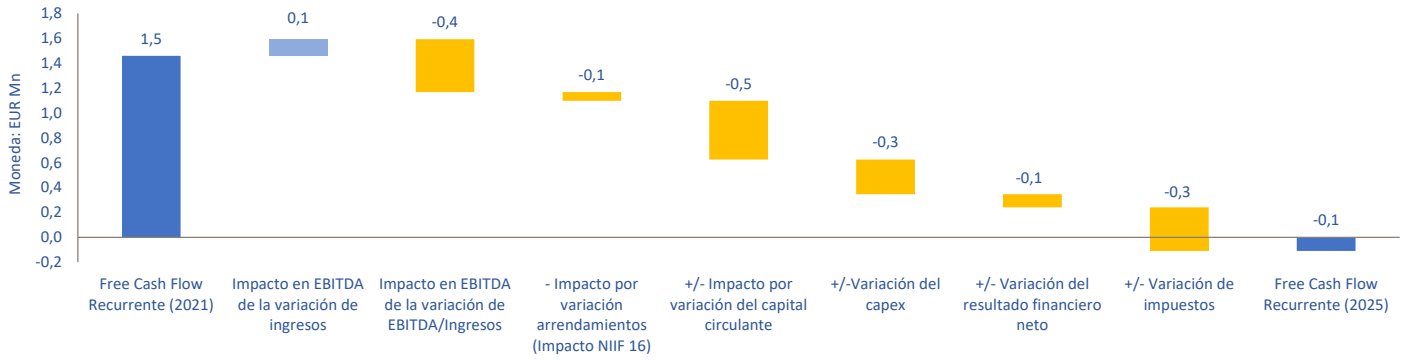
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**4,0**	**3,4**	**3,7**	**5,0**	**4,6**	**4,8**	**5,0**	***7,9%***	***-0,1%***
** Tasa fiscal teórica*	*23,9%*	*27,0%*	*27,7%*	*17,1%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,9)	(0,9)	(1,0)	(0,9)	(1,1)	(1,2)	(1,2)		
EBITDA recurrente	**5,2**	**4,8**	**5,1**	**5,6**	**5,7**	**5,8**	**6,0**	***2,5%***	***2,6%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(3,5)	1,3	0,9	(3,4)	(0,2)	(0,2)	(0,5)		
= Cash Flow operativo recurrente	**1,5**	**5,9**	**5,7**	**2,0**	**5,3**	**5,4**	**5,3**	***9,5%***	***39,0%***
- CAPEX	(0,9)	(1,2)	(0,5)	(1,0)	(1,8)	(0,8)	(0,8)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,9)	(0,9)	(1,0)	(0,9)	(1,1)	(1,2)	(1,2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(0,3)**	**3,8**	**4,2**	**0,1**	**2,3**	**3,4**	**3,2**	***33,4%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-122,7%*	*n.a.*	*11,7%*	*-97,0%*	*n.a.*	*44,5%*	*-4,2%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	7,9%	8,8%	0,3%	4,6%	6,5%	6,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(0,3)	(0,3)	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	1,2	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(0,3)**	**3,5**	**5,1**	**0,1**	**2,3**	**3,4**	**3,2**	***33,4%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-122,7%*	*n.a.*	*47,2%*	*-97,5%*	*n.a.*	*44,5%*	*-4,2%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*7,8%*	*8,7%*	*0,3%*	*4,8%*	*6,9%*	*6,7%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*7,2%*	*10,6%*	*0,3%*	*4,8%*	*6,9%*	*6,7%*		

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

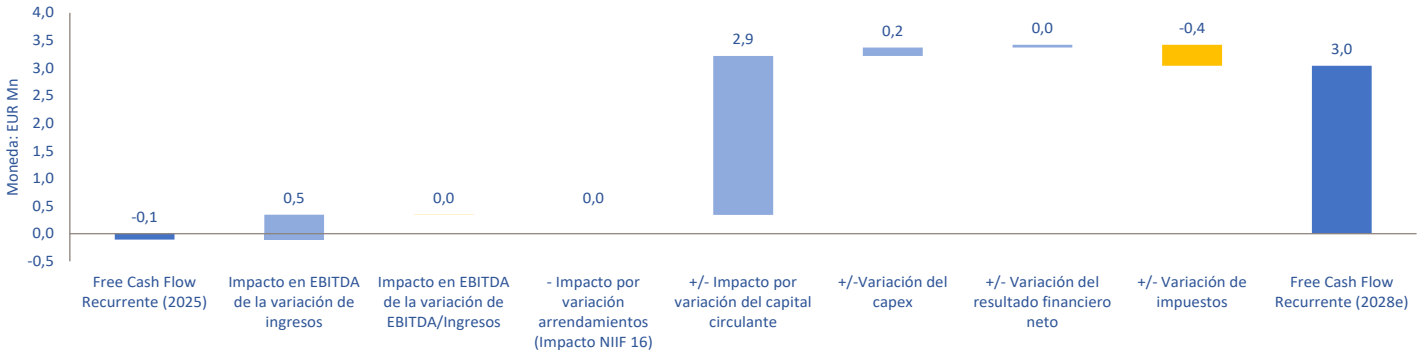
Nota: DESA anunció un precontrato para la adquisición de Terrers Logística, S.L. (Terrers) y Rafael Vallés Arándiga, S.L. (Vallés), compañías dedicadas a la fabricación y comercialización de productos para la fijación de tabiquería seca (pladur). La operación se prevé cerrar por un Enterprise Value de EUR c. 12 Mn (c.6x EV/EBITDA y c.0,7x EV/Ventas 2024). Operación con implicaciones relevantes a tres niveles: estratégico, operativo y financiero, que permitiría un salto significativo en ingresos y EBITDA (+36% y +40% vs 2024, respectivamente). Ver más detalle aquí.

Analítica del Free Cash Flow (II)

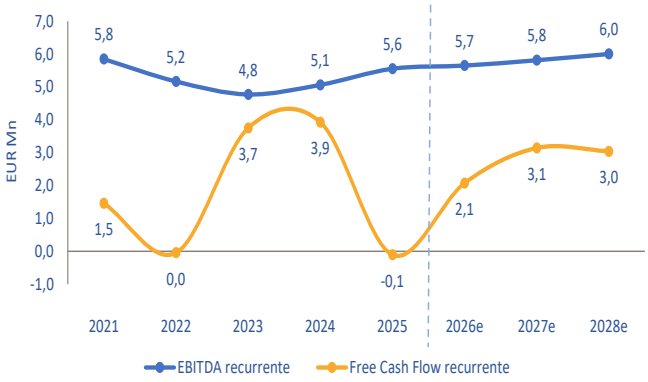
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



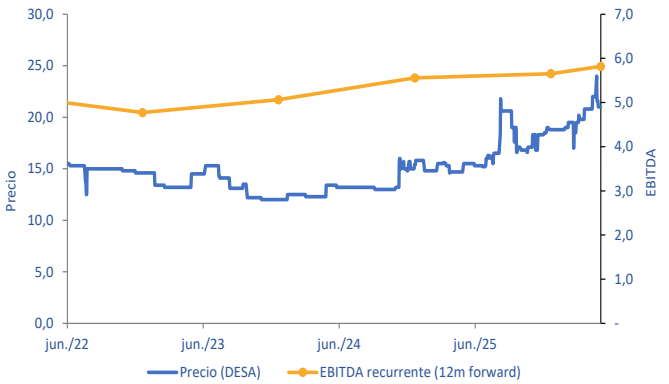
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**2,3**	**3,4**	**3,2**	**46,6**

Market Cap	**37,6**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**9,4**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2026)		
			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta	3,8%	4,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,2%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,0%**	**3,4%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,2	B (estimación propia)	1,1	1,3
Coste del Equity	**10,5%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,4%**	**11,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	80,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	20,0%	D	=	=
WACC	**9,0%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,1%**	**10,1%**
G "Razonable"	**1,5%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	37,6	
+ Minoritarios	-	Rdos. 3m 2026
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,6	Rdos. 3m 2026
+ Deuda financiera neta	9,4	Rdos. 3m 2026
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 3m 2026
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**48,3**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	14,8%	9,9%	7,7%	9,0%	13,3%

	2025	2028e
ROCE - WACC	4,3%	1,5%
FCF Yield - WACC	-8,8%	-2,4%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	**12,4%**	**6,4**	**7,6x**
Central	**11,3%**	**5,8**	**8,3x**
Min	**10,2%**	**5,2**	**9,2x**

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	1,4%	1,6%	1,8%
6,4	**3,8**	**3,7**	**3,6**
5,8	**3,2**	**3,1**	**3,0**
5,2	**2,7**	**2,6**	**2,5**

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	**10,1%**	**9,9%**	**9,6%**
Central	**8,6%**	**8,4%**	**8,1%**
Min	**7,1%**	**6,9%**	**6,6%**

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	18,2%	18,2%	18,2%
% de consejeros dominicales	72,7%	72,7%	72,7%
% de consejeros ejecutivos	9,1%	9,1%	9,1%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	9,1%	9,1%	9,1%
% de mujeres en la plantilla	24,3%	25,3%	25,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,1%	3,3%	3,4%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Actores con amplia gama de productos				Actores especializados en alta tecnología					
	EUR Mn	Norma Group	Granges	Trifast	Average	Georg Fischer	Bossard Holding	Bufab	SFS Group	Average	DESA
Datos Mercado	Ticker (Factset)	NOEJ.DE	GRANG.ST	TRFT.L		GF.S	BOS.S	BUFAb.ST	SFSN.S		DESA.MC
	País	Germany	Sweden	UK		Switzerland	Switzerland	Sweden	Switzerland		Spain
	Market cap	565,2	1.734,8	100,4		3.760,5	1.215,6	1.990,1	5.244,7		37,6
	Enterprise value (EV)	n.a.	2.216,5	143,3		5.631,4	1.562,8	2.278,5	5.423,1		48,3
Información financiera básica	Total Ingresos	829,9	2.983,2	244,7		3.610,5	1.194,4	782,9	3.376,6		50,2
	Cto.Total Ingresos	*1,0%*	*15,4%*	*3,1%*	*6,5%*	*10,1%*	*2,2%*	*6,4%*	*1,4%*	*5,0%*	*2,4%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*3,8%*	*5,9%*	*n.a.*	*4,9%*	*3,0%*	*4,7%*	*5,9%*	*3,1%*	*4,2%*	*2,7%*
	EBITDA	66,0	250,0	29,1		470,0	156,6	136,2	557,5		5,7
	Cto. EBITDA	*5,0%*	*11,2%*	*10,8%*	*9,0%*	*-13,0%*	*6,4%*	*19,2%*	*10,5%*	*5,8%*	*-5,9%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*14,7%*	*8,0%*	*n.a.*	*11,3%*	*14,0%*	*6,8%*	*7,8%*	*5,9%*	*8,6%*	*3,1%*
	EBITDA/Ingresos	*8,0%*	*8,4%*	*11,9%*	*9,4%*	*13,0%*	*13,1%*	*17,4%*	*16,5%*	*15,0%*	*11,3%*
	EBIT	22,7	172,2	20,8		258,8	123,1	107,0	384,7		4,6
	Cto. EBIT	*112,6%*	*17,0%*	*13,1%*	*47,6%*	*-39,0%*	*5,6%*	*23,9%*	*10,2%*	*0,2%*	*-7,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*37,7%*	*10,1%*	*n.a.*	*23,9%*	*36,5%*	*8,3%*	*9,3%*	*10,5%*	*16,2%*	*4,0%*
	EBIT/Ingresos	*2,7%*	*5,8%*	*8,5%*	*5,7%*	*7,2%*	*10,3%*	*13,7%*	*11,4%*	*10,6%*	*9,2%*
	Beneficio Neto	52,8	117,4	12,5		116,8	85,0	71,7	287,8		3,2
	Cto. Beneficio Neto	*148,6%*	*21,7%*	*21,1%*	*63,8%*	*-46,6%*	*4,1%*	*25,6%*	*19,5%*	*0,7%*	*-18,0%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*-24,1%*	*12,1%*	*n.a.*	*-6,0%*	*63,9%*	*9,6%*	*12,0%*	*9,3%*	*23,7%*	*5,4%*
	CAPEX/Ventas	*5,4%*	*1,8%*	*3,8%*	*3,6%*	*4,2%*	*2,9%*	*0,8%*	*4,2%*	*3,0%*	*3,6%*
	Free Cash Flow	129,1	74,2	6,5		199,0	91,5	79,3	288,5		2,1
	Deuda financiera Neta	(289,5)	364,6	26,1		1.471,8	297,9	270,1	135,0		9,6
	DN/EBITDA (x)	n.a.	1,5	0,9	1,2	3,1	1,9	2,0	0,2	1,8	1,7
	Pay-out	*26,0%*	*35,4%*	*26,8%*	*29,4%*	*106,5%*	*42,2%*	*35,2%*	*40,3%*	*56,1%*	*62,6%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	26,5	14,7	7,9	16,4	24,6	16,3	27,0	18,6	21,6	11,8
	P/BV (x)	0,7	1,7	n.a.	1,2	n.a.	2,9	4,7	2,8	3,5	1,6
	EV/Ingresos (x)	n.a.	0,7	0,6	0,7	1,6	1,3	2,9	1,6	1,8	1,0
	EV/EBITDA (x)	n.a.	8,9	4,9	6,9	12,0	10,0	16,7	9,7	12,1	8,6
	EV/EBIT (x)	n.a.	12,9	6,9	9,9	21,8	12,7	21,3	14,1	17,5	10,5
	ROE	*15,4*	*12,3*	*n.a.*	*13,8*	*n.a.*	*18,8*	*18,2*	*16,2*	*17,7*	*13,8*
	FCF Yield (%)	*22,8*	*4,3*	*6,5*	*11,2*	*5,3*	*7,5*	*4,0*	*5,5*	*5,6*	*5,5*
	DPA	*0,43*	*0,39*	*0,02*	*0,28*	*1,52*	*4,65*	*0,13*	*2,99*	*2,32*	*1,12*
	Dvd Yield	*2,4%*	*2,4%*	*0,0%*	*1,6%*	*3,3%*	*2,6%*	*1,3%*	*2,2%*	*2,3%*	*5,3%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**34,1**	**34,6**	**38,1**	**41,1**	**42,5**	**39,7**	**48,1**	**50,4**	**47,7**	**47,9**	**49,0**	**50,2**	**51,5**	**52,9**	***3,7%***	***2,6%***
Cto. Total ingresos	*5,7%*	*1,7%*	*9,9%*	*7,8%*	*3,5%*	*-6,7%*	*21,3%*	*4,8%*	*-5,5%*	*0,5%*	*2,2%*	*2,4%*	*2,7%*	*2,8%*		
EBITDA	**1,2**	**1,9**	**2,2**	**2,6**	**2,4**	**2,8**	**5,8**	**5,2**	**4,5**	**4,8**	**6,0**	**5,7**	**5,8**	**6,0**	***17,7%***	***0,0%***
Cto. EBITDA	*-1,8%*	*62,4%*	*15,7%*	*15,3%*	*-6,8%*	*18,8%*	*106,3%*	*-11,7%*	*-13,0%*	*6,6%*	*25,4%*	*-5,9%*	*2,9%*	*3,3%*		
EBITDA/Ingresos	*3,5%*	*5,5%*	*5,8%*	*6,2%*	*5,6%*	*7,1%*	*12,2%*	*10,3%*	*9,4%*	*10,0%*	*12,3%*	*11,3%*	*11,3%*	*11,3%*		
Beneficio neto	**(0,1)**	**0,6**	**0,8**	**1,2**	**0,8**	**0,9**	**3,8**	**2,8**	**2,1**	**2,4**	**3,9**	**3,2**	**3,4**	**3,5**	***41,2%***	***-3,1%***
Cto. Beneficio neto	*92,1%*	*590,0%*	*28,8%*	*46,8%*	*-33,8%*	*11,6%*	*315,6%*	*-26,1%*	*-23,5%*	*14,1%*	*60,4%*	*-18,0%*	*5,0%*	*5,8%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8		
BPA (EUR)	-0,07	0,36	0,47	0,69	0,46	0,51	2,11	1,56	1,20	1,36	2,19	1,79	1,88	1,98	*41,2%*	*-3,2%*
Cto. BPA	*92,1%*	*n.a.*	*29,1%*	*46,9%*	*-33,8%*	*11,5%*	*n.a.*	*-25,9%*	*-23,5%*	*14,1%*	*60,4%*	*-18,4%*	*5,0%*	*5,8%*		
BPA ord. (EUR)	0,00	0,32	0,47	0,69	0,50	0,71	2,11	1,56	1,31	1,48	1,98	1,79	1,88	1,98	*n.a.*	*0,1%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*47,7%*	*46,9%*	*-27,7%*	*42,3%*	*n.a.*	*-25,9%*	*-16,3%*	*12,7%*	*34,2%*	*-9,8%*	*5,0%*	*5,8%*		
CAPEX	(0,8)	(1,1)	(1,1)	(1,3)	(2,5)	(1,9)	(0,7)	(0,9)	(1,2)	(0,5)	(1,0)	(1,8)	(0,8)	(0,8)		
CAPEX/Vtas %[1]	*2,3%*	*3,1%*	*2,8%*	*3,0%*	*5,9%*	*4,9%*	*1,5%*	*1,8%*	*2,5%*	*1,0%*	*2,0%*	*3,6%*	*1,6%*	*1,6%*		
Free Cash Flow	**(0,5)**	**(1,4)**	**0,6**	**(1,2)**	**(1,1)**	**3,9**	**1,5**	**(0,0)**	**3,5**	**4,9**	**(0,1)**	**2,1**	**3,1**	**3,0**	**13,8%**	**n.a.**
DN/EBITDA (x)[2]	*10,1x*	*6,9x*	*5,7x*	*5,2x*	*6,5x*	*4,0x*	*2,0x*	*2,5x*	*2,4x*	*1,6x*	*1,6x*	*1,7x*	1,5x	1,2x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*25,8x*	*n.a.*	*18,6x*	*17,7x*	*6,4x*	*9,3x*	*10,0x*	*11,3x*	*8,6x*	*11,8x*	11,2x	10,6x		
EV/Vtas (x)	*1,03x*	*1,04x*	*0,91x*	*0,69x*	*0,74x*	*0,71x*	*0,76x*	*0,80x*	*0,70x*	*0,76x*	*0,91x*	*0,96x*	0,94x	0,91x		
EV/EBITDA (x)[2]	*29,6x*	*18,8x*	*15,7x*	*11,1x*	*13,1x*	*9,9x*	*6,2x*	*7,8x*	*7,4x*	*7,6x*	*7,4x*	*8,6x*	8,3x	8,0x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*-100,0%*	*n.a.*	*-100,0%*	*n.a.*	*6,5%*	*50,0%*	*8,1%*	*-17,8%*	*28,3%*	*22,1%*	*11,7%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*-100,0%*	*n.a.*	*-100,0%*	*n.a.*	*26,0%*	*39,0%*	*14,5%*	*-33,0%*	*11,8%*	*-18,2%*	*9,7%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

EBRO EV Motors

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

EBRO EV Motors (EBROM), fundada en 2021 en Barcelona, es un nuevo fabricante español de vehículos. Opera desde la antigua planta de Nissan en Barcelona, reactivada junto al grupo chino Chery (que posee un c. 40% del capital en determinadas filiales). En 2025 vendió 14.148 vehículos y empleaba a c. 1.500 personas. Los socios fundadores mantienen el control con c. 70% del capital.

Market Data

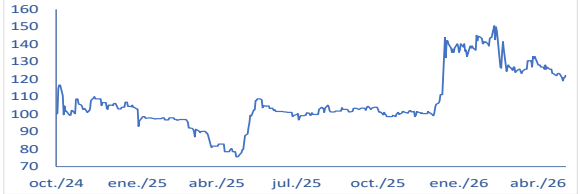
Market Cap (Mn EUR y USD)	491,1	570,9
EV (Mn EUR y USD)	608,0	706,9
Número de Acciones (Mn)	48,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	12,45 / 9,37 / 6,94	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,09	
Rotación(1)	4,9	
Refinitiv / Bloomberg	EBROM.MC / EBROM SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

Rafael Ruiz	46,9
Pedro Calef	7,8
Daniel Asensio	7,8
Mª Antonia Raventós	6,3
Free Float	21,2

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	48,6	48,6	48,6	48,6
Total Ingresos	368,9	685,3	991,4	1.143,8
EBITDA Rec.	-41,2	5,1	32,6	47,8
% Var.	*-37,7*	*112,3*	*544,7*	*46,7*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*0,7*	*3,3*	*4,2*
% Var EBITDA sector (2)	*-7,5*	*-14,9*	*9,5*	*8,5*
Beneficio neto	-16,3	-3,2	6,1	10,1
BPA (EUR)	-0,34	-0,07	0,12	0,21
% Var.	*31,5*	*80,6*	*290,9*	*67,2*
BPA ord. (EUR)	-0,36	-0,11	0,11	0,19
% Var.	*14,0*	*70,4*	*200,1*	*77,9*
Free Cash Flow Rec.	-58,6	-62,2	-26,0	-18,4
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	76,3	138,4	164,3	182,6
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	27,4	5,0	3,8
ROE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*13,8*	*19,7*
ROCE (%)	*n.a.*	*2,3*	*7,9*	*9,6*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	n.a.	81,1	48,5
PER Ordinario	n.a.	n.a.	94,1	52,9
P/BV	10,9	11,9	10,5	8,7
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	1,65	0,89	0,61	0,53
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	18,6	12,7
EV/EBIT	n.a.	n.a.	22,6	16,4
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-4,7*	*-13,7*	*45,5*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts.
(3) Otros: EV EBRO Capital Partners FCRE 5,0%, Beta Equity SCR 5,0%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2025: fuerte arranque comercial (ingresos EUR 368,9 Mn y cuota del 2,1% en dic-25). EBROM cierra su primer año de plena actividad industrial y comercial con 14.148 vehículos vendidos a concesionarios e ingresos de EUR 368,9 Mn. La actividad acelera en el 2S25 (70% de los ingresos), apoyada en el despliegue comercial (85 concesionarios) y el lanzamiento de nuevos modelos. EBROM prioriza crecimiento y cuota frente a rentabilidad, situando el EBITDA rec. en EUR -41 Mn y el EBIT en EUR -7,1 Mn (tras EUR 41 Mn de activaciones vinculadas principalmente a la línea M1).

2026e: mayor volumen, menor margen y EBITDA rec >0. Las matriculaciones acumuladas a abr-26 (8.985 unidades; cuota del 2,2%) nos llevan a estimar ventas de c.27.500 vehículos en 2026e (vs 25.000 prev.) e ingresos de EUR 685,3 Mn, apoyados en nuevos modelos, mayor número de concesionarios (c.110 en 2026e) y la entrada en Portugal, entre otros factores. Esperamos continuidad en la presión sobre márgenes, por una estrategia centrada en volumen en un entorno muy competitivo. Esperamos breakeven en EBITDA rec. en 2026e (c. EUR 5 Mn; margen del 0,7%).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Marca y amplia gama de modelos. EBROM relanza una marca históricamente reconocida en España (año 1954), mediante una estrategia comercial intensiva (selección española de fútbol, Rally Dakar, etc.) y una gama SUV amplia (segmento con c. 60% de las matriculaciones en España). La evolución de la cuota de mercado en 2025 (hasta c.2,1% en dic-25) refleja la buena aceptación del producto.

Infraestructura industrial y comercial ya instalada. EBROM opera desde la antigua planta de Nissan en Barcelona, cuyos activos productivos adquirió a un precio competitivo, reincorporando además a gran parte de la plantilla previa (c. 1.500 trabajadores). La entrada en operación de la línea M1 (soldadura) permitirá incrementar el valor añadido y mejorar eficiencia operativa. Adicionalmente, cuenta con 85 concesionarios (c. 110 en 2026e), aportando elevada capilaridad en España.

Alianza estratégica con Chery. La participación de Chery (40% en las filiales productiva y comercial) da acceso a tecnología y modelos ya desarrollados, reduciendo significativamente el riesgo de ejecución. Chery vendió c. 2,8 Mn de vehículos en 2025 y capitaliza c. EUR 17.000 Mn. La alianza abre la puerta a fabricar otros modelos de Chery (Omoda y Jaecoo) en España, que, como principal proveedor, facilita condiciones de financiación operativa favorables (generación de FCF vía circulante).

2026e-2028e: estimamos unas ventas de 40.000 vehículos en 2027e, impulsando ingresos hasta EUR 991,4 Mn, lo que permitiría alcanzar un EBITDA rec. de EUR 32,6 Mn (margen del 3,3%). Con mucho recorrido adicional (2028e: EUR 47,8 Mn; margen del 4,2%) por el elevado apalancamiento operativo.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Incremento de la competencia en el mercado europeo de automoción por la llegada de fabricantes asiáticos con vehículos electrificados y menores precios. Lo que podría erosionar los márgenes del sector estructuralmente. Las medidas arancelarias (ya en vigor) y el Industrial Accelerator Act (¿2027?) favorecen a la fabricación en Europa.

CAPEX y necesidades de financiación: el CAPEX previsto durante 2026e-2028e mantendrá presionada la generación de caja. Por lo que el acceso a financiación (deuda y/o capital) en condiciones razonables será clave para ejecutar el plan.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Performance de la acción (-12m): +45,5% y +78,4% vs sector, que refleja la confianza del mercado en su capacidad para escalar y rentabilizar el modelo, pero también la exigencia implícita de ejecutar con bajo margen de error. 2025 confirma la tracción comercial (cuota de matriculaciones >2%) y aporta credibilidad al equity story, que pivota sobre tres factores: (i) transformar capacidad en volumen, (ii) volumen en márgenes y (iii) acceso a financiación. El foco se traslada a mantener el ritmo de crecimiento, necesario para lograr breakeven en 2026e y continuar sosteniendo la valoración (EV/Vtas 2026e c. 0,89; 0,9x del sector en Europa ex-Stellantis). Para ello, ganancia de cuota (2026-2027) y su posterior conversión en EBITDA es esencial.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial			11,8	17,1	31,5	44,5	57,5	70,5
Inmovilizado material			78,1	83,3	159,4	220,1	260,2	290,4
Otros activos no corrientes			6,3	12,7	12,9	13,8	13,8	13,8
Inmovilizado financiero			2,0	2,4	3,8	3,8	3,8	3,8
Fondo de comercio y otros intangibles			-	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Activo circulante			21,0	60,1	205,1	381,1	551,3	636,0
Total activo			**119,2**	**175,7**	**412,7**	**663,2**	**886,6**	**1.014,6**
Patrimonio neto			6,6	52,3	44,9	41,1	46,6	56,2
Minoritarios			15,3	30,7	41,6	39,2	42,8	49,2
Provisiones y otros pasivos a LP			30,4	14,0	22,9	22,8	22,7	22,7
Otros pasivos no corrientes			-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta			58,6	36,6	76,3	138,4	164,3	182,6
Pasivo circulante			8,2	42,0	227,0	421,8	610,2	704,0
Total pasivo			**119,2**	**175,7**	**412,7**	**663,2**	**886,6**	**1.014,6**

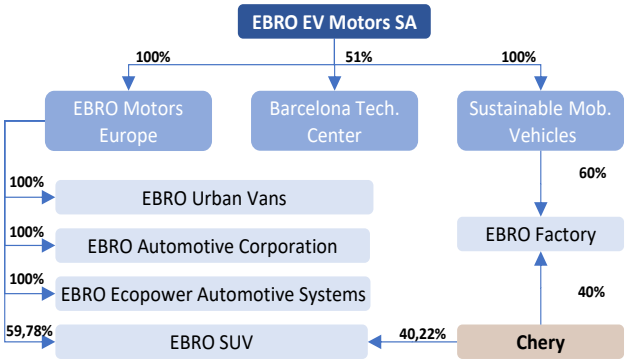
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos			**19,1**	**35,0**	**368,9**	**685,3**	**991,4**	**1.143,8**	***n.a.***	***45,8%***
Cto.Total Ingresos			*n.a.*	*83,6%*	*952,5%*	*85,8%*	*44,7%*	*15,4%*		
Coste de ventas			(12,3)	(15,5)	(289,7)	(540,7)	(786,5)	(910,0)		
Margen Bruto			**6,8**	**19,5**	**79,2**	**144,6**	**205,0**	**233,7**	***n.a.***	***43,4%***
Margen Bruto / Ingresos			*35,4%*	*55,7%*	*21,5%*	*21,1%*	*20,7%*	*20,4%*		
Gastos de personal			(16,8)	(28,9)	(63,6)	(73,6)	(89,1)	(96,7)		
Otros costes de explotación			(12,0)	(20,6)	(56,8)	(65,9)	(83,2)	(89,1)		
EBITDA recurrente			**(22,1)**	**(29,9)**	**(41,2)**	**5,1**	**32,6**	**47,8**	***n.a.***	***46,8%***
Cto.EBITDA recurrente			*n.a.*	*-35,5%*	*-37,7%*	*112,3%*	*544,7%*	*46,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,7%*	*3,3%*	*4,2%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.			0,6	(9,2)	2,5	1,1	1,1	1,1		
EBITDA			**(21,5)**	**(39,2)**	**(38,7)**	**6,2**	**33,7**	**49,0**	***n.a.***	***48,3%***
Depreciación y provisiones			(2,2)	(4,5)	(9,2)	(14,4)	(19,8)	(24,8)		
Gastos capitalizados			12,5	9,0	40,9	13,0	13,0	13,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-	-		
EBIT			**(11,2)**	**(34,7)**	**(7,1)**	**4,8**	**26,9**	**37,1**	***n.a.***	***93,7%***
Cto.EBIT			*n.a.*	*-210,3%*	*79,6%*	*168,0%*	*460,1%*	*38,1%*		
EBIT / Ingresos			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,7%*	*2,7%*	*3,2%*		
Impacto fondo de comercio y otros			-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto			(2,4)	(4,5)	(6,8)	(11,0)	(13,4)	(14,7)		
Resultados por puesta en equivalencia			0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Beneficio ordinario			**(13,6)**	**(39,2)**	**(13,9)**	**(6,2)**	**13,5**	**22,5**	***n.a.***	***53,6%***
Cto.Beneficio ordinario			*n.a.*	*-188,5%*	*64,6%*	*55,2%*	*316,4%*	*67,2%*		
Extraordinarios			-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos			**(13,6)**	**(39,2)**	**(13,9)**	**(6,2)**	**13,5**	**22,5**	***n.a.***	***53,6%***
Impuestos			2,2	5,8	(1,2)	0,9	(3,4)	(5,6)		
Tasa fiscal efectiva			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios			1,2	9,5	(1,2)	2,1	(4,0)	(6,7)		
Actividades discontinuadas			-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto			**(10,2)**	**(23,9)**	**(16,3)**	**(3,2)**	**6,1**	**10,1**	***n.a.***	***37,9%***
Cto.Beneficio neto			*n.a.*	*-134,3%*	*31,5%*	*80,6%*	*290,9%*	*67,2%*		
Beneficio ordinario neto			**(13,0)**	**(20,5)**	**(17,6)**	**(5,2)**	**5,2**	**9,3**	***n.a.***	***36,2%***
Cto. Beneficio ordinario neto			*n.a.*	*-57,3%*	*14,0%*	*70,4%*	*200,1%*	*77,9%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**5,1**	**32,6**	**47,8**	***n.a.***	***46,8%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						18,8	18,2	9,0		
Cash Flow operativo recurrente						**23,8**	**50,8**	**56,9**	***n.a.***	***n.a.***
CAPEX						(75,0)	(60,0)	(55,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(11,0)	(13,4)	(14,7)		
Impuestos						-	(3,4)	(5,6)		
Free Cash Flow Recurrente						**(62,2)**	**(26,0)**	**(18,4)**	***n.a.***	***32,0%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						0,1	0,1	0,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(62,1)**	**(25,9)**	**(18,3)**	***n.a.***	***27,3%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**62,1**	**25,9**	**18,3**		

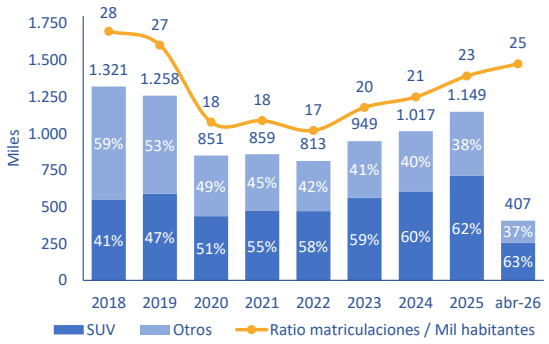
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

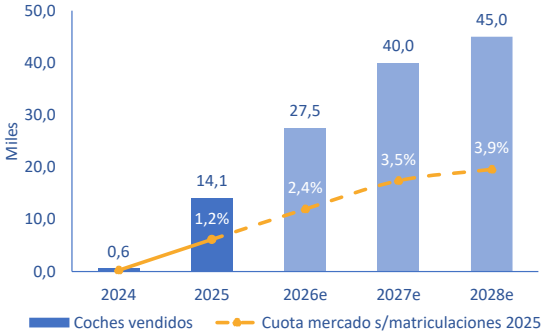
Estructura societaria. Una alianza estratégica con Chery (c. 40% de participación en filiales) para relanzar la histórica marca EBRO



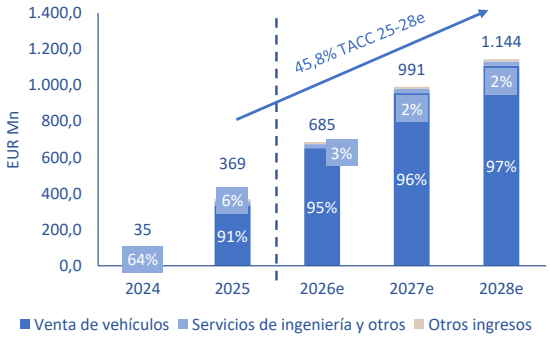
En España se matriculan c. 1,2 Mn de turismos al año (1,3 Mn en 2019, prepandemia). Más del 60% son vehículos SUV



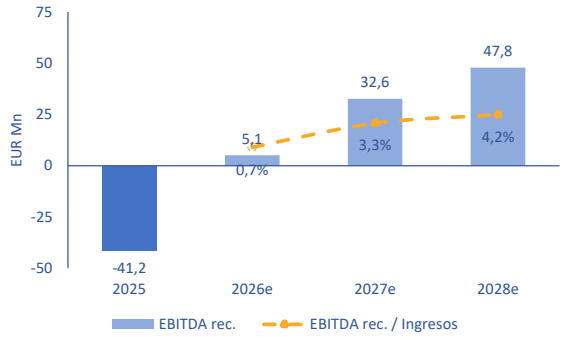
Estimamos un crecimiento acelerado de la venta de coches EBRO, alcanzando un c. 3,5% del mercado en 2027e (40 mil coches)



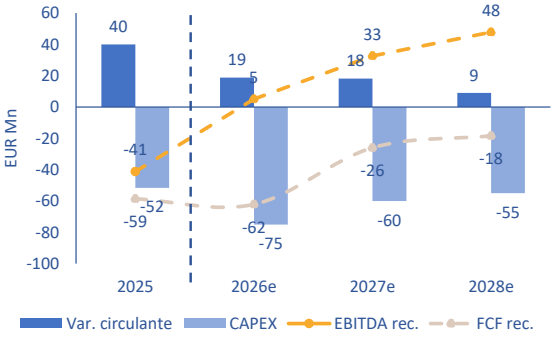
Que impulsará los ingresos a una TACC 2025-2028e del c. 46% (EUR 685 Mn en 2026e y EUR 991 Mn en 2027e)



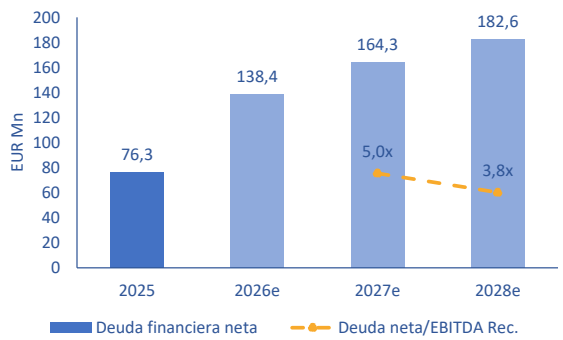
EBITDA rec. 2026e >0; con expansión posterior por apalancamiento operativo (margen 2028e del 4,2%, aún por debajo del sector)



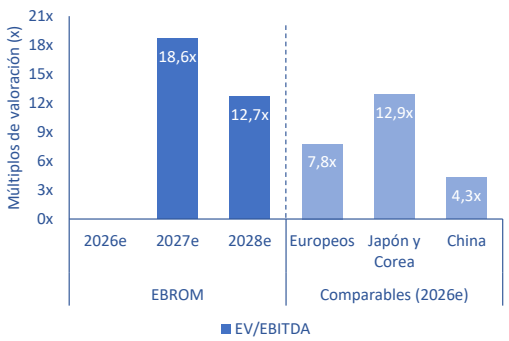
El CAPEX previsto mantendrá el FCF en negativo durante 2026e-2028e



Que se reflejará en un incremento de la deuda neta. El acceso continuado a financiación (capital y deuda) será clave



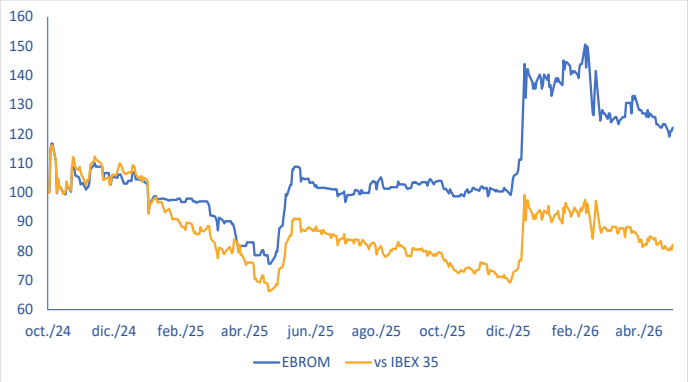
Nuestras estimaciones implican un EV/EBITDA 2028e de 12,7x. Comparables cotizando en rango 4,3x-12,9x EV/EBITDA 2026e



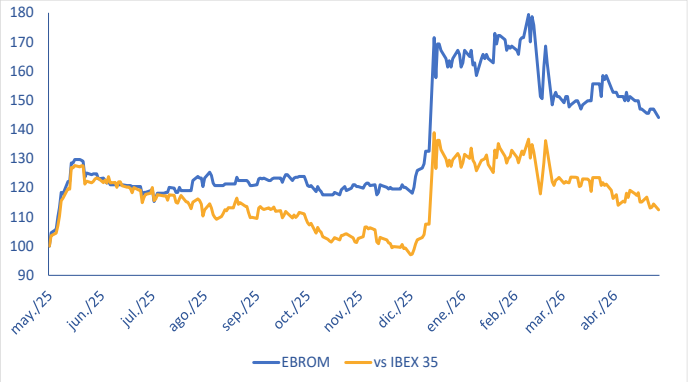
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

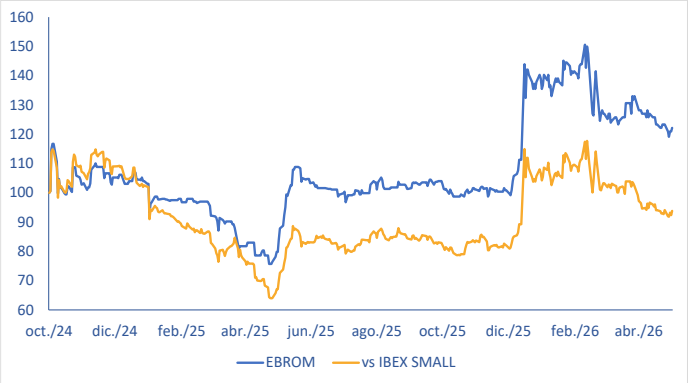
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



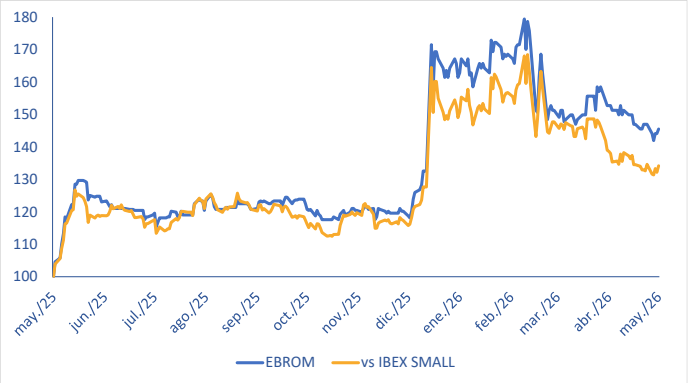
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



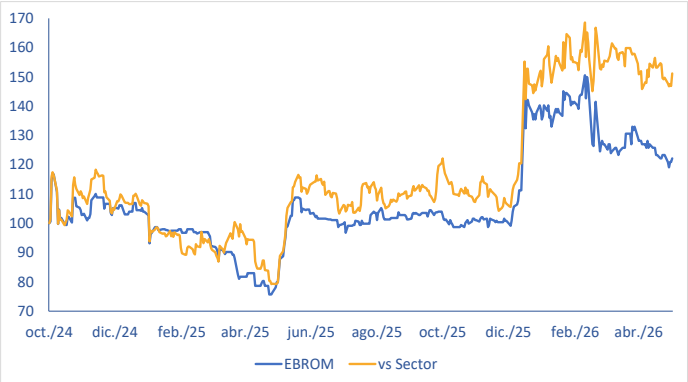
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



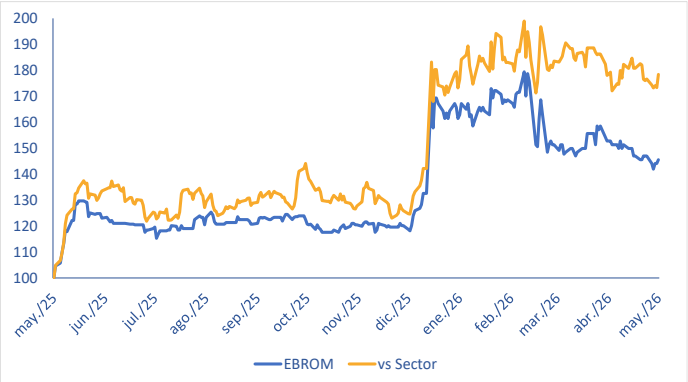
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[(1)] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[(1)] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-4,7	-13,7	45,5	-14,0	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-1,7	-13,4	15,0	-15,6	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-2,9	-11,3	35,2	-14,6	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-3,2	-14,4	34,2	-16,2	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [(1)]	-6,1	-14,2	27,8	-16,2	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-6,9	-15,2	26,3	-16,8	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts	-0,1	-2,5	78,4	-1,1	n.a.	n.a.

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente			**(29,9)**	**(41,2)**	**5,1**	**32,6**	**47,8**	***n.a.***	***46,8%***
Cto.EBITDA recurrente			*-35,5%*	*-37,7%*	*112,3%*	*544,7%*	*46,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos			*n.a.*	*n.a.*	*0,7%*	*3,3%*	*4,2%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante			(5,3)	40,0	18,8	18,2	9,0		
= Cash Flow operativo recurrente			**(35,3)**	**(1,3)**	**23,8**	**50,8**	**56,9**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Cash Flow operativo recurrente			*-1,2%*	*96,4%*	*n.a.*	*112,9%*	*12,0%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos			*n.a.*	*n.a.*	*3,5%*	*5,1%*	*5,0%*		
- CAPEX			(5,9)	(51,6)	(75,0)	(60,0)	(55,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow			(2,6)	(5,4)	(11,0)	(13,4)	(14,7)		
- Impuestos			0,5	(0,4)	-	(3,4)	(5,6)		
= Free Cash Flow recurrente			**(43,3)**	**(58,6)**	**(62,2)**	**(26,0)**	**(18,4)**	***n.a.***	***32,0%***
Cto. Free Cash Flow recurrente			*63,9%*	*-35,3%*	*-6,1%*	*58,1%*	*29,3%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Gastos de reestructuración y otros			(1,9)	0,1	0,1	0,1	0,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones			0,0	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			16,3	11,0	-	-	-		
= Free Cash Flow			**(28,9)**	**(47,5)**	**(62,1)**	**(25,9)**	**(18,3)**	***n.a.***	***27,3%***
Cto. Free Cash Flow			*72,3%*	*-64,4%*	*-30,6%*	*58,2%*	*29,4%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)			**(119,8)**	**(43,3)**	**(58,6)**	**(62,2)**	**(26,0)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			(18,5)	(285,2)	(35,4)	2,3	5,0
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			10,6	273,9	81,6	25,3	10,2
= Variación EBITDA recurrente			**(7,9)**	**(11,3)**	**46,3**	**27,5**	**15,2**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante			7,4	45,3	(21,2)	(0,6)	(9,1)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente			**(0,4)**	**34,0**	**25,1**	**26,9**	**6,1**
+/-Variación del CAPEX			76,7	(45,7)	(23,4)	15,0	5,0
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,2)	(2,8)	(5,7)	(2,4)	(1,2)
+/- Variación de impuestos			0,4	(0,8)	0,4	(3,4)	(2,3)
= Variación del Free Cash Flow recurrente			**76,5**	**(15,3)**	**(3,6)**	**36,1**	**7,6**
Free Cash Flow Recurrente			**(43,3)**	**(58,6)**	**(62,2)**	**(26,0)**	**(18,4)**

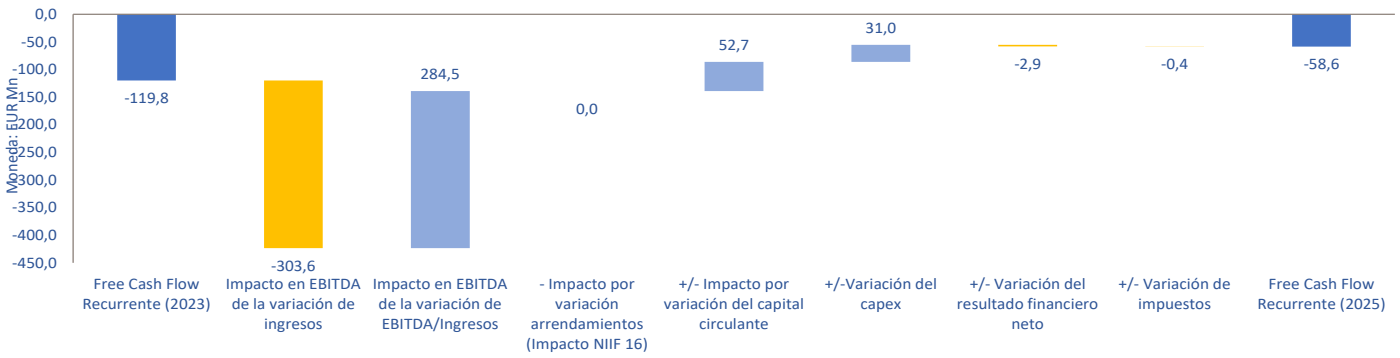
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT			**(34,7)**	**(7,1)**	**4,8**	**26,9**	**37,1**	***n.a.***	***93,7%***
** Tasa fiscal teórica*			*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	(6,7)	(9,3)		
EBITDA recurrente			**(29,9)**	**(41,2)**	**5,1**	**32,6**	**47,8**	***n.a.***	***46,8%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante			(5,3)	40,0	18,8	18,2	9,0		
= Cash Flow operativo recurrente			**(35,3)**	**(1,3)**	**23,8**	**50,8**	**56,9**	***n.a.***	***n.a.***
- CAPEX			(5,9)	(51,6)	(75,0)	(60,0)	(55,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	(6,7)	(9,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente			**(41,2)**	**(52,9)**	**(51,2)**	**(15,9)**	**(7,4)**	***n.a.***	***48,1%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente			*64,9%*	*-28,4%*	*3,3%*	*68,8%*	*53,6%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros			(1,9)	0,1	0,1	0,1	0,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones			0,0	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			16,3	11,0	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"			**(26,8)**	**(41,8)**	**(51,0)**	**(15,8)**	**(7,3)**	***n.a.***	***44,1%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)			*73,8%*	*-56,1%*	*-22,1%*	*69,0%*	*53,9%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

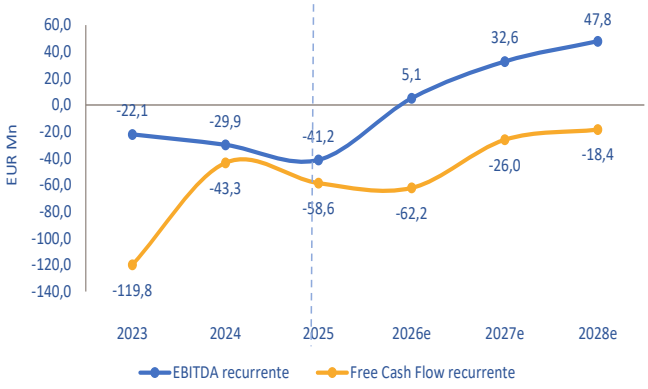
Analítica del Free Cash Flow (II)

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

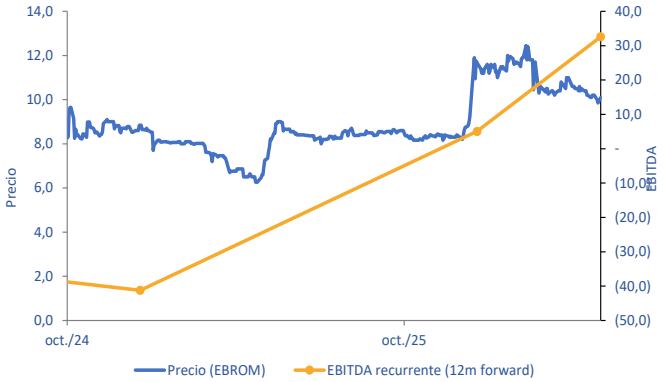


Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(51,0)**	**(15,8)**	**(7,3)**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**491,1**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**76,3**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	5,5%	Coste de la deuda neta	5,3%	5,8%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,4%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**4,2%**	**4,6%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,2	B (estimación propia)	1,1	1,3
Coste del Equity	**11,0%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,9%**	**12,3%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	86,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	13,5%	D	=	=
WACC	**10,2%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,1%**	**11,3%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	491,1	
+ Minoritarios	41,6	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,8	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	76,3	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	3,8	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**608,0**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

	2025	2028e
ROCE - WACC	n.a.	-0,5%
FCF Yield - WACC	n.a.	n.a.

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	**3,6%**	**35,6**	**17,1x**
Central	**3,3%**	**32,6**	**18,6x**
Min	**3,0%**	**29,6**	**20,5x**

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	5,5%	6,1%	6,7%
35,6	**(17,1)**	**(23,0)**	**(29,0)**
32,6	**(20,1)**	**(26,0)**	**(32,0)**
29,6	**(23,0)**	**(29,0)**	**(34,9)**

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	71,4%	37,5%	37,5%
% de consejeros dominicales	28,6%	62,5%	62,5%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	0,0%	12,5%
% de mujeres en la plantilla	13,7%	15,9%	16,6%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	0,3%	0,2%	0,3%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Comparables europeos						Comparables japoneses y coreanos				Comparables chinos					
	EUR Mn	Volkswagen	Stellantis	Renault	BMW	Mercedes-Benz	Average	Toyota	Honda	Hyundai	Average	BYD	Great Wall Motor	Geely	Chery	Average	EBROM
Datos Mercado	Ticker (Factset)	VOWG.DE	STLAM.MI	RENA.PA	BMWG.DE	MBGn.DE		7203.T	7267.T	005380.KS		002594.SZ	2333.HK	0175.HK	9973.HK		EBROM.MC
	País	Germany	Netherlands	France	Germany	Germany		Japan	Japan	S. Korea		China	China	Hong Kong	China		Spain
	Market cap	44.585,0	18.572,2	8.435,8	45.653,7	48.116,3		252.304,7	32.874,2	79.997,4		103.717,9	17.311,6	23.892,7	17.312,1		491,1
	Enterprise value (EV)	259.029,0	34.181,2	59.514,7	138.440,7	125.848,3		401.749,0	78.502,8	177.436,9		107.126,3	10.221,3	16.706,7	5.166,3		608,0
Información financiera básica	Total Ingresos	325.199,5	159.896,2	59.361,8	135.215,1	132.367,4		283.343,0	120.416,2	112.393,6		118.702,2	27.646,1	46.044,8	38.530,0		685,3
	Cto.Total Ingresos	*1,0%*	*4,2%*	*2,5%*	*1,3%*	*0,1%*	*1,8%*	*3,5%*	*2,3%*	*4,7%*	*3,5%*	*17,0%*	*13,2%*	*21,7%*	*17,1%*	*17,3%*	*85,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*2,7%*	*3,5%*	*2,2%*	*3,2%*	*3,0%*	*2,9%*	*2,9%*	*1,1%*	*4,1%*	*2,7%*	*9,2%*	*9,4%*	*13,0%*	*11,8%*	*10,8%*	*29,2%*
	EBITDA	43.217,2	10.065,9	6.230,4	19.573,0	14.956,3		34.659,0	7.899,7	10.373,0		15.840,8	2.295,1	3.911,8	2.943,0		6,2
	Cto. EBITDA	*-11,0%*	*-27,5%*	*-20,8%*	*11,9%*	*-32,5%*	*-16,0%*	*4,2%*	*64,5%*	*6,5%*	*25,1%*	*9,6%*	*6,6%*	*20,6%*	*-0,2%*	*9,2%*	*115,9%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*7,0%*	*23,7%*	*1,6%*	*5,2%*	*11,8%*	*9,9%*	*6,5%*	*25,9%*	*9,2%*	*13,8%*	*15,7%*	*8,1%*	*13,4%*	*17,7%*	*13,7%*	*n.a.*
	EBITDA/Ingresos	*13,3%*	*6,3%*	*10,5%*	*14,5%*	*11,3%*	*11,2%*	*12,2%*	*6,6%*	*9,2%*	*9,3%*	*13,3%*	*8,3%*	*8,5%*	*7,6%*	*9,4%*	*0,9%*
	EBIT	15.532,3	3.817,6	2.856,2	9.322,6	6.988,3		n.a.	n.a.	7.143,7		5.857,3	1.324,7	2.463,1	2.429,8		4,8
	Cto. EBIT	*-9,5%*	*-32,0%*	*-22,4%*	*6,0%*	*-0,8%*	*-11,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*8,1%*	*8,1%*	*28,9%*	*39,5%*	*58,0%*	*-1,4%*	*31,3%*	*168,0%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*16,0%*	*39,2%*	*2,5%*	*12,4%*	*18,6%*	*17,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*9,2%*	*9,2%*	*22,6%*	*8,0%*	*18,0%*	*15,4%*	*16,0%*	*n.a.*
	EBIT/Ingresos	*4,8%*	*2,4%*	*4,8%*	*6,9%*	*5,3%*	*4,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*6,4%*	*6,4%*	*4,9%*	*4,8%*	*5,3%*	*6,3%*	*5,3%*	*0,7%*
	Beneficio Neto	8.967,7	1.852,2	1.763,6	6.374,3	5.608,6		20.960,0	1.895,7	6.224,9		5.352,2	1.287,9	2.255,9	2.323,3		(3,2)
	Cto. Beneficio Neto	*29,9%*	*108,3%*	*116,3%*	*-14,4%*	*5,2%*	*49,1%*	*-2,7%*	*199,4%*	*4,2%*	*67,0%*	*25,6%*	*19,1%*	*23,8%*	*8,7%*	*19,3%*	*80,6%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*21,7%*	*69,2%*	*10,8%*	*12,8%*	*19,1%*	*26,7%*	*5,2%*	*57,7%*	*7,9%*	*23,6%*	*21,1%*	*9,0%*	*18,3%*	*19,4%*	*16,9%*	*n.a.*
	CAPEX/Ventas	*7,2%*	*6,0%*	*5,3%*	*7,6%*	*6,6%*	*6,5%*	*5,0%*	*3,7%*	*4,3%*	*4,3%*	*9,9%*	*4,4%*	*3,2%*	*3,1%*	*5,1%*	*10,9%*
	Free Cash Flow	8.549,5	(3.083,3)	1.329,9	5.202,4	4.536,8		9.319,7	(2.615,4)	2.524,8		(465,8)	1.601,5	3.052,7	819,6		(62,1)
	Deuda financiera Neta	(33.740,7)	(3.100,3)	(7.824,3)	(39.910,3)	(27.941,4)		159.884,2	43.465,7	77.631,8		(1.934,6)	(3.657,1)	(5.617,8)	(3.614,3)		138,4
	DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,6	5,5	7,5	5,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	22,4
	Pay-out	*31,8%*	*20,5%*	*35,4%*	*38,7%*	*57,1%*	*36,7%*	*35,6%*	*80,5%*	*28,9%*	*48,3%*	*28,3%*	*34,1%*	*27,4%*	*32,5%*	*30,6%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	4,3	9,3	4,4	7,0	8,4	6,7	9,4	16,6	13,6	13,2	20,6	6,9	9,0	6,8	10,8	n.a.
	P/BV (x)	0,2	0,3	0,3	0,5	0,5	0,4	0,9	0,5	1,3	0,9	3,2	0,8	1,7	2,0	1,9	11,9
	EV/Ingresos (x)	0,8	0,2	1,0	1,0	1,0	0,8	1,4	0,7	1,6	1,2	0,9	0,4	0,4	0,1	0,4	0,9
	EV/EBITDA (x)	6,0	3,4	9,6	7,1	8,4	6,9	11,6	9,9	17,1	12,9	6,8	4,5	4,3	1,8	4,3	n.a.
	EV/EBIT (x)	16,7	9,0	20,8	14,8	18,0	15,9	n.a.	n.a.	24,8	24,8	18,3	7,7	6,8	2,1	8,7	n.a.
	ROE	*5,5*	*3,2*	*7,4*	*7,4*	*6,1*	*5,9*	*9,9*	*3,1*	*8,9*	*7,3*	*16,4*	*12,6*	*19,8*	*39,4*	*22,0*	*n.a.*
	FCF Yield (%)	*19,2*	*n.a.*	*15,8*	*11,4*	*9,4*	*13,9*	*3,7*	*n.a.*	*3,2*	*3,4*	*n.a.*	*9,3*	*12,8*	*4,7*	*8,9*	*n.a.*
	DPA	*5,70*	*0,13*	*2,28*	*4,02*	*3,33*	*3,09*	*0,57*	*0,38*	*6,91*	*2,62*	*0,17*	*0,05*	*0,06*	*0,13*	*0,10*	*0,00*
	Dvd Yield	*6,3%*	*2,1%*	*8,0%*	*5,4%*	*6,7%*	*5,7%*	*3,6%*	*5,3%*	*2,0%*	*3,6%*	*1,4%*	*4,3%*	*2,8%*	*4,4%*	*3,2%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Endurance Motive

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Electrical Equipment

Precio de Cierre: EUR 3,26 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Endurance Motive (END), con sede en Valencia y fundada en 2018, es una compañía especializada en el diseño y fabricación de baterías de ion litio para aplicación en almacenamiento de energías renovables (negocio de Energía) y para la electrificación de la movilidad (negocio de Movilidad). En Movilidad, los sectores en los que se enfoca son i) industrial, ii) naval y iii) movilidad urbana. El equipo fundador controla el 47% del capital.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	40,7	47,3
EV (Mn EUR y USD)	43,9	51,0
Número de Acciones (Mn)	12,5	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,28 / 3,00 / 1,39	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,12	
Rotación(1)	77,9	
Refinitiv / Bloomberg	END.MC / END SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Carlos Navarro	26,3
Andrés Muelas	20,9
Free Float	52,8

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	11,4	12,5	12,5	12,5
Total Ingresos	8,8	32,7	50,9	53,7
EBITDA Rec.	-0,8	2,3	5,0	5,5
% Var.	*42,8*	*393,5*	*121,5*	*10,5*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*6,9*	*9,8*	*10,3*
% Var EBITDA sector (2)	*10,7*	*14,1*	*16,9*	*11,7*
Beneficio neto	-0,4	1,4	3,2	3,7
BPA (EUR)	-0,04	0,11	0,26	0,29
% Var.	*66,8*	*404,6*	*133,8*	*13,1*
BPA ord. (EUR)	-0,07	0,11	0,26	0,29
% Var.	*49,9*	*255,2*	*133,8*	*13,1*
Free Cash Flow Rec.	-2,8	-4,0	0,0	3,4
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	3,5	7,5	7,5	4,1
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	3,3	1,5	0,7
ROE (%)	*n.a.*	*37,8*	*54,2*	*38,8*
ROCE (%)	*n.a.*	*19,8*	*28,1*	*26,9*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	29,3	12,5	11,1
PER Ordinario	n.a.	29,3	12,5	11,1
P/BV	13,7	9,3	5,3	3,6
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	4,97	1,34	0,86	0,82
EV/EBITDA Rec.	n.a.	19,4	8,8	7,9
EV/EBIT	n.a.	18,8	8,9	8,2
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*0,1*	*8,3*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*3,8*	*-5,5*	*89,5*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: TR Europe Electrical Products.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2025 confirma el punto de inflexión: crecimiento de ingresos (+40%) y primeras señales de tracción en Energía. END cerró 2025 con ingresos de EUR 8,8 Mn (85% procedente de Movilidad), con una contribución creciente del negocio de Energía, que ya acumula pedidos por importe > EUR 10 Mn. Los resultados muestran la recuperación operativa tras la caída en 2024 y sientan las bases para el crecimiento.

2026e: salto en tamaño, con mayor visibilidad. Ingresos 2026e de EUR 32,7 Mn, impulsados principalmente por el negocio de Energía. La compañía cuenta ya con c. EUR 12 Mn en pedidos para entregar en 1S26 (c. 75% vinculados a Energía), lo que aporta visibilidad sobre el ejercicio. Estimamos un margen bruto del 26,1% y un EBITDA recurrente de EUR 2,3 Mn (margen del 6,9%), marcando un salto en rentabilidad. El crecimiento en 2026e estará condicionado por la ejecución y captación de nuevos pedidos, especialmente en el 1S26, periodo clave para confirmar la aceleración del negocio de Energía.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

El negocio de Movilidad "garantiza" una base de ingresos y soporte de márgenes. END ha construido un negocio recurrente en Movilidad, que en 2025 facturó EUR 7,6 Mn (+25% vs 2024). Prevemos que mantenga crecimientos de doble dígito bajo/dígito alto +2y, acercándose a los EUR 10 Mn en 2028e (nivel ya alcanzado en 2023). Esta división proporciona visibilidad, recurrencia y márgenes (margen bruto 35%-40%), financiando el desarrollo del negocio de Energía.

La apuesta estratégica está en el negocio de Energía, cuya demanda comienza a validarse. El almacenamiento energético emerge como solución crítica en la transición energética (descarbonización, integración renovable y flexibilidad de la red). En nov-25 se publicó la resolución definitiva de asignación de c. EUR 820 Mn de fondos FEDER a proyectos de almacenamiento, que exigen componente local (lo que podría favorecer a END). La compañía ha captado pedidos ya superiores a EUR 10 Mn, lo que reduce el riesgo de demanda. Sobre el papel, el potencial es enorme.

Escalabilidad y fuerte potencial de crecimiento en 2026e-2027e. Esperamos un gran salto en ingresos en 2026e (+270,1% vs 2025; hasta EUR 32,7 Mn), apoyado en: (i) fuerte momentum sectorial; (ii) incremento de capacidad productiva (500 MWh en 2025; objetivo 1.500 MWh en 2026e); (iii) un entorno regulatorio más favorable; (iv) backlog ya visible; y (v) posicionamiento en proyectos de tamaño medio (<50 MWh), eludiendo la competencia con los grandes del sector. El negocio de Energía será el principal driver de crecimiento, con capacidad para multiplicar ingresos en 2026e vs 2025 (c. 3x) y mantener una senda de crecimiento elevada en 2027e (EUR 50,9 Mn).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo de ejecución. El crecimiento esperado en Energía exige capacidad de entrega, gestión de proyectos y cumplimiento de plazos. La ejecución de los pedidos actuales será clave para validar el modelo. Será necesario financiar el circulante.

Riesgo de demanda. Aunque el backlog aporta visibilidad, la captación de nuevos proyectos sigue siendo crítica para sostener crecimiento más allá de 1S26.

Riesgo regulatorio. El desarrollo del almacenamiento depende en parte de la regulación (subvenciones, mecanismos de capacidad, etc.). La resolución de fondos FEDER mejora el contexto, pero su impacto real dependerá de la ejecución.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

La velocidad del crecimiento en el negocio de Energía es la clave. El equity story sigue siendo sectorial (transición energética: movilidad y almacenamiento), pero el negocio de Energía ha pasado de ser incipiente a fase inicial de ejecución, reduciendo el perfil de riesgo y aumentando la visibilidad. 2026e es clave para validar (i) la ejecución de los pedidos ya recibidos; (ii) la adjudicación de nuevos y (iii) ganar velocidad. El *rally* en Bolsa (+89,5% -12m) refleja mayor atención al cambio estratégico y al empuje sectorial, situando el Market Cap en EUR 40,7 Mn. END afronta un punto de inflexión en su crecimiento, con potencial de multiplicar ingresos (c. 3x) en 2026e y mantener una elevada senda de crecimiento 2027e, clave para "sujetar" los múltiplos actuales (EV/EBITDA rec. 26e de 19,4x).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	1,2	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,1	0,1	0,6	1,0	1,4	1,6
Otros activos no corrientes	0,3	0,3	-	-	-	-	-	-
Inmovilizado financiero	0,2	0,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	3,1	4,5	3,8	3,1	6,2	13,7	18,1	18,1
Total activo	**4,9**	**6,7**	**6,0**	**5,3**	**8,7**	**16,7**	**21,5**	**21,8**
Patrimonio neto	0,9	1,1	1,1	1,7	3,0	4,4	7,6	11,3
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	0,4	0,8	0,8	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	2,3	3,0	3,0	2,3	3,5	7,5	7,5	4,1
Pasivo circulante	1,3	1,7	1,2	0,8	2,1	4,7	6,3	6,3
Total pasivo	**4,9**	**6,7**	**6,0**	**5,3**	**8,7**	**16,7**	**21,5**	**21,8**

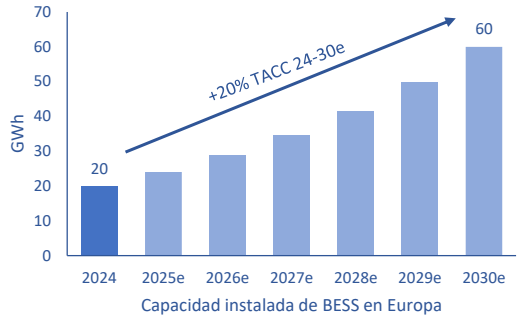
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 23-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**4,7**	**6,1**	**10,2**	**6,3**	**8,8**	**32,7**	**50,9**	**53,7**	***-7,1%***	***82,5%***
Cto.Total Ingresos	*107,3%*	*29,3%*	*68,7%*	*-38,8%*	*41,2%*	*270,1%*	*55,7%*	*5,6%*		
Coste de ventas	(3,5)	(4,8)	(6,3)	(3,6)	(5,4)	(24,1)	(37,9)	(40,0)		
Margen Bruto	**1,2**	**1,3**	**3,9**	**2,6**	**3,4**	**8,5**	**13,0**	**13,7**	***-6,1%***	***58,7%***
Margen Bruto / Ingresos	*25,5%*	*21,0%*	*38,2%*	*41,9%*	*39,0%*	*26,1%*	*25,5%*	*25,6%*		
Gastos de personal	(1,7)	(2,2)	(2,5)	(2,4)	(2,8)	(4,0)	(5,0)	(5,1)		
Otros costes de explotación	(1,2)	(1,5)	(1,7)	(1,5)	(1,4)	(2,3)	(3,0)	(3,1)		
EBITDA recurrente	**(1,7)**	**(2,4)**	**(0,3)**	**(1,3)**	**(0,8)**	**2,3**	**5,0**	**5,5**	***-74,0%***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*-63,1%*	*-42,9%*	*89,6%*	*-429,1%*	*42,8%*	*393,5%*	*121,5%*	*10,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,9%*	*9,8%*	*10,3%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	0,3	0,1	0,3	0,3	-	-	-		
EBITDA	**(1,7)**	**(2,1)**	**(0,2)**	**(1,1)**	**(0,4)**	**2,3**	**5,0**	**5,5**	***-46,8%***	***n.a.***
Depreciación y provisiones	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,6)		
Gastos capitalizados	0,6	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,5	0,5		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**(1,3)**	**(1,7)**	**(0,1)**	**(1,0)**	**(0,2)**	**2,3**	**4,9**	**5,3**	***-26,4%***	***n.a.***
Cto.EBIT	*-73,4%*	*-37,0%*	*92,9%*	*-734,8%*	*80,8%*	*n.a.*	*111,5%*	*8,3%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*7,1%*	*9,7%*	*9,9%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,5)	(0,6)	(0,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(1,3)**	**(1,9)**	**(0,5)**	**(1,3)**	**(0,5)**	**1,9**	**4,3**	**4,9**	***-1,3%***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario	*-73,5%*	*-44,7%*	*76,2%*	*-192,8%*	*65,0%*	*496,4%*	*133,8%*	*13,1%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(1,3)**	**(1,9)**	**(0,5)**	**(1,3)**	**(0,5)**	**1,9**	**4,3**	**4,9**	***-1,3%***	***n.a.***
Impuestos	-	-	0,2	0,1	0,1	(0,5)	(1,1)	(1,2)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(1,3)**	**(1,9)**	**(0,3)**	**(1,2)**	**(0,4)**	**1,4**	**3,2**	**3,7**	***-17,7%***	***n.a.***
Cto.Beneficio neto	*-130,6%*	*-44,7%*	*84,3%*	*-314,4%*	*66,6%*	*434,2%*	*133,8%*	*13,1%*		
Beneficio ordinario neto	**(1,3)**	**(2,3)**	**(0,5)**	**(1,6)**	**(0,8)**	**1,4**	**3,2**	**3,7**	***-26,0%***	***86,7%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-98,1%*	*-75,2%*	*77,2%*	*-214,2%*	*49,5%*	*270,3%*	*133,8%*	*13,1%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 23-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**2,3**	**5,0**	**5,5**	***-74,0%***	***n.a.***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(4,9)	(2,9)	(0,0)		
Cash Flow operativo recurrente						**(2,7)**	**2,1**	**5,5**	***n.a.***	***61,6%***
CAPEX						(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,5)	(0,6)	(0,4)		
Impuestos						(0,5)	(1,1)	(1,2)		
Free Cash Flow Recurrente						**(4,0)**	**0,0**	**3,4**	***n.a.***	***47,4%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(4,0)**	**0,0**	**3,4**	***n.a.***	***47,2%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**4,0**	**(0,0)**	**(3,4)**		

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

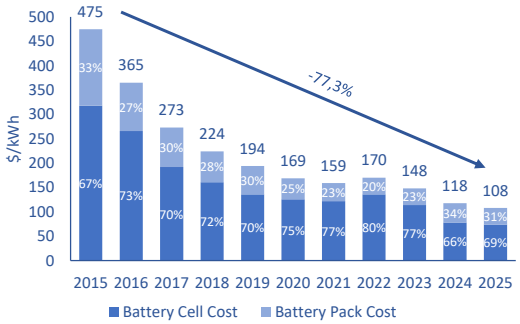
La compañía en 8 gráficos

Capacidad instalada de BESS en Europa: un sector en plena fase de crecimiento …



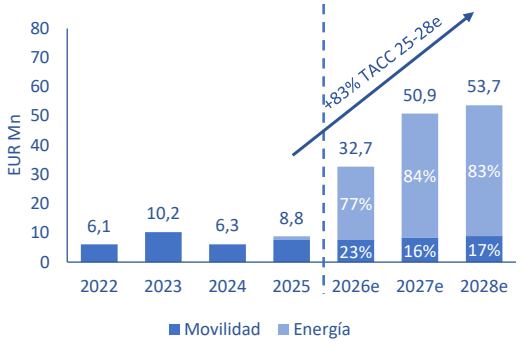
McKinsey Battery Insights

… impulsado, entre otros, por un precio cada vez más asequible de las baterías de litio

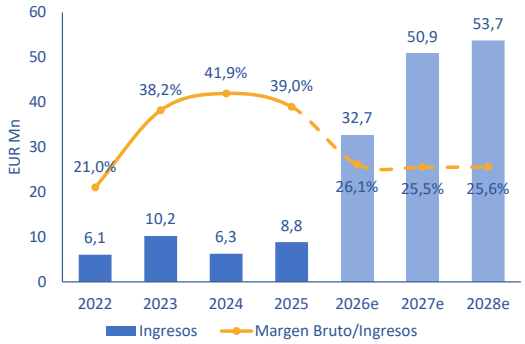


Fuente: BNEF (BloombergNEF)

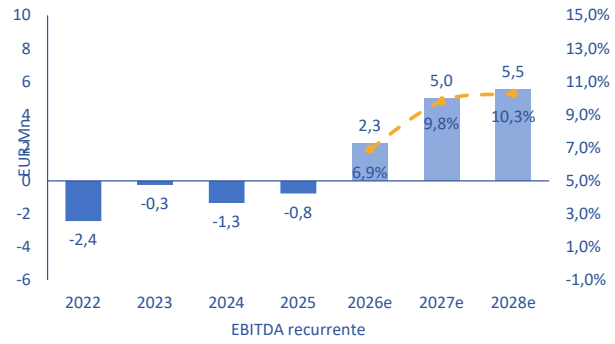
END: se encuentra bien posicionada para acelerar su crecimiento (+83% TACC 25-28e)…



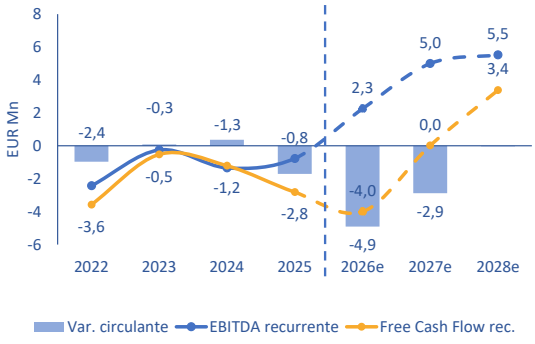
… manteniendo un margen bruto por encima del 25%



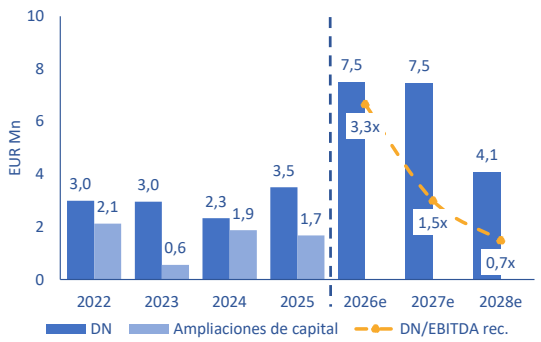
Lo que empujará el EBITDA rec. hasta EUR 2,3 Mn ya en 2026e (margen del 6,9%). Con expectativa de alcanzar EUR 5 Mn en 2027e (margen del 9,8%)



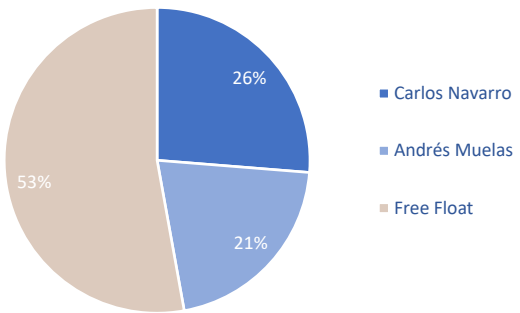
El reto será la financiación del circulante. El negocio continuará consumiendo caja hasta 2027e



… lo que incrementará la Deuda Neta hasta EUR 7,5 Mn en 2027e



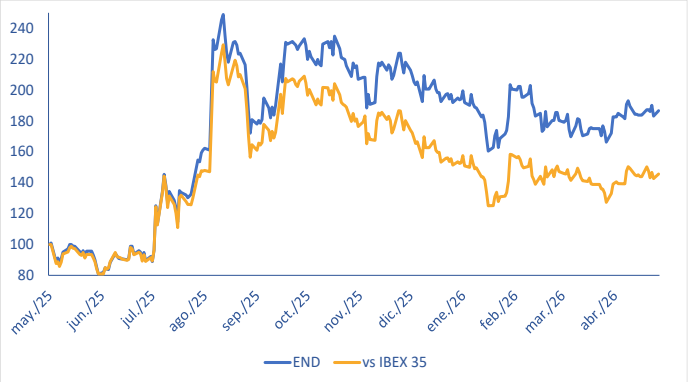
c. 47% del capital en manos de sus fundadores



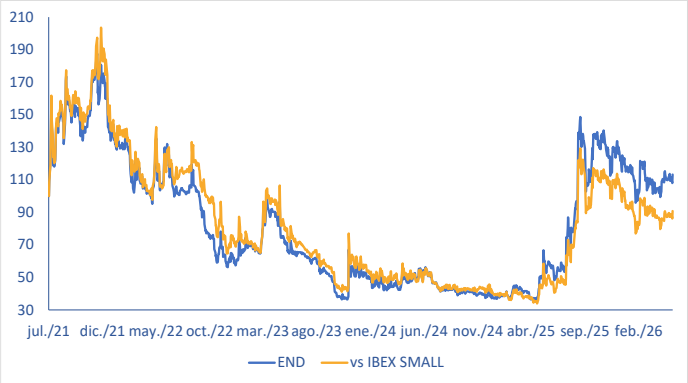
Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)

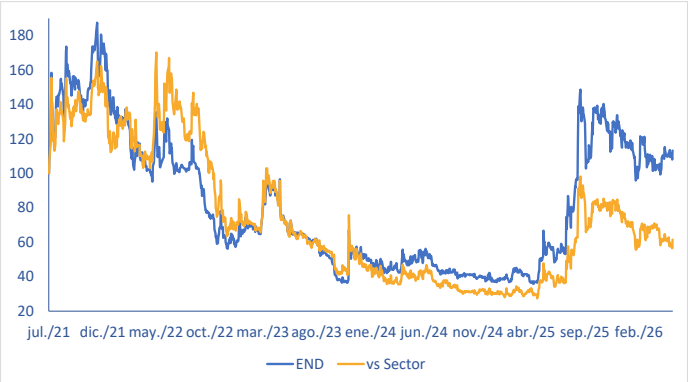


Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

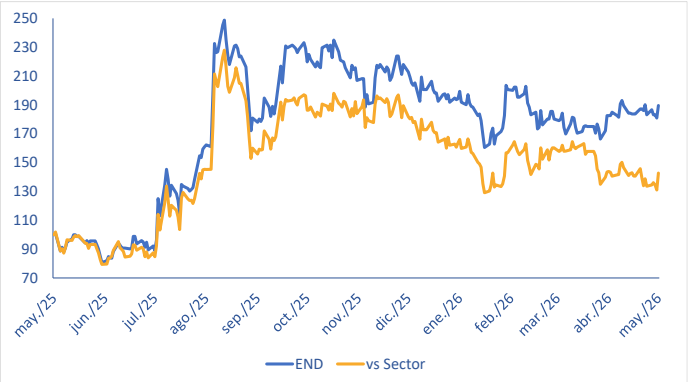


Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: TR Europe Electrical Products

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	3,8	-5,5	89,5	-4,4	59,0	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	7,1	-5,2	49,8	-6,1	-17,0	n.a.
vs Euro STOXX 50	5,8	-3,0	76,0	-5,0	17,8	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	5,5	-6,3	74,7	-6,8	13,2	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	2,3	-6,1	66,4	-6,8	21,5	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	1,5	-7,1	64,5	-7,5	31,6	n.a.
vs Sector						
vs TR Europe Electrical Products	-0,8	-9,0	42,7	-16,4	-13,0	n.a.

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**(2,4)**	**(0,3)**	**(1,3)**	**(0,8)**	**2,3**	**5,0**	**5,5**	***31,8%***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*-42,9%*	*89,6%*	*-429,1%*	*42,8%*	*393,5%*	*121,5%*	*10,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,9%*	*9,8%*	*10,3%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,0)	0,1	0,4	(1,7)	(4,9)	(2,9)	(0,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(3,4)**	**(0,2)**	**(1,0)**	**(2,5)**	**(2,7)**	**2,1**	**5,5**	***10,0%***	***61,6%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-22,1%*	*94,8%*	*-458,7%*	*-152,5%*	*-7,1%*	*179,6%*	*160,0%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,1%*	*10,2%*		
- CAPEX	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,5)	(0,6)	(0,4)		
- Impuestos	-	-	0,2	0,1	(0,5)	(1,1)	(1,2)		
= Free Cash Flow recurrente	**(3,6)**	**(0,5)**	**(1,2)**	**(2,8)**	**(4,0)**	**0,0**	**3,4**	***7,6%***	***47,4%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-21,1%*	*85,4%*	*-131,9%*	*-132,4%*	*-42,1%*	*100,6%*	*n.a.*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,0%*	*6,3%*		
- Gastos de reestructuración y otros	0,3	0,1	0,3	0,3	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(0,0)	0,0	(0,0)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(0,4)	(0,4)	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(3,2)**	**(0,5)**	**(1,3)**	**(2,8)**	**(4,0)**	**0,0**	**3,4**	***4,2%***	***47,2%***
Cto. Free Cash Flow	*-8,3%*	*85,6%*	*-168,2%*	*-127,5%*	*-40,4%*	*100,6%*	*n.a.*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,1%*	*8,3%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,1%*	*8,3%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(3,0)**	**(3,6)**	**(0,5)**	**(1,2)**	**(2,8)**	**(4,0)**	**0,0**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,5)	(1,7)	0,1	(0,6)	(2,1)	1,3	0,3
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,2)	3,8	(1,2)	1,1	5,1	1,5	0,2
= Variación EBITDA recurrente	**(0,7)**	**2,2**	**(1,1)**	**0,6**	**3,0**	**2,7**	**0,5**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,1	1,0	0,3	(2,1)	(3,2)	2,0	2,9
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(0,6)**	**3,2**	**(0,8)**	**(1,5)**	**(0,2)**	**4,8**	**3,4**
+/-Variación del CAPEX	0,1	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,3)	-	(0,0)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	(0,2)	0,0	0,0	(0,2)	(0,1)	0,2
+/- Variación de impuestos	-	-	0,2	(0,1)	(0,5)	(0,6)	(0,1)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(0,6)**	**3,1**	**(0,7)**	**(1,6)**	**(1,2)**	**4,0**	**3,4**
Free Cash Flow Recurrente	**(3,6)**	**(0,5)**	**(1,2)**	**(2,8)**	**(4,0)**	**0,0**	**3,4**

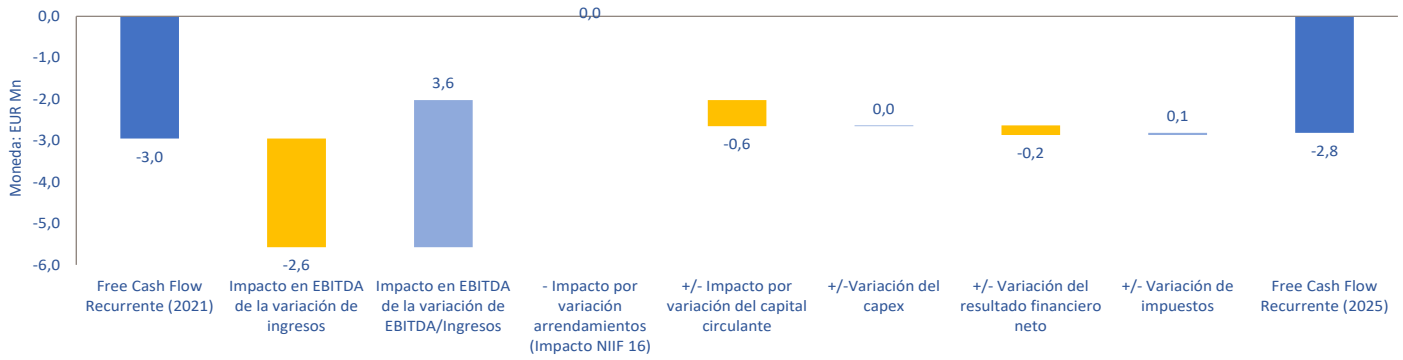
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**(1,7)**	**(0,1)**	**(1,0)**	**(0,2)**	**2,3**	**4,9**	**5,3**	***51,5%***	***n.a.***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,6)	(1,2)	(1,3)		
EBITDA recurrente	**(2,4)**	**(0,3)**	**(1,3)**	**(0,8)**	**2,3**	**5,0**	**5,5**	***31,8%***	***n.a.***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(1,0)	0,1	0,4	(1,7)	(4,9)	(2,9)	(0,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(3,4)**	**(0,2)**	**(1,0)**	**(2,5)**	**(2,7)**	**2,1**	**5,5**	***10,0%***	***61,6%***
- CAPEX	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,6)	(1,2)	(1,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(3,5)**	**(0,2)**	**(1,0)**	**(2,6)**	**(3,6)**	**0,5**	**3,7**	***9,2%***	***50,9%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-18,8%*	*94,5%*	*-447,8%*	*-147,7%*	*-40,8%*	*112,9%*	*692,4%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,9%	6,9%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,3	0,1	0,3	0,3	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(0,0)	0,0	(0,0)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(0,4)	(0,4)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(3,1)**	**(0,1)**	**(1,1)**	**(2,6)**	**(3,6)**	**0,5**	**3,7**	***5,6%***	***50,6%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-5,8%*	*95,7%*	*-703,5%*	*-141,5%*	*-39,0%*	*112,9%*	*692,4%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,1%*	*8,5%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,1%*	*8,5%*		

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

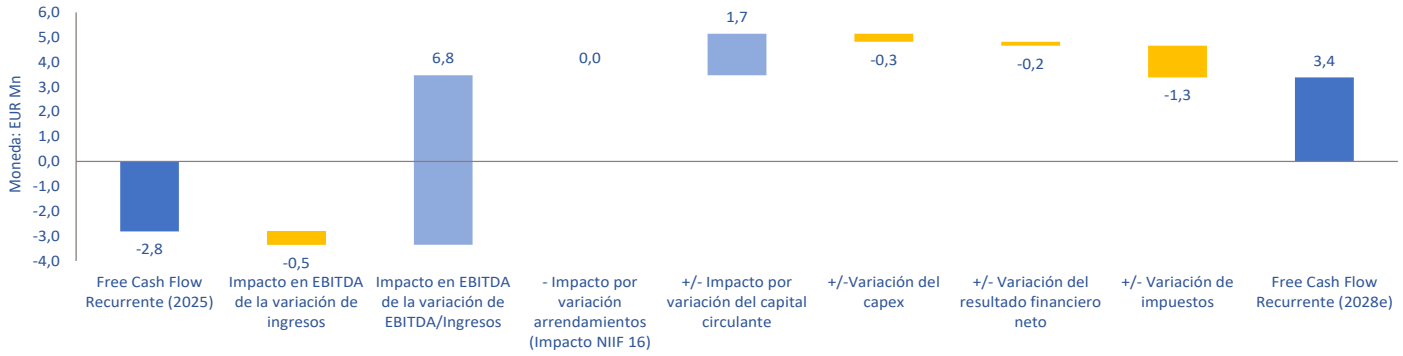
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

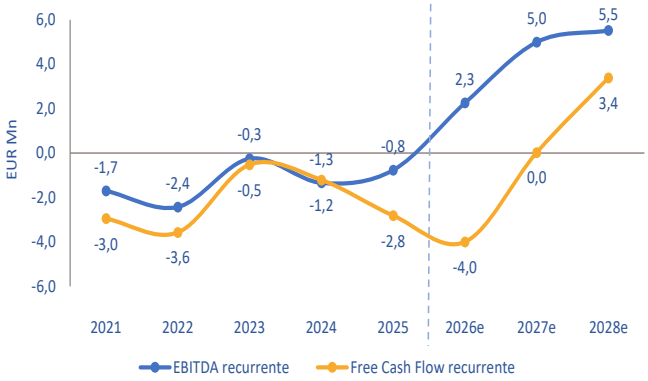
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



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



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(3,6)**	**0,5**	**3,7**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**40,7**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**3,5**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	7,9%	Coste de la deuda neta	7,7%	8,2%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**6,3%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**6,1%**	**6,5%**
Risk free rate (rf)	3,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)	1,2	1,4
Coste del Equity	**11,1%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,9%**	**12,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	92,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	7,9%	D	=	=
WACC	**10,7%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,6%**	**11,9%**
G "Razonable"	**2,5%**		**3,0%**	**2,0%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	40,7	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	3,5	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	0,5	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**43,9**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

	2025	2028e
ROCE - WACC	n.a.	16,1%
FCF Yield - WACC	n.a.	-2,3%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	10,8%	5,5	8,0x
Central	9,8%	5,0	8,8x
Min	8,8%	4,5	9,8x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	0,7%	0,8%	0,9%
5,5	0,6	0,5	0,5
5,0	0,1	0,0	(0,0)
4,5	(0,4)	(0,5)	(0,5)

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	1,4%	1,3%	1,2%
Central	0,2%	0,1%	n.a.
Min	n.a.	n.a.	n.a.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros dominicales	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	16,7%	16,7%	16,7%
% de mujeres en la plantilla	36,1%	31,7%	38,3%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,8%	3,7%	3,2%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Almacenamiento energético (BESS) y movilidad industrial						Fabricantes de equipos industriales				Fabricantes de baterías			
	EUR Mn	Fluence	Energy Vault	Eos Energy	Enersys	Flux Power Holdings	Average	Siemens	Sungrow	Wartsila	Average	CATL	LG Energy Solution	Average	END
Datos Mercado	Ticker (Factset)	FLNC.O	NRGV.K	EOSE.O	ENS	FLUX.O		SIEGn.DE	300274.SZ	WRT1V.HE		300750.SZ	373220.KS		END.MC
	País	USA	USA	USA	USA	USA		Germany	China	Finland		China	S. Korea		Spain
	Market cap	3.090,0	759,0	2.164,4	7.095,5	18,3		203.711,0	39.773,3	20.344,1		247.888,1	53.928,6		40,7
	Enterprise value (EV)	3.172,0	808,2	2.843,5	7.724,1	23,0		242.654,0	36.953,9	18.834,7		217.027,8	70.458,8		43,9
Información financiera básica	Total Ingresos	2.877,4	218,4	260,7	3.328,0	35,9		82.840,8	13.131,8	6.905,6		74.701,5	16.846,4		32,7
	Cto.Total Ingresos	*48,2%*	*25,0%*	*166,1%*	*3,6%*	*-37,0%*	*60,7%*	*5,0%*	*16,7%*	*-0,1%*	*7,2%*	*39,7%*	*23,5%*	*31,6%*	*270,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*22,2%*	*19,8%*	*92,5%*	*3,9%*	*28,1%*	*34,6%*	*5,9%*	*15,2%*	*10,2%*	*10,5%*	*18,9%*	*22,8%*	*20,8%*	*28,2%*
	EBITDA	44,2	(17,9)	(122,5)	580,1	(3,6)		15.007,5	2.390,3	1.046,0		17.287,5	3.324,1		2,3
	Cto. EBITDA	*n.a.*	*69,1%*	*41,3%*	*12,1%*	*-5,6%*	*40,8%*	*14,4%*	*13,8%*	*5,0%*	*11,1%*	*37,6%*	*14,7%*	*26,1%*	*636,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,2%*	*79,0%*	*6,2%*	*10,7%*	*15,9%*	*11,9%*	*12,8%*	*18,4%*	*37,8%*	*28,1%*	*56,4%*
	EBITDA/Ingresos	*1,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*17,4%*	*n.a.*	*9,5%*	*18,1%*	*18,2%*	*15,1%*	*17,2%*	*23,1%*	*19,7%*	*21,4%*	*6,9%*
	EBIT	(14,1)	(52,9)	(3,5)	484,7	(5,5)		11.738,3	2.313,9	894,7		13.171,6	782,8		2,3
	Cto. EBIT	*42,0%*	*15,8%*	*98,4%*	*6,4%*	*-28,1%*	*40,7%*	*20,7%*	*18,4%*	*7,5%*	*15,5%*	*40,3%*	*0,9%*	*20,6%*	*n.a.*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*n.a.*	*69,9%*	*n.a.*	*10,2%*	*49,6%*	*40,1%*	*11,9%*	*15,4%*	*12,6%*	*13,3%*	*20,5%*	*n.a.*	*20,5%*	*51,4%*
	EBIT/Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*14,6%*	*n.a.*	*14,6%*	*14,2%*	*17,6%*	*13,0%*	*14,9%*	*17,6%*	*4,6%*	*11,1%*	*7,1%*
	Beneficio Neto	(16,0)	(73,2)	70,3	378,2	(6,3)		8.421,5	1.924,7	669,7		11.730,2	68,7		1,4
	Cto. Beneficio Neto	*72,6%*	*17,7%*	*108,5%*	*11,8%*	*-10,8%*	*52,6%*	*1,1%*	*12,7%*	*6,3%*	*6,7%*	*21,1%*	*47,5%*	*34,3%*	*434,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*n.a.*	*46,0%*	*57,3%*	*6,7%*	*43,7%*	*36,7%*	*12,4%*	*17,1%*	*13,0%*	*14,2%*	*20,5%*	*n.a.*	*20,5%*	*62,6%*
	CAPEX/Ventas	*1,1%*	*40,7%*	*19,4%*	*4,9%*	*1,4%*	*16,5%*	*3,1%*	*2,9%*	*2,9%*	*3,0%*	*8,9%*	*22,2%*	*15,6%*	*1,3%*
	Free Cash Flow	(147,1)	(115,9)	(156,5)	173,2	(7,0)		8.485,1	746,9	649,8		10.170,3	(1.690,0)		(4,0)
	Deuda financiera Neta	(335,0)	33,6	-	n.a.	n.a.		32.413,0	(2.909,7)	(2.028,2)		(33.836,5)	11.732,2		7,5
	DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,2	n.a.	n.a.	2,2	n.a.	3,5	3,5	3,3
	Pay-out	*0,0%*	*0,0%*	*n.a.*	*9,7%*	*n.a.*	*3,2%*	*52,0%*	*20,6%*	*54,8%*	*42,5%*	*47,9%*	*0,0%*	*23,9%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	n.a.	n.a.	19,0	n.a.	19,0	23,9	20,7	30,5	25,0	20,4	n.a.	20,4	29,3
	P/BV (x)	6,4	n.a.	1,4	4,2	n.a.	4,0	3,1	5,2	7,0	5,1	4,7	4,6	4,6	9,3
	EV/Ingresos (x)	1,1	3,7	10,9	2,3	0,6	4,5	2,9	2,8	2,7	2,8	2,9	4,2	3,5	1,3
	EV/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	13,3	n.a.	13,3	16,2	15,5	18,0	16,5	12,6	21,2	16,9	19,4
	EV/EBIT (x)	n.a.	n.a.	n.a.	15,9	n.a.	15,9	20,7	16,0	21,1	19,2	16,5	n.a.	16,5	18,8
	ROE	*n.a.*	*n.a.*	*33,5*	*18,8*	*n.a.*	*26,2*	*13,4*	*26,8*	*23,0*	*21,0*	*24,3*	*n.a.*	*24,3*	*37,8*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,4*	*n.a.*	*2,4*	*4,2*	*1,9*	*3,2*	*3,1*	*4,1*	*n.a.*	*4,1*	*n.a.*
	DPA	*0,00*	*0,00*	*n.a.*	*0,93*	*n.a.*	*0,31*	*5,58*	*0,19*	*0,62*	*2,13*	*1,26*	*0,00*	*0,63*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,5%*	*0,0%*	*0,1%*	*2,1%*	*1,0%*	*1,8%*	*1,7%*	*2,4%*	*0,0%*	*1,2%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos						**2,3**	**4,7**	**6,1**	**10,2**	**6,3**	**8,8**	**32,7**	**50,9**	**53,7**	***n.a.***	***82,5%***
Cto. Total ingresos						*613,8%*	*107,3%*	*29,3%*	*68,7%*	*-38,8%*	*41,2%*	*270,1%*	*55,7%*	*5,6%*		
EBITDA						**(1,2)**	**(1,7)**	**(2,1)**	**(0,2)**	**(1,1)**	**(0,4)**	**2,3**	**5,0**	**5,5**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. EBITDA						*-108,0%*	*-50,3%*	*-20,3%*	*90,7%*	*-443,8%*	*60,4%*	*636,8%*	*121,5%*	*10,5%*		
EBITDA/Ingresos						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,9%*	*9,8%*	*10,3%*		
Beneficio neto						**(0,6)**	**(1,3)**	**(1,9)**	**(0,3)**	**(1,2)**	**(0,4)**	**1,4**	**3,2**	**3,7**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Beneficio neto						*-54,8%*	*-130,6%*	*-44,7%*	*84,3%*	*-314,4%*	*66,6%*	*434,2%*	*133,8%*	*13,1%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)						8,6	8,5	9,2	9,6	11,3	11,4	12,5	12,5	12,5		
BPA (EUR)						-0,07	-0,16	-0,21	-0,03	-0,11	-0,04	0,11	0,26	0,29	*n.a.*	*n.a.*
Cto. BPA						*n.a.*	*n.a.*	*-34,8%*	*85,1%*	*n.a.*	*66,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*13,1%*		
BPA ord. (EUR)						-0,06	-0,15	-0,25	-0,05	-0,14	-0,07	0,11	0,26	0,29	*n.a.*	*82,8%*
Cto. BPA ord.						*n.a.*	*n.a.*	*-63,3%*	*78,3%*	*n.a.*	*49,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*13,1%*		
CAPEX						(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
CAPEX/Vtas %[1]						*2,0%*	*2,8%*	*1,0%*	*0,1%*	*1,0%*	*1,3%*	*1,3%*	*0,8%*	*0,8%*		
Free Cash Flow						**(1,6)**	**(3,0)**	**(3,2)**	**(0,5)**	**(1,3)**	**(2,8)**	**(4,0)**	**0,0**	**3,4**	**n.a.**	**47,2%**
DN/EBITDA (x)[2]						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*3,3x*	1,5x	0,7x		
PER (x)						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*29,3x*	12,5x	11,1x		
EV/Vtas (x)						*0,40x*	*7,60x*	*3,77x*	*1,67x*	*2,10x*	*4,73x*	*1,34x*	0,86x	0,82x		
EV/EBITDA (x)[2]						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*19,4x*	8,8x	7,9x		
Comport. Absoluto						*n.a.*	*n.a.*	*-45,9%*	*-32,1%*	*-25,4%*	*221,7%*	*-4,4%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35						*n.a.*	*n.a.*	*-42,7%*	*-44,7%*	*-35,0%*	*115,5%*	*-6,1%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

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

Enerside (ENRS), es una plataforma de renovables integrada verticalmente (en plena fase de transición hacia un modelo build to own) especializada en solar fotovoltaica y almacenamiento. En la actualidad opera +13 MW en Chile y cuenta con un pipeline de 4,7 GW fotovoltaicos y 13,0 GWh de BESS en varias fases de desarrollo distribuidos en Latam (Brasil y Chile) y Europa (España e Italia). Cotiza en BME Growth desde marzo 2022.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	32,8	38,1
EV (Mn EUR y USD)	110,0	127,9
Número de Acciones (Mn)	44,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,08 / 1,77 / 0,74	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación(1)	41,7	
Refinitiv / Bloomberg	ENRS.MC / ENRS SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

Laurion Financial Enterprises	15,3
Joatham Grange	11,2
Antoni Gasch	11,0
Alejandro Alorda	9,2
Free Float	36,2

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

	2025	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	42,7	44,0
Total Ingresos	1,3	1,7
EBITDA Rec.	-5,5	-5,3
% Var.	*40,7*	*3,6*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*n.a.*
% Var EBITDA sector (2)	*3,6*	*10,1*
Beneficio neto	-13,6	-13,7
BPA (EUR)	-0,32	-0,31
% Var.	*45,1*	*2,4*
BPA ord. (EUR)	-0,33	-0,31
% Var.	*46,3*	*6,8*
Free Cash Flow Rec.	-15,6	-15,9
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00
Deuda financiera neta	62,3	78,2
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.
ROE (%)	*189,6*	*79,8*
ROCE (%)	*n.a.*	*n.a.*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.
P/BV	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	n.a.	n.a.
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-22,4*	*-19,5*	*-72,4*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities.
(3) Otros: Tomás Casanovas 6,5%, Alternative Green Energy 6,5%, Javier García - Mateo 4,1%

Sin visibilidad a partir de 2027, ceñimos nuestras proyecciones financieras al ejercicio 2026e.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2025: consolidación de la transición hacia el modelo Independent Power Producer (IPP) y abandono definitivo del negocio EPC. Ingresos 2025 de EUR 1,3 Mn (c. -60% vs 2024), reflejando plenamente la salida del negocio de construcción para terceros y el primer ejercicio completo con activos propios en operación (13 MW en Chile). Mejora operativa significativa, con EBIT 2025 de EUR -5,3 Mn (+40% vs 2024), apoyado en la reducción de costes y simplificación de estructura.

2026e: el foco seguirá puesto en la financiación. Ingresos 2026e todavía reducidos (EUR 1,7 Mn; vs EUR 1,3 Mn vs 2025), en un contexto donde la prioridad seguirá siendo la refinanciación y nueva financiación, necesarias para: (i) desarrollar el pipeline en Italia (BESS y agrovoltaico) y (ii) aumentar gradualmente los MW en operación. La rotación de activos continuará siendo clave para la generación de liquidez. ENRS cuenta con 900 MW actualmente en procesos de venta.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Transición a IPP. ENRS continúa transformándose desde un modelo basado en EPC y desarrollo hacia una plataforma centrada en generación renovable (IPP), almacenamiento (BESS) y rotación de activos. Italia se ha convertido en el principal foco estratégico, especialmente por el potencial del mercado BESS.

Pipeline de 4,7 GW de solar y 13,0 GWh de almacenamiento, con fuerte exposición a Italia. La cartera de proyectos se encuentra en distintas fases de desarrollo y distribuida entre Latam (Brasil y Chile) y Europa. El portfolio está valorado en EUR 221 Mn, de los cuales el 10% corresponde a activos en operación, el 26% a proyectos en backlog, el 32% a proyectos avanzados, el 18% a etapa inicial y el 14% a lead. El valor por geografías: 61% Italia, 19% Brasil, 13% Chile y 7% España.

Rotación de activos como principal palanca de creación de valor y generar liquidez. El principal atractivo del equity story continúa siendo la capacidad de monetizar activos y aflorar valor mediante rotaciones (actualmente, más de 900 MW en procesos de venta). En paralelo, la consolidación progresiva como productor independiente de energía debería aportar una base de ingresos más recurrente y menos volátil que el antiguo negocio EPC.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Endeudamiento muy elevado. Deuda neta 2025 de EUR 62,3 Mn (vs EUR 54,5 Mn 2024), con fuerte presión de corto plazo (EUR 59 Mn clasificada a c/p). La ejecución del plan estratégico (incluyendo la adquisición del 100% de la filial italiana; anunciada 22-jun-25) continúa condicionada a la obtención de nueva financiación y refinanciación de deuda. ENRS ha realizado ampliaciones de capital en sept-25 (EUR 8,0 Mn; EUR 2,07/acc.) y mar-26 (EUR 1,0 Mn; EUR 0,94/acc.) y continúa negociando una financiación de EUR 15 Mn, así como otras líneas destinadas al desarrollo del pipeline, mientras mantiene conversaciones para renegociar los vencimientos actuales de su deuda. Situación actual de tensión de caja (en línea con el informe de auditoría 2025: "… la no obtención de dispensas para el incumplimiento de ratios financieros podría suponer un riesgo de liquidez a corto plazo…").

Limitada capacidad de generación de caja. Que depende de (i) la velocidad del desarrollo de su pipeline (que requiere de muchos recursos y tiempo) y (ii) la estrategia de rotación de activos en mercado (de menor recurrencia).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Nivel de riesgo muy elevado. Comportamiento de la acción -12m: -72,4%. Obtener la nueva financiación es esencial para asegurar la ejecución del plan estratégico y consolidar Italia como plataforma de crecimiento (pilar del equity story). A día de hoy, el cierre de la nueva deuda y la refinanciación siguen pendientes y, de manera objetiva, implican un nivel de riesgo muy elevado hasta su consecución. Lo que se refleja en la cotización (EUR 0,75/acc., muy por debajo del NAV de EUR 2,2/acc.) y en su evolución bursátil: -19,5% (-3m) y -72,4% (-12m).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e
Inmovilizado inmaterial	0,1	0,2	0,5	0,4	0,3	0,8
Inmovilizado material	0,6	21,3	29,2	27,0	25,5	26,3
Otros activos no corrientes	1,1	3,6	-	-	-	-
Inmovilizado financiero	2,2	3,5	3,3	0,5	0,5	0,5
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	12,5	47,8	41,0	58,1	59,2	61,4
Total activo	**16,5**	**76,4**	**73,9**	**86,0**	**85,5**	**89,0**
Patrimonio neto	8,2	44,2	6,5	(4,0)	(10,3)	(24,1)
Minoritarios	0,0	(0,0)	(0,0)	14,0	13,3	13,1
Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	1,2	2,7	3,5	2,2	2,2
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	2,1	16,3	47,6	54,5	62,3	78,2
Pasivo circulante	6,0	14,7	17,2	18,1	18,0	19,5
Total pasivo	**16,5**	**76,4**	**73,9**	**86,0**	**85,5**	**89,0**

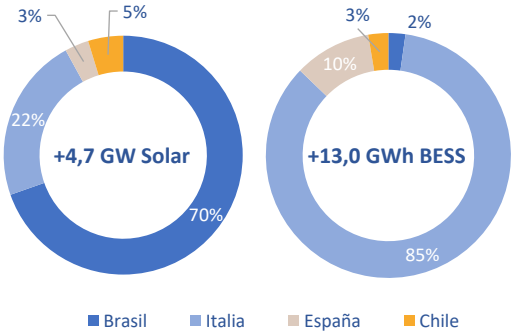
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	TACC 21-25
Total Ingresos	**3,5**	**31,9**	**16,5**	**3,1**	**1,3**	**1,7**	***-22,3%***
Cto.Total Ingresos	*1,1%*	*809,9%*	*-48,2%*	*-81,0%*	*-59,2%*	*30,2%*	
OPEX	(7,9)	(45,9)	(53,0)	(12,4)	(6,8)	(7,0)	
EBITDA recurrente	**(4,4)**	**(14,0)**	**(36,5)**	**(9,2)**	**(5,5)**	**(5,3)**	***-5,9%***
Cto.EBITDA recurrente	*n.a.*	*-220,5%*	*-160,9%*	*74,7%*	*40,7%*	*3,6%*	
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
Gastos de reestructuración y otros no rec.	4,6	(2,3)	2,9	1,5	0,6	-	
EBITDA	**0,2**	**(16,3)**	**(33,6)**	**(7,7)**	**(4,8)**	**(5,3)**	***n.a.***
Depreciación y provisiones	(0,1)	(2,8)	(4,0)	(3,7)	(1,0)	(1,0)	
Gastos capitalizados	-	4,9	8,0	2,5	0,6	0,6	
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	
EBIT	**0,2**	**(14,1)**	**(29,6)**	**(8,9)**	**(5,3)**	**(5,8)**	***n.a.***
Cto.EBIT	*290,9%*	*n.a.*	*-109,1%*	*69,8%*	*40,5%*	*-8,2%*	
EBIT / Ingresos	*5,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	
Resultado financiero neto	(0,3)	(0,9)	(7,3)	(13,8)	(8,5)	(8,1)	
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	
Beneficio ordinario	**(0,1)**	**(15,1)**	**(36,9)**	**(22,8)**	**(13,8)**	**(13,9)**	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario	*65,5%*	*n.a.*	*-144,9%*	*38,3%*	*39,4%*	*-0,5%*	
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	
Beneficio antes de impuestos	**(0,1)**	**(15,1)**	**(36,9)**	**(22,8)**	**(13,8)**	**(13,9)**	***n.a.***
Impuestos	(0,2)	1,4	(1,9)	0,1	-	-	
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
Minoritarios	(0,0)	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	
Beneficio neto	**(0,3)**	**(13,7)**	**(38,8)**	**(22,7)**	**(13,6)**	**(13,7)**	***n.a.***
Cto.Beneficio neto	*-68,4%*	*n.a.*	*-182,8%*	*41,5%*	*39,8%*	*-0,5%*	
Beneficio ordinario neto	**(4,7)**	**(12,7)**	**(39,8)**	**(24,3)**	**(14,3)**	**(13,7)**	***-31,9%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*n.a.*	*-169,9%*	*-213,1%*	*39,1%*	*41,2%*	*4,0%*	

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	TACC 21-25
EBITDA recurrente						**(5,3)**	***-5,9%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	
Var.capital circulante						(0,7)	
Cash Flow operativo recurrente						**(6,0)**	***-3,6%***
CAPEX						(1,8)	
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(8,1)	
Impuestos						-	
Free Cash Flow Recurrente						**(15,9)**	***-20,6%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	
Free Cash Flow						**(15,9)**	***-28,9%***
Ampliaciones de capital						-	
Dividendos						-	
Variación de Deuda financiera neta						**15,9**	

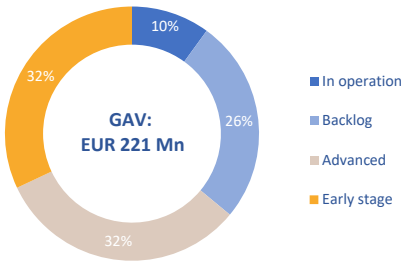
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

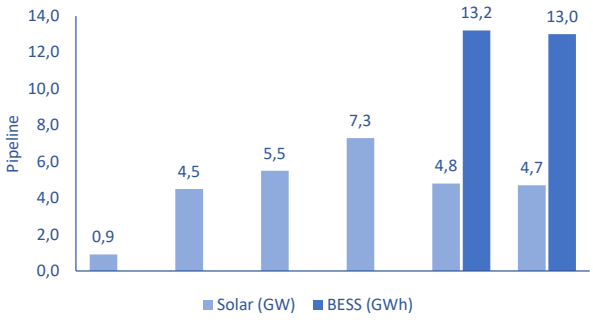
Una compañía que ha completado su transformación a IPP, con un pipeline de +4,7 GW Solar y +13,0 GWh BESS, diversificado geográficamente



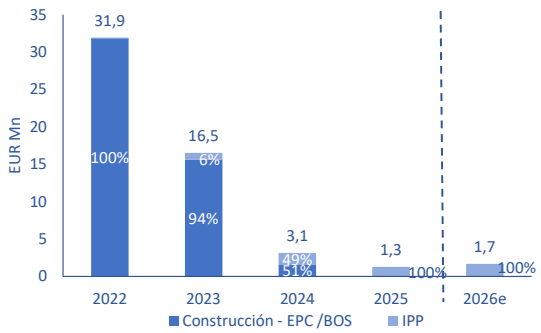
Que ha conectado 20 MW en Brasil y Chile. Y tiene una expectativa de alcanzar los 2 GW en RTB en 2025-2026 y 40 MW en operación en 2026



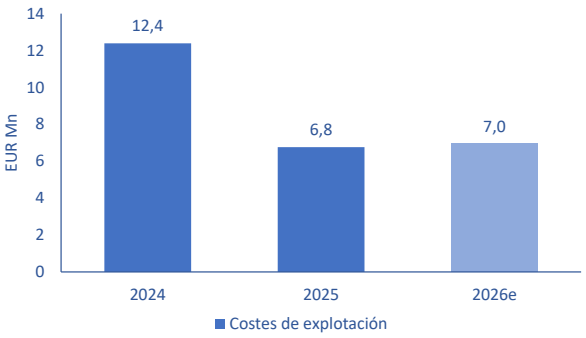
Es decir, desde 2017 ha incrementado significativamente su pipeline (4,5 GW en la IPO)



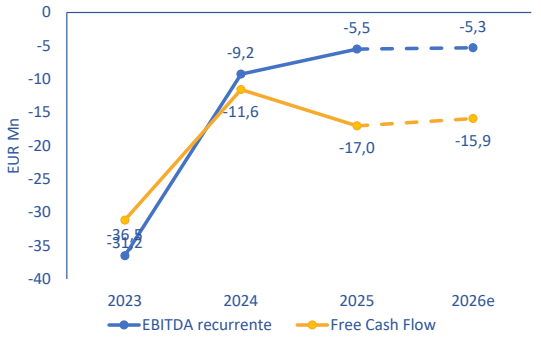
2025: primer año completo con activos propios en operación (IPP)



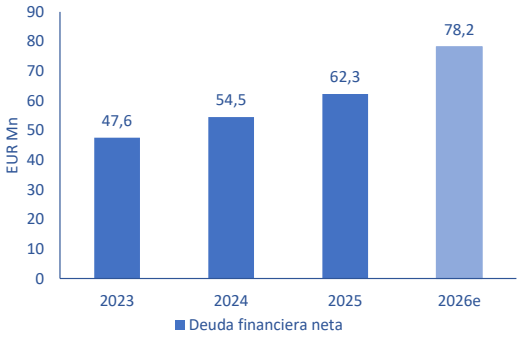
El abandono del negocio de EPC ha venido acompañado de una simplificación significativa de la estructura de costes (2025: -45% vs 2024)



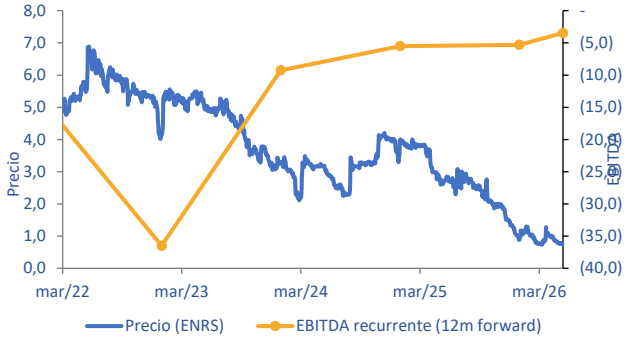
Pero el EBITDA y la generación de caja han continuado en terreno negativo



Empujando la deuda neta hasta los EUR 62,3 Mn en 2025



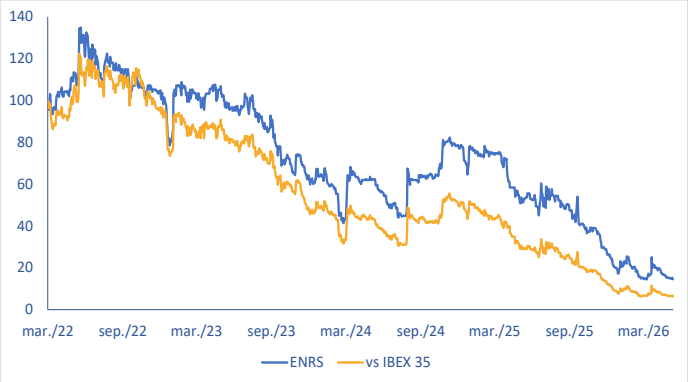
Cotización fuertemente condicionada por el elevado riesgo asociado al cierre de la nueva deuda y la refinanciación (todavía pendientes)



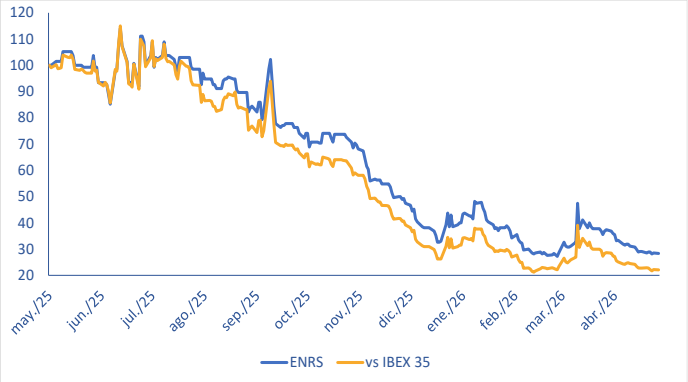
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

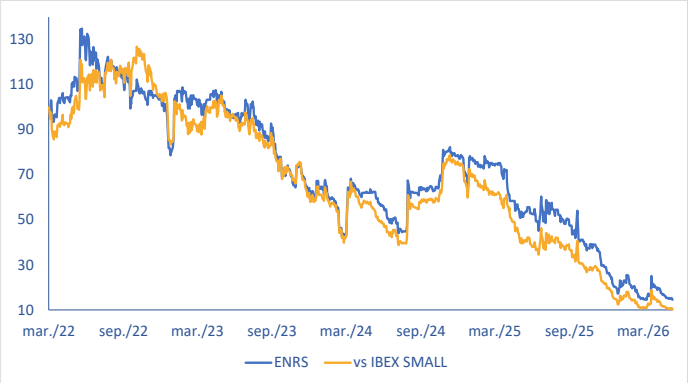
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



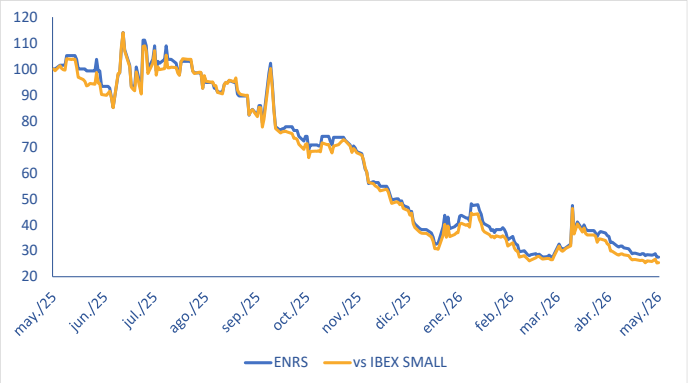
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



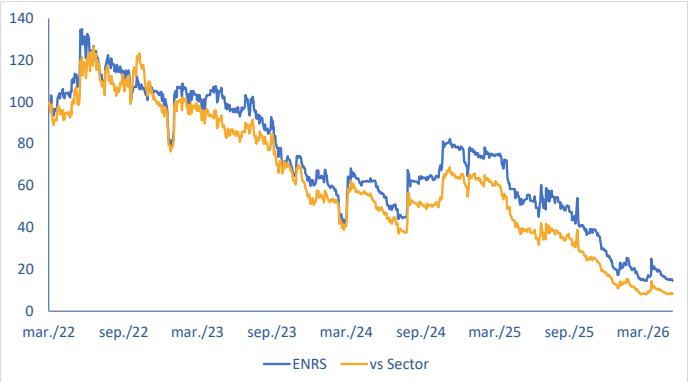
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



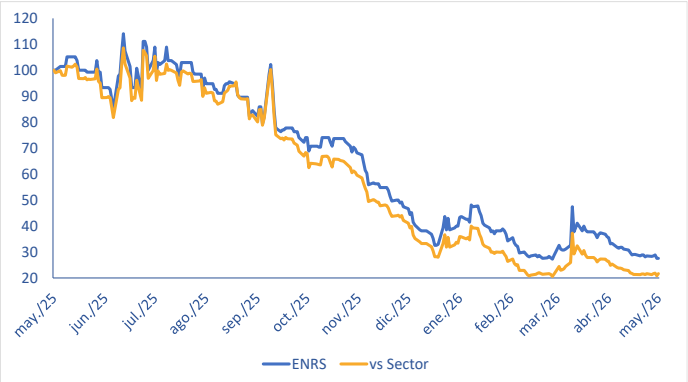
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-22,4	-19,5	-72,4	-15,3	-84,9	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-19,9	-19,2	-78,2	-16,9	-92,1	n.a.
vs Euro STOXX 50	-20,9	-17,3	-74,4	-15,9	-88,8	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-21,2	-20,1	-74,6	-17,5	-89,2	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	-23,5	-20,0	-75,8	-17,5	-88,5	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-24,1	-20,9	-76,1	-18,0	-87,5	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Utilities	-18,0	-17,7	-78,3	-23,0	-89,9	n.a.

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	TACC 22-25
EBITDA recurrente	**(14,0)**	**(36,5)**	**(9,2)**	**(5,5)**	**(5,3)**	***26,8%***
Cto.EBITDA recurrente	*-220,5%*	*-160,9%*	*74,7%*	*40,7%*	*3,6%*	
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	
+/- Var. Capital circulante	(26,6)	9,4	(16,3)	(1,1)	(0,7)	
= Cash Flow operativo recurrente	**(40,6)**	**(27,1)**	**(25,6)**	**(6,6)**	**(6,0)**	***45,4%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-607,1%*	*33,3%*	*5,5%*	*74,1%*	*9,5%*	
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
- CAPEX	(18,6)	(4,2)	(1,4)	(0,4)	(1,8)	
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,9)	(4,2)	(11,6)	(8,6)	(8,1)	
- Impuestos	1,4	(1,9)	0,1	-	-	
= Free Cash Flow recurrente	**(58,8)**	**(37,4)**	**(38,5)**	**(15,6)**	**(15,9)**	***35,7%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-693,8%*	*36,4%*	*-3,1%*	*59,4%*	*-1,7%*	
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,3)	0,2	2,7	(0,0)	-	
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	14,3	6,0	24,2	(1,4)	-	
= Free Cash Flow	**(45,8)**	**(31,2)**	**(11,6)**	**(17,0)**	**(15,9)**	***28,1%***
Cto. Free Cash Flow	*-643,2%*	*32,0%*	*62,9%*	*-47,2%*	*6,5%*	
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	

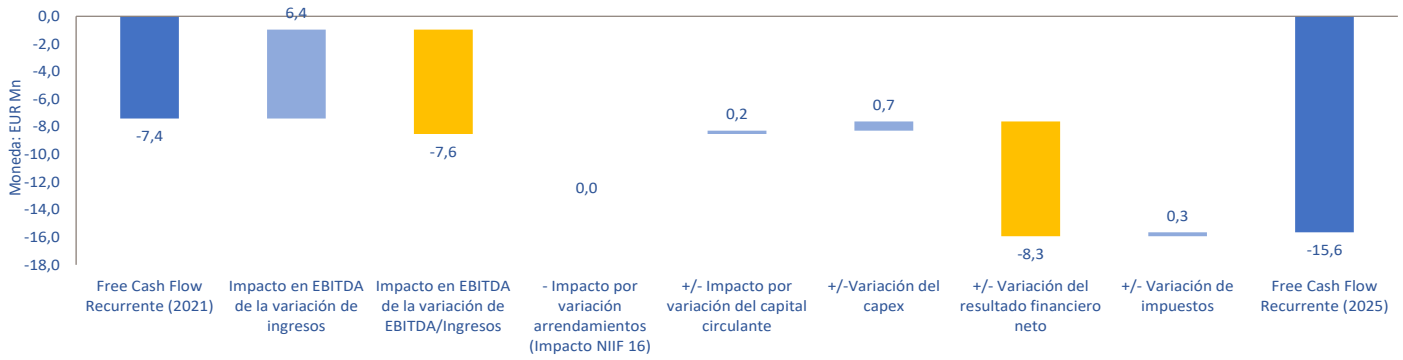
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(7,4)**	**(58,8)**	**(37,4)**	**(38,5)**	**(15,6)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(35,4)	6,7	29,6	5,5	(1,7)
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	25,7	(29,3)	(2,3)	(1,7)	1,9
= Variación EBITDA recurrente	**(9,6)**	**(22,5)**	**27,2**	**3,8**	**0,2**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(25,2)	36,0	(25,8)	15,2	0,4
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(34,9)**	**13,5**	**1,5**	**19,0**	**0,6**
+/-Variación del CAPEX	(17,5)	14,3	2,8	1,0	(1,4)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,7)	(3,3)	(7,4)	3,0	0,5
+/- Variación de impuestos	1,6	(3,2)	1,9	(0,1)	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(51,4)**	**21,4**	**(1,2)**	**22,9**	**(0,3)**
Free Cash Flow Recurrente	**(58,8)**	**(37,4)**	**(38,5)**	**(15,6)**	**(15,9)**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	TACC 22-25
EBIT	**(14,1)**	**(29,6)**	**(8,9)**	**(5,3)**	**(5,8)**	***27,8%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	
EBITDA recurrente	**(14,0)**	**(36,5)**	**(9,2)**	**(5,5)**	**(5,3)**	***26,8%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	
+/- Var. Capital circulante	(26,6)	9,4	(16,3)	(1,1)	(0,7)	
= Cash Flow operativo recurrente	**(40,6)**	**(27,1)**	**(25,6)**	**(6,6)**	**(6,0)**	***45,4%***
- CAPEX	(18,6)	(4,2)	(1,4)	(0,4)	(1,8)	
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(59,2)**	**(31,3)**	**(27,0)**	**(7,0)**	**(7,8)**	***50,8%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-765,5%*	*47,1%*	*13,8%*	*73,9%*	*-10,5%*	
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,3)	0,2	2,7	(0,0)	-	
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	14,3	6,0	24,2	(1,4)	-	
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(46,2)**	**(25,1)**	**(0,0)**	**(8,4)**	**(7,8)**	***43,3%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-725,7%*	*45,7%*	*99,9%*	*n.a.*	*7,5%*	
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	

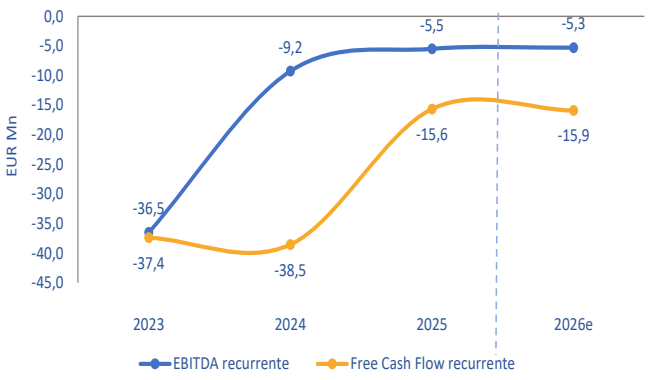
Nota: Free Cash Flow Yield (s/Market Cap) estimado ajustado por intereses minoritarios.

Analítica del Free Cash Flow (II)

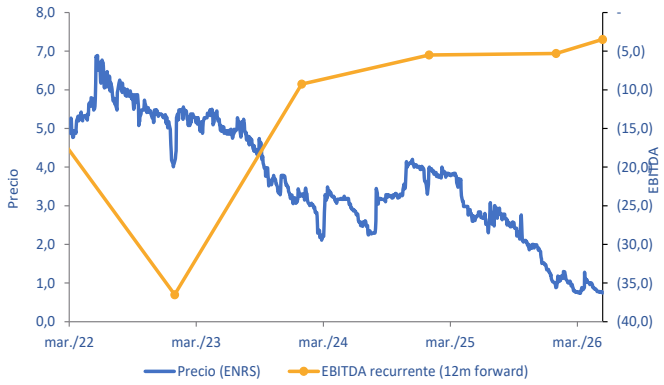
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(7,8)**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**32,8**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**62,3**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	7,0%	Coste de la deuda neta	6,8%	7,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**5,6%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**5,4%**	**5,8%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,2	B (estimación propia)	1,1	1,3
Coste del Equity	**10,8%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,7%**	**12,1%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	34,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	65,5%	D	=	=
WACC	**7,4%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**6,9%**	**8,0%**
G "Razonable"	**1,0%**		**1,5%**	**0,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	32,8	
+ Minoritarios	13,3	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,2	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	62,3	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	0,5	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**110,0**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	2,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

	2025	2028e
ROCE - WACC	n.a.	n.a.
FCF Yield - WACC	n.a.	n.a.

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	37,5%	33,3%	37,5%
% de consejeros dominicales	62,5%	66,7%	62,5%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	25,0%	22,2%	12,5%
% de mujeres en la plantilla	24,0%	35,9%	42,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	4,2%	7,3%	8,7%

Principales comparables 2026e

		Renovables españolas				Renovables internacionales con presencia emergentes			
	EUR Mn	Solaria	Grenergy	Ecoener	Average	Voltalia	Scatec ASA	Average	ENRS
Datos Mercado	Ticker (Factset)	SLRS.MC	GREG.MC	ECNER.MC		VLTSA.PA	SCATC.OL		ENRS.MC
	País	Spain	Spain	Spain		France	Norway		Spain
	Market cap	3.181,8	3.384,9	259,5		905,5	1.554,6		32,8
	Enterprise value (EV)	4.622,3	4.433,9	756,6		3.104,5	4.136,9		110,0
Información financiera básica	Total Ingresos	372,6	978,8	127,6		610,3	604,9		1,7
	Cto.Total Ingresos	*88,7%*	*40,2%*	*50,7%*	*59,9%*	*3,8%*	*80,3%*	*42,1%*	*30,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*31,0%*	*11,8%*	*25,8%*	*22,9%*	*12,4%*	*23,1%*	*17,8%*	*57,2%*
	EBITDA	311,9	248,9	69,5		222,8	390,0		(5,3)
	Cto. EBITDA	*17,5%*	*23,6%*	*76,7%*	*39,2%*	*61,6%*	*80,2%*	*70,9%*	*-9,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*32,5%*	*49,7%*	*35,2%*	*39,1%*	*23,6%*	*27,5%*	*25,6%*	*27,6%*
	EBITDA/Ingresos	*83,7%*	*25,4%*	*54,5%*	*54,5%*	*36,5%*	*64,5%*	*50,5%*	*n.a.*
	EBIT	247,3	191,9	42,0		85,7	262,7		(5,8)
	Cto. EBIT	*13,9%*	*11,9%*	*122,8%*	*49,5%*	*215,3%*	*129,7%*	*172,5%*	*-8,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*32,6%*	*47,0%*	*46,3%*	*42,0%*	*45,8%*	*31,4%*	*38,6%*	*20,0%*
	EBIT/Ingresos	*66,4%*	*19,6%*	*33,0%*	*39,6%*	*14,0%*	*43,4%*	*28,7%*	*n.a.*
	Beneficio Neto	146,1	96,8	10,3		1,8	41,4		(13,7)
	Cto. Beneficio Neto	*6,3%*	*11,2%*	*79,3%*	*32,3%*	*101,9%*	*-54,7%*	*23,6%*	*-0,5%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*31,5%*	*50,4%*	*94,1%*	*58,7%*	*n.a.*	*86,6%*	*86,6%*	*8,9%*
	CAPEX/Ventas	*139,9%*	*89,9%*	*121,5%*	*117,1%*	*40,4%*	*131,6%*	*86,0%*	*108,0%*
	Free Cash Flow	(373,0)	(629,9)	(119,0)		(37,6)	(458,1)		(15,9)
	Deuda financiera Neta	1.755,7	1.582,3	769,6		2.254,4	2.695,0		78,2
	DN/EBITDA (x)	5,6	6,4	11,1	7,7	10,1	6,9	8,5	n.a.
	Pay-out	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	21,4	35,0	37,8	31,4	n.a.	31,7	31,7	n.a.
	P/BV (x)	3,6	5,9	1,7	3,8	0,9	1,7	1,3	n.a.
	EV/Ingresos (x)	12,4	4,5	5,9	7,6	5,1	6,8	6,0	n.a.
	EV/EBITDA (x)	14,8	17,8	10,9	14,5	13,9	10,6	12,3	n.a.
	EV/EBIT (x)	18,7	23,1	18,0	19,9	36,2	15,7	26,0	n.a.
	ROE	*17,0*	*18,7*	*8,4*	*14,7*	*0,6*	*5,2*	*2,9*	*79,8*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
	DPA	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e
Total Ingresos					**3,5**	**3,5**	**3,5**	**31,9**	**16,5**	**3,1**	**1,3**	**1,7**
Cto. Total ingresos					*n.a.*	*-1,3%*	*1,1%*	*809,9%*	*-48,2%*	*-81,0%*	*-59,2%*	*30,2%*
EBITDA					**0,2**	**(0,1)**	**0,2**	**(16,3)**	**(33,6)**	**(7,7)**	**(4,8)**	**(5,3)**
Cto. EBITDA					*n.a.*	*-125,5%*	*549,6%*	*n.a.*	*-105,6%*	*77,1%*	*37,0%*	*-9,1%*
EBITDA/Ingresos					*5,7%*	*n.a.*	*6,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
Beneficio neto					**0,0**	**(0,2)**	**(0,3)**	**(13,7)**	**(38,8)**	**(22,7)**	**(13,6)**	**(13,7)**
Cto. Beneficio neto					*n.a.*	*n.a.*	*-68,4%*	*n.a.*	*-182,8%*	*41,5%*	*39,8%*	*-0,5%*
Nº Acciones Ajustado (Mn)					37,5	37,5	37,5	37,4	37,3	38,9	42,7	44,0
BPA (EUR)					0,00	0,00	-0,01	-0,37	-1,04	-0,58	-0,32	-0,31
Cto. BPA					*n.a.*	*n.a.*	*-68,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*43,9%*	*45,1%*	*2,4%*
BPA ord. (EUR)					0,00	0,00	-0,13	-0,34	-1,07	-0,62	-0,33	-0,31
Cto. BPA ord.					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*41,5%*	*46,3%*	*6,8%*
CAPEX					(0,1)	(4,3)	(1,1)	(18,6)	(4,2)	(1,4)	(0,4)	(1,8)
CAPEX/Vtas %[1]					*1,4%*	*122,9%*	*31,3%*	*58,2%*	*25,7%*	*44,7%*	*33,7%*	*108,0%*
Free Cash Flow					**(0,7)**	**(6,2)**	**(6,2)**	**(45,8)**	**(31,2)**	**(11,6)**	**(17,0)**	**(15,9)**
DN/EBITDA (x)[2]					*10,8x*	*n.a.*	*8,9x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
PER (x)					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
EV/Vtas (x)					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*5,24x*	*10,22x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
EV/EBITDA (x)[2]					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
Comport. Absoluto					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-20,4%*	*21,6%*	*-77,8%*	*-15,3%*
Comport. Relativo vs Ibex 35					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-35,2%*	*6,0%*	*-85,1%*	*-16,9%*

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

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

Ercros (ECR) es un grupo industrial de fabricación de productos químicos que opera a través de 3 divisiones: (i) química básica, (ii) química intermedia y (iii) farmacia. Con un negocio que gira en torno a la producción de cloro-sosa, siendo el principal productor en España (60% de la capacidad total instalada) y dentro del Top10 en Europa.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	310,4	360,9
EV (Mn EUR y USD)	473,9	550,9
Número de Acciones (Mn)	91,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,47 / 3,12 / 2,24	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,35	
Rotación(1)	28,7	
Refinitiv / Bloomberg	ECR.MC / ECR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Bondalti	77,2
Joan Casas Galofré y Familia(3)	10,8
Free Float	12,0

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	93,6	91,4	91,4	91,4
Total Ingresos	659,9	662,8	715,7	808,9
EBITDA Rec.	5,9	16,9	28,8	52,3
% Var.	*-78,7*	*185,8*	*70,1*	*81,3*
% EBITDA Rec./Ing.	*0,9*	*2,6*	*4,0*	*6,5*
% Var EBITDA sector (2)	*4,2*	*3,1*	*4,3*	*4,9*
Beneficio neto	-53,6	-30,2	-20,8	0,5
BPA (EUR)	-0,57	-0,33	-0,23	0,01
% Var.	*-349,1*	*42,3*	*31,0*	*102,4*
BPA ord. (EUR)	-0,41	-0,33	-0,23	0,01
% Var.	*-190,8*	*20,2*	*31,0*	*102,4*
Free Cash Flow Rec.	-4,5	-37,1	-30,2	-10,7
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	112,9	150,0	180,1	190,8
DN / EBITDA Rec.(x)	19,0	8,8	6,2	3,7
ROE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,2*
ROCE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*3,1*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	1,1	1,2	1,3	1,3
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	0,72	0,72	0,66	0,59
EV/EBITDA Rec.	n.a.	28,0	16,4	9,1
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	25,7
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-0,4*	*-1,9*	*12,6*	*-0,7*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Chemicals.
(3) Estimación Lighthouse basada en la hipótesis de no aceptación de la 1ª OPA por parte de Joan Casas Galofré y familia.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

1T 2026: sin señales de cambio. Continúa el deterioro del negocio por el pésimo momentum del sector. Ingresos de EUR 154,8 Mn (-16,1% vs 1T25), con caída simultánea de volúmenes (-5,6%) y precios (-11,7%). Por segmentos: derivados del cloro (60% del mix; -17,1%), química intermedia (30%; -13,9%) y farma (10%; -21,8%). La reducción de costes variables (electricidad y gas), permite mantener estable el margen bruto, situando el EBITDA en EUR -1 Mn (vs EUR 0,3 Mn en 1T25). Lo que refleja una demanda final muy débil (especialmente en construcción y auto) y un exceso de oferta global (mayor competencia asiática).

2026e: continuidad del ciclo bajo (4º año consecutivo). Esperamos un 2026e aún débil, con mejora limitada del EBITDA rec. apoyada principalmente en menores costes variables, pero sin recuperación clara de ingresos (volúmenes y precios todavía presionados). La visibilidad sobre el punto de inflexión sigue siendo muy reducida, retrasando la normalización del negocio hasta, al menos, 2027e.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Negocio cíclico con activos únicos de alta calidad (pero hoy "ocultos" por el ciclo). ECR mantiene un track record sólido en ciclo medio (EBITDA histórico c. EUR 60 Mn; margen c. 8%-9%), muy lejos de los niveles actuales. La clave del equity story sigue siendo la normalización del ciclo químico europeo, con fuerte apalancamiento operativo. El principal reto es el timing de esa recuperación, hoy sin visibilidad clara.

Riesgo de presión estructural en el sector químico europeo. La tesis ya no es solo cíclica: energía más cara (vs precios históricos y vs otras geografías como EE. UU.), presión regulatoria (CO^2…) y competencia asiática introducen dudas sobre una posible pérdida estructural de rentabilidad del sector.

Cambio estructural: control de Bondalti (77%). Tras el éxito de la primera OPA, ECR ha pasado de ser una small cap cíclica independiente a una compañía controlada. Lo que implica menor free float, menor liquidez y visibilidad reducida sobre estrategia (especialmente en política de dividendos).

OPA de exclusión como "ancla" de valoración. La expectativa de una segunda OPA (de exclusión) a un "precio equitativo" supervisado por la CNMV hace que la cotización de ECR deje de reflejar los fundamentales en el corto plazo. El precio de la primera OPA (EUR 3,505/acc.) constituye una referencia sólida y "sujeta" la acción.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Prolongación del "valle" de ciclo. Cuarto año consecutivo de debilidad, con riesgo de recuperación más lenta de lo esperado por persistencia de baja demanda industrial y exceso de capacidad global.

Coste energético estructuralmente elevado. La competitividad de ECR (especialmente en cloro-sosa) sigue muy condicionada por el precio de la electricidad en España/Europa (especialmente sensible a tensiones geopolíticas).

Ausencia de generación de caja y aumento del endeudamiento. FCF negativo en 2026e–2028e, incremento de deuda y ratios de apalancamiento elevados (DN/EBITDA rec. c. 9x en 2026e), con dependencia de waivers financieros.

Riesgo de compañía controlada / exclusión. Reducción del free float, menor liquidez y potencial exclusión de cotización.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

La cotización ya no refleja los fundamentales, sino la expectativa de una segunda OPA. El precio de ECR (EUR 3,40 / acc.) se mantiene próximo al nivel de la primera OPA (EUR 3,505/acc.), que actúa como referencia dominante en un contexto de baja visibilidad sobre la mejora del ciclo. Considerando nuestras estimaciones, los múltiplos implícitos (28,0x EV/EBITDA 2026e) se sitúan por encima de comparables europeos, lo que sugiere riesgo de ajuste si desaparece el soporte de la segunda OPA. La decisión expresa y declarada de Bondalti, el deterioro del sector y los compromisos asumidos frente a la CNMC reducen/eliminan, a día de hoy, la posibilidad de que Bondalti ofrezca un precio superior al de la primera OPA. El escenario central es una OPA de exclusión en los próximos 3-6 meses.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	17,7	31,3	29,2	30,7	33,2	35,1	37,0	38,9
Inmovilizado material	324,5	341,5	345,1	343,6	345,6	349,2	352,5	355,4
Otros activos no corrientes	35,7	34,4	40,6	41,5	28,1	28,1	28,1	28,1
Inmovilizado financiero	29,0	39,2	57,0	55,8	39,9	41,1	42,3	43,4
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	248,9	239,9	170,2	188,9	149,4	150,1	162,1	183,2
Total activo	**655,8**	**686,2**	**642,1**	**660,4**	**596,2**	**603,6**	**621,9**	**649,0**
Patrimonio neto	331,6	360,7	363,1	341,2	287,2	257,1	236,2	236,7
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	67,6	86,6	83,6	75,7	71,4	71,4	71,4	71,4
Otros pasivos no corrientes	6,2	12,3	9,3	14,0	12,1	12,1	12,1	12,1
Deuda financiera neta	59,6	62,8	80,8	119,6	112,9	150,0	180,1	190,8
Pasivo circulante	190,8	163,8	105,3	110,0	112,6	113,1	122,1	138,0
Total pasivo	**655,8**	**686,2**	**642,1**	**660,4**	**596,2**	**603,6**	**621,9**	**649,0**

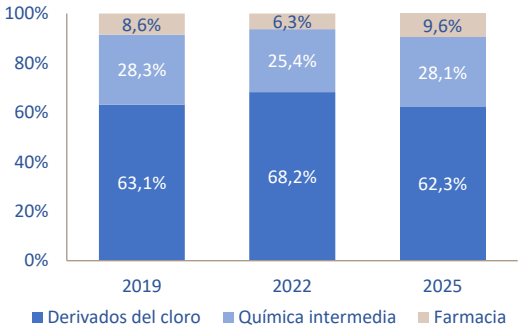
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**811,8**	**1.052,5**	**755,4**	**692,8**	**659,9**	**662,8**	**715,7**	**808,9**	***-5,0%***	***7,0%***
Cto.Total Ingresos	*40,1%*	*29,6%*	*-28,2%*	*-8,3%*	*-4,8%*	*0,4%*	*8,0%*	*13,0%*		
Coste de ventas	(525,5)	(692,6)	(494,7)	(442,8)	(428,7)	(419,7)	(454,0)	(515,0)		
Margen Bruto	**286,3**	**359,9**	**260,8**	**250,0**	**231,2**	**243,1**	**261,7**	**293,9**	***-5,2%***	***8,3%***
Margen Bruto / Ingresos	*35,3%*	*34,2%*	*34,5%*	*36,1%*	*35,0%*	*36,7%*	*36,6%*	*36,3%*		
Gastos de personal	(83,6)	(89,6)	(91,6)	(101,0)	(104,7)	(104,8)	(107,9)	(111,2)		
Otros costes de explotación	(109,4)	(128,2)	(122,0)	(121,2)	(120,5)	(121,3)	(124,9)	(130,5)		
EBITDA recurrente	**93,3**	**142,1**	**47,1**	**27,8**	**5,9**	**16,9**	**28,8**	**52,3**	***-49,8%***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*93,4%*	*52,3%*	*-66,8%*	*-40,9%*	*-78,7%*	*185,8%*	*70,1%*	*81,3%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*11,5%*	*13,5%*	*6,2%*	*4,0%*	*0,9%*	*2,6%*	*4,0%*	*6,5%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,4)	(20,2)	(3,8)	0,8	(1,6)	-	-	-		
EBITDA	**92,9**	**121,9**	**43,3**	**28,6**	**4,4**	**16,9**	**28,8**	**52,3**	***-53,4%***	***n.a.***
Depreciación y provisiones	(25,2)	(23,4)	(23,5)	(24,9)	(26,3)	(26,4)	(26,7)	(27,1)		
Gastos capitalizados	0,5	0,8	1,0	0,8	1,9	1,9	1,9	1,9		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(6,3)	(7,1)	(7,8)	(7,7)	(8,1)	(8,3)	(8,4)	(8,6)		
EBIT	**61,8**	**92,2**	**13,0**	**(3,1)**	**(28,1)**	**(15,8)**	**(4,5)**	**18,4**	***-25,2%***	***38,5%***
Cto.EBIT	*314,0%*	*49,0%*	*-85,9%*	*-124,1%*	*-796,5%*	*43,8%*	*71,8%*	*513,7%*		
EBIT / Ingresos	*7,6%*	*8,8%*	*1,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,3%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(3,1)	(5,1)	(9,6)	(10,7)	(13,3)	(15,6)	(17,6)	(18,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,6	0,9	1,6	1,6	1,2	1,2	1,2	1,2		
Beneficio ordinario	**59,3**	**88,0**	**5,0**	**(12,3)**	**(40,3)**	**(30,2)**	**(20,8)**	**0,7**	***-27,9%***	***26,3%***
Cto.Beneficio ordinario	*749,1%*	*48,3%*	*-94,3%*	*-343,5%*	*-228,6%*	*25,0%*	*31,0%*	*103,2%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**59,3**	**88,0**	**5,0**	**(12,3)**	**(40,3)**	**(30,2)**	**(20,8)**	**0,7**	***-27,9%***	***26,3%***
Impuestos	(9,9)	(17,3)	23,8	0,6	(13,3)	-	-	(0,2)		
Tasa fiscal efectiva	*16,7%*	*19,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*25,0%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	(6,1)	(7,7)	(1,2)	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**43,3**	**63,0**	**27,6**	**(11,7)**	**(53,6)**	**(30,2)**	**(20,8)**	**0,5**	***-34,1%***	***26,2%***
Cto.Beneficio neto	*592,0%*	*45,5%*	*-56,2%*	*-142,3%*	*-359,7%*	*43,7%*	*31,0%*	*102,4%*		
Beneficio ordinario neto	**49,7**	**86,9**	**8,8**	**(13,0)**	**(38,7)**	**(30,2)**	**(20,8)**	**0,5**	***-29,1%***	***26,3%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*603,6%*	*74,7%*	*-89,8%*	*-247,2%*	*-197,7%*	*22,0%*	*31,0%*	*102,4%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**16,9**	**28,8**	**52,3**	***-49,8%***	***n.a.***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(8,3)	(8,4)	(8,6)		
Var.capital circulante						(0,2)	(3,0)	(5,2)		
Cash Flow operativo recurrente						**8,5**	**17,4**	**38,4**	***-9,2%***	***-1,2%***
CAPEX						(30,0)	(30,0)	(30,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(15,6)	(17,6)	(18,9)		
Impuestos						-	-	(0,2)		
Free Cash Flow Recurrente						**(37,1)**	**(30,2)**	**(10,7)**	***-28,8%***	***-33,1%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(37,1)**	**(30,2)**	**(10,7)**	***-26,2%***	***-53,2%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**37,1**	**30,2**	**10,7**		

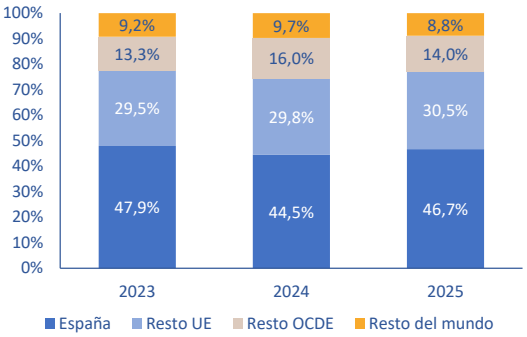
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

Alta exposición al ciclo industrial, especialmente a través de su división de derivados del cloro (62,3% s/ingresos 2025)

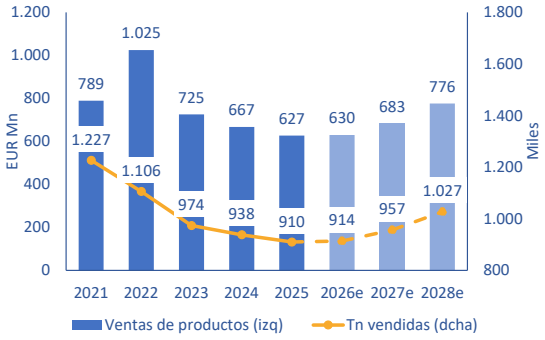


Con un 53% de las ventas procedentes de fuera de España en 2025

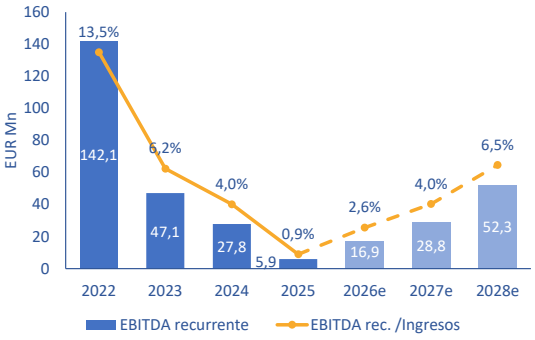


La débil demanda industrial en la eurozona (principalmente construcción y auto) explica el "valle" del sector

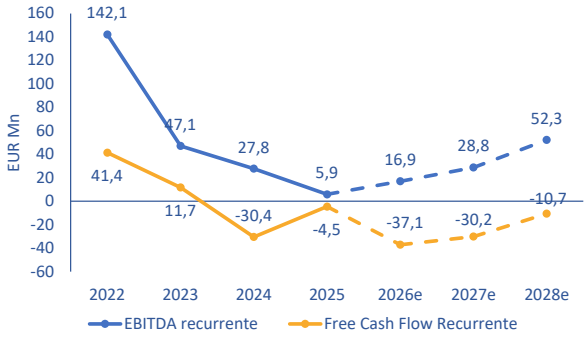
Ingresos: el "valle" 2023-2026e se debe a la caída de volúmenes (-26% vs 2021); la recuperación dependerá de su normalización (2027e)



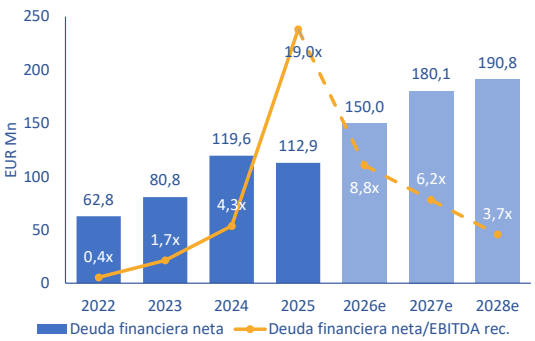
La normalización de los costes energéticos y la recuperación de volúmenes determinarán la evolución del EBITDA rec. (margen 2028e del 6,5%; lejos de niveles de ciclo medio)



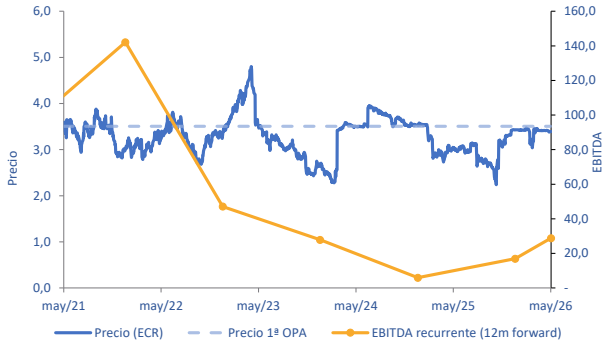
FCF negativo durante el periodo 2026e-2028e debido a la debilidad operativa y la continuidad del CAPEX (plan 3D)



Lo que incrementará la deuda neta durante 2026e-2028e. Ratio de apalancamiento (DN/EBITDA rec. 2026e) de c. 9x



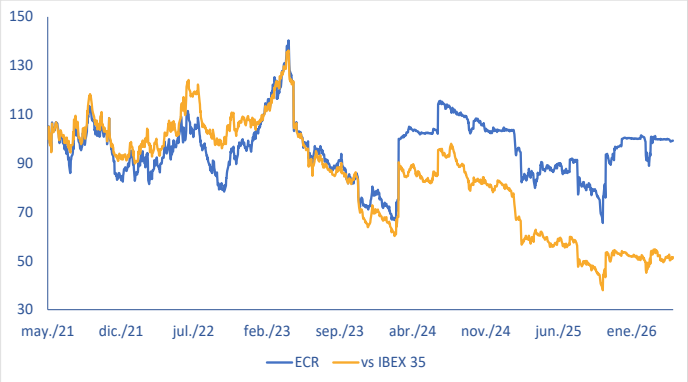
La acción ha dejado de reflejar los fundamentales, estando soportada por la OPA de exclusión (precio de la 1ª OPA de EUR 3,505/acc.)



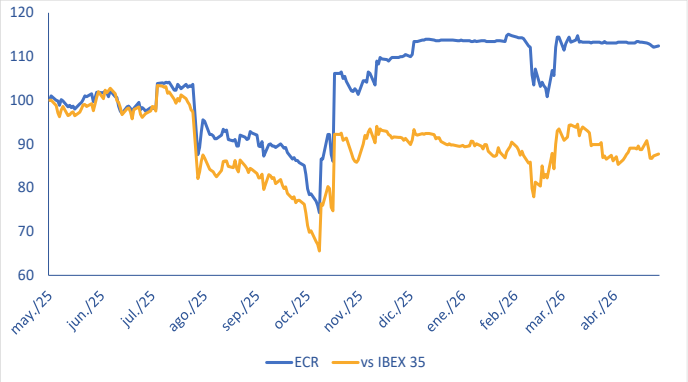
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



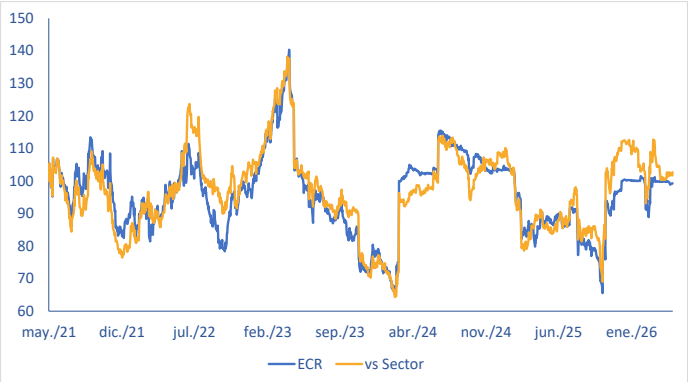
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



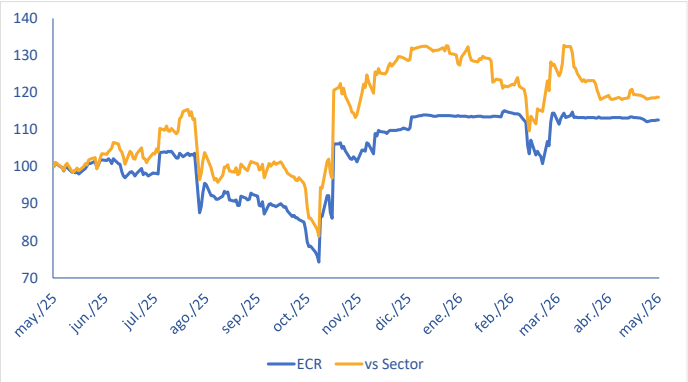
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Chemicals

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-0,4	-1,9	12,6	-0,9	-3,1	-0,7
vs Mercado						
vs Ibex 35	2,7	-1,6	-11,0	-2,6	-49,4	-48,5
vs Euro STOXX 50	1,5	0,8	4,6	-1,5	-28,3	-31,6
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	1,1	-2,7	3,8	-3,4	-31,0	-20,8
vs Segmento Micro Cap España [1]	-1,9	-2,5	-1,2	-3,4	-26,0	-3,2
vs MSCI Europe Micro Cap	-2,7	-3,6	-2,3	-4,0	-19,8	-0,6
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Chemicals	-0,4	-2,3	18,7	-9,6	-1,3	0,8

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**142,1**	**47,1**	**27,8**	**5,9**	**16,9**	**28,8**	**52,3**	***-65,3%***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*52,3%*	*-66,8%*	*-40,9%*	*-78,7%*	*185,8%*	*70,1%*	*81,3%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*13,5%*	*6,2%*	*4,0%*	*0,9%*	*2,6%*	*4,0%*	*6,5%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,1)	(7,8)	(7,7)	(8,1)	(8,3)	(8,4)	(8,6)		
+/- Var. Capital circulante	(18,0)	11,2	(14,0)	42,0	(0,2)	(3,0)	(5,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**117,0**	**50,6**	**6,2**	**39,8**	**8,5**	**17,4**	**38,4**	***-30,2%***	***-1,2%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*99,4%*	*-56,8%*	*-87,8%*	*543,1%*	*-78,6%*	*104,9%*	*120,6%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*11,1%*	*6,7%*	*0,9%*	*6,0%*	*1,3%*	*2,4%*	*4,8%*		
- CAPEX	(53,2)	(24,0)	(26,6)	(29,2)	(30,0)	(30,0)	(30,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(5,1)	(9,6)	(8,3)	(11,8)	(15,6)	(17,6)	(18,9)		
- Impuestos	(17,3)	(5,3)	(1,7)	(3,4)	-	-	(0,2)		
= Free Cash Flow recurrente	**41,4**	**11,7**	**(30,4)**	**(4,5)**	**(37,1)**	**(30,2)**	**(10,7)**	***-28,2%***	***-33,1%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*585,0%*	*-71,7%*	*-358,9%*	*85,1%*	*-719,1%*	*18,6%*	*64,6%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*3,9%*	*1,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(3,8)	0,8	(1,6)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(22,0)	(1,2)	1,3	12,8	-	-	-		
= Free Cash Flow	**19,4**	**6,7**	**(28,4)**	**6,7**	**(37,1)**	**(30,2)**	**(10,7)**	***-29,9%***	***-53,2%***
Cto. Free Cash Flow	*-14,0%*	*-65,4%*	*-521,5%*	*123,6%*	*-653,3%*	*18,6%*	*64,6%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*13,3%*	*3,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*6,3%*	*2,2%*	*n.a.*	*2,2%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

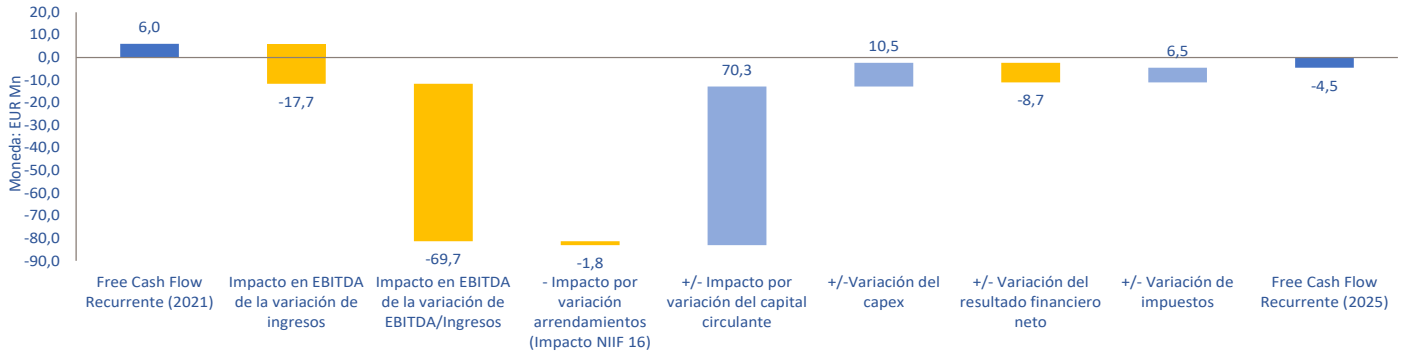
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**6,0**	**41,4**	**11,7**	**(30,4)**	**(4,5)**	**(37,1)**	**(30,2)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	27,7	(40,1)	(3,9)	(1,3)	0,0	1,4	3,8
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	21,1	(54,9)	(15,4)	(20,6)	11,0	10,5	19,7
= Variación EBITDA recurrente	**48,8**	**(95,0)**	**(19,3)**	**(21,9)**	**11,0**	**11,9**	**23,4**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,8)	(0,6)	0,1	(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
+/- Impacto por variación del capital circulante	10,3	29,2	(25,2)	56,0	(42,2)	(2,8)	(2,2)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**58,3**	**(66,4)**	**(44,4)**	**33,6**	**(31,3)**	**8,9**	**21,0**
+/-Variación del CAPEX	(13,6)	29,2	(2,6)	(2,5)	(0,9)	-	-
+/- Variación del resultado financiero neto	(1,9)	(4,5)	1,3	(3,5)	(3,8)	(2,0)	(1,4)
+/- Variación de impuestos	(7,4)	12,0	3,6	(1,7)	3,4	-	(0,2)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**35,4**	**(29,7)**	**(42,1)**	**25,9**	**(32,5)**	**6,9**	**19,5**
Free Cash Flow Recurrente	**41,4**	**11,7**	**(30,4)**	**(4,5)**	**(37,1)**	**(30,2)**	**(10,7)**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**92,2**	**13,0**	**(3,1)**	**(28,1)**	**(15,8)**	**(4,5)**	**18,4**	***-32,1%***	***38,5%***
** Tasa fiscal teórica*	*19,7%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(18,1)	-	-	-	-	-	(4,6)		
EBITDA recurrente	**142,1**	**47,1**	**27,8**	**5,9**	**16,9**	**28,8**	**52,3**	***-65,3%***	***n.a.***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(7,1)	(7,8)	(7,7)	(8,1)	(8,3)	(8,4)	(8,6)		
+/- Var. Capital circulante	(18,0)	11,2	(14,0)	42,0	(0,2)	(3,0)	(5,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**117,0**	**50,6**	**6,2**	**39,8**	**8,5**	**17,4**	**38,4**	***-30,2%***	***-1,2%***
- CAPEX	(53,2)	(24,0)	(26,6)	(29,2)	(30,0)	(30,0)	(30,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(18,1)	-	-	-	-	-	(4,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**45,7**	**26,6**	**(20,4)**	**10,7**	**(21,5)**	**(12,6)**	**3,8**	***-38,4%***	***-29,0%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*421,5%*	*-41,8%*	*-176,9%*	*152,2%*	*-301,3%*	*41,5%*	*130,5%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	4,3%	3,5%	n.a.	1,6%	n.a.	n.a.	0,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(3,8)	0,8	(1,6)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(22,0)	(1,2)	1,3	12,8	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**23,7**	**21,6**	**(18,4)**	**21,9**	**(21,5)**	**(12,6)**	**3,8**	***-2,6%***	***-44,1%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-6,5%*	*-8,9%*	*-185,4%*	*218,9%*	*-198,2%*	*41,5%*	*130,5%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*9,6%*	*5,6%*	*n.a.*	*2,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*0,8%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*5,0%*	*4,6%*	*n.a.*	*4,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*0,8%*		

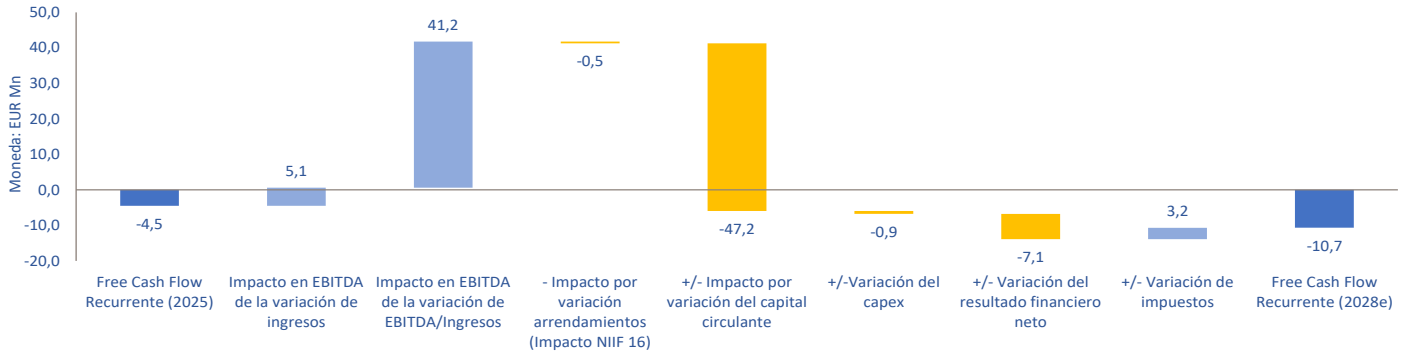
Nota: Free Cash Flow Yield (s/Market Cap) estimado ajustado por intereses minoritarios.

Analítica del Free Cash Flow (II)

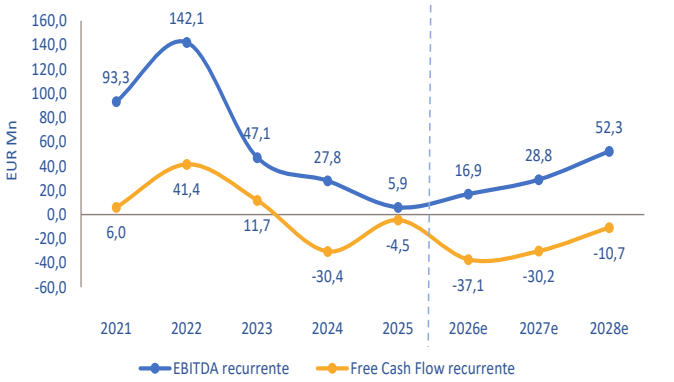
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



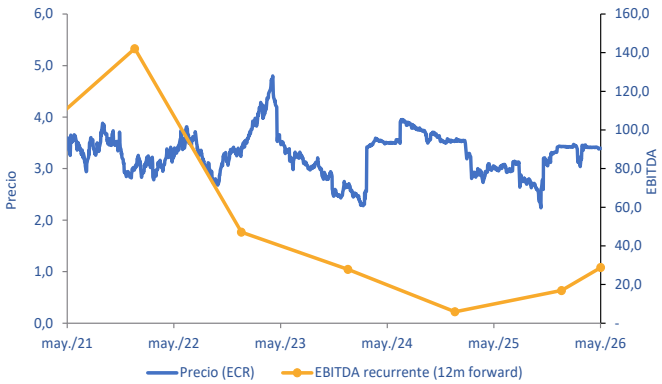
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(21,5)**	**(12,6)**	**3,8**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**310,4**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**149,1**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2026)		
Coste de la deuda	5,8%	Coste de la deuda neta	5,5%	6,0%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,6%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**4,4%**	**4,8%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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	**11,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**10,2%**	**12,1%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	67,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	32,4%	D	=	=
WACC	**9,2%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,3%**	**9,7%**
G "Razonable"	**1,5%**		**2,0%**	**1,0%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	310,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	24,9	Rdos. 3m 2026
+ Deuda financiera neta	149,1	Rdos. 3m 2026
- Inmovilizado financiero	10,5	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**473,9**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	12,6%	16,4%	2,8%	n.a.	n.a.

	2025	2028e
ROCE - WACC	n.a.	-6,1%
FCF Yield - WACC	-6,9%	-8,4%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	4,2%	30,3	15,7x
Central	4,0%	28,8	16,4x
Min	3,8%	27,4	17,3x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	3,8%	4,2%	4,6%
30,3	(25,9)	(28,7)	(31,6)
28,8	(27,3)	(30,2)	(33,0)
27,4	(28,7)	(31,6)	(34,4)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	33,3%	33,3%	33,3%
% de consejeros dominicales	16,7%	16,7%	66,7%
% de consejeros ejecutivos	16,7%	16,7%	0,0%
% de otros consejeros	33,3%	33,3%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	33,3%	33,3%	33,3%
% de mujeres en la plantilla	18,3%	19,8%	19,9%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	1,0%	1,0%	0,9%

Principales comparables 2026e

		Europa				Norteamérica					
	EUR Mn	BASF	Solvay	PCC Rokita	Average	DowDuPont	Olin Corp	Westlake	Chemtrade Logistics	Average	ECR
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BASFn.DE	SOLB.BR	PCR.WA		DOW	OLN	WLK	CHE_u.TO		ECR.MC
	País	Germany	Belgium	Poland		USA	USA	USA	Canada		Spain
	Market cap	47.147,7	2.786,4	327,1		24.024,9	2.623,8	9.763,9	1.179,4		310,4
	Enterprise value (EV)	68.826,7	4.551,1	426,8		37.039,1	5.036,1	12.884,7	1.944,3		473,9
Información financiera básica	Total Ingresos	62.313,1	4.290,9	468,0		38.638,1	6.060,3	10.365,5	1.358,1		662,8
	Cto.Total Ingresos	*4,5%*	*-9,6%*	*10,2%*	*1,7%*	*12,4%*	*3,9%*	*7,9%*	*8,7%*	*8,2%*	*0,4%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*2,3%*	*3,5%*	*2,6%*	*2,8%*	*0,7%*	*3,4%*	*2,6%*	*n.a.*	*2,3%*	*10,5%*
	EBITDA	7.200,2	788,8	84,1		5.887,4	563,3	1.734,3	319,3		16,9
	Cto. EBITDA	*7,3%*	*-2,3%*	*22,4%*	*9,1%*	*115,1%*	*12,0%*	*108,5%*	*-1,6%*	*58,5%*	*287,4%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*7,2%*	*7,4%*	*3,0%*	*5,8%*	*-4,2%*	*19,2%*	*1,8%*	*1,6%*	*4,6%*	*75,6%*
	EBITDA/Ingresos	*11,6%*	*18,4%*	*18,0%*	*16,0%*	*15,2%*	*9,3%*	*16,7%*	*23,5%*	*16,2%*	*2,6%*
	EBIT	3.219,9	450,7	n.a.		3.370,0	139,6	609,3	181,8		(15,8)
	Cto. EBIT	*8,4%*	*-7,8%*	*53,1%*	*17,9%*	*n.a.*	*156,7%*	*435,7%*	*-2,6%*	*196,6%*	*43,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*14,2%*	*12,2%*	*4,2%*	*10,2%*	*-9,3%*	*64,2%*	*7,6%*	*n.a.*	*20,8%*	*77,9%*
	EBIT/Ingresos	*5,2%*	*10,5%*	*n.a.*	*7,8%*	*8,7%*	*2,3%*	*5,9%*	*13,4%*	*7,6%*	*n.a.*
	Beneficio Neto	2.394,3	246,2	30,6		1.969,0	(13,7)	395,2	105,1		(30,2)
	Cto. Beneficio Neto	*55,5%*	*565,3%*	*111,3%*	*244,0%*	*193,7%*	*84,2%*	*131,2%*	*20,5%*	*107,4%*	*43,7%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*15,4%*	*10,5%*	*3,7%*	*9,8%*	*-14,5%*	*n.a.*	*9,6%*	*n.a.*	*-2,5%*	*42,0%*
	CAPEX/Ventas	*5,9%*	*6,5%*	*9,8%*	*7,4%*	*5,5%*	*2,8%*	*7,5%*	*7,2%*	*5,8%*	*4,5%*
	Free Cash Flow	1.647,9	224,0	21,5		1.983,6	138,5	415,3	79,3		(37,1)
	Deuda financiera Neta	15.535,0	1.531,5	93,2		11.510,6	2.394,8	1.820,6	765,2		150,0
	DN/EBITDA (x)	2,2	1,9	1,1	1,7	2,0	4,3	1,0	2,4	2,4	8,8
	Pay-out	*84,9%*	*99,3%*	*43,2%*	*75,8%*	*43,4%*	*-575,3%*	*61,9%*	*64,5%*	*-101,4%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	19,5	10,8	10,5	13,6	12,5	n.a.	27,8	12,0	17,4	n.a.
	P/BV (x)	1,4	2,5	0,9	1,6	1,7	1,8	1,0	2,5	1,7	1,2
	EV/Ingresos (x)	1,1	1,1	0,9	1,0	1,0	0,8	1,2	1,4	1,1	0,7
	EV/EBITDA (x)	9,6	5,8	5,1	6,8	6,3	8,9	7,4	6,1	7,2	28,0
	EV/EBIT (x)	21,4	10,1	n.a.	15,7	11,0	36,1	21,1	10,7	19,7	n.a.
	ROE	*7,5*	*22,0*	*9,4*	*13,0*	*12,8*	*n.a.*	*5,7*	*23,0*	*13,8*	*n.a.*
	FCF Yield (%)	*3,5*	*8,0*	*6,6*	*6,0*	*8,3*	*5,3*	*4,3*	*6,7*	*6,1*	*n.a.*
	DPA	*2,28*	*2,34*	*0,67*	*1,76*	*1,20*	*0,69*	*1,91*	*0,59*	*1,10*	*0,00*
	Dvd Yield	*4,3%*	*8,9%*	*4,1%*	*5,8%*	*3,6%*	*3,0%*	*2,5%*	*5,6%*	*3,7%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**624,5**	**606,9**	**689,3**	**677,1**	**682,3**	**579,3**	**811,8**	**1.052,5**	**755,4**	**692,8**	**659,9**	**662,8**	**715,7**	**808,9**	***0,6%***	***7,0%***
Cto. Total ingresos	*2,8%*	*-2,8%*	*13,6%*	*-1,8%*	*0,8%*	*-15,1%*	*40,1%*	*29,6%*	*-28,2%*	*-8,3%*	*-4,8%*	*0,4%*	*8,0%*	*13,0%*		
EBITDA	**32,5**	**58,2**	**52,6**	**62,8**	**56,8**	**47,3**	**92,9**	**121,9**	**43,3**	**28,6**	**4,4**	**16,9**	**28,8**	**52,3**	***-18,2%***	***n.a.***
Cto. EBITDA	*125,5%*	*79,0%*	*-9,7%*	*19,4%*	*-9,4%*	*-16,7%*	*96,3%*	*31,2%*	*-64,5%*	*-34,0%*	*-84,7%*	*287,4%*	*70,1%*	*81,3%*		
EBITDA/Ingresos	*5,2%*	*9,6%*	*7,6%*	*9,3%*	*8,3%*	*8,2%*	*11,4%*	*11,6%*	*5,7%*	*4,1%*	*0,7%*	*2,6%*	*4,0%*	*6,5%*		
Beneficio neto	**7,2**	**45,2**	**44,5**	**44,9**	**31,0**	**6,3**	**43,3**	**63,0**	**27,6**	**(11,7)**	**(53,6)**	**(30,2)**	**(20,8)**	**0,5**	***-25,1%***	***26,2%***
Cto. Beneficio neto	*215,1%*	*523,8%*	*-1,5%*	*0,9%*	*-30,8%*	*-79,8%*	*592,0%*	*45,5%*	*-56,2%*	*-142,3%*	*-359,7%*	*43,7%*	*31,0%*	*102,4%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	114,0	114,1	112,3	109,2	106,2	102,6	101,0	98,4	93,6	91,4	93,6	91,4	91,4	91,4		
BPA (EUR)	0,06	0,40	0,40	0,41	0,29	0,06	0,43	0,64	0,29	-0,13	-0,57	-0,33	-0,23	0,01	*-27,1%*	*26,2%*
Cto. BPA	*n.a.*	*n.a.*	*0,1%*	*3,7%*	*-28,9%*	*-79,1%*	*n.a.*	*49,3%*	*-53,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*42,3%*	*31,0%*	*n.a.*		
BPA ord. (EUR)	0,06	0,40	0,64	0,43	0,32	0,07	0,49	0,88	0,09	-0,14	-0,41	-0,33	-0,23	0,01	*-23,9%*	*26,3%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*62,3%*	*-33,5%*	*-24,2%*	*-78,8%*	*n.a.*	*79,2%*	*-89,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*20,2%*	*31,0%*	*n.a.*		
CAPEX	(10,4)	(20,6)	(36,6)	(32,0)	(55,0)	(35,8)	(39,6)	(53,2)	(24,0)	(26,6)	(29,2)	(30,0)	(30,0)	(30,0)		
CAPEX/Vtas %[1]	*1,7%*	*3,4%*	*5,3%*	*4,7%*	*8,1%*	*6,2%*	*4,9%*	*5,1%*	*3,2%*	*3,8%*	*4,4%*	*4,5%*	*4,2%*	*3,7%*		
Free Cash Flow	**8,8**	**47,4**	**18,6**	**3,2**	**26,1**	**35,2**	**22,6**	**19,4**	**6,7**	**(28,4)**	**6,7**	**(37,1)**	**(30,2)**	**(10,7)**	***-2,7%***	***-53,2%***
DN/EBITDA (x) [2]	*3,7x*	*1,3x*	*1,7x*	*1,7x*	*1,7x*	*1,6x*	*0,6x*	*0,5x*	*1,9x*	*4,2x*	*25,8x*	*8,8x*	6,2x	3,7x		
PER (x)	*9,7x*	*4,6x*	*7,2x*	*7,6x*	*8,8x*	*35,3x*	*6,9x*	*5,1x*	*9,0x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)	*0,30x*	*0,51x*	*0,61x*	*0,70x*	*0,57x*	*0,53x*	*0,45x*	*0,36x*	*0,44x*	*0,66x*	*0,66x*	*0,72x*	0,66x	0,59x		
EV/EBITDA (x) [2]	*5,8x*	*5,3x*	*8,0x*	*7,5x*	*6,9x*	*6,5x*	*3,9x*	*3,1x*	*7,7x*	*16,0x*	*n.a.*	*28,0x*	16,4x	9,1x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*198,7%*	*55,4%*	*8,9%*	*-17,8%*	*-15,8%*	*37,8%*	*9,1%*	*-18,5%*	*33,7%*	*-3,0%*	*-0,9%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*204,8%*	*44,7%*	*28,1%*	*-26,5%*	*-0,4%*	*27,7%*	*15,5%*	*-33,6%*	*16,5%*	*-35,0%*	*-2,6%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

FacePhi (FACE) es una compañía tecnológica española con sede en Alicante. Está especializada en el desarrollo y comercialización de software para la verificación de identidad a través de onboarding digital y soluciones biométricas de autenticación. Con una gran presencia en Latam (hoy su principal mercado; c. 97% s/Ingresos 2025) y una fuerte posición en el sector financiero (c. 96% s/Ingresos 2025)

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	57,2	66,5
EV (Mn EUR y USD)	63,1	73,3
Número de Acciones (Mn)	26,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,83 / 2,47 / 2,15	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación(1)	20,3	
Refinitiv / Bloomberg	FACE.MC / FACE SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

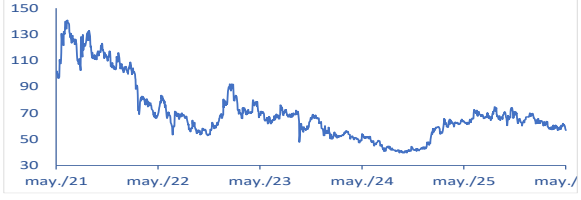
Estructura Accionarial (%)(3)

Nice&Green	28,9
Hancom	6,4
Javier Mira Miró	3,3
Juan Alfonso Ortiz Company	3,0
Free Float	57,7

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	26,4	26,6	26,6	26,6
Total Ingresos	36,0	43,0	47,7	52,5
EBITDA Rec.	0,0	4,5	6,8	9,6
% Var.	*99,9*	*n.a.*	*50,3*	*41,4*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*10,5*	*14,2*	*18,2*
% Var EBITDA sector (2)	*8,1*	*19,8*	*18,2*	*12,7*
Beneficio neto	0,3	5,6	7,8	10,0
BPA (EUR)	0,01	0,21	0,29	0,38
% Var.	*103,6*	*n.a.*	*37,8*	*28,8*
BPA ord. (EUR)	-0,13	0,11	0,21	0,31
% Var.	*68,6*	*188,0*	*89,6*	*49,1*
Free Cash Flow Rec.	-4,7	0,7	3,8	6,6
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	6,3	3,6	-1,7	-9,3
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	0,8	-0,3	-1,0
ROE (%)	*1,4*	*22,9*	*24,8*	*24,9*
ROCE (%)	*5,0*	*21,0*	*23,8*	*28,1*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	10,1	7,4	5,7
PER Ordinario	n.a.	19,5	10,3	6,9
P/BV	2,6	2,1	1,6	1,3
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	1,75	1,47	1,32	1,20
EV/EBITDA Rec.	n.a.	14,0	9,3	6,6
EV/EBIT	44,2	9,9	8,0	6,3
FCF Yield (%)	*n.a.*	*1,2*	*6,7*	*11,6*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-1,4*	*-11,5*	*-10,0*	*-43,2*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(3) Otros: Autocartera 0,7%
(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2025: el efecto del apalancamiento operativo. FACE demostró en 2025 que la estructura de negocio absorbe incrementos de facturación (+24,6%) sin penalizar margen (incremento de ingresos de EUR +7,1 Mn y mejora del EBITDA Rec. de EUR +8,4 Mn, alcanzando break even).

2026e: EBITDA rec. positivo… En 2026, estimamos EBITDA Rec. de EUR 4,5 Mn basado en ingresos de EUR 43,0 Mn (+19,5%). Viento de cara por ligero deterioro de margen bruto (más peso en EMEA y más peso de "partners" en las ventas) de -1,3 p.p. más que compensado por viento de cola de gastos de personal y otros gastos de explotación, creciendo muy por debajo de ventas (costes de estructura, c.+4%). Es obvio que el gran reto/riesgo está en materializar la gran mejora de márgenes provocada por un crecimiento del c.+20% en ingresos sin crecer en estructura.

… y reducción de deuda sin dilución. FCF rec. 2026e EUR 0,7 Mn, ayudado por EUR 2 Mn de "tax lease", reduciendo DN 2026e a EUR 3,6 Mn (0,8x DN/EBITDA Rec.) con generación orgánica de caja y sin recurrir a ampliaciones de capital o convertibles.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Diversificación geográfica y sectorial, LATAM y sector financiero "dominan" los ingresos de FACE por exposición geográfica y sectorial (97% y 96% de ingresos en 2025, respectivamente). FACE quiere apalancarse en sus credenciales en banca para crecer en otros sectores como juego o viajes y en sus acuerdos con "partners" como HANCOM (APAC) para reducir la exposición geográfica a Latam. Pero hoy, *de facto* es una compañía de un sector (financiero) en una zona (Latam)

La IA, ¿amenaza u oportunidad? El mercado, en el último año, ha penalizado fuertemente sectores percibidos como amenazados por la IA (ciberseguridad, desarrollo de software y transformación digital) y "premiado" sectores beneficiados por la IA (centros de datos, semiconductores, componentes electrónicos). *A priori* FACE "cae" en el grupo de los primeros. Sin embargo, FACE ve la IA como una oportunidad (clientes que tienen que reforzar medidas de seguridad y los competidores que no se adapten desaparecerán).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Calidad del EBITDA. Los ingresos de "tax lease" y del bono convertible de Hancom (ya convertido) representaron la práctica totalidad del EBITDA de 2025 (excluimos ambos de nuestro EBITDA Rec.) y estimamos que representarán más de 1/3 del EBITDA total 2026e. La contribución de Hancom es "non cash" mientras que la del "tax lease" es "cash" pero no es "core business" (no recurrente).

Vencimiento de deuda a corto plazo. FACE acordó con los bancos una novación de deuda de EUR 6,3 Mn (vencimiento dic-2025; FACE cumplía con "covenants" a esa fecha) hasta mediados de junio de 2026. En base a nuestras estimaciones de FCF y por el apoyo expreso mencionado en la auditoría de uno de los accionistas no anticipamos ningún problema, pero es conveniente despejar esta incertidumbre.

Salvedad en auditoría 2025. El auditor (KPMG) ha expresado una salvedad sobre la contabilización del "tax lease". FACE discrepa y ha elevado una consulta al regulador (ICAC) que se estima se resolverá antes del final de 2026.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Las métricas del negocio (2025 y 2026e) mejoran "objetivamente" … TACC ingresos 2025-2028e, +13,4%; EBITDA rec neutral en 2025 y positivo en 2026e; FCF positivo y reducción de deuda en 2026e, sin dilución para los accionistas, y caja neta en 2027e.

… pero la cotización sigue sin reflejarlo (-10% -12m). El viento de cara sectorial no ayuda y los inversores han subido el nivel de exigencia. El "delivery" operativo (muy exigente) y financiero en 2026e es el único catalizador posible para la acción: crecer en ingresos con mejora de márgenes que "multiplique" el crecimiento en EBITDA rec. (EBITDA "cash" del "core business"): todavía con prima vs comparables en 2026e. Pero con potencial descuento ya en 2027e. Solo condicionado a hacer "delivery" en EBITDA.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

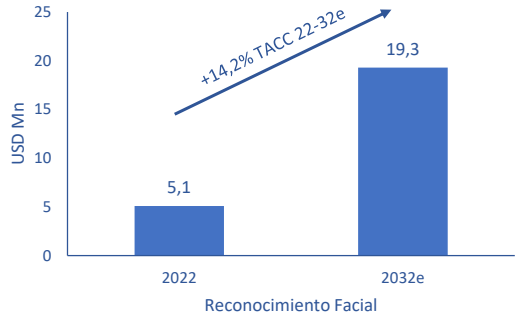
Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	5,1	7,6	11,8	11,8	14,1	13,2	12,1	10,8
Inmovilizado material	0,4	1,8	2,7	2,4	2,0	3,7	5,5	7,4
Otros activos no corrientes	1,1	1,6	4,9	1,8	1,2	1,2	1,2	1,2
Inmovilizado financiero	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	9,8	18,8	23,3	27,7	28,1	32,3	35,7	39,0
Total activo	**16,6**	**29,9**	**42,8**	**43,8**	**45,5**	**50,7**	**54,7**	**58,6**
Patrimonio neto	8,7	15,2	20,0	19,2	21,8	27,4	35,2	45,2
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	0,2	0,5	2,6	0,9	0,9	0,9	0,9
Otros pasivos no corrientes	-	0,1	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	4,7	9,0	10,3	6,4	6,3	3,6	(1,7)	(9,3)
Pasivo circulante	3,1	5,4	11,9	15,6	16,5	18,7	20,3	21,8
Total pasivo	**16,6**	**29,9**	**42,8**	**43,8**	**45,5**	**50,7**	**54,7**	**58,6**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**13,2**	**22,4**	**25,2**	**28,9**	**36,0**	**43,0**	**47,7**	**52,5**	***28,5%***	***13,4%***
Cto.Total Ingresos	*81,4%*	*69,9%*	*12,5%*	*14,5%*	*24,6%*	*19,5%*	*11,0%*	*10,0%*		
Coste de ventas	(1,9)	(3,5)	(3,4)	(4,8)	(3,2)	(4,4)	(5,5)	(6,0)		
Margen Bruto	**11,3**	**19,0**	**21,8**	**24,1**	**32,8**	**38,6**	**42,2**	**46,5**	***30,5%***	***12,3%***
Margen Bruto / Ingresos	*85,8%*	*84,6%*	*86,6%*	*83,4%*	*91,1%*	*89,8%*	*88,5%*	*88,5%*		
Gastos de personal	(6,2)	(11,0)	(13,6)	(18,1)	(17,7)	(19,0)	(19,8)	(20,6)		
Otros costes de explotación	(5,6)	(7,7)	(13,5)	(14,4)	(15,1)	(15,1)	(15,7)	(16,4)		
EBITDA recurrente	**(0,4)**	**0,2**	**(5,2)**	**(8,4)**	**(0,0)**	**4,5**	**6,8**	**9,6**	***59,8%***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*-13,2%*	*154,6%*	*n.a.*	*-61,5%*	*99,9%*	*n.a.*	*50,3%*	*41,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*1,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*10,5%*	*14,2%*	*18,2%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(1,2)	(0,7)	0,4	2,7	3,6	2,7	2,2	1,7		
Gastos capitalizados	2,2	3,8	4,2	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6		
EBITDA	**0,6**	**3,3**	**(0,6)**	**(1,1)**	**8,2**	**11,8**	**13,6**	**15,9**	***92,4%***	***24,6%***
Depreciación y provisiones	(1,2)	(1,8)	(4,8)	(5,6)	(6,8)	(5,4)	(5,7)	(5,9)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**(0,6)**	**1,5**	**(5,4)**	**(6,7)**	**1,4**	**6,4**	**7,9**	**10,0**	***44,6%***	***91,0%***
Cto.EBIT	*-65,0%*	*345,4%*	*-464,5%*	*-23,9%*	*121,4%*	*345,8%*	*23,5%*	*26,6%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*6,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*4,0%*	*14,8%*	*16,5%*	*19,0%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,3)	(0,7)	(1,7)	(0,7)	(1,1)	(0,7)	(0,1)	0,1		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(0,9)**	**0,8**	**(7,1)**	**(7,3)**	**0,3**	**5,6**	**7,8**	**10,0**	***23,5%***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario	*57,4%*	*188,6%*	*n.a.*	*-3,9%*	*103,8%*	*n.a.*	*37,8%*	*28,8%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(0,9)**	**0,8**	**(7,1)**	**(7,3)**	**0,3**	**5,6**	**7,8**	**10,0**	***23,5%***	***n.a.***
Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(0,9)**	**0,8**	**(7,1)**	**(7,3)**	**0,3**	**5,6**	**7,8**	**10,0**	***23,5%***	***n.a.***
Cto.Beneficio neto	*57,4%*	*188,6%*	*n.a.*	*-3,9%*	*103,8%*	*n.a.*	*37,8%*	*28,8%*		
Beneficio ordinario neto	**0,3**	**1,5**	**(7,5)**	**(10,1)**	**(3,3)**	**2,9**	**5,6**	**8,3**	***-87,3%***	***65,2%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*119,9%*	*358,7%*	*-607,1%*	*-34,6%*	*67,1%*	*188,6%*	*89,6%*	*49,1%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**4,5**	**6,8**	**9,6**	***59,8%***	***n.a.***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(2,0)	(1,8)	(1,8)		
Cash Flow operativo recurrente						**2,5**	**5,0**	**7,7**	***20,4%***	***n.a.***
CAPEX						(1,1)	(1,1)	(1,2)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,7)	(0,1)	0,1		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						**0,7**	**3,8**	**6,6**	***3,2%***	***50,7%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						2,7	2,2	1,7		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(0,7)	(0,7)	(0,7)		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**2,7**	**5,3**	**7,6**	***24,2%***	***77,7%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**(2,7)**	**(5,3)**	**(7,6)**		

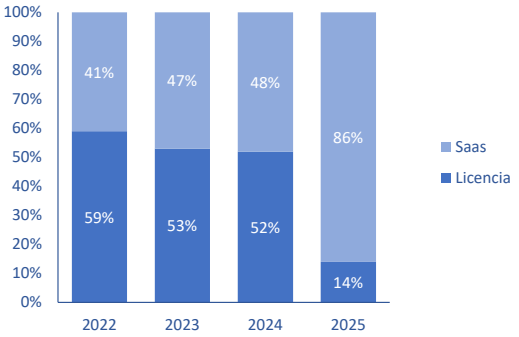
La compañía en 8 gráficos

Identidad digital: un mercado con potencial de crecimiento a nivel global (+14,2% TACC 22-32e)

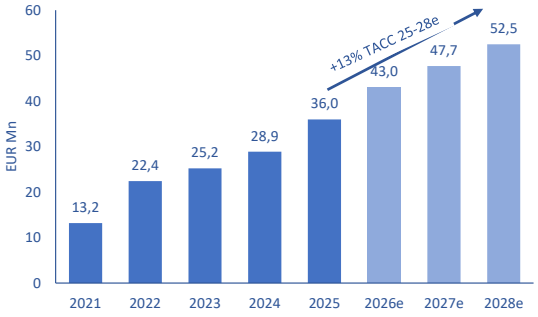


Fuente: Biometric technologies report Statista

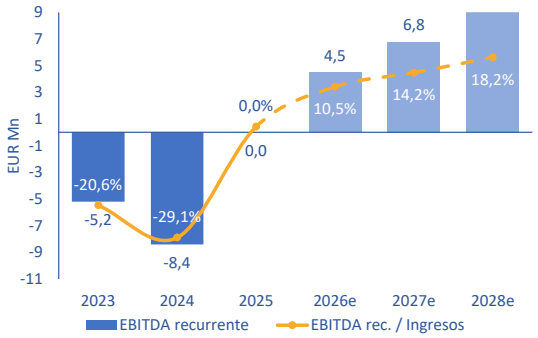
FACE: evolución de un modelo de venta de licencias a un modelo SaaS



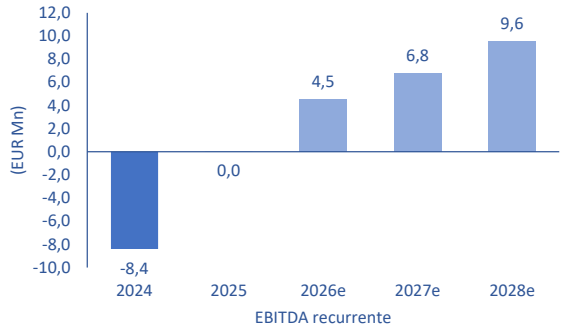
Con capacidad de crecer en ingresos a doble dígito medio (+13% TACC 25-28e)



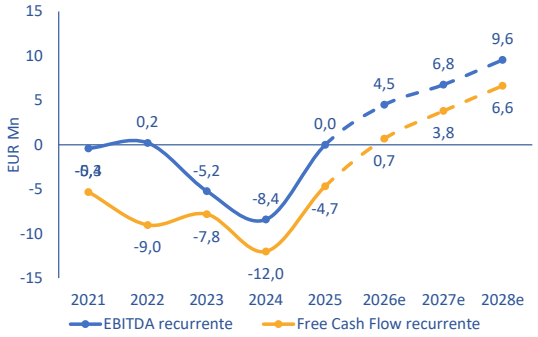
El apalancamiento operativo mejora significativamente el margen EBITDA Rec. (10,5% en 2026e)



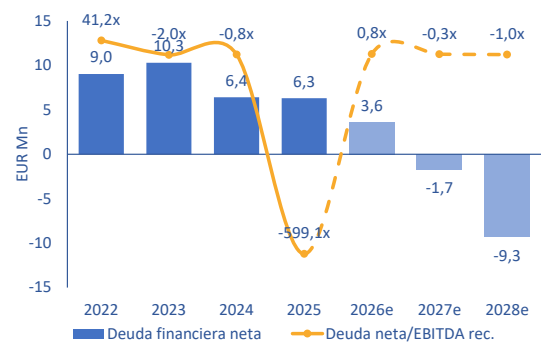
La mejora en EBITDA Rec. …



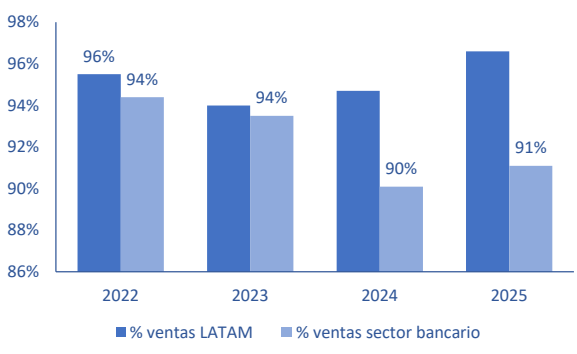
… acerca la generación de FCF positivo a 2026e



Estimamos que la reducción de deuda se inicie en 2026e llevando el múltiplo DFN/EBITDA REC a 0,8x



Reducir concentración geográfica y vertical

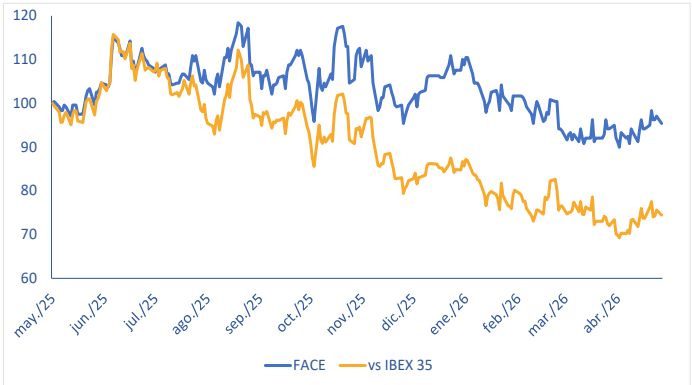


IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

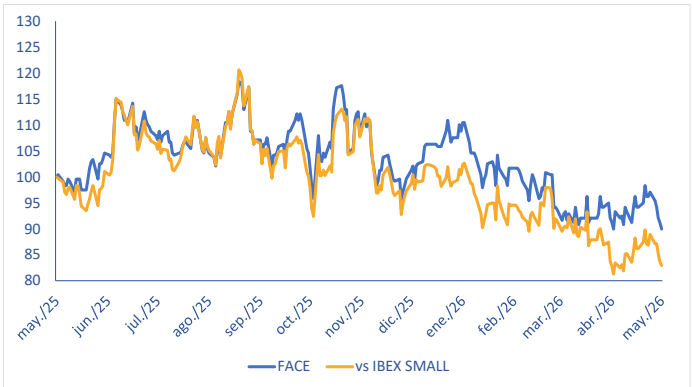
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



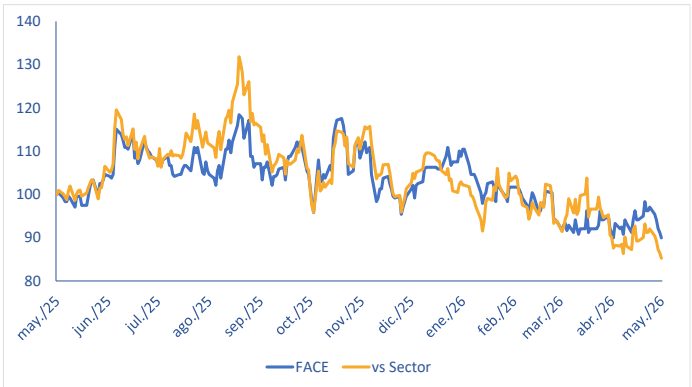
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)

Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-1,4	-11,5	-10,0	-15,0	-17,9	-43,2
vs Mercado						
vs Ibex 35	1,8	-11,3	-28,9	-16,5	-57,2	-70,5
vs Euro STOXX 50	0,5	-9,1	-16,5	-15,5	-39,2	-60,8
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	0,2	-12,3	-17,1	-17,2	-41,6	-54,7
vs Segmento Micro Cap España [1]	-2,8	-12,1	-21,0	-17,2	-37,3	-44,6
vs MSCI Europe Micro Cap	-3,6	-13,1	-21,9	-17,7	-32,1	-43,2
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-5,4	-17,3	-14,7	-20,9	-38,4	-57,5

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**0,2**	**(5,2)**	**(8,4)**	**(0,0)**	**4,5**	**6,8**	**9,6**	***-27,0%***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*154,6%*	*n.a.*	*-61,5%*	*99,9%*	*n.a.*	*50,3%*	*41,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*1,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*10,5%*	*14,2%*	*18,2%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(6,7)	2,0	(0,7)	0,4	(2,0)	(1,8)	(1,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(6,5)**	**(3,2)**	**(9,1)**	**0,4**	**2,5**	**5,0**	**7,7**	***27,4%***	***n.a.***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-50,1%*	*50,5%*	*-185,4%*	*104,7%*	*480,8%*	*99,2%*	*56,0%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,2%*	*5,8%*	*10,4%*	*14,8%*		
- CAPEX	(1,9)	(5,7)	(0,7)	(4,0)	(1,1)	(1,1)	(1,2)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,7)	(1,7)	(0,7)	(1,1)	(0,7)	(0,1)	0,1		
- Impuestos	0,1	2,7	(1,6)	0,1	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	**(9,0)**	**(7,8)**	**(12,0)**	**(4,7)**	**0,7**	**3,8**	**6,6**	***19,7%***	***50,7%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-70,0%*	*13,5%*	*-53,7%*	*61,1%*	*114,9%*	*448,7%*	*74,1%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,6%*	*8,0%*	*12,6%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,7)	0,4	2,7	3,6	2,7	2,2	1,7		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	(0,7)	(0,7)	(0,7)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,3)	(3,0)	5,1	(1,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(10,0)**	**(10,4)**	**(4,2)**	**(2,1)**	**2,7**	**5,3**	**7,6**	***40,4%***	***77,7%***
Cto. Free Cash Flow	*-56,0%*	*-4,0%*	*60,0%*	*49,2%*	*227,5%*	*97,0%*	*43,7%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,2%*	*6,7%*	*11,6%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,7%*	*9,3%*	*13,3%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(5,3)**	**(9,0)**	**(7,8)**	**(12,0)**	**(4,7)**	**0,7**	**3,8**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,3)	0,0	(0,8)	(2,1)	(0,0)	0,5	0,7
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,9	(5,5)	(2,4)	10,5	4,5	1,8	2,1
= Variación EBITDA recurrente	**0,6**	**(5,4)**	**(3,2)**	**8,4**	**4,5**	**2,3**	**2,8**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(2,8)	8,7	(2,7)	1,2	(2,4)	0,2	(0,0)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(2,2)**	**3,3**	**(5,9)**	**9,6**	**2,1**	**2,5**	**2,8**
+/-Variación del CAPEX	(1,6)	(3,8)	5,0	(3,4)	3,0	0,0	(0,1)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,3)	(1,0)	1,0	(0,5)	0,4	0,6	0,1
+/- Variación de impuestos	0,4	2,7	(4,3)	1,6	(0,1)	-	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(3,7)**	**1,2**	**(4,2)**	**7,3**	**5,4**	**3,1**	**2,8**
Free Cash Flow Recurrente	**(9,0)**	**(7,8)**	**(12,0)**	**(4,7)**	**0,7**	**3,8**	**6,6**

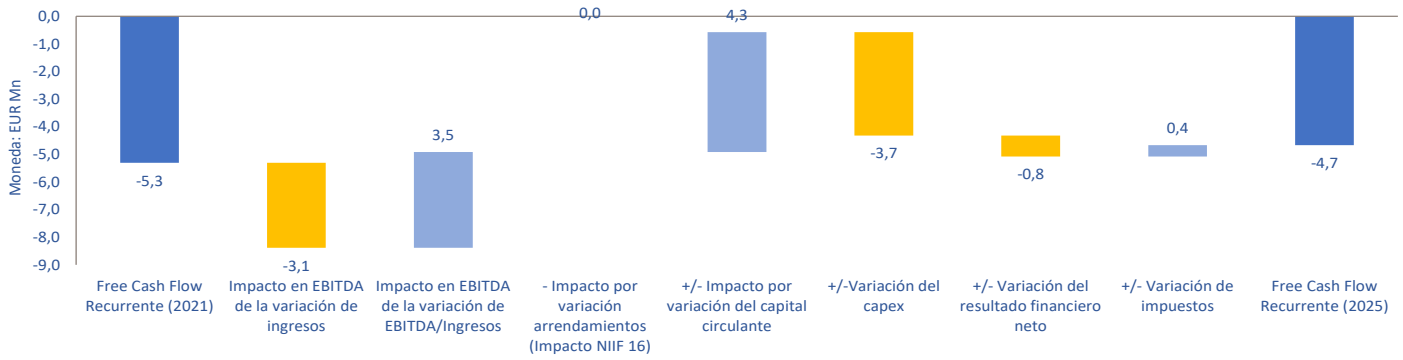
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**1,5**	**(5,4)**	**(6,7)**	**1,4**	**6,4**	**7,9**	**10,0**	***-1,1%***	***91,0%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	**0,2**	**(5,2)**	**(8,4)**	**(0,0)**	**4,5**	**6,8**	**9,6**	***-27,0%***	***n.a.***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(6,7)	2,0	(0,7)	0,4	(2,0)	(1,8)	(1,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(6,5)**	**(3,2)**	**(9,1)**	**0,4**	**2,5**	**5,0**	**7,7**	***27,4%***	***n.a.***
- CAPEX	(1,9)	(5,7)	(0,7)	(4,0)	(1,1)	(1,1)	(1,2)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(8,4)**	**(8,9)**	**(9,8)**	**(3,6)**	**1,4**	**3,9**	**6,6**	***24,5%***	***56,3%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-82,4%*	*-5,9%*	*-10,2%*	*63,1%*	*139,3%*	*174,3%*	*68,7%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,3%	8,2%	12,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,7)	0,4	2,7	3,6	2,7	2,2	1,7		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	(0,7)	(0,7)	(0,7)		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,3)	(3,0)	5,1	(1,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(9,4)**	**(11,5)**	**(1,9)**	**(1,1)**	**3,4**	**5,4**	**7,6**	***51,7%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-64,2%*	*-22,6%*	*83,0%*	*45,9%*	*424,5%*	*57,7%*	*40,3%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,3%*	*6,2%*	*10,4%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*5,4%*	*8,6%*	*12,0%*		

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

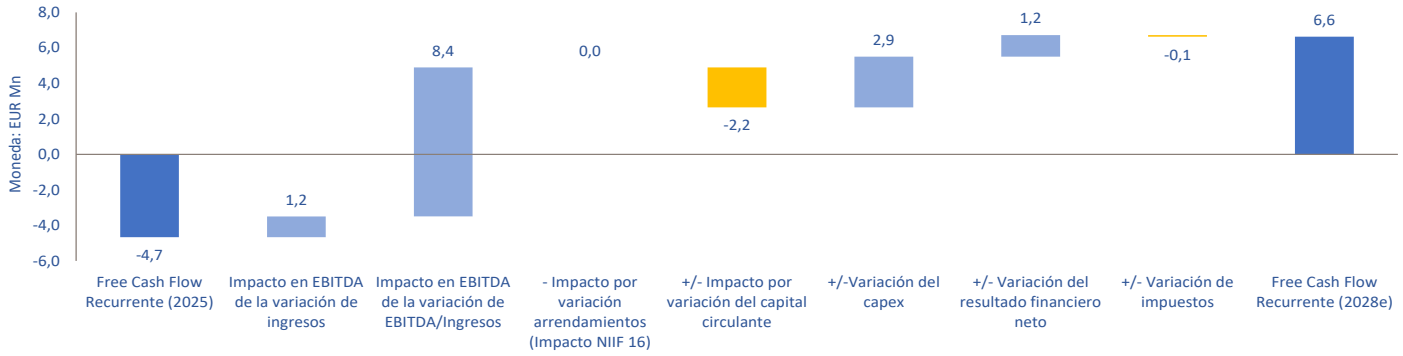
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

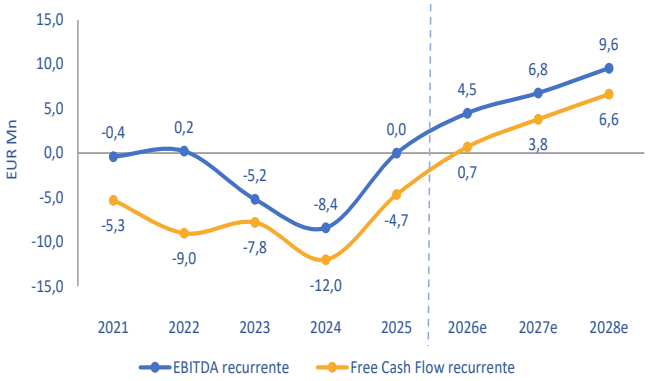
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



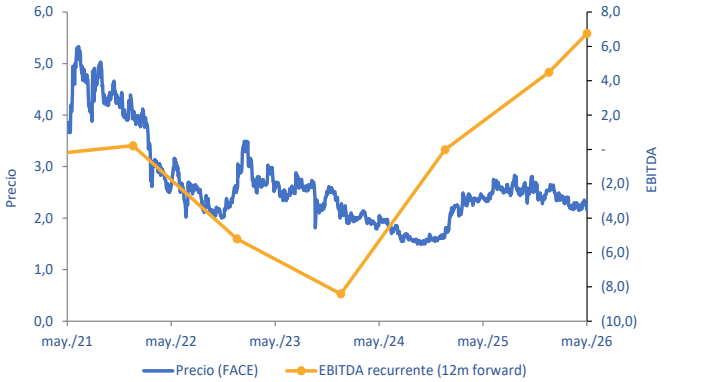
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**3,4**	**5,4**	**7,6**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**57,2**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**6,3**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2025)		
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta	4,8%	5,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,0%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,8%**	**4,2%**
Risk free rate (rf)	3,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)	1,2	1,4
Coste del Equity	**11,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**10,2%**	**12,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	90,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	9,9%	D	=	=
WACC	**10,7%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,6%**	**11,9%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,5%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	57,2	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,5	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	6,3	Rdos. 3m 2025
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2025
+/- Otros[1]	(0,7)	
Enterprise Value (EV)	**63,1**	

(1) Corresponde a el valor en libros (no actuarial) de los activos por impuesto diferido

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	n.a.	7,9%	n.a.	n.a.	5,0%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-5,7%	17,4%
FCF Yield - WACC	n.a.	-0,3%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	15,6%	7,4	8,5x
Central	14,2%	6,8	9,3x
Min	12,8%	6,1	10,4x

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

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

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	8,0%	7,8%	7,7%
Central	6,8%	6,7%	6,5%
Min	5,7%	5,5%	5,3%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	40,0%	40,0%	40,0%
% de consejeros dominicales	40,0%	40,0%	40,0%
% de consejeros ejecutivos	20,0%	20,0%	20,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en la plantilla	21,9%	25,3%	25,4%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,5%	2,2%	2,5%

Principales comparables 2026e

		Biometría (Jugadores de nicho)						Cias tecnológicas con exposición a biometría					
	EUR Mn	Egis Technology	Elan Microelectronics	Mitek Systems	OneSpan	Secunet	Average	Diebold Nixdorf Techn.	NEC	NICE	Synaptics	Average	FACE
Datos Mercado	Ticker (Factset)	6462.TWO	2458.TW	MITK.O	OSPN.O	YSNG.DE		DBD	6701.T	NICE.TA	SYNA.O		FACE.MC
	País	Taiwan	Taiwan	USA	USA	Germany		USA	Japan	Israel	USA		Spain
	Market cap	342,0	1.201,0	554,0	391,0	1.248,7		2.076,2	30.765,5	4.330,3	4.262,0		57,2
	Enterprise value (EV)	475,9	1.131,3	530,2	348,2	1.176,9		2.578,7	30.153,4	1.404,5	4.633,8		63,1
Información financiera básica	Total Ingresos	180,0	371,2	166,9	211,9	503,2		3.365,1	20.168,6	938,2	1.026,8		43,0
	Cto.Total Ingresos	*23,9%*	*10,5%*	*8,0%*	*1,3%*	*9,7%*	*10,7%*	*2,8%*	*3,9%*	*8,0%*	*11,1%*	*6,4%*	*19,5%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*-41,4%*	*8,9%*	*9,7%*	*-41,4%*	*10,1%*	*-10,8%*	*-41,4%*	*4,3%*	*11,0%*	*9,8%*	*-4,1%*	*10,5%*
	EBITDA	(13,2)	92,5	52,1	56,4	81,1		449,9	3.135,8	277,8	238,7		11,8
	Cto. EBITDA	*4,3%*	*3,4%*	*73,1%*	*-1,6%*	*8,3%*	*17,5%*	*11,6%*	*12,5%*	*10,3%*	*248,2%*	*70,6%*	*44,0%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*41,4%*	*5,1%*	*11,1%*	*-41,4%*	*13,8%*	*6,0%*	*-41,4%*	*8,1%*	*17,5%*	*16,6%*	*0,2%*	*15,9%*
	EBITDA/Ingresos	*n.a.*	*24,9%*	*31,2%*	*26,6%*	*16,1%*	*24,7%*	*13,4%*	*15,5%*	*29,6%*	*23,2%*	*20,4%*	*27,5%*
	EBIT	(18,3)	92,5	49,2	48,6	58,3		326,9	2.465,4	241,6	190,4		6,4
	Cto. EBIT	*60,6%*	*13,8%*	*193,1%*	*0,1%*	*12,9%*	*56,1%*	*13,6%*	*26,4%*	*25,0%*	*449,1%*	*128,5%*	*345,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*41,4%*	*2,8%*	*13,2%*	*-41,4%*	*18,1%*	*6,8%*	*-41,4%*	*-41,4%*	*14,6%*	*19,3%*	*-12,2%*	*25,0%*
	EBIT/Ingresos	*n.a.*	*24,9%*	*29,5%*	*23,0%*	*11,6%*	*22,2%*	*9,7%*	*12,2%*	*25,7%*	*18,5%*	*16,6%*	*14,8%*
	Beneficio Neto	(3,6)	78,0	46,2	40,2	39,3		166,9	1.585,8	196,9	158,1		5,6
	Cto. Beneficio Neto	*94,2%*	*24,0%*	*510,9%*	*-35,9%*	*18,0%*	*122,2%*	*92,1%*	*7,1%*	*9,0%*	*424,2%*	*133,1%*	*n.a.*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*41,4%*	*0,0%*	*9,1%*	*-41,4%*	*17,9%*	*5,4%*	*-41,4%*	*10,8%*	*13,5%*	*19,7%*	*0,7%*	*33,2%*
	CAPEX/Ventas	*0,0%*	*7,5%*	*1,4%*	*5,4%*	*2,0%*	*3,3%*	*1,4%*	*5,2%*	*1,8%*	*3,8%*	*3,1%*	*2,5%*
	Free Cash Flow	n.a.	18,3	36,5	30,3	44,0		224,2	1.782,4	173,5	70,4		2,7
	Deuda financiera Neta	17,9	(38,6)	n.a.	n.a.	(99,2)		407,8	(2.189,1)	(190,9)	405,5		3,6
	DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,9	n.a.	n.a.	1,7	1,3	0,3
	Pay-out	*-81,5%*	*68,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*48,5%*	*11,9%*	*0,0%*	*19,3%*	*0,0%*	*0,0%*	*4,8%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	15,1	12,5	10,2	31,4	17,3	12,7	19,1	7,8	28,0	16,9	10,1
	P/BV (x)	1,4	3,8	n.a.	n.a.	6,5	3,9	n.a.	2,3	1,1	3,7	2,4	2,1
	EV/Ingresos (x)	2,6	3,0	3,2	1,6	2,3	2,6	0,8	1,5	1,5	4,5	2,1	1,5
	EV/EBITDA (x)	n.a.	12,2	10,2	6,2	14,5	10,8	5,7	9,6	5,1	19,4	10,0	5,3
	EV/EBIT (x)	n.a.	12,2	10,8	7,2	20,2	12,6	7,9	12,2	5,8	24,3	12,6	9,9
	ROE	*n.a.*	*26,5*	*n.a.*	*n.a.*	*21,5*	*24,0*	*n.a.*	*12,6*	*14,8*	*7,9*	*11,8*	*22,9*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*1,5*	*6,6*	*7,7*	*3,5*	*4,8*	*10,8*	*5,8*	*4,0*	*1,7*	*5,6*	*1,2*
	DPA	*0,03*	*0,19*	*n.a.*	*n.a.*	*2,95*	*1,06*	*0,00*	*0,23*	*0,00*	*0,00*	*0,06*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,9%*	*4,7%*	*0,0%*	*0,0%*	*1,5%*	*1,4%*	*0,0%*	*1,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,3%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos					**8,2**	**7,3**	**13,2**	**22,4**	**25,2**	**28,9**	**36,0**	**43,0**	**47,7**	**52,5**	***n.a.***	***13,4%***
Cto. Total ingresos					*82,7%*	*-11,3%*	*81,4%*	*69,9%*	*12,5%*	*14,5%*	*24,6%*	*19,5%*	*11,0%*	*10,0%*		
EBITDA					**1,8**	**(0,7)**	**0,6**	**3,3**	**(0,6)**	**(1,1)**	**8,2**	**11,8**	**13,6**	**15,9**	***n.a.***	***24,6%***
Cto. EBITDA					*143,8%*	*-141,3%*	*181,1%*	*454,2%*	*-118,2%*	*-79,2%*	*859,0%*	*44,0%*	*14,9%*	*16,9%*		
EBITDA/Ingresos					*21,8%*	*n.a.*	*4,5%*	*14,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*22,8%*	*27,5%*	*28,4%*	*30,2%*		
Beneficio neto					**1,3**	**(1,9)**	**(0,9)**	**0,8**	**(7,1)**	**(7,3)**	**0,3**	**5,6**	**7,8**	**10,0**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Beneficio neto					*10,4%*	*-243,9%*	*54,0%*	*188,6%*	*n.a.*	*-3,9%*	*103,8%*	*n.a.*	*37,8%*	*28,8%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)					13,3	14,4	15,0	17,3	21,1	25,2	26,4	26,6	26,6	26,6		
BPA (EUR)					0,10	-0,13	-0,06	0,04	-0,33	-0,29	0,01	0,21	0,29	0,38	*n.a.*	*n.a.*
Cto. BPA					*8,9%*	*n.a.*	*55,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*12,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*37,8%*	*28,8%*		
BPA ord. (EUR)					0,13	-0,10	0,02	0,09	-0,35	-0,40	-0,13	0,11	0,21	0,31	*n.a.*	*65,0%*
Cto. BPA ord.					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-12,8%*	*68,6%*	*n.a.*	*89,6%*	*49,1%*		
CAPEX					(1,9)	(0,3)	(0,3)	(1,9)	(5,7)	(0,7)	(4,0)	(1,1)	(1,1)	(1,2)		
CAPEX/Vtas %[1]					*23,5%*	*4,5%*	*2,2%*	*8,6%*	*22,5%*	*2,3%*	*11,2%*	*2,5%*	*2,3%*	*2,3%*		
Free Cash Flow					**(3,0)**	**(1,7)**	**(6,4)**	**(10,0)**	**(10,4)**	**(4,2)**	**(2,1)**	**2,7**	**5,3**	**7,6**	**n.a.**	***77,7%***
DN/EBITDA (x)[2]					*1,5x*	*n.a.*	*7,8x*	*2,7x*	*n.a.*	*n.a.*	*0,8x*	*0,3x*	-0,1x	-0,6x		
PER (x)					*32,3x*	*n.a.*	*n.a.*	*57,1x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*10,1x*	7,4x	5,7x		
EV/Vtas (x)					*5,30x*	*10,13x*	*4,85x*	*2,29x*	*2,09x*	*1,61x*	*2,01x*	*1,47x*	1,32x	1,20x		
EV/EBITDA (x)[2]					*24,4x*	*n.a.*	*n.a.*	*15,5x*	*n.a.*	*n.a.*	*8,8x*	*5,3x*	4,6x	4,0x		
Comport. Absoluto					*316,0%*	*62,8%*	*-22,6%*	*-36,4%*	*-20,0%*	*-16,5%*	*51,5%*	*-15,0%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35					*272,0%*	*92,6%*	*-28,3%*	*-32,6%*	*-34,8%*	*-27,3%*	*1,5%*	*-16,5%*				

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

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

GAM es una compañía especializada en servicios de alquiler de maquinaria (flota de +40.000 equipos) con un mix de ingresos diversificado sectorialmente y cierto equilibrio entre operador generalista y especialista. Con c. 80 delegaciones en 8 países, mantiene una posición de liderazgo en la Península Ibérica (58 delegaciones), donde obtiene el grueso de sus ingresos (>80% en 2025) y Latam el principal destino de sus exportaciones (c. 14%).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	146,6	170,5
EV (Mn EUR y USD)	439,0	510,4
Número de Acciones (Mn)	94,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,69 / 1,46 / 1,24	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación(1)	5,4	
Refinitiv / Bloomberg	GAMQ.MC / GAM SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Francisco Riberas y familia	58,2
Indumenta Pueri	10,6
Pedro Luis Fernández	6,2
Banco Santander	4,5
Free Float	20,5

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	95,7	94,6	94,6	94,6
Total Ingresos	318,8	341,4	363,2	382,9
EBITDA Rec.	75,0	80,4	87,1	93,0
% Var.	*13,7*	*7,1*	*8,4*	*6,7*
% EBITDA Rec./Ing.	*23,5*	*23,5*	*24,0*	*24,3*
% Var EBITDA sector (2)	*5,6*	*9,4*	*11,1*	*9,5*
Beneficio neto	6,7	10,1	14,2	17,5
BPA (EUR)	0,07	0,11	0,15	0,19
% Var.	*51,4*	*51,0*	*41,6*	*23,3*
BPA ord. (EUR)	0,07	0,11	0,15	0,19
% Var.	*145,0*	*51,0*	*41,6*	*23,3*
Free Cash Flow Rec.	-14,8	-11,4	-5,5	0,3
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	255,0	266,3	271,8	271,5
DN / EBITDA Rec.(x)	3,4	3,3	3,1	2,9
ROE (%)	*6,3*	*8,7*	*11,2*	*12,2*
ROCE (%)	*5,1*	*5,7*	*6,3*	*6,7*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	22,0	14,6	10,3	8,4
PER Ordinario	22,0	14,6	10,3	8,4
P/BV	1,3	1,2	1,1	1,0
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	1,38	1,29	1,21	1,15
EV/EBITDA Rec.	5,9	5,5	5,0	4,7
EV/EBIT	15,4	13,1	11,4	10,3
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,2*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*2,0*	*-0,6*	*23,0*	*4,7*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2025 confirma el avance de GAM hacia un modelo de negocio con mayor recurrencia y menos intensivo en capital. Ingresos 2025 de EUR 318,8 Mn (+4,8% vs 2024), impulsados por el negocio de largo plazo (+10%). El EBITDA rec. crece un +13,7% hasta los EUR 75 Mn, situando el margen en el 23,5% (+1,8 p.p.) por una mayor eficiencia operativa. Estos resultados reflejan la estabilidad que aportan los negocios recurrentes y sin CAPEX en entornos de mayor incertidumbre.

2026e: debería continuar la senda de crecimiento (+7,1%). 2025 demuestra la capacidad de crecer orgánicamente y en un entorno macroeconómico complejo. Para 2026e, esperamos ingresos de EUR 341,4 Mn (+7,1% vs 2025) y un EBITDA rec. de EUR 80,4 Mn (+7,1% vs 2025; repitiendo el margen del 23,5%). La estabilidad en amortizaciones y gastos financieros (menor tipo medio) deberían permitir trasladar la mejora operativa a EBIT (+17,9%; EUR 33,6 Mn) y Beneficio Neto (+49,2%; EUR 10,1 Mn). La puesta en marcha de Reviver (refabricación de máquinas usadas) debería contribuir a moderar el CAPEX ya en 2026e.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Cambio estratégico en el modelo de negocio, que busca la integración de sus servicios en la actividad de la empresa. Los principales drivers han sido la entrada en i) el mercado de alquiler a largo plazo y ii) negocios al margen del alquiler y sin CAPEX (distribución, mantenimiento). Lo que aporta mayor visibilidad, recurrencia y reduce ciclicidad. Actualmente, ambas líneas de negocio suponen >63% en el mix de negocio (vs 35% en 2019).

Alta diversificación sectorial. GAM ha adaptado su oferta para disminuir la ciclicidad de su modelo. Hoy GAM cuenta con una exposición a más de 15 sectores, donde el principal (servicios) representa un 14%/ventas, mientras que construcción supone c.11% (vs principal negocio en 2008).

Tendencia creciente a la externalización de servicios de renting. GAM disfruta de una posición de liderazgo en la Península Ibérica (c. 82%/Ventas 2025) y Latam (14%/Ventas). Dos zonas en las que cabe esperar una convergencia a tasas de utilización del alquiler (frente a la compra) similares a las de Europa Continental y USA (c. 20 p.p. superior).

Crecimiento rentable y mejora progresiva del ROCE. Estimamos una TACC 2025-2028e de ingresos del +6,3% hasta los EUR 382,9 Mn en 2028e, impulsada principalmente por negocios recurrentes y sin CAPEX. Esperamos una mejora progresiva del margen EBITDA rec. hasta el 24,3% en 2028e (+0,8 p.p. vs 2025; EBITDA 2028e: EUR 93,0 Mn). La planta Reviver debería reducir las altas necesidades de inversión, moderar amortizaciones y mejorar progresivamente el ROCE.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Elevado apalancamiento. La Deuda Neta 2025 se situó en EUR 255 Mn (-1,3% vs 2024), con una ratio DN/EBITDA Rec. 3,4x (vs c. 1,7x del sector). Pese al entorno de tipos el coste de la deuda no se ajusta inmediatamente, lo que mantendrá los gastos financieros elevados. Deuda neta 2026e de EUR 266,3 Mn (+4,5% vs 2025) y resultado financiero de c. EUR -20 Mn (+1%).

Empeoramiento de la macro y exposición a Oriente Medio. Pese a la diversificación realizada durante los últimos años (menor dependencia del ciclo), el negocio de alquiler a corto plazo (37% s/ingresos) se vería afectado por un deterioro de la macro. Adicionalmente, GAM presenta una exposición (limitada) a Oriente Medio (<4%/Ingresos y EBITDA 2025).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

La reducción de la "pesada estructura" (alto CAPEX, amortización y elevada deuda) comienza a mejorar el ROCE y trasladarse a Beneficio Neto. Avanza en la diversificación (sectorial y por negocios), eficiencia operativa (mg. EBITDA) y contención del CAPEX. Lo que debería mejorar (progresivamente) el ROCE. Esto, junto a una contención de los gastos financieros, debería permitir el "despegue" del Beneficio Neto y generar FCF>0. Cotizando a un EV/EBIT 26e de 13,1x, vs c. 15,6x de los principales comparables del sector (Sunbelt Rentals 14,3x; United Rentals 16,8x).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	22,3	24,4	22,0	23,9	24,8	24,8	24,8	24,8
Inmovilizado material	201,3	237,3	328,5	335,0	339,7	358,1	374,9	389,6
Otros activos no corrientes	6,9	6,9	11,5	15,4	14,1	14,1	14,1	14,1
Inmovilizado financiero	3,8	5,7	2,2	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8
Fondo de comercio y otros intangibles	20,5	25,4	28,5	29,4	29,4	29,4	29,4	29,4
Activo circulante	70,6	92,4	105,3	114,4	118,4	126,8	134,9	142,2
Total activo	**325,3**	**392,0**	**498,1**	**520,9**	**529,3**	**556,1**	**580,9**	**602,9**
Patrimonio neto	84,5	93,5	101,9	105,2	110,3	120,3	134,6	152,1
Minoritarios	0,4	4,0	2,1	2,0	1,2	1,2	1,2	1,2
Provisiones y otros pasivos a LP	30,7	39,2	52,3	59,1	65,3	65,3	65,3	65,3
Otros pasivos no corrientes	17,2	19,9	18,5	20,7	21,9	21,9	21,9	21,9
Deuda financiera neta	147,5	179,5	246,0	258,3	255,0	266,3	271,8	271,5
Pasivo circulante	44,9	55,8	77,3	75,5	75,6	81,0	86,2	90,8
Total pasivo	**325,3**	**392,0**	**498,1**	**520,9**	**529,3**	**556,1**	**580,9**	**602,9**

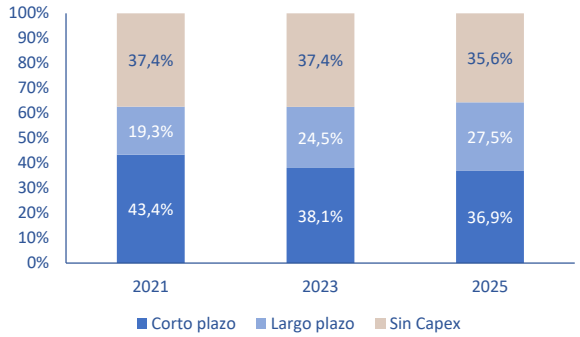
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**169,1**	**225,7**	**283,6**	**304,0**	**318,8**	**341,4**	**363,2**	**382,9**	***17,2%***	***6,3%***
Cto.Total Ingresos	*26,1%*	*33,5%*	*25,6%*	*7,2%*	*4,8%*	*7,1%*	*6,4%*	*5,4%*		
Coste de ventas	(60,1)	(80,6)	(105,5)	(110,5)	(108,6)	(120,6)	(128,1)	(134,8)		
Margen Bruto	**109,0**	**145,1**	**178,0**	**193,6**	**210,2**	**220,9**	**235,1**	**248,1**	***17,8%***	***5,7%***
Margen Bruto / Ingresos	*64,4%*	*64,3%*	*62,8%*	*63,7%*	*65,9%*	*64,7%*	*64,7%*	*64,8%*		
Gastos de personal	(43,1)	(52,7)	(68,0)	(76,5)	(81,6)	(85,7)	(90,4)	(94,8)		
Otros costes de explotación	(29,5)	(42,3)	(48,1)	(51,1)	(53,5)	(54,8)	(57,6)	(60,3)		
EBITDA recurrente	**36,4**	**50,1**	**62,0**	**66,0**	**75,0**	**80,4**	**87,1**	**93,0**	***19,8%***	***7,4%***
Cto.EBITDA recurrente	*18,0%*	*37,6%*	*23,6%*	*6,5%*	*13,7%*	*7,1%*	*8,4%*	*6,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*21,5%*	*22,2%*	*21,9%*	*21,7%*	*23,5%*	*23,5%*	*24,0%*	*24,3%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,7)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA	**35,7**	**50,1**	**62,0**	**66,0**	**75,0**	**80,4**	**87,1**	**93,0**	***20,4%***	***7,4%***
Depreciación y provisiones	(20,0)	(26,9)	(33,4)	(32,0)	(37,5)	(37,8)	(39,6)	(41,2)		
Gastos capitalizados	7,2	8,0	10,1	13,4	11,0	11,9	12,7	13,4		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(12,1)	(14,3)	(16,2)	(22,9)	(20,1)	(21,0)	(21,7)	(22,4)		
EBIT	**10,8**	**16,9**	**22,4**	**24,5**	**28,5**	**33,6**	**38,5**	**42,8**	***27,3%***	***14,5%***
Cto.EBIT	*43,6%*	*56,2%*	*32,5%*	*9,1%*	*16,5%*	*17,9%*	*14,7%*	*11,1%*		
EBIT / Ingresos	*6,4%*	*7,5%*	*7,9%*	*8,0%*	*8,9%*	*9,8%*	*10,6%*	*11,2%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	0,8	0,8	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(7,5)	(9,6)	(16,3)	(22,5)	(19,9)	(20,2)	(19,5)	(19,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,2	(0,3)	0,0	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**3,5**	**7,0**	**6,9**	**2,7**	**8,5**	**13,4**	**19,0**	**23,4**	***24,8%***	***39,9%***
Cto.Beneficio ordinario	*316,4%*	*100,1%*	*-1,7%*	*-61,3%*	*219,0%*	*56,9%*	*41,6%*	*23,3%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**3,5**	**7,0**	**6,9**	**2,7**	**8,5**	**13,4**	**19,0**	**23,4**	***24,8%***	***39,9%***
Impuestos	(0,8)	0,8	2,1	1,7	(2,0)	(3,4)	(4,7)	(5,8)		
Tasa fiscal efectiva	*23,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*23,4%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	(0,1)	(0,2)	0,0	0,0	0,2	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**2,6**	**7,7**	**9,1**	**4,4**	**6,7**	**10,1**	**14,2**	**17,5**	***26,5%***	***37,6%***
Cto.Beneficio neto	*130,4%*	*190,8%*	*18,5%*	*-51,5%*	*53,2%*	*49,2%*	*41,6%*	*23,3%*		
Beneficio ordinario neto	**3,2**	**6,8**	**6,9**	**2,7**	**6,7**	**10,1**	**14,2**	**17,5**	***20,8%***	***37,6%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*70,3%*	*116,2%*	*1,6%*	*-60,9%*	*147,9%*	*49,2%*	*41,6%*	*23,3%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**80,4**	**87,1**	**93,0**	***19,8%***	***7,4%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(8,1)	(8,2)	(8,4)		
Var.capital circulante						(3,0)	(2,9)	(2,6)		
Cash Flow operativo recurrente						**69,3**	**76,0**	**81,9**	***26,6%***	***9,0%***
CAPEX						(57,1)	(57,1)	(56,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(20,2)	(19,5)	(19,4)		
Impuestos						(3,4)	(4,7)	(5,8)		
Free Cash Flow Recurrente						**(11,4)**	**(5,5)**	**0,3**	***-5,7%***	***26,4%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(11,4)**	**(5,5)**	**0,3**	***19,4%***	***-26,1%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**11,4**	**5,5**	**(0,3)**		

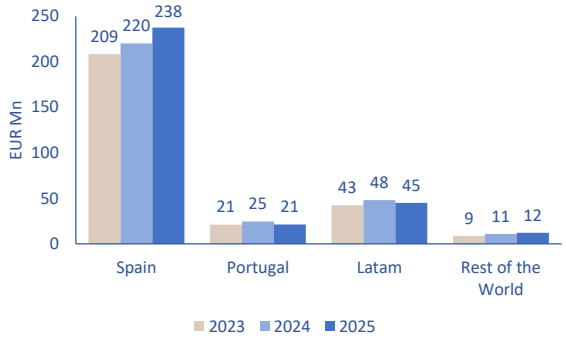
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

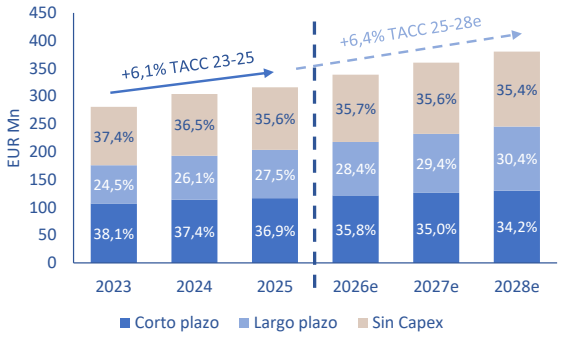
GAM ha ejecutado con éxito su reposicionamiento estratégico: Largo Plazo y Sin Capex ya representan el 63% de las ventas



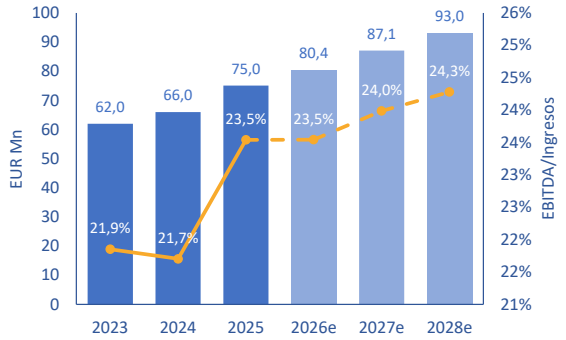
Y está llevando su modelo de diversificación al negocio internacional (donde crece en todas sus geografías)



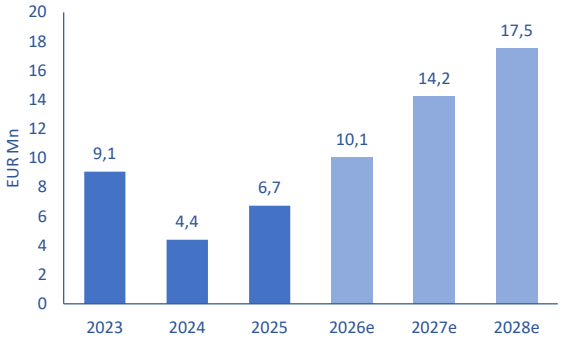
Los negocios recurrentes (L/P) y Sin Capex serán los motores del crecimiento a m/p (+6,4% TACC 25-28e)



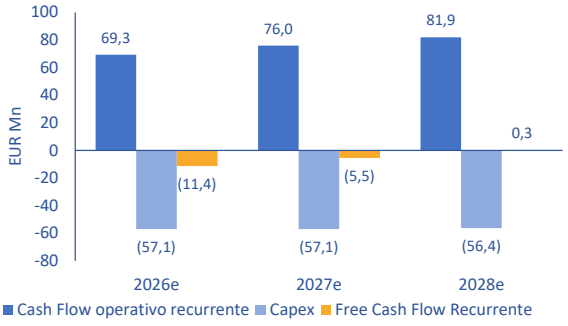
EBITDA 2025-2028e: +7% TACC (25-28e)



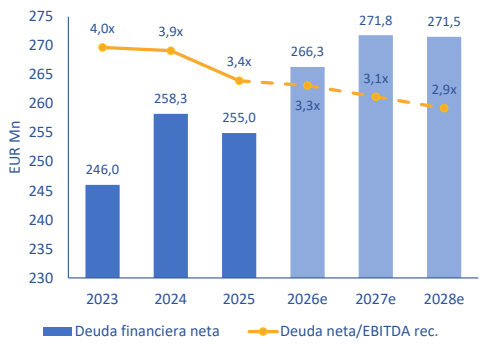
A las puertas de un "despegue" del Beneficio Neto



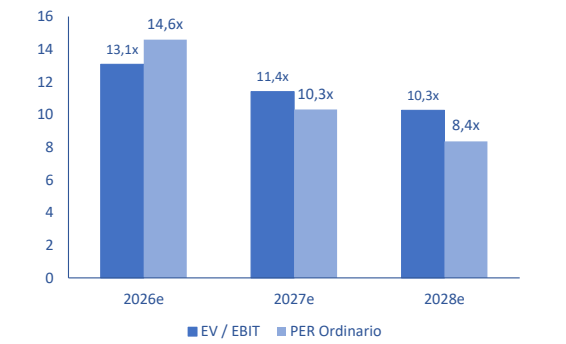
Un negocio muy intensivo en Capex, que seguirá marcando la generación de FCF



Y, tras el M&A ejecutado, no estimamos niveles de apalancamiento superiores a 3,3x DN/EBITDA



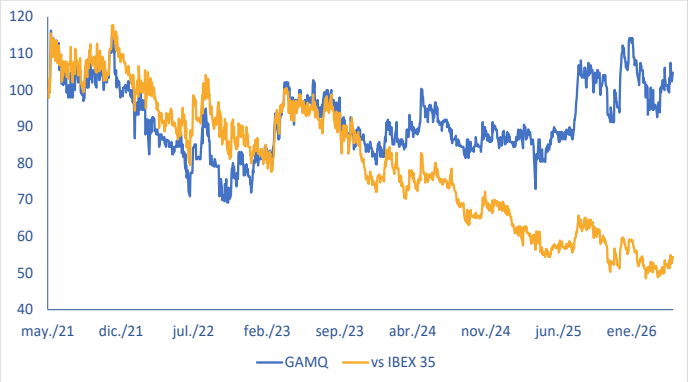
Cotizando a unos múltiplos de EV/EBIT 2028e 10,3x y PER 2028e 8,4x



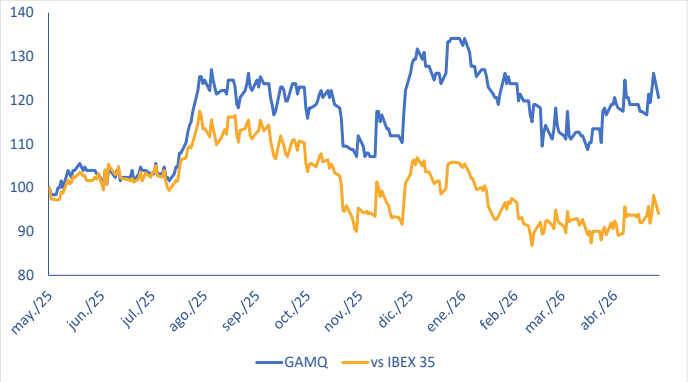
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

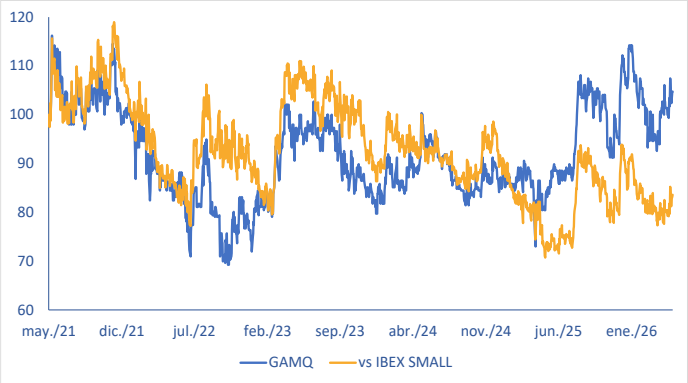
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



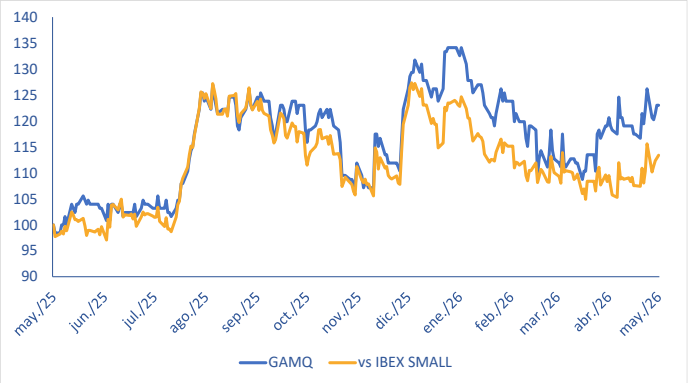
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



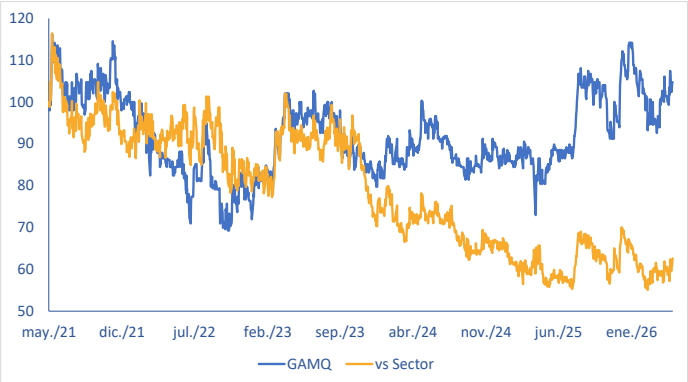
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



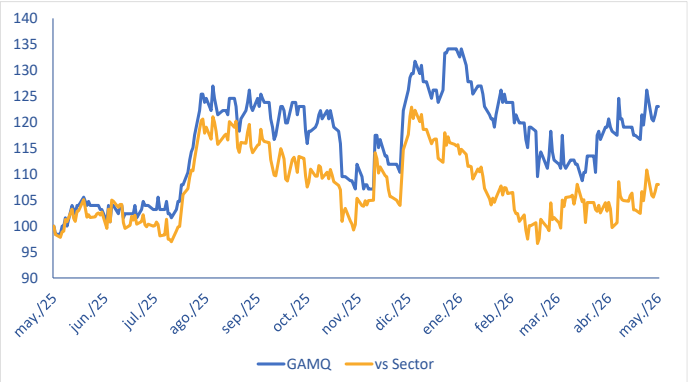
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	2,0	-0,6	23,0	-2,5	8,4	4,7
vs Mercado						
vs Ibex 35	5,2	-0,4	-2,8	-4,3	-43,4	-45,6
vs Euro STOXX 50	3,9	2,0	14,2	-3,1	-19,7	-27,8
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	3,6	-1,5	13,4	-5,0	-22,8	-16,4
vs Segmento Micro Cap España [1]	0,5	-1,3	8,0	-5,0	-17,2	2,1
vs MSCI Europe Micro Cap	-0,3	-2,4	6,8	-5,6	-10,3	4,8
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services	3,3	1,6	8,0	-7,5	-33,1	-38,4

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**50,1**	**62,0**	**66,0**	**75,0**	**80,4**	**87,1**	**93,0**	***14,4%***	***7,4%***
Cto.EBITDA recurrente	*37,6%*	*23,6%*	*6,5%*	*13,7%*	*7,1%*	*8,4%*	*6,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*22,2%*	*21,9%*	*21,7%*	*23,5%*	*23,5%*	*24,0%*	*24,3%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(6,5)	(6,7)	(7,9)	(7,9)	(8,1)	(8,2)	(8,4)		
+/- Var. Capital circulante	(10,9)	8,5	(10,8)	(3,9)	(3,0)	(2,9)	(2,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	**32,7**	**63,7**	**47,3**	**63,2**	**69,3**	**76,0**	**81,9**	***24,6%***	***9,0%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*32,8%*	*94,8%*	*-25,8%*	*33,7%*	*9,5%*	*9,6%*	*7,9%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*14,5%*	*22,5%*	*15,6%*	*19,8%*	*20,3%*	*20,9%*	*21,4%*		
- CAPEX	(50,8)	(92,4)	(50,7)	(56,5)	(57,1)	(57,1)	(56,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(9,6)	(15,5)	(19,5)	(19,2)	(20,2)	(19,5)	(19,4)		
- Impuestos	0,8	(1,9)	(2,8)	(2,3)	(3,4)	(4,7)	(5,8)		
= Free Cash Flow recurrente	**(26,9)**	**(46,0)**	**(25,7)**	**(14,8)**	**(11,4)**	**(5,5)**	**0,3**	***18,0%***	***26,4%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-125,9%*	*-71,2%*	*44,2%*	*42,2%*	*23,3%*	*51,9%*	*104,8%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,1%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	15,6	15,5	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(6,2)	(19,9)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(33,0)**	**(66,0)**	**(10,1)**	**0,6**	**(11,4)**	**(5,5)**	**0,3**	***26,4%***	***-26,1%***
Cto. Free Cash Flow	*-55,1%*	*-99,7%*	*84,7%*	*106,4%*	*n.a.*	*51,9%*	*104,8%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,2%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*0,2%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(11,9)**	**(26,9)**	**(46,0)**	**(25,7)**	**(14,8)**	**(11,4)**	**(5,5)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	12,2	12,8	4,5	3,2	5,3	5,1	4,7
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,5	(1,0)	(0,5)	5,9	0,0	1,6	1,1
= Variación EBITDA recurrente	**13,7**	**11,8**	**4,0**	**9,1**	**5,3**	**6,7**	**5,9**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,5)	(0,2)	(1,2)	0,0	(0,2)	(0,2)	(0,1)
+/- Impacto por variación del capital circulante	(5,1)	19,4	(19,3)	6,9	0,9	0,1	0,3
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**8,1**	**31,0**	**(16,4)**	**15,9**	**6,0**	**6,7**	**6,0**
+/-Variación del CAPEX	(19,7)	(41,5)	41,6	(5,8)	(0,6)	(0,0)	0,7
+/- Variación del resultado financiero neto	(5,1)	(5,9)	(4,0)	0,3	(1,0)	0,6	0,1
+/- Variación de impuestos	1,7	(2,7)	(0,9)	0,4	(1,0)	(1,4)	(1,1)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(15,0)**	**(19,2)**	**20,3**	**10,9**	**3,5**	**5,9**	**5,7**
Free Cash Flow Recurrente	**(26,9)**	**(46,0)**	**(25,7)**	**(14,8)**	**(11,4)**	**(5,5)**	**0,3**

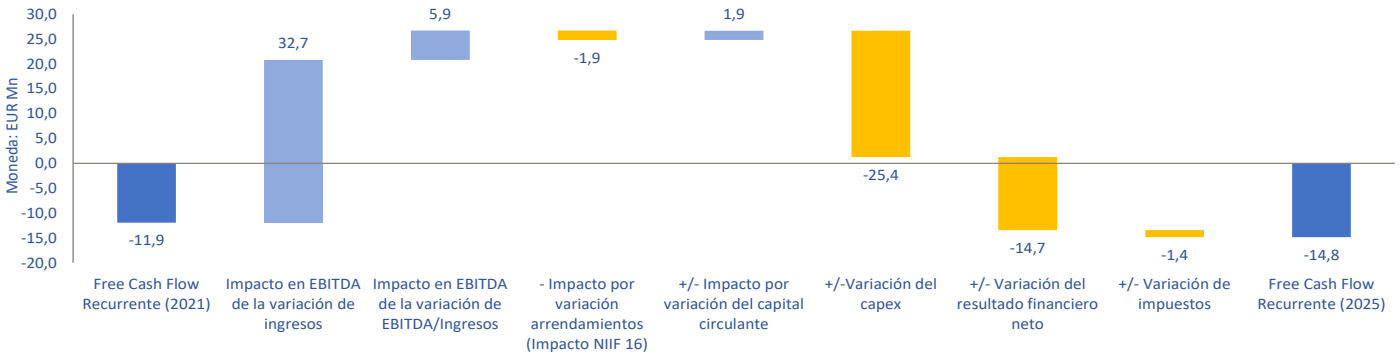
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**16,9**	**22,4**	**24,5**	**28,5**	**33,6**	**38,5**	**42,8**	***19,0%***	***14,5%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*23,4%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(6,7)	(8,4)	(9,6)	(10,7)		
EBITDA recurrente	**50,1**	**62,0**	**66,0**	**75,0**	**80,4**	**87,1**	**93,0**	***14,4%***	***7,4%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(6,5)	(6,7)	(7,9)	(7,9)	(8,1)	(8,2)	(8,4)		
+/- Var. Capital circulante	(10,9)	8,5	(10,8)	(3,9)	(3,0)	(2,9)	(2,6)		
= Cash Flow operativo recurrente	**32,7**	**63,7**	**47,3**	**63,2**	**69,3**	**76,0**	**81,9**	***24,6%***	***9,0%***
- CAPEX	(50,8)	(92,4)	(50,7)	(56,5)	(57,1)	(57,1)	(56,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	(6,7)	(8,4)	(9,6)	(10,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(18,1)**	**(28,6)**	**(3,4)**	**0,1**	**3,7**	**9,2**	**14,8**	***26,1%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-101,5%*	*-58,1%*	*88,0%*	*101,8%*	*n.a.*	*145,0%*	*61,3%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	1,1%	2,5%	3,9%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	15,6	15,5	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(6,2)	(19,9)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(24,3)**	**(48,6)**	**12,2**	**15,6**	**3,7**	**9,2**	**14,8**	***38,2%***	***-1,6%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-32,0%*	*-100,2%*	*125,1%*	*27,4%*	*-75,9%*	*145,0%*	*61,3%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,0%*	*0,9%*	*2,1%*	*3,4%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*2,8%*	*3,5%*	*0,9%*	*2,1%*	*3,4%*		

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

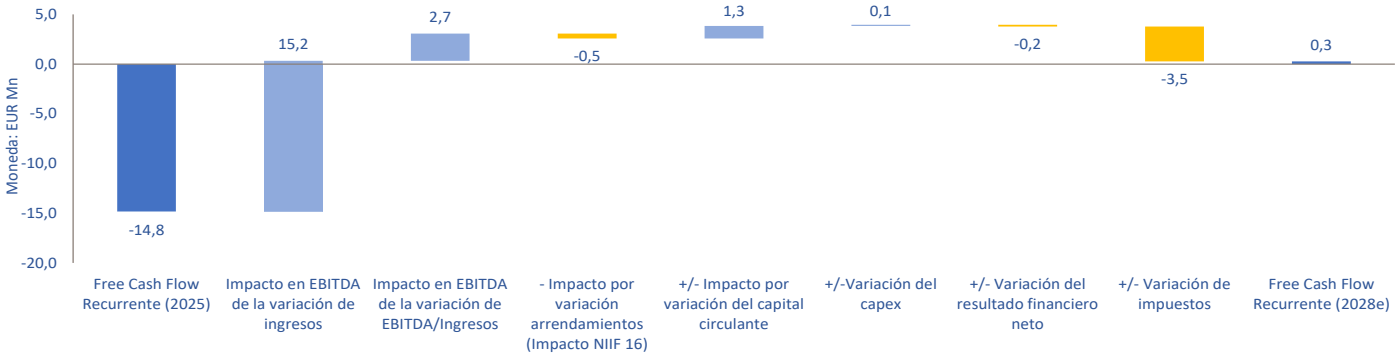
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

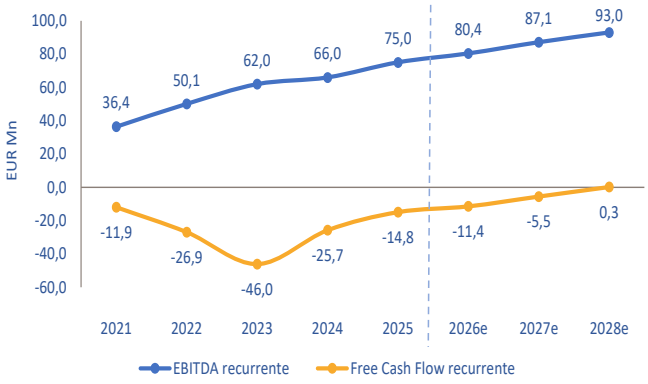
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



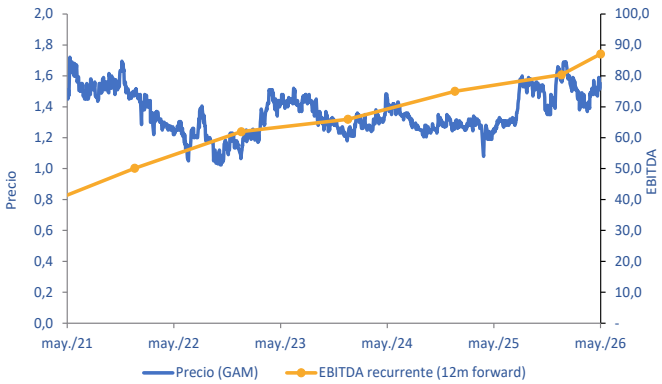
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**3,7**	**9,2**	**14,8**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**146,6**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**255,0**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta	5,8%	6,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,8%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**4,6%**	**5,0%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,2	B (estimación propia)	1,1	1,3
Coste del Equity	**11,1%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,9%**	**12,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	36,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	63,5%	D	=	=
WACC	**7,1%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**6,5%**	**7,7%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	146,6	
+ Minoritarios	1,2	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	39,0	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	255,0	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	2,8	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**439,0**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	3,6%	5,9%	6,3%	5,9%	5,1%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-2,0%	-0,4%
FCF Yield - WACC	-7,1%	-3,7%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	**26,4%**	**95,8**	**4,6x**
Central	**24,0%**	**87,1**	**5,0x**
Min	**21,6%**	**78,4**	**5,6x**

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	14,1%	15,7%	17,3%
95,8	**9,1**	**3,2**	**(2,6)**
87,1	**0,3**	**(5,5)**	**(11,3)**
78,4	**(8,4)**	**(14,2)**	**(20,0)**

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	**6,1%**	**2,2%**	**n.a.**
Central	**0,2%**	**n.a.**	**n.a.**
Min	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros dominicales	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	33,3%	33,3%	16,7%
% de mujeres en la plantilla	19,6%	18,6%	18,7%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	1,9%	2,6%	2,3%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Europa				USA	
	EUR Mn	Sunbelt Rentals	VP	Speedy Hire	Average	United Rentals	GAM
Datos Mercado	Ticker (Factset)	SUNB.K	VP.L	SDY.L		URI	GAMQ.MC
	País	USA	UK	UK		USA	Spain
	Market cap	26.912,9	217,5	105,9		51.796,2	146,6
	Enterprise value (EV)	33.454,9	470,2	365,6		63.607,0	439,0
Información financiera básica	Total Ingresos	10.002,5	417,5	553,1		14.841,2	341,4
	Cto.Total Ingresos	*5,2%*	*5,2%*	*13,5%*	*7,9%*	*7,2%*	*7,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*8,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*8,1%*	*7,3%*	*5,9%*
	EBITDA	4.326,3	127,7	138,2		6.698,8	80,4
	Cto. EBITDA	*6,0%*	*9,1%*	*34,1%*	*16,4%*	*20,5%*	*7,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*11,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*11,0%*	*8,0%*	*7,5%*
	EBITDA/Ingresos	*43,3%*	*30,6%*	*25,0%*	*32,9%*	*45,1%*	*23,5%*
	EBIT	2.338,4	52,4	46,5		3.781,4	33,6
	Cto. EBIT	*8,7%*	*12,7%*	*162,4%*	*61,3%*	*31,1%*	*17,9%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*11,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*11,9%*	*10,8%*	*12,9%*
	EBIT/Ingresos	*23,4%*	*12,6%*	*8,4%*	*14,8%*	*25,5%*	*9,8%*
	Beneficio Neto	1.495,3	28,4	21,1		2.500,4	10,1
	Cto. Beneficio Neto	*11,7%*	*21,0%*	*n.a.*	*16,3%*	*16,5%*	*49,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*18,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*18,0%*	*11,7%*	*32,1%*
	CAPEX/Ventas	*22,1%*	*14,3%*	*6,1%*	*14,2%*	*22,5%*	*16,7%*
	Free Cash Flow	1.643,9	35,0	16,2		1.747,5	(11,4)
	Deuda financiera Neta	6.741,4	(84,5)	251,6		11.782,7	266,3
	DN/EBITDA (x)	1,6	n.a.	1,8	1,7	1,8	3,3
	Pay-out	*29,7%*	*58,6%*	*26,7%*	*38,3%*	*17,2%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	17,8	7,4	5,5	10,2	20,4	14,6
	P/BV (x)	3,9	1,4	n.a.	2,7	6,2	1,2
	EV/Ingresos (x)	3,3	1,1	0,7	1,7	4,3	1,3
	EV/EBITDA (x)	7,7	3,7	2,6	4,7	9,5	5,5
	EV/EBIT (x)	14,3	9,0	7,9	10,4	16,8	13,1
	ROE	*23,0*	*n.a.*	*n.a.*	*23,0*	*32,3*	*8,7*
	FCF Yield (%)	*6,1*	*16,1*	*15,3*	*12,5*	*3,4*	*n.a.*
	DPA	*1,06*	*0,42*	*0,01*	*0,50*	*6,68*	*0,00*
	Dvd Yield	*1,6%*	*0,1%*	*0,1%*	*0,6%*	*0,8%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**107,0**	**105,3**	**117,2**	**132,2**	**143,1**	**134,1**	**169,1**	**225,7**	**283,6**	**304,0**	**318,8**	**341,4**	**363,2**	**382,9**	***11,5%***	***6,3%***
Cto. Total ingresos	*3,0%*	*-1,6%*	*11,4%*	*12,8%*	*8,2%*	*-6,3%*	*26,1%*	*33,5%*	*25,6%*	*7,2%*	*4,8%*	*7,1%*	*6,4%*	*5,4%*		
EBITDA	**7,9**	**14,2**	**23,3**	**24,3**	**32,8**	**29,8**	**35,7**	**50,1**	**62,0**	**66,0**	**75,0**	**80,4**	**87,1**	**93,0**	***25,2%***	***7,4%***
Cto. EBITDA	*65,6%*	*79,3%*	*63,6%*	*4,7%*	*34,5%*	*-8,9%*	*19,8%*	*40,3%*	*23,6%*	*6,5%*	*13,7%*	*7,1%*	*8,4%*	*6,7%*		
EBITDA/Ingresos	*7,4%*	*13,5%*	*19,8%*	*18,4%*	*22,9%*	*22,2%*	*21,1%*	*22,2%*	*21,9%*	*21,7%*	*23,5%*	*23,5%*	*24,0%*	*24,3%*		
Beneficio neto	**(5,8)**	**(11,1)**	**(7,7)**	**(4,0)**	**40,0**	**1,1**	**2,6**	**7,7**	**9,1**	**4,4**	**6,7**	**10,1**	**14,2**	**17,5**	***12,2%***	***37,6%***
Cto. Beneficio neto	*79,4%*	*-91,5%*	*30,5%*	*47,9%*	*n.a.*	*-97,1%*	*130,4%*	*190,8%*	*18,5%*	*-51,5%*	*53,2%*	*49,2%*	*41,6%*	*23,3%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	24,4	43,4	43,5	43,5	36,0	66,2	94,6	94,6	94,6	94,6	95,7	94,6	94,6	94,6		
BPA (EUR)	-0,24	-0,26	-0,18	-0,09	1,11	0,02	0,03	0,08	0,10	0,05	0,07	0,11	0,15	0,19	*8,7%*	*38,1%*
Cto. BPA	*94,6%*	*-7,9%*	*30,7%*	*47,9%*	*n.a.*	*-98,4%*	*61,2%*	*n.a.*	*18,5%*	*-51,5%*	*51,4%*	*51,0%*	*41,6%*	*23,3%*		
BPA ord. (EUR)	-0,98	-0,13	-0,14	0,06	-0,01	0,04	0,03	0,07	0,07	0,03	0,07	0,11	0,15	0,19	*7,6%*	*38,1%*
Cto. BPA ord.	*74,9%*	*86,9%*	*-8,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-13,6%*	*n.a.*	*1,6%*	*-60,9%*	*n.a.*	*51,0%*	*41,6%*	*23,3%*		
CAPEX	(23,7)	(31,3)	(22,9)	(24,8)	(21,8)	(22,4)	(31,1)	(50,8)	(92,4)	(50,7)	(56,5)	(57,1)	(57,1)	(56,4)		
CAPEX/Vtas %[1]	*22,2%*	*29,7%*	*19,5%*	*18,8%*	*15,2%*	*16,7%*	*18,4%*	*22,5%*	*32,6%*	*16,7%*	*17,7%*	*16,7%*	*15,7%*	*14,7%*		
Free Cash Flow	**18,4**	**(7,8)**	**3,4**	**2,9**	**51,0**	**(10,1)**	**(21,3)**	**(33,0)**	**(66,0)**	**(10,1)**	**0,6**	**(11,4)**	**(5,5)**	**0,3**	***-28,4%***	***-26,1%***
DN/EBITDA (x) [2]	*21,5x*	*12,8x*	*7,7x*	*7,7x*	*3,7x*	*3,6x*	*4,1x*	*3,6x*	*4,0x*	*3,9x*	*3,4x*	*3,3x*	3,1x	2,9x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*66,1x*	*53,8x*	*13,2x*	*12,3x*	*27,1x*	*22,6x*	*14,6x*	10,3x	8,4x		
EV/Vtas (x)	*2,36x*	*2,64x*	*1,99x*	*1,74x*	*1,57x*	*1,66x*	*1,82x*	*1,34x*	*1,39x*	*1,37x*	*1,39x*	*1,29x*	1,21x	1,15x		
EV/EBITDA (x) [2]	*31,9x*	*19,5x*	*10,1x*	*9,5x*	*6,9x*	*7,5x*	*8,6x*	*6,0x*	*6,3x*	*6,3x*	*5,9x*	*5,5x*	5,0x	4,7x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*16,7%*	*-41,1%*	*-22,4%*	*56,3%*	*-25,5%*	*31,1%*	*-28,8%*	*10,8%*	*6,8%*	*26,2%*	*-2,5%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*19,1%*	*-45,1%*	*-8,8%*	*39,8%*	*-11,9%*	*21,5%*	*-24,6%*	*-9,7%*	*-7,0%*	*-15,5%*	*-4,3%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

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

Holaluz (HLZ), fundada en 2010 en Barcelona, es una greentech centrada en la venta de energía 100% renovable, la representación de productores en el mercado eléctrico y la instalación y gestión de sistemas de energía solar. En 2025 contaba con c. 220 mil contratos y gestionaba 12.700 instalaciones. Los 3 socios fundadores controlan el c. 29% del capital y están involucrados en la gestión.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	27,0	31,3
EV (Mn EUR y USD)	75,7	88,0
Número de Acciones (Mn)	32,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,44 / 1,03 / 0,71	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación(1)	14,7	
Refinitiv / Bloomberg	HLZZ.MC / HLZ SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

Icosium	33,4
Carlota Pi	9,8
Ferran Nogué	9,8
Oriol Vila	9,8
Free Float	21,2

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	28,6	32,9	32,9	32,9
Total Ingresos	159,7	142,3	162,1	195,1
EBITDA Rec.	0,5	3,1	7,3	12,2
% Var.	*115,3*	*568,1*	*135,8*	*67,1*
% EBITDA Rec./Ing.	*0,3*	*2,2*	*4,5*	*6,3*
% Var EBITDA sector (2)	*3,6*	*10,1*	*6,7*	*5,7*
Beneficio neto	-22,2	-12,6	-5,7	0,2
BPA (EUR)	-0,77	-0,38	-0,17	0,01
% Var.	*46,4*	*50,6*	*54,8*	*103,7*
BPA ord. (EUR)	-0,67	-0,38	-0,17	0,01
% Var.	*45,1*	*42,8*	*54,8*	*103,7*
Free Cash Flow Rec.	-32,3	-9,0	-4,6	-3,4
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	49,8	58,9	63,5	66,9
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	19,0	8,7	5,5
ROE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
ROCE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*13,9*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	0,47	0,53	0,47	0,39
EV/EBITDA Rec.	n.a.	24,4	10,3	6,2
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	20,0
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*7,9*	*1,7*	*-29,9*	*-94,1*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities.
(3) Otros: Fondo Axon ICT III 11,2%, Geroa Pentsioak 4,4%, Autocartera 0,4%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2025: mejora operativa en el 2S, pero con deterioro de KPIs y mayor endeudamiento (ver pág. 164). Margen bruto 2025 de EUR 29,5 Mn (-30,6% vs 2024), en un contexto marcado por la política de no inversión en captación de clientes aplicada en el 1S25 ante el retraso en la entrada en vigor del Plan de Reestructuración. Lo que deterioró los principales KPIs (contratos: 222 mil, -23% vs 2024; energía suministrada -16%). La actividad se normaliza desde 2S25, permitiendo una recuperación del margen bruto (EUR 17,2 Mn de margen bruto en 2S25, +49% vs 1S) y el retorno a EBITDA rec. positivo (EUR 0,5 Mn). Sin embargo, el modelo continúa en FCF negativo por inversión en intangibles y captación de clientes (EUR 3,4 Mn), lo que se traduce en un aumento de la deuda neta hasta EUR 49,8 Mn (+21% vs 2024).

2026e: progresiva recuperación operativa, condicionada por la estabilización y posterior crecimiento de clientes. Esperamos continuidad en la mejora operativa observada en 2S25, apoyada en la normalización comercial, la estrategia de coberturas y una elevada penetración de baterías en nuevas instalaciones. Estimamos un margen bruto 2026e de EUR 30,1 Mn (+2% vs 2025) que, apoyado en el control de costes, debería trasladarse a EBITDA rec. (EUR 3,1 Mn). No obstante, el FCF continuará en negativo, condicionando la (velocidad) de recuperación a la disponibilidad de financiación adicional.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

La creciente complejidad operativa del sistema eléctrico (apagón del 28-abr-2025), está reforzando el desarrollo de soluciones de flexibilidad, almacenamiento y gestión distribuida de la energía.

Posicionamiento diferencial: plataforma tecnológica propia como activo estratégico en la transición energética. Su plataforma integra funciones críticas: comercialización, representación, gestión del autoconsumo, integración de baterías, centro de control y centrales eléctricas virtuales. Lo que posiciona a HLZ en segmentos de crecimiento con potencial de mejora de márgenes a medida que se desarrollan estos mercados incipientes (generación distribuida, flexibilidad, agregación de demanda, etc.).

Estructura de costes más eficiente tras la reestructuración. HLZ ha reducido significativamente su base de costes (-36% vs 2024 y -63% vs 2023), apoyándose en automatización, inteligencia artificial y tecnología low-code, lo que permite operar con mayor apalancamiento operativo. La mejora del EBITDA rec. en 2S25 (EUR 2,1 Mn vs EUR -1,6 Mn en 1S25) confirma el impacto estructural de estos ajustes.

La mejora en el 2S25 apunta la posible validez del modelo, pero dependiente de escala. El 2S25 demuestra que el negocio es capaz de generar margen bajo condiciones normalizadas (mg bruto 2S25 del c. 22%), apuntando la posible validez del modelo de negocio. Sin embargo, la caída de KPIs durante el 1S25 pone de manifiesto la sensibilidad del modelo a la inversión en captación y la necesidad de mantener una masa crítica suficiente.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Consumo de caja y aumento de la deuda. Pese a la mejora operativa (margen bruto y EBITDA rec.), el modelo sigue generando FCF <0, lo que se traduce en un incremento de la DN. La capacidad de crecer sin tensionar balance es limitada.

Dependencia de la captación de clientes para sostener el modelo. La caída de contratos en 2025 evidencia que la inversión en captación es clave para mantener ingresos y margen. Un ritmo de captación insuficiente podría limitar la recuperación.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

HLZ cotiza a 24,4x EV/EBITDA 2026e (10,3x 2027e), con prima vs comparables, anticipando la recuperación operativa esperada (pero aún no ejecutada plenamente). Este múltiplo descansa en el crecimiento de contratos, generación de margen y control de costes, y, sobre todo, en la capacidad de generar FCF para atender la deuda, condición sobre la que la visibilidad sigue siendo limitada. Los resultados 2025 (especialmente lo visto en el 2S25) reducen el riesgo, pero éste sigue siendo muy elevado: FCF <0 en 2026e-2028e.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	15,5	31,7	34,7	30,5	22,3	17,3	15,0	13,9
Inmovilizado material	0,8	2,1	1,6	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6
Otros activos no corrientes	54,5	51,5	44,2	35,5	28,0	24,8	25,4	27,7
Inmovilizado financiero	117,3	46,2	28,0	12,7	2,7	2,7	2,7	2,7
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	85,4	135,7	57,0	28,5	18,0	16,0	18,2	22,0
Total activo	**273,6**	**267,2**	**165,6**	**108,1**	**71,7**	**61,4**	**62,0**	**67,0**
Patrimonio neto	7,1	19,7	9,9	(17,2)	(18,7)	(31,3)	(37,0)	(36,8)
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	96,4	41,3	13,2	8,0	1,7	1,7	1,7	1,7
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	46,9	62,2	65,4	41,1	49,8	58,9	63,5	66,9
Pasivo circulante	123,1	144,0	77,1	76,2	38,9	32,2	33,8	35,2
Total pasivo	**273,6**	**267,2**	**165,6**	**108,1**	**71,7**	**61,4**	**62,0**	**67,0**

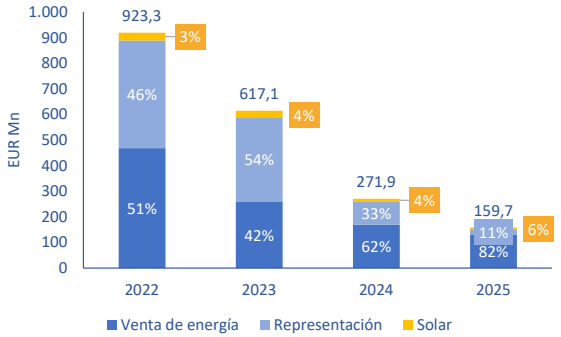
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**571,7**	**923,3**	**617,1**	**271,9**	**159,7**	**142,3**	**162,1**	**195,1**	***-27,3%***	***6,9%***
Cto.Total Ingresos	*142,3%*	*61,5%*	*-33,2%*	*-55,9%*	*-41,3%*	*-10,9%*	*13,9%*	*20,4%*		
Coste de ventas	(540,1)	(836,7)	(544,5)	(229,5)	(130,3)	(112,1)	(125,6)	(150,7)		
Margen Bruto	**31,6**	**86,6**	**72,6**	**42,5**	**29,5**	**30,1**	**36,5**	**44,4**	***-1,8%***	***14,7%***
Margen Bruto / Ingresos	*5,5%*	*9,4%*	*11,8%*	*15,6%*	*18,4%*	*21,2%*	*22,5%*	*22,8%*		
Gastos de personal	(13,4)	(29,4)	(38,0)	(21,0)	(13,0)	(11,6)	(12,2)	(13,0)		
Otros costes de explotación	(24,9)	(49,8)	(39,8)	(24,5)	(16,0)	(15,5)	(17,0)	(19,2)		
EBITDA recurrente	**(6,6)**	**7,5**	**(5,2)**	**(3,0)**	**0,5**	**3,1**	**7,3**	**12,2**	***19,9%***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*n.a.*	*212,7%*	*-169,6%*	*41,5%*	*115,3%*	*568,1%*	*135,8%*	*67,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*0,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*0,3%*	*2,2%*	*4,5%*	*6,3%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,2)	(0,2)	(10,7)	(4,9)	(2,2)	-	-	-		
EBITDA	**(6,9)**	**7,3**	**(15,9)**	**(8,0)**	**(1,7)**	**3,1**	**7,3**	**12,2**	***29,0%***	***n.a.***
Depreciación y provisiones	(9,2)	(20,9)	(26,5)	(23,6)	(18,0)	(14,2)	(11,4)	(10,2)		
Gastos capitalizados	4,5	7,0	8,8	5,2	1,3	1,5	1,8	1,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**(11,5)**	**(6,5)**	**(33,6)**	**(26,4)**	**(18,4)**	**(9,6)**	**(2,3)**	**3,8**	***-12,4%***	***30,2%***
Cto.EBIT	*-765,9%*	*43,7%*	*-416,6%*	*21,5%*	*30,1%*	*48,0%*	*75,7%*	*262,5%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,9%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,8)	(2,1)	(4,0)	(5,1)	(2,9)	(3,0)	(3,4)	(3,6)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(12,3)**	**(8,6)**	**(37,6)**	**(31,5)**	**(21,3)**	**(12,6)**	**(5,7)**	**0,2**	***-14,8%***	***26,2%***
Cto.Beneficio ordinario	*-560,5%*	*29,7%*	*-335,0%*	*16,3%*	*32,2%*	*41,1%*	*54,8%*	*103,7%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(12,3)**	**(8,6)**	**(37,6)**	**(31,5)**	**(21,3)**	**(12,6)**	**(5,7)**	**0,2**	***-14,8%***	***26,2%***
Impuestos	3,9	3,5	10,0	-	(0,8)	-	-	-		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(8,4)**	**(5,1)**	**(27,7)**	**(31,5)**	**(22,2)**	**(12,6)**	**(5,7)**	**0,2**	***-27,4%***	***26,2%***
Cto.Beneficio neto	*n.a.*	*39,1%*	*-440,1%*	*-13,8%*	*29,6%*	*43,3%*	*54,8%*	*103,7%*		
Beneficio ordinario neto	**(12,1)**	**(8,5)**	**(26,9)**	**(26,5)**	**(19,1)**	**(12,6)**	**(5,7)**	**0,2**	***-12,2%***	***26,2%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*n.a.*	*29,6%*	*-217,3%*	*1,5%*	*27,9%*	*34,3%*	*54,8%*	*103,7%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**3,1**	**7,3**	**12,2**	***19,9%***	***n.a.***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(4,8)	(0,6)	(2,3)		
Cash Flow operativo recurrente						**-1,7**	**6,7**	**9,9**	***-28,4%***	***33,4%***
CAPEX						(4,4)	(8,0)	(9,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(3,0)	(3,4)	(3,6)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						**(9,0)**	**(4,6)**	**(3,4)**	***-62,1%***	***52,8%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(9,0)**	**(4,6)**	**(3,4)**	***22,7%***	***49,4%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**9,0**	**4,6**	**3,4**		

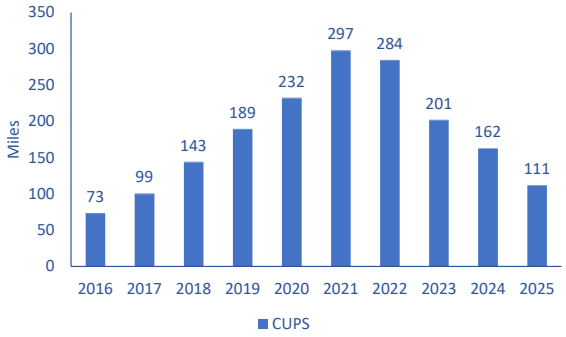
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

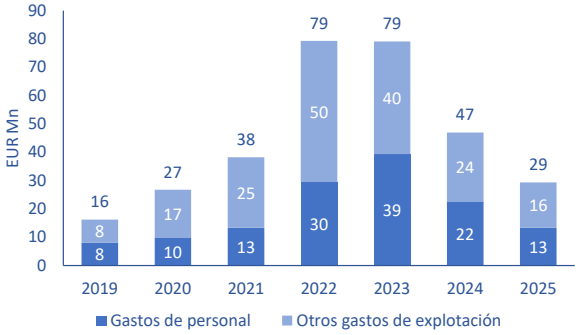
Greentech especializada en (i) venta de energía (ii) representación e (iii) instalación y gestión de sistemas de energía solar



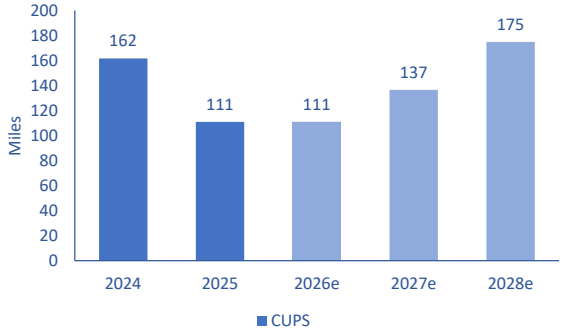
HLZ experimentó un fuerte crecimiento hasta el año 2021, seguido de un ajuste en la base de clientes (CUPS)



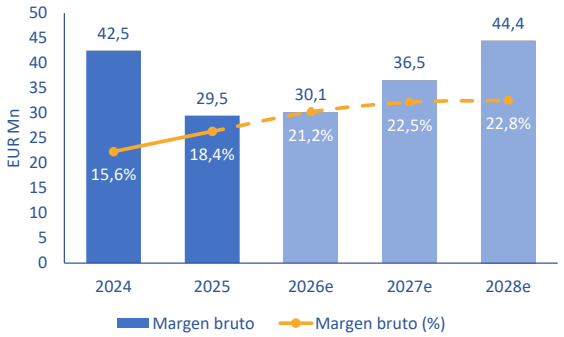
Esta situación llevó a HLZ a adaptar su estructura operativa (gastos de personal -41% vs 2024; otros gastos de expl. -35% vs 2024)



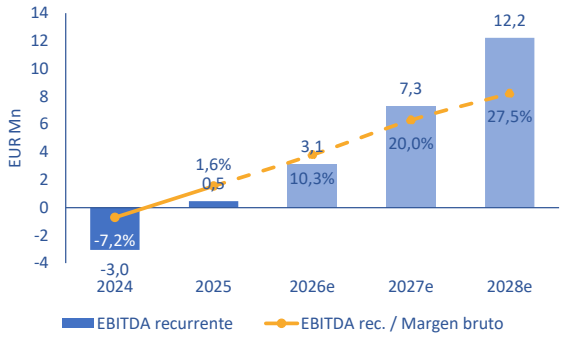
Tras reestructuración operativa, el foco está puesto en estabilizar la base de CUPS (TACC 25-28e: +16,4%)



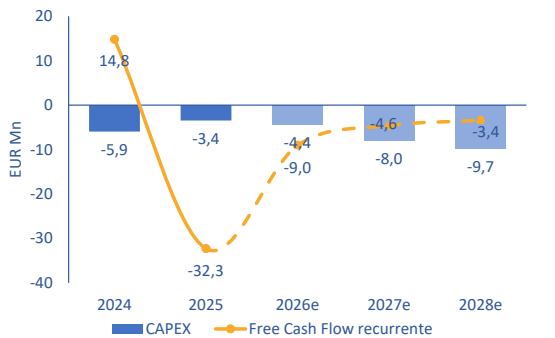
La estabilización de CUPS, la plataforma tecnológica propia y la Tarifa Justa serán claves para impulsar el margen bruto



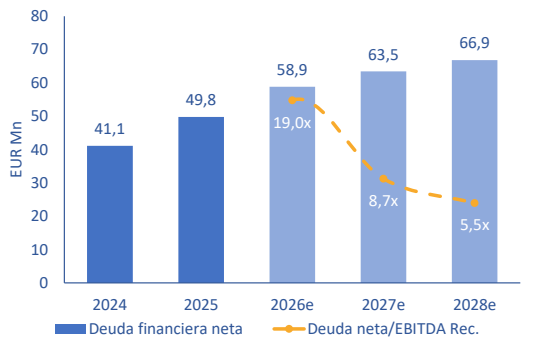
El ahorro de costes y la eficiencia operativa allanan el camino hacia un EBITDA rec. 27e de EUR 7,3Mn (EBITDA rec./Margen bruto del 20,0%)



El modelo de negocio requiere inversión en innovación y captación de clientes. FCF 2026e-2028e <0



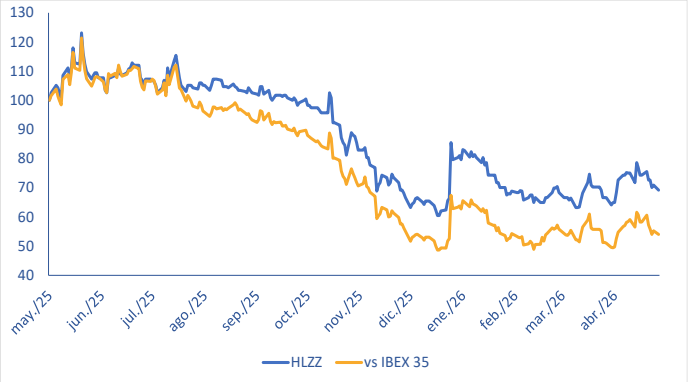
La evolución de la deuda y el apalancamiento dependerá de la capacidad de generar caja operativa



Evolución de la cotización

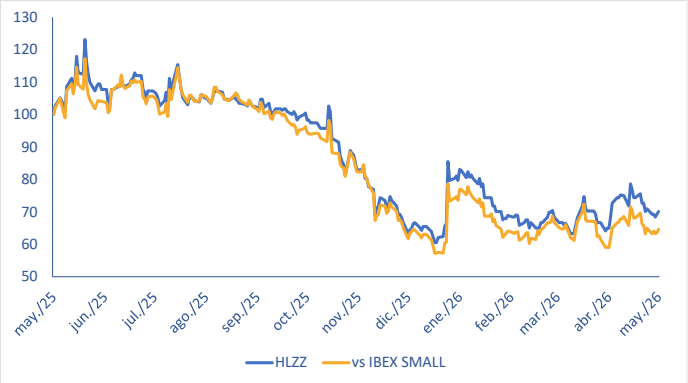
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



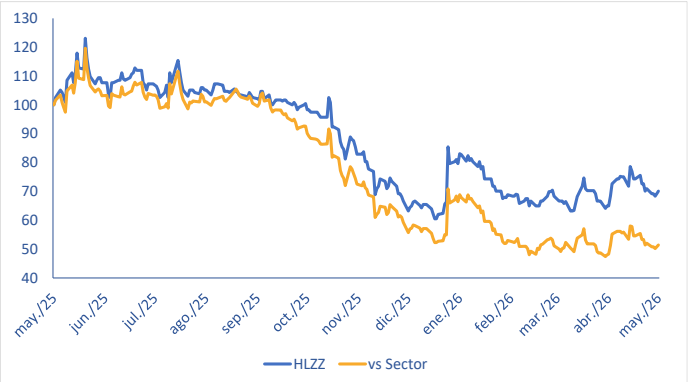
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)

Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	7,9	1,7	-29,9	15,8	-86,6	-94,1
vs Mercado						
vs Ibex 35	11,3	2,0	-44,6	13,7	-93,0	-96,9
vs Euro STOXX 50	10,0	4,5	-34,9	15,1	-90,1	-95,9
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	9,6	0,9	-35,4	12,9	-90,5	-95,3
vs Segmento Micro Cap España [1]	6,4	1,1	-38,5	12,9	-89,8	-94,2
vs MSCI Europe Micro Cap	5,5	0,0	-39,2	12,1	-88,9	-94,1
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Utilities	6,5	-3,0	-48,6	-1,6	-91,6	-96,7

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**7,5**	**(5,2)**	**(3,0)**	**0,5**	**3,1**	**7,3**	**12,2**	***-60,4%***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*212,7%*	*-169,6%*	*41,5%*	*115,3%*	*568,1%*	*135,8%*	*67,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*0,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*0,3%*	*2,2%*	*4,5%*	*6,3%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(29,4)	11,9	27,6	(26,8)	(4,8)	(0,6)	(2,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(22,0)**	**6,7**	**24,5**	**(26,3)**	**(1,7)**	**6,7**	**9,9**	***-6,2%***	***33,4%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-160,3%*	*130,4%*	*266,8%*	*-207,2%*	*93,6%*	*498,4%*	*47,1%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*1,1%*	*9,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*4,1%*	*5,1%*		
- CAPEX	(32,5)	(8,5)	(5,9)	(3,4)	(4,4)	(8,0)	(9,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(2,1)	(4,0)	(3,7)	(2,5)	(3,0)	(3,4)	(3,6)		
- Impuestos	(0,7)	(0,7)	(0,0)	(0,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	**(57,3)**	**(6,6)**	**14,8**	**(32,3)**	**(9,0)**	**(4,6)**	**(3,4)**	***17,4%***	***52,8%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-972,5%*	*88,5%*	*325,9%*	*-317,6%*	*72,0%*	*49,0%*	*26,4%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*5,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,2)	(10,7)	(4,9)	(2,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	42,2	14,1	9,9	8,3	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(15,3)**	**(3,2)**	**19,8**	**(26,2)**	**(9,0)**	**(4,6)**	**(3,4)**	***-19,6%***	***49,4%***
Cto. Free Cash Flow	*79,1%*	*79,3%*	*724,7%*	*-232,4%*	*65,5%*	*49,0%*	*26,4%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**6,6**	**(57,3)**	**(6,6)**	**14,8**	**(32,3)**	**(9,0)**	**(4,6)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(4,1)	(2,5)	2,9	1,3	(0,1)	0,4	1,5
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	18,2	(10,2)	(0,7)	2,3	2,7	3,8	3,4
= Variación EBITDA recurrente	**14,1**	**(12,7)**	**2,2**	**3,5**	**2,6**	**4,2**	**4,9**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(72,5)	41,3	15,7	(54,3)	22,0	4,2	(1,7)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(58,4)**	**28,7**	**17,8**	**(50,8)**	**24,6**	**8,4**	**3,2**
+/-Variación del CAPEX	(3,6)	24,0	2,6	2,5	(0,9)	(3,6)	(1,7)
+/- Variación del resultado financiero neto	(1,2)	(1,9)	0,3	1,2	(0,4)	(0,4)	(0,2)
+/- Variación de impuestos	(0,7)	0,0	0,7	-	0,0	-	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(63,9)**	**50,8**	**21,4**	**(47,1)**	**23,2**	**4,4**	**1,2**
Free Cash Flow Recurrente	**(57,3)**	**(6,6)**	**14,8**	**(32,3)**	**(9,0)**	**(4,6)**	**(3,4)**

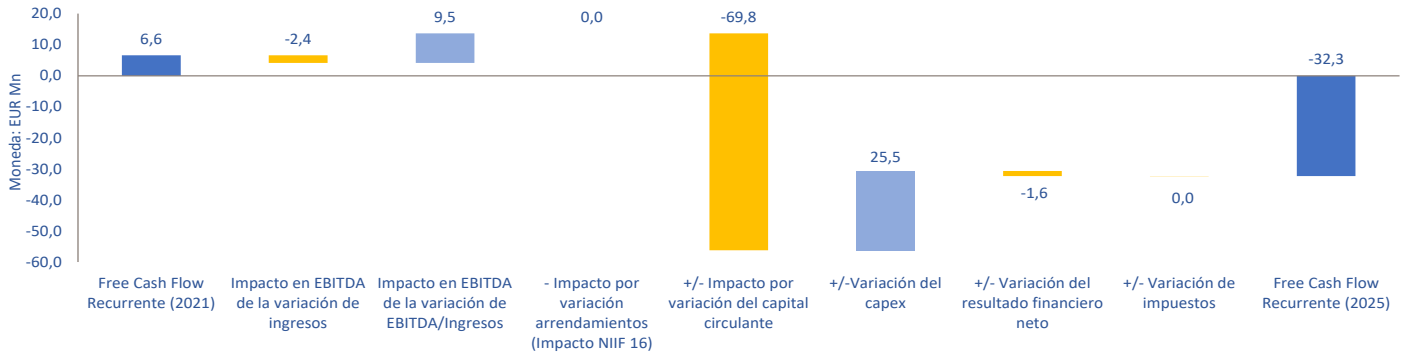
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**(6,5)**	**(33,6)**	**(26,4)**	**(18,4)**	**(9,6)**	**(2,3)**	**3,8**	***-41,5%***	***30,2%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	**7,5**	**(5,2)**	**(3,0)**	**0,5**	**3,1**	**7,3**	**12,2**	***-60,4%***	***n.a.***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(29,4)	11,9	27,6	(26,8)	(4,8)	(0,6)	(2,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(22,0)**	**6,7**	**24,5**	**(26,3)**	**(1,7)**	**6,7**	**9,9**	***-6,2%***	***33,4%***
- CAPEX	(32,5)	(8,5)	(5,9)	(3,4)	(4,4)	(8,0)	(9,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(54,5)**	**(1,8)**	**18,6**	**(29,7)**	**(6,1)**	**(1,3)**	**0,2**	***18,3%***	***26,1%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-827,8%*	*96,6%*	*n.a.*	*-260,1%*	*79,6%*	*79,2%*	*113,8%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	6,8%	n.a.	n.a.	n.a.	0,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,2)	(10,7)	(4,9)	(2,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	42,2	14,1	9,9	8,3	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(12,5)**	**1,6**	**23,5**	**(23,7)**	**(6,1)**	**(1,3)**	**0,2**	***-23,9%***	***26,1%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*82,8%*	*112,6%*	*n.a.*	*-200,6%*	*74,4%*	*79,2%*	*113,8%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,2%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*2,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,2%*		

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

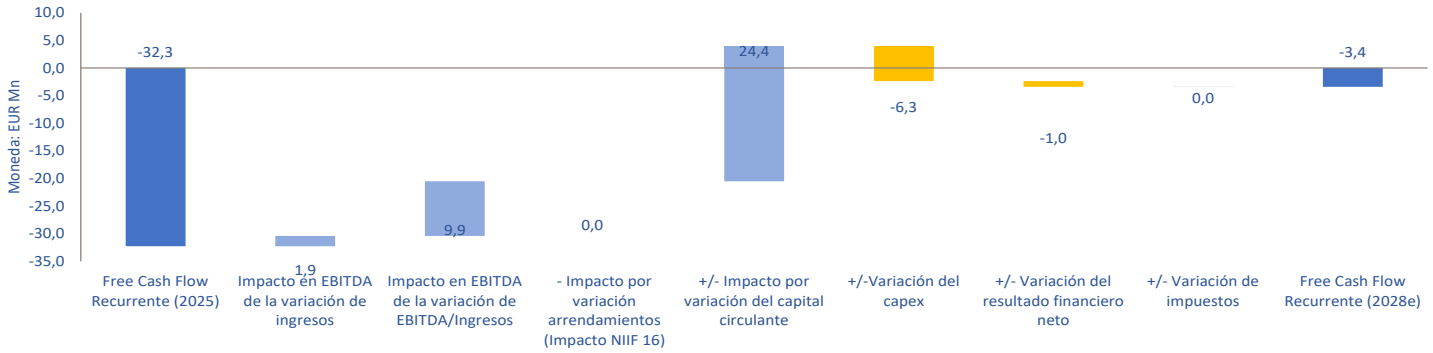
Nota 2: la deuda financiera neta (a efectos del Plan de Reestructuracion) asciende a EUR 42,0 Mn en 2025 (vs EUR 41,1 Mn en 2024). El importe restante, hasta los EUR 49,8 Mn de deuda neta total corresponden principalmente a pagos a plantas a largo plazo.
Nota 3: a efectos comparativos históricos y de elaboración de nuestras proyecciones financieras, el EBITDA rec. y el D&A difieren de los importes reportados por HLZ en sus CCAA debido a la reclasificación de la imputación de los costes de adquisición de clientes (registrados desde 2021 en Otros Gastos de Explotación tras la resolución del ICAC) dentro de D&A, siguiendo el criterio contable previo a 2021.

Analítica del Free Cash Flow (II)

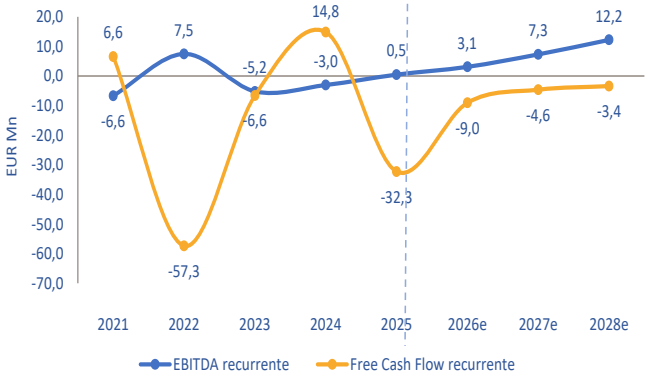
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



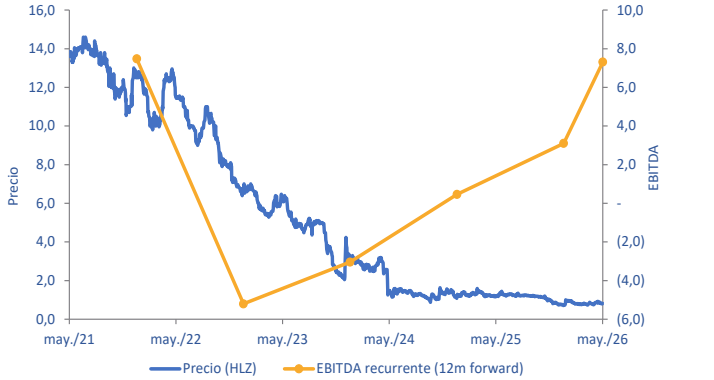
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(6,1)**	**(1,3)**	**0,2**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**27,0**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**49,8**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta	5,8%	6,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,8%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**4,6%**	**5,0%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,5	B (estimación propia)	1,4	1,6
Coste del Equity	**12,6%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**11,3%**	**14,0%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	35,1%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	64,9%	D	=	=
WACC	**7,5%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,0%**	**8,2%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,5%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	27,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	1,7	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	49,8	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	2,7	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**75,7**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

	2025	2028e
ROCE - WACC	n.a.	6,4%
FCF Yield - WACC	n.a.	-7,3%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	**5,0%**	**8,1**	**9,3x**
Central	**4,5%**	**7,3**	**10,3x**
Min	**4,0%**	**6,5**	**11,6x**

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	4,4%	4,9%	5,4%
8,1	**(3,0)**	**(3,8)**	**(4,6)**
7,3	**(3,8)**	**(4,6)**	**(5,4)**
6,5	**(4,6)**	**(5,4)**	**(6,2)**

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	28,6%	28,6%	28,6%
% de consejeros dominicales	71,4%	71,4%	71,4%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	28,6%	28,6%	28,6%
% de mujeres en la plantilla	41,3%	40,4%	35,9%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	2,5%	3,6%	5,2%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Utilities integradas					Comercializadoras independientes			Generación distribuida	
	EUR Mn	Iberdrola	Endesa	Naturgy	EDP	Average	Audax Ren.	Elmera	Average	Sunrun	HLZ
Datos Mercado	Ticker (Factset)	IBE.MC	ELE.MC	NTGY.MC	EDP.LS		ADXR.MC	ELMRA.OL		RUN.O	HLZZ.MC
	País	Spain	Spain	Spain	Portugal		Spain	Norway		USA	Spain
	Market cap	130.232,1	37.840,6	26.685,5	17.957,3		620,8	334,5		2.870,8	27,0
	Enterprise value (EV)	187.291,6	48.260,7	40.566,8	42.760,2		935,0	525,1		16.450,5	75,7
Información financiera básica	Total Ingresos	47.244,9	21.321,3	19.449,1	16.711,3		1.887,5	1.403,9		2.658,0	142,3
	Cto.Total Ingresos	*7,2%*	*-0,5%*	*0,0%*	*7,1%*	*3,4%*	*0,7%*	*25,3%*	*13,0%*	*4,5%*	*-10,9%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*3,5%*	*0,9%*	*-1,9%*	*3,7%*	*1,6%*	*2,4%*	*-8,2%*	*-2,9%*	*13,8%*	*17,1%*
	EBITDA	16.776,2	5.968,4	5.398,9	5.000,7		115,0	74,2		638,2	3,1
	Cto. EBITDA	*8,9%*	*9,0%*	*4,0%*	*5,1%*	*6,7%*	*14,6%*	*55,6%*	*35,1%*	*20,3%*	*277,6%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*5,1%*	*2,2%*	*-0,2%*	*1,7%*	*2,2%*	*4,6%*	*4,5%*	*4,5%*	*27,8%*	*98,5%*
	EBITDA/Ingresos	*35,5%*	*28,0%*	*27,8%*	*29,9%*	*30,3%*	*6,1%*	*5,3%*	*5,7%*	*24,0%*	*2,2%*
	EBIT	10.743,6	3.623,9	3.595,9	3.052,4		91,0	49,9		(205,1)	(9,6)
	Cto. EBIT	*4,4%*	*6,0%*	*0,1%*	*10,7%*	*5,3%*	*11,6%*	*53,5%*	*32,6%*	*-89,0%*	*48,0%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*6,0%*	*2,1%*	*-0,4%*	*1,6%*	*2,3%*	*5,6%*	*7,6%*	*6,6%*	*42,6%*	*54,7%*
	EBIT/Ingresos	*22,7%*	*17,0%*	*18,5%*	*18,3%*	*19,1%*	*4,8%*	*3,6%*	*4,2%*	*n.a.*	*n.a.*
	Beneficio Neto	6.642,0	2.366,6	2.010,8	1.245,7		47,7	29,8		242,9	(12,6)
	Cto. Beneficio Neto	*3,4%*	*5,9%*	*-15,7%*	*-10,9%*	*-4,3%*	*119,6%*	*97,3%*	*108,4%*	*128,0%*	*43,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*6,4%*	*1,8%*	*-1,8%*	*2,0%*	*2,1%*	*2,4%*	*2,3%*	*2,3%*	*1,9%*	*42,0%*
	CAPEX/Ventas	*27,6%*	*12,1%*	*10,9%*	*18,0%*	*17,1%*	*3,7%*	*0,4%*	*2,1%*	*85,0%*	*3,1%*
	Free Cash Flow	(1.120,6)	1.576,8	767,6	888,5		(9,8)	18,0		(1.606,2)	(9,0)
	Deuda financiera Neta	56.496,3	10.974,9	12.943,5	16.973,8		294,6	185,6		11.887,2	58,9
	DN/EBITDA (x)	3,4	1,8	2,4	3,4	2,7	2,6	2,5	2,5	18,6	19,0
	Pay-out	*72,6%*	*73,5%*	*84,2%*	*68,1%*	*74,6%*	*28,4%*	*78,7%*	*53,5%*	*0,0%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	19,4	15,9	13,1	14,2	15,7	13,0	11,2	12,1	16,4	n.a.
	P/BV (x)	2,2	4,2	2,7	1,5	2,7	2,4	2,2	2,3	0,8	n.a.
	EV/Ingresos (x)	4,0	2,3	2,1	2,6	2,7	0,5	0,4	0,4	6,2	0,5
	EV/EBITDA (x)	11,2	8,1	7,5	8,6	8,8	8,1	7,1	7,6	25,8	24,4
	EV/EBIT (x)	17,4	13,3	11,3	14,0	14,0	10,3	10,5	10,4	n.a.	n.a.
	ROE	*11,5*	*27,0*	*20,4*	*9,7*	*17,1*	*19,8*	*20,3*	*20,0*	*4,4*	*n.a.*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*4,2*	*2,9*	*4,9*	*4,0*	*n.a.*	*5,4*	*5,4*	*n.a.*	*n.a.*
	DPA	*0,71*	*1,66*	*1,82*	*0,20*	*1,10*	*0,03*	*0,21*	*0,12*	*0,00*	*0,00*
	Dvd Yield	*3,7%*	*4,6%*	*6,6%*	*4,8%*	*4,9%*	*2,2%*	*7,4%*	*4,8%*	*0,0%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos					**208,8**	**236,0**	**571,7**	**923,3**	**617,1**	**271,9**	**159,7**	**142,3**	**162,1**	**195,1**	***n.a.***	***6,9%***
Cto. Total ingresos					*n.a.*	*13,0%*	*142,3%*	*61,5%*	*-33,2%*	*-55,9%*	*-41,3%*	*-10,9%*	*13,9%*	*20,4%*		
EBITDA					**(0,1)**	**(0,2)**	**(6,9)**	**7,3**	**(15,9)**	**(8,0)**	**(1,7)**	**3,1**	**7,3**	**12,2**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. EBITDA					*n.a.*	*-323,2%*	*n.a.*	*206,6%*	*-316,7%*	*49,8%*	*78,1%*	*277,6%*	*135,8%*	*67,1%*		
EBITDA/Ingresos					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,2%*	*4,5%*	*6,3%*		
Beneficio neto					**(0,6)**	**(0,7)**	**(8,4)**	**(5,1)**	**(27,7)**	**(31,5)**	**(22,2)**	**(12,6)**	**(5,7)**	**0,2**	***n.a.***	***26,2%***
Cto. Beneficio neto					*n.a.*	*-12,5%*	*n.a.*	*39,1%*	*-440,1%*	*-13,8%*	*29,6%*	*43,3%*	*54,8%*	*103,7%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)					0,5	20,6	21,9	21,9	21,8	21,8	28,6	32,9	32,9	32,9		
BPA (EUR)					-1,25	-0,03	-0,38	-0,23	-1,27	-1,44	-0,77	-0,38	-0,17	0,01	*n.a.*	*26,2%*
Cto. BPA					*n.a.*	*97,2%*	*n.a.*	*39,0%*	*n.a.*	*-14,0%*	*46,4%*	*50,6%*	*54,8%*	*n.a.*		
BPA ord. (EUR)					-1,02	-0,02	-0,55	-0,39	-1,23	-1,22	-0,67	-0,38	-0,17	0,01	*n.a.*	*26,2%*
Cto. BPA ord.					*n.a.*	*98,4%*	*n.a.*	*29,5%*	*n.a.*	*1,4%*	*45,1%*	*42,8%*	*54,8%*	*n.a.*		
CAPEX					(4,3)	(8,1)	(29,0)	(32,5)	(8,5)	(5,9)	(3,4)	(4,4)	(8,0)	(9,7)		
CAPEX/Vtas %[1]					*2,0%*	*3,4%*	*5,1%*	*3,5%*	*1,4%*	*2,2%*	*2,2%*	*3,1%*	*4,9%*	*5,0%*		
Free Cash Flow					**-**	**(12,6)**	**(73,3)**	**(15,3)**	**(3,2)**	**19,8**	**(26,2)**	**(9,0)**	**(4,6)**	**(3,4)**	**n.a.**	**49,4%**
DN/EBITDA (x)[2]					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*8,5x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*19,0x*	8,7x	5,5x		
PER (x)					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	n.a.	n.a.		
EV/Vtas (x)					*0,92x*	*0,66x*	*0,50x*	*0,22x*	*0,20x*	*0,22x*	*0,45x*	*0,53x*	0,47x	0,39x		
EV/EBITDA (x)[2]					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*27,5x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*24,4x*	10,3x	6,2x		
Comport. Absoluto					*n.a.*	*-14,0%*	*55,5%*	*-47,2%*	*-51,2%*	*-66,5%*	*-34,4%*	*15,8%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35					*n.a.*	*1,7%*	*44,1%*	*-44,1%*	*-60,3%*	*-70,8%*	*-56,1%*	*13,7%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Miguel Medina Sivilotti – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Iflex, es una compañía familiar fundada en 1998. Experta en soluciones personalizadas de embalaje flexible (impresión en huecograbado), para confeccionar bolsas, sticks, tapas, etiquetas envolventes...El 79% de las ventas en 2025 se generaron en Iberia. Tiene tres líneas de negocio: (i) alimentación (68% de las ventas 2025), (ii) farmacia/ cosmética (22%) y (iii) otros (10%). Cotiza en BME Growth desde noviembre 2023.

Market Data

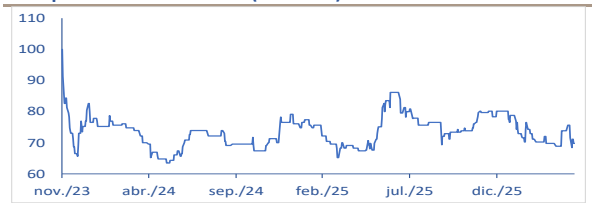
Market Cap (Mn EUR y USD)	16,8	19,6
EV (Mn EUR y USD)	13,5	15,7
Número de Acciones (Mn)	10,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,91 / 1,68 / 1,50	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	2,7	
Refinitiv / Bloomberg	IFLEX.MC / IFLEX SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

Familia Puig	47,0
Flycorp SL	9,8
IVI Grupo Cosimet SL	9,8
Mirling Europe SL	9,8
Free Float	8,4

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	8,4	10,8	10,8	10,8
Total Ingresos	14,9	15,9	17,0	18,2
EBITDA Rec.	1,4	1,7	2,0	2,4
% Var.	*-11,5*	*17,9*	*21,6*	*19,5*
% EBITDA Rec./Ing.	*9,5*	*10,5*	*11,9*	*13,3*
% Var EBITDA sector (2)	*5,6*	*9,4*	*11,1*	*9,5*
Beneficio neto	0,7	1,0	1,3	1,6
BPA (EUR)	0,08	0,09	0,12	0,15
% Var.	*-41,6*	*9,4*	*31,2*	*26,0*
BPA ord. (EUR)	0,08	0,09	0,12	0,15
% Var.	*-48,1*	*19,6*	*31,2*	*26,0*
Free Cash Flow Rec.	-0,8	0,7	1,1	1,4
Pay-out (%)	*50,0*	*50,0*	*50,0*	*50,0*
DPA (EUR)	0,04	0,05	0,06	0,08
Deuda financiera neta	-3,1	-3,5	-4,0	-4,7
DN / EBITDA Rec.(x)	-2,2	-2,1	-2,0	-1,9
ROE (%)	*8,9*	*8,3*	*10,4*	*12,3*
ROCE (%)	*10,2*	*11,5*	*14,7*	*18,0*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	18,6	17,0	13,0	10,3
PER Ordinario	20,4	17,0	13,0	10,3
P/BV	1,5	1,4	1,3	1,2
Dividend Yield (%)	*2,7*	*2,9*	*3,9*	*4,9*
EV/Ventas	0,90	0,85	0,79	0,74
EV/EBITDA Rec.	9,5	8,1	6,6	5,5
EV/EBIT	14,5	11,7	8,9	7,1
FCF Yield (%)	*n.a.*	*4,3*	*6,4*	*8,2*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*1,3*	*-2,5*	*3,2*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services.
(3) Otros: Miquel Angel Bonachera Sierra 4,6%, Fuenteladera SL 9,8%, Autocartera 0,6%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

Impacto en margen bruto del alza las materias primas. La guerra de Irán ha presionado el coste de materias primas (aluminio +20% y etileno + 40% desde marzo 2026). Estas subidas se repercutirán a clientes, como ocurrió con la guerra de Ucrania, pero dada la ausencia de mecanismos automáticos de actualización de precios hemos asumido un deterioro del margen bruto en 2026 (-1 p.p.) por el decalaje temporal.

EBITDA rec. 2026e, +18% con mejora de márgenes (+1,0 p.p.). En 2026 deberíamos de ver la reversión del "daño" de una incorrecta planificación de la producción que llevó a IFLEX a incurrir en mayores gastos de personal de los necesarios pasando estos a representar 23,3% de ventas (20,9% en 2025). Lo que, sumado al crecimiento de ingresos (+6,8%) permite esperar una fuerte recuperación del EBITDA rec.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Mercado con crecimiento y fragmentado. El mercado global de embalaje flexible ha crecido al +4%-5% anual en la última década y se estima que mantendrá ese ritmo en 2025e-2030e apoyado en demanda de envases que alargan la vida de los productos, más ligeros y adaptados a nuevos patrones del consumidor (listo para consumo) sin olvidar el aspecto ambiental (circularidad). Sin embargo, el mercado está fragmentando (se estima en EUR 1.650 Mn el mercado español de embalaje) ofreciendo oportunidades de consolidación.

Uso del "cash". La privilegiada situación financiera de IFLEX (EUR 3,1 Mn caja neta) permite la búsqueda de oportunidades de inversión atractivas de los recursos obtenidos de los accionistas.

Capacidad de crecimiento orgánico. Ingresos TACC 2025-2028e, +6,9%. IFLEX está operando al 60% de su capacidad actual lo que le debería de permitir "apalancarse operativamente", rentabilizando la inversión en la mejora del equipo comercial o la inversión en compra de empresas con cuellos de botella en capacidad.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Integración de potenciales adquisiciones. Una de las palancas de crecimiento de IFLEX es la compra de empresas en el sector. IFLEX no ha llevado a cabo en el pasado M&A e integración de empresas adquiridas. La experiencia en compraventa de empresas de varios de los consejeros dominicales ajenos a la familia reduce el riesgo de ejecución.

De propiedad familiar a control familiar. En menos de tres años IFLEX ha pasado de ser una empresa privada familiar (87% familia Puig y 13% 7 accionistas minoritarios) en septiembre de 2023 a una empresa cotizada familiar con la familia Puig como "minoritario mayoritario" (47% familia Puig, 44% resto del Consejo y 8% free float). El buen funcionamiento del Consejo es primordial. El pacto social en vigor exige la aprobación del 75% de los consejeros (la familia Puig cuenta con dos consejeros de un total de nueve) para "materias reservadas" (M&A, cambios en la dirección, cambios en plan de negocio, endeudamiento, ampliaciones de capital etc..).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Los inversores "industriales" ven algo que el mercado ignora. Cuatro "family offices" (tres con origen industrial) han invertido EUR 7 Mn (cuando la capitalización de IFLEX era de EUR 10 Mn en abril de 2025, en la ampliación de capital) para apoyar un proyecto de crecimiento a un precio de EUR 1,7 por acción. El precio actual permite entrar a un precio ligeramente inferior y beneficiarse de su "due dilligence".

Creación de valor: ROCE – WACC positivo (y creciente) desde 2026e. Con múltiplos todavía por encima del sector (EV/EBITDA rec. 2026e 8,1x vs 7,6x). La recuperación progresiva de márgenes (todavía por debajo de 2022-2023) aparece como la única vía para "sujetar" la acción, por lo que los números 2026e (y la velocidad en la mejora de márgenes) pasan a ser claves para la cotización.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,6	0,8
Inmovilizado material	4,1	3,9	4,2	4,3	5,4	5,2	5,1	5,1
Otros activos no corrientes	-	-	-	0,1	-	-	-	-
Inmovilizado financiero	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	5,2	4,9	4,7	4,1	4,4	4,8	5,1	5,4
Total activo	**9,4**	**8,9**	**9,3**	**9,0**	**10,4**	**10,8**	**11,1**	**11,5**
Patrimonio neto	2,0	1,8	3,8	4,2	11,5	12,1	12,9	13,8
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros pasivos no corrientes	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Deuda financiera neta	4,8	4,4	3,1	2,8	(3,1)	(3,5)	(4,0)	(4,7)
Pasivo circulante	2,0	2,2	1,9	1,7	1,9	2,0	2,1	2,2
Total pasivo	**9,4**	**8,9**	**9,3**	**9,0**	**10,4**	**10,8**	**11,1**	**11,5**

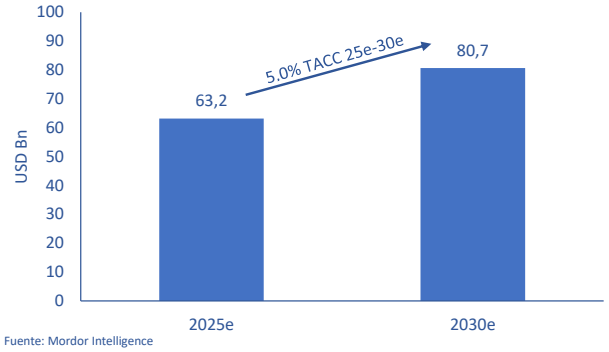
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**9,2**	**13,7**	**14,0**	**14,4**	**14,9**	**15,9**	**17,0**	**18,2**	***12,8%***	***6,9%***
Cto.Total Ingresos	*7,2%*	*48,3%*	*2,7%*	*2,4%*	*3,9%*	*6,8%*	*7,0%*	*7,0%*		
Coste de ventas	(5,2)	(7,7)	(7,4)	(7,4)	(7,6)	(8,3)	(8,8)	(9,4)		
Margen Bruto	**4,0**	**5,9**	**6,6**	**6,9**	**7,3**	**7,7**	**8,2**	**8,8**	***16,6%***	***6,5%***
Margen Bruto / Ingresos	*43,1%*	*43,5%*	*47,3%*	*48,3%*	*49,1%*	*48,1%*	*48,3%*	*48,5%*		
Gastos de personal	(1,8)	(2,1)	(2,7)	(3,0)	(3,5)	(3,5)	(3,6)	(3,7)		
Otros costes de explotación	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,3)	(2,4)	(2,5)	(2,6)	(2,7)		
EBITDA recurrente	**0,6**	**1,8**	**1,8**	**1,6**	**1,4**	**1,7**	**2,0**	**2,4**	***21,9%***	***19,7%***
Cto.EBITDA recurrente	*-3,7%*	*176,9%*	*4,1%*	*-13,5%*	*-11,5%*	*17,9%*	*21,6%*	*19,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*7,0%*	*13,0%*	*13,2%*	*11,1%*	*9,5%*	*10,5%*	*11,9%*	*13,3%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	(0,1)	(0,1)	(0,0)	0,1	-	-	-		
EBITDA	**0,6**	**1,7**	**1,7**	**1,6**	**1,5**	**1,7**	**2,0**	**2,4**	***23,4%***	***17,7%***
Depreciación y provisiones	(0,4)	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(0,7)	(0,6)	(0,6)	(0,6)		
Gastos capitalizados	-	-	-	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**0,2**	**1,3**	**1,2**	**1,0**	**0,9**	**1,2**	**1,5**	**1,9**	***45,9%***	***27,1%***
Cto.EBIT	*-29,5%*	*512,2%*	*-2,9%*	*-14,7%*	*-10,5%*	*24,6%*	*31,1%*	*25,8%*		
EBIT / Ingresos	*2,2%*	*9,2%*	*8,7%*	*7,2%*	*6,2%*	*7,2%*	*8,9%*	*10,4%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	0,0	0,1	0,1		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**0,1**	**1,1**	**1,0**	**0,9**	**0,8**	**1,2**	**1,6**	**2,0**	***78,6%***	***32,5%***
Cto.Beneficio ordinario	*-54,5%*	*n.a.*	*-10,9%*	*-8,0%*	*-6,4%*	*40,8%*	*31,2%*	*26,0%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**0,1**	**1,1**	**1,0**	**0,9**	**0,8**	**1,2**	**1,6**	**2,0**	***78,6%***	***32,5%***
Impuestos	(0,0)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,3)		
Tasa fiscal efectiva	*26,1%*	*18,7%*	*12,3%*	*6,5%*	*17,4%*	*17,4%*	*17,4%*	*17,4%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**0,1**	**0,9**	**0,9**	**0,8**	**0,7**	**1,0**	**1,3**	**1,6**	***83,7%***	***32,5%***
Cto.Beneficio neto	*-53,1%*	*n.a.*	*-3,8%*	*-2,0%*	*-17,3%*	*40,8%*	*31,2%*	*26,0%*		
Beneficio ordinario neto	**0,1**	**1,0**	**1,0**	**0,9**	**0,6**	**1,0**	**1,3**	**1,6**	***79,6%***	***36,5%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-53,1%*	*n.a.*	*2,4%*	*-10,9%*	*-26,5%*	*53,9%*	*31,2%*	*26,0%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**1,7**	**2,0**	**2,4**	***21,9%***	***19,7%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,3)	(0,2)	(0,2)		
Cash Flow operativo recurrente						**1,4**	**1,8**	**2,2**	***42,7%***	***20,4%***
CAPEX						(0,5)	(0,5)	(0,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						0,0	0,1	0,1		
Impuestos						(0,2)	(0,3)	(0,3)		
Free Cash Flow Recurrente						**0,7**	**1,1**	**1,4**	***10,0%***	***54,7%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**0,7**	**1,1**	**1,4**	***-7,9%***	***59,7%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,4)	(0,6)	(0,7)		
Variación de Deuda financiera neta						**(0,4)**	**(0,5)**	**(0,6)**		

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

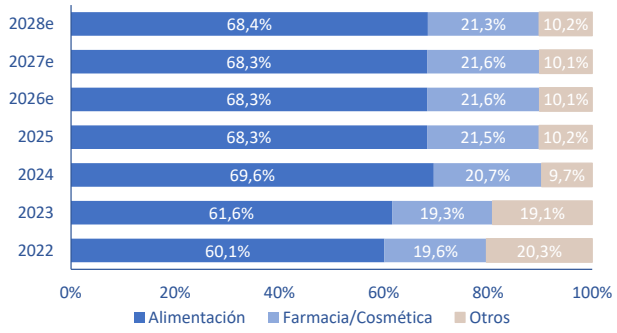
La compañía en 8 gráficos

El mercado de packaging flexible a nivel europeo se espera que crezca a una TACC 25e-30e del 5,0%

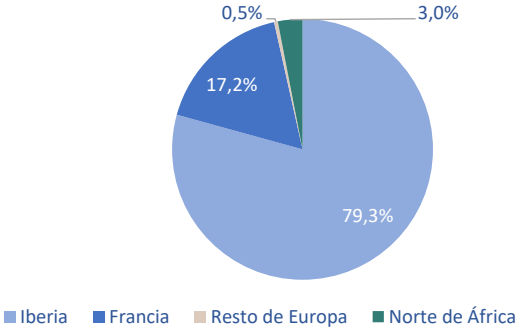


Fuente: Mordor Intelligence

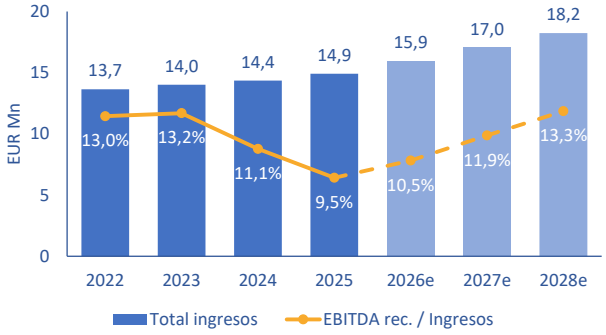
IFLEX: un negocio integrado verticalmente y con exposición a sectores defensivos/anticíclicos …



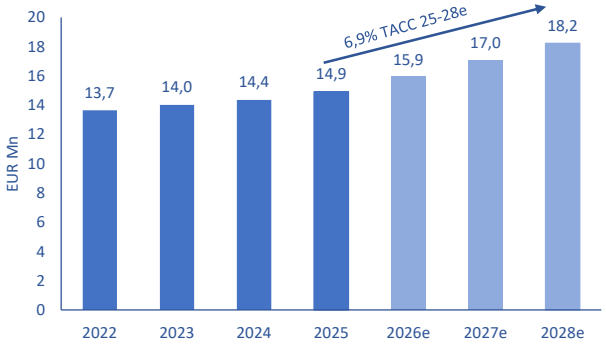
…y presencia internacional (e intención de reforzarla). En 2025 las ventas internacionales representaron el 21%



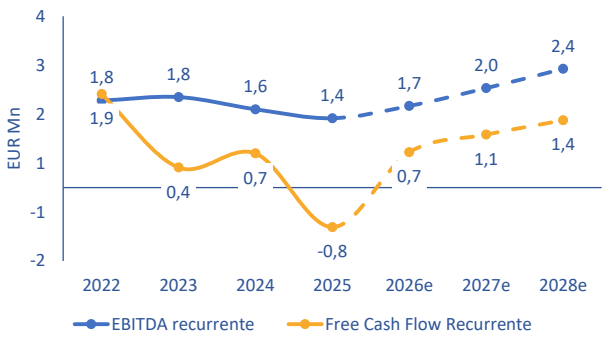
Recuperación de margen EBITDA rec. en 2026-2028



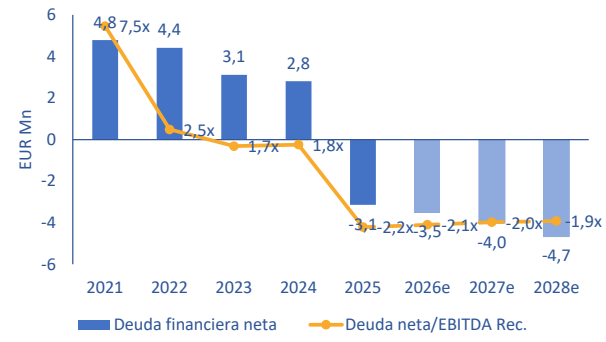
… con otro salto en 2025 (ampliación de capital con nuevos socios industriales) que añade potencial de M&A al atractivo crecimiento orgánico



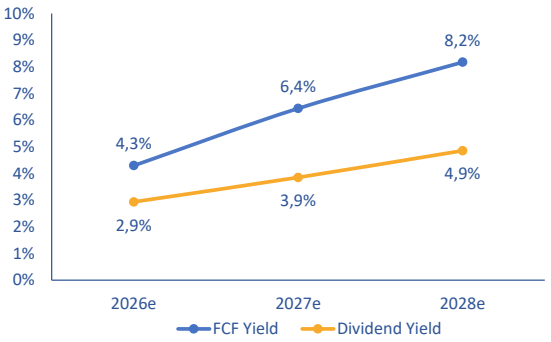
Empujando el crecimiento en EBITDA Rec. y su correspondiente impacto en la generación de FCF



Que permite M&A a IFLEX en un sector fragmentado manteniendo un dividendo atractivo y un sólido balance



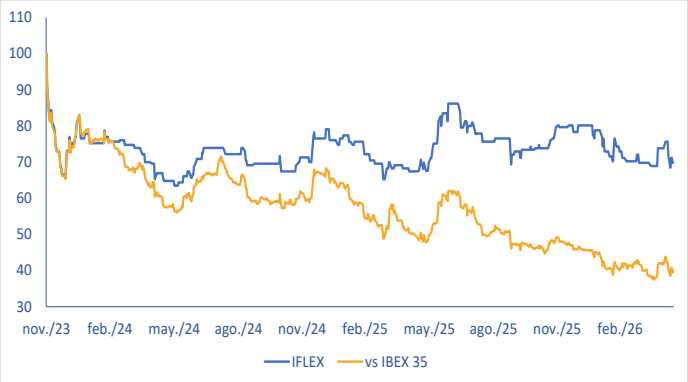
Múltiplos 2026e-2028e sin incluir upside de M&A



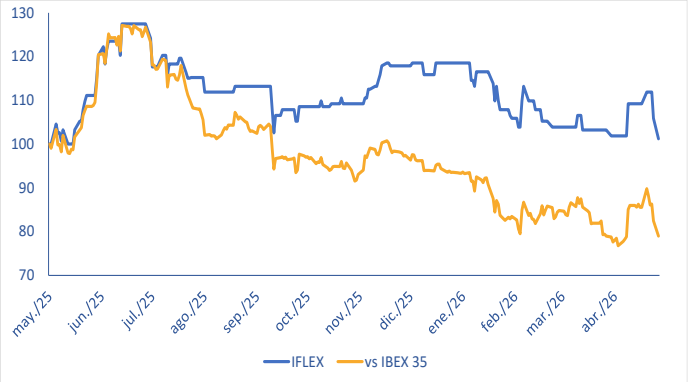
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

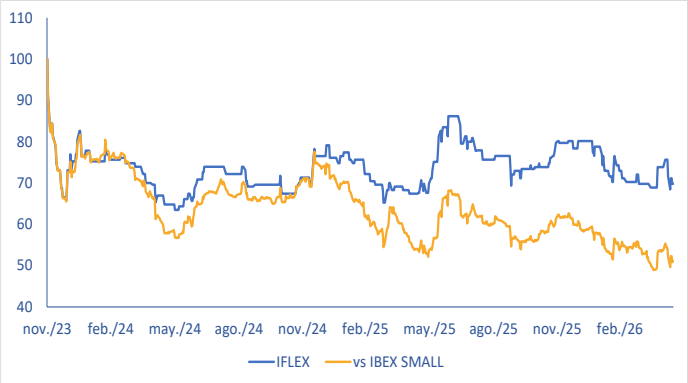
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



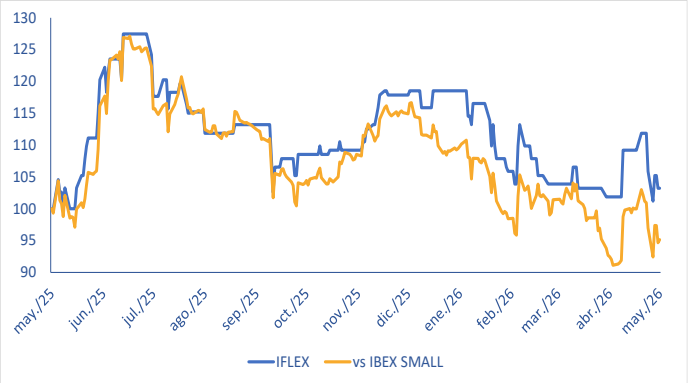
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



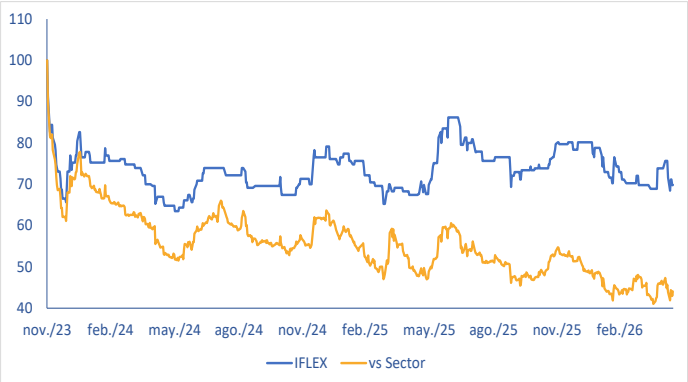
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



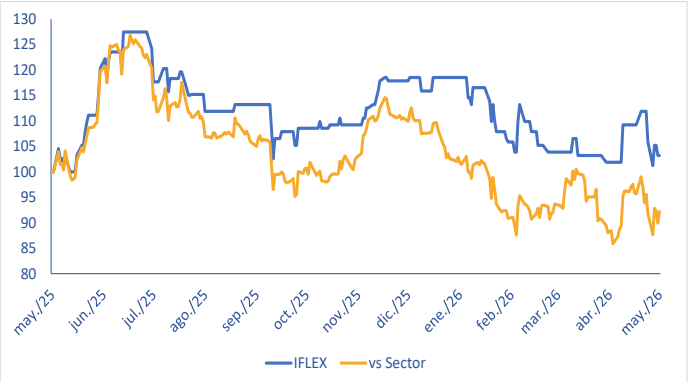
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	1,3	-2,5	3,2	-12,9	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	4,5	-2,2	-18,4	-14,5	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	3,3	0,1	-4,1	-13,5	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	2,9	-3,3	-4,8	-15,1	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	-0,1	-3,1	-9,4	-15,1	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-1,0	-4,2	-10,4	-15,7	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services	4,4	1,5	-7,8	-15,9	n.a.	n.a.

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**1,8**	**1,8**	**1,6**	**1,4**	**1,7**	**2,0**	**2,4**	***-7,3%***	***19,7%***
Cto.EBITDA recurrente	*176,9%*	*4,1%*	*-13,5%*	*-11,5%*	*17,9%*	*21,6%*	*19,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*13,0%*	*13,2%*	*11,1%*	*9,5%*	*10,5%*	*11,9%*	*13,3%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,5	(0,1)	0,5	(0,1)	(0,3)	(0,2)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**2,3**	**1,7**	**2,1**	**1,3**	**1,4**	**1,8**	**2,2**	***-17,7%***	***20,4%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*485,8%*	*-25,5%*	*20,4%*	*-37,9%*	*9,7%*	*31,9%*	*20,7%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*16,8%*	*12,2%*	*14,3%*	*8,6%*	*8,8%*	*10,8%*	*12,2%*		
- CAPEX	(0,3)	(0,9)	(1,1)	(2,0)	(0,5)	(0,5)	(0,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	0,0	0,1	0,1		
- Impuestos	-	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,2)	(0,3)	(0,3)		
= Free Cash Flow recurrente	**1,9**	**0,4**	**0,7**	**(0,8)**	**0,7**	**1,1**	**1,4**	***-34,3%***	***54,7%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*254,8%*	*-78,5%*	*69,9%*	*-215,9%*	*189,4%*	*49,8%*	*26,9%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*14,0%*	*2,9%*	*4,9%*	*n.a.*	*4,5%*	*6,4%*	*7,5%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(0,2)	-	0,1	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	(0,3)	0,3	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(0,0)	0,1	-	-	-		
= Free Cash Flow	**2,0**	**(0,1)**	**1,0**	**(0,7)**	**0,7**	**1,1**	**1,4**	***-32,5%***	***59,7%***
Cto. Free Cash Flow	*516,5%*	*-103,4%*	*n.a.*	*-167,6%*	*208,9%*	*49,8%*	*26,9%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*11,4%*	*2,4%*	*4,1%*	*n.a.*	*4,3%*	*6,4%*	*8,2%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*12,1%*	*n.a.*	*5,8%*	*n.a.*	*4,3%*	*6,4%*	*8,2%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(1,2)**	**1,9**	**0,4**	**0,7**	**(0,8)**	**0,7**	**1,1**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,8	0,0	(0,3)	(0,2)	0,2	0,2	0,3
= Variación EBITDA recurrente	**1,1**	**0,1**	**(0,2)**	**(0,2)**	**0,3**	**0,4**	**0,4**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	1,8	(0,7)	0,6	(0,6)	(0,1)	0,1	(0,0)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**2,9**	**(0,6)**	**0,3**	**(0,8)**	**0,1**	**0,4**	**0,4**
+/-Variación del CAPEX	0,3	(0,6)	(0,2)	(0,9)	1,5	(0,0)	(0,0)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,1)	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
+/- Variación de impuestos	-	(0,2)	0,1	0,1	(0,2)	(0,1)	(0,1)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**3,1**	**(1,5)**	**0,3**	**(1,5)**	**1,5**	**0,4**	**0,3**
Free Cash Flow Recurrente	**1,9**	**0,4**	**0,7**	**(0,8)**	**0,7**	**1,1**	**1,4**

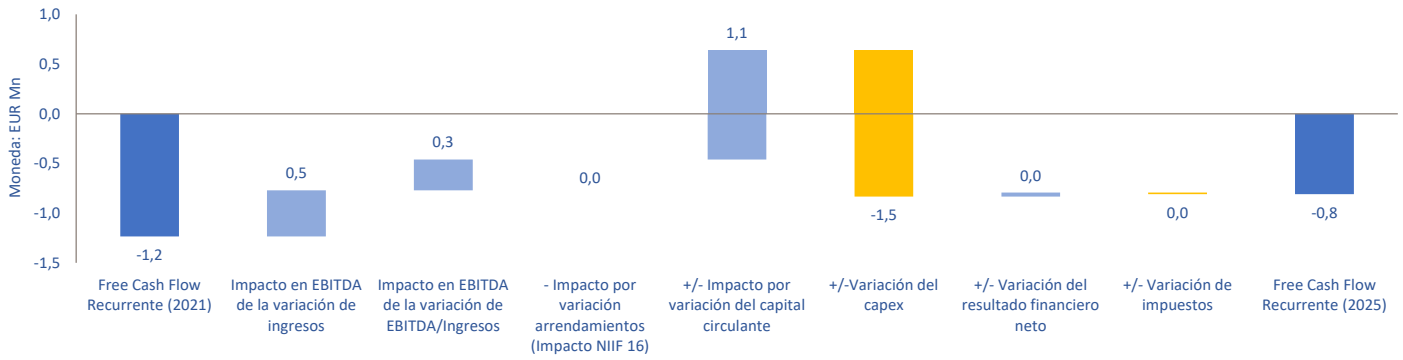
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**1,3**	**1,2**	**1,0**	**0,9**	**1,2**	**1,5**	**1,9**	***-9,5%***	***27,1%***
** Tasa fiscal teórica*	*18,7%*	*12,3%*	*6,5%*	*17,4%*	*17,4%*	*17,4%*	*17,4%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)		
EBITDA recurrente	**1,8**	**1,8**	**1,6**	**1,4**	**1,7**	**2,0**	**2,4**	***-7,3%***	***19,7%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,5	(0,1)	0,5	(0,1)	(0,3)	(0,2)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**2,3**	**1,7**	**2,1**	**1,3**	**1,4**	**1,8**	**2,2**	***-17,7%***	***20,4%***
- CAPEX	(0,3)	(0,9)	(1,1)	(2,0)	(0,5)	(0,5)	(0,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**1,8**	**0,7**	**0,9**	**(0,9)**	**0,7**	**1,0**	**1,3**	***-35,4%***	***51,9%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*254,7%*	*-62,1%*	*33,0%*	*-195,9%*	*179,0%*	*50,6%*	*26,7%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	13,2%	4,9%	6,3%	n.a.	4,3%	6,1%	7,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(0,2)	-	0,1	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	(0,3)	0,3	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(0,0)	0,1	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**1,9**	**0,2**	**1,2**	**(0,7)**	**0,7**	**1,0**	**1,3**	***-33,4%***	***56,1%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*557,8%*	*-89,4%*	*484,6%*	*-161,0%*	*194,7%*	*50,6%*	*26,7%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*13,4%*	*5,1%*	*6,8%*	*n.a.*	*5,1%*	*7,7%*	*9,8%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*14,4%*	*1,5%*	*8,9%*	*n.a.*	*5,1%*	*7,7%*	*9,8%*		

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

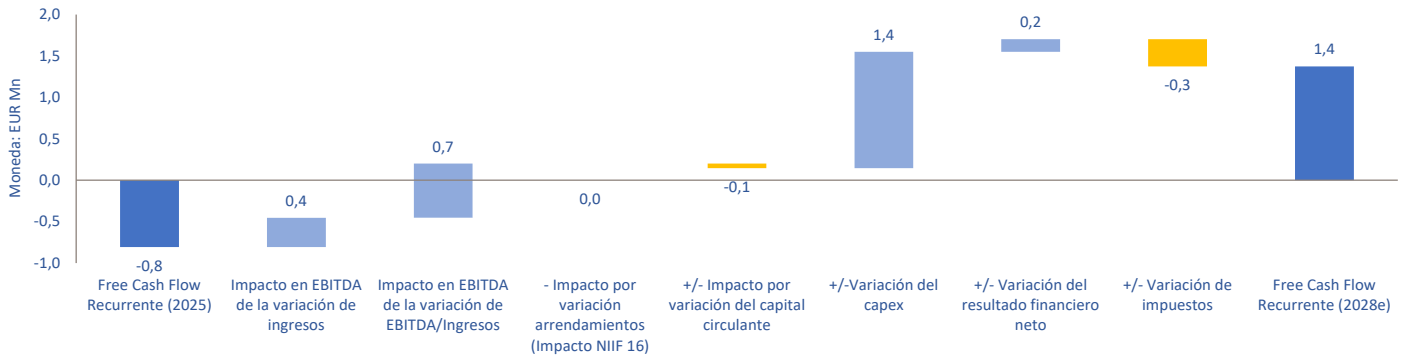
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

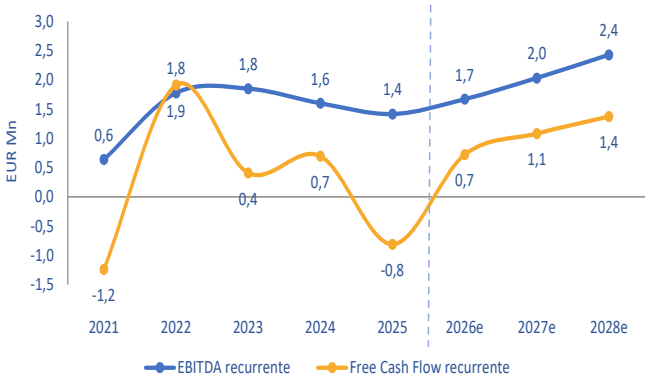
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



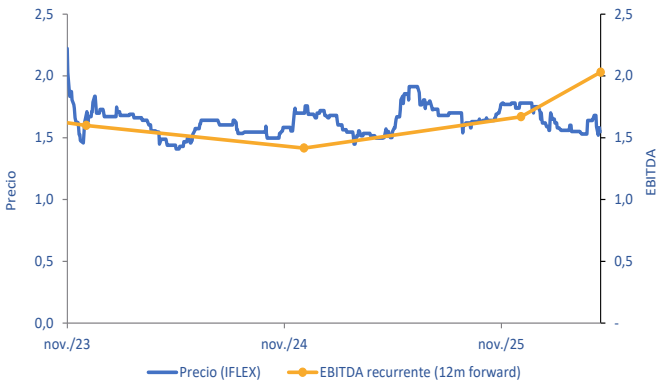
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**0,7**	**1,0**	**1,3**	**15,7**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**16,8**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**-3,1**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	2,6%	Coste de la deuda neta	2,3%	2,8%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**2,1%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**1,9%**	**2,3%**
Risk free rate (rf)	3,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)	1,0	1,2
Coste del Equity	**10,2%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,1%**	**11,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D	=	=
WACC	**10,2%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,1%**	**11,4%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	16,8	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	(3,1)	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**13,5**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	2,2%	15,1%	16,0%	14,1%	10,2%

	2025	2028e
ROCE - WACC	0,0%	7,7%
FCF Yield - WACC	n.a.	-0,4%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	**13,1%**	**2,2**	**6,0x**
Central	**11,9%**	**2,0**	**6,6x**
Min	**10,7%**	**1,8**	**7,4x**

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	2,9%	3,2%	3,5%
2,2	**1,3**	**1,3**	**1,2**
2,0	**1,1**	**1,1**	**1,0**
1,8	**0,9**	**0,9**	**0,8**

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	**8,0%**	**7,7%**	**7,4%**
Central	**6,7%**	**6,4%**	**6,1%**
Min	**5,5%**	**5,2%**	**4,9%**

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	44,4%	25,0%	22,2%
% de consejeros dominicales	11,1%	50,0%	66,7%
% de consejeros ejecutivos	44,4%	25,0%	11,1%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	11,1%	12,5%	22,2%
% de mujeres en la plantilla	33,3%	30,2%	32,7%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	1,9%	1,6%	1,4%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Packaging				
	EUR Mn	Amcor	Huhtamaki	Mondi	Average	IFLEX
Datos Mercado	Ticker (Factset)	AMCR.K	HUH1V.HE	MNDI.L		IFLEX.MC
	País	Switzerland	Finland	UK		Spain
	Market cap	14.592,3	2.855,4	3.798,7		16,8
	Enterprise value (EV)	26.873,7	4.124,7	7.872,1		13,5
Información financiera básica	Total Ingresos	20.012,5	3.938,0	8.980,0		15,9
	Cto.Total Ingresos	*55,0%*	*-0,6%*	*2,3%*	*18,9%*	*6,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*1,9%*	*3,7%*	*3,9%*	*3,2%*	*7,0%*
	EBITDA	3.153,0	608,3	1.050,0		1,7
	Cto. EBITDA	*76,6%*	*2,5%*	*-8,5%*	*23,5%*	*12,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*6,2%*	*5,3%*	*15,3%*	*8,9%*	*20,5%*
	EBITDA/Ingresos	*15,8%*	*15,4%*	*11,7%*	*14,3%*	*10,5%*
	EBIT	2.408,5	390,4	455,2		1,2
	Cto. EBIT	*105,9%*	*3,3%*	*-20,2%*	*29,7%*	*24,6%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*4,7%*	*6,7%*	*31,6%*	*14,3%*	*28,4%*
	EBIT/Ingresos	*12,0%*	*9,9%*	*5,1%*	*9,0%*	*7,2%*
	Beneficio Neto	1.590,6	256,8	199,6		1,0
	Cto. Beneficio Neto	*259,0%*	*29,2%*	*-2,1%*	*95,4%*	*40,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*8,4%*	*6,7%*	*54,2%*	*23,1%*	*28,6%*
	CAPEX/Ventas	*3,7%*	*5,5%*	*7,3%*	*5,5%*	*3,2%*
	Free Cash Flow	1.424,3	235,3	288,3		0,7
	Deuda financiera Neta	11.354,1	1.080,1	2.895,9		(3,5)
	DN/EBITDA (x)	3,6	1,8	2,8	2,7	n.a.
	Pay-out	*43,2%*	*47,6%*	*119,0%*	*69,9%*	*50,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	9,2	11,0	20,8	13,7	17,0
	P/BV (x)	1,4	1,4	0,8	1,2	1,4
	EV/Ingresos (x)	1,3	1,0	0,9	1,1	0,8
	EV/EBITDA (x)	8,5	6,8	7,5	7,6	8,1
	EV/EBIT (x)	11,2	10,6	17,3	13,0	11,7
	ROE	*14,9*	*12,9*	*3,9*	*10,6*	*8,3*
	FCF Yield (%)	*9,8*	*8,2*	*7,6*	*8,5*	*4,3*
	DPA	*2,16*	*1,16*	*0,54*	*1,29*	*0,05*
	Dvd Yield	*6,9%*	*4,4%*	*0,1%*	*3,8%*	*2,9%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos			**7,0**	**7,2**	**7,6**	**8,6**	**9,2**	**13,7**	**14,0**	**14,4**	**14,9**	**15,9**	**17,0**	**18,2**	***n.a.***	***6,9%***
Cto. Total ingresos			*n.a.*	*3,4%*	*5,4%*	*13,1%*	*7,2%*	*48,3%*	*2,7%*	*2,4%*	*3,9%*	*6,8%*	*7,0%*	*7,0%*		
EBITDA			**0,4**	**0,5**	**0,7**	**0,7**	**0,6**	**1,7**	**1,7**	**1,6**	**1,5**	**1,7**	**2,0**	**2,4**	***n.a.***	***17,7%***
Cto. EBITDA			*n.a.*	*3,9%*	*44,0%*	*-0,5%*	*-3,7%*	*165,8%*	*0,7%*	*-8,5%*	*-5,3%*	*12,2%*	*21,6%*	*19,5%*		
EBITDA/Ingresos			*6,4%*	*6,5%*	*8,8%*	*7,8%*	*7,0%*	*12,5%*	*12,3%*	*10,9%*	*10,0%*	*10,5%*	*11,9%*	*13,3%*		
Beneficio neto			**0,1**	**0,1**	**0,2**	**0,1**	**0,1**	**0,9**	**0,9**	**0,8**	**0,7**	**1,0**	**1,3**	**1,6**	***n.a.***	***32,5%***
Cto. Beneficio neto			*n.a.*	*-41,7%*	*93,7%*	*-17,3%*	*-53,1%*	*n.a.*	*-3,8%*	*-2,0%*	*-17,3%*	*40,8%*	*31,2%*	*26,0%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)			-	-	-	-	5,2	5,3	6,0	6,0	8,4	10,8	10,8	10,8		
BPA (EUR)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,01	0,17	0,15	0,14	0,08	0,09	0,12	0,15	*n.a.*	*21,9%*
Cto. BPA			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-14,4%*	*-2,0%*	*-41,6%*	*9,4%*	*31,2%*	*26,0%*		
BPA ord. (EUR)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,01	0,18	0,16	0,15	0,08	0,09	0,12	0,15	*n.a.*	*25,5%*
Cto. BPA ord.			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-8,9%*	*-10,9%*	*-48,1%*	*19,6%*	*31,2%*	*26,0%*		
CAPEX			-	(1,1)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,3)	(0,9)	(1,1)	(2,0)	(0,5)	(0,5)	(0,6)		
CAPEX/Vtas %[1]			*0,0%*	*15,7%*	*7,1%*	*6,3%*	*5,6%*	*1,9%*	*6,2%*	*7,5%*	*13,3%*	*3,2%*	*3,2%*	*3,2%*		
Free Cash Flow			**(0,9)**	**(0,5)**	**(0,7)**	**0,2**	**(0,5)**	**2,0**	**(0,1)**	**1,0**	**(0,7)**	**0,7**	**1,1**	**1,4**	***n.a.***	***59,7%***
DN/EBITDA (x) [2]			*7,0x*	*8,7x*	*6,8x*	*6,5x*	*7,5x*	*2,6x*	*1,8x*	*1,8x*	*-2,1x*	*-2,1x*	-2,0x	-1,9x		
PER (x)			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*11,2x*	*11,9x*	*21,4x*	*17,0x*	13,0x	10,3x		
EV/Vtas (x)			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,95x*	*0,92x*	*1,07x*	*0,85x*	0,79x	0,74x		
EV/EBITDA (x) [2]			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*7,7x*	*8,4x*	*10,7x*	*8,1x*	6,6x	5,5x		
Comport. Absoluto			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,8%*	*4,7%*	*-12,9%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-8,7%*	*-29,8%*	*-14,5%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inmobiliaria del Sur

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 16,65 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 jun 2026

Inmobiliaria del Sur (ISUR), es una inmobiliaria con sede en Sevilla y presencia en Andalucía y Madrid, con un modelo de negocio que combina la actividad de promoción (residencial y terciaria) y patrimonial, con una cartera de activos en alquiler (fundamentalmente oficinas), ambas actividades con un peso relevante en términos de GAV. El Consejo de Administración controla de forma directa e indirecta c. 71,5% del capital.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	310,8	361,4
EV (Mn EUR y USD)	540,9	628,9
Número de Acciones (Mn)	18,7	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	18,80 / 14,44 / 11,20	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación(1)	4,0	
Refinitiv / Bloomberg	ISUR.MC / ISUR SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración	71,5
Autocartera	2,0
Free Float	26,5

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	18,3	18,7	18,7	18,7
Total Ingresos	238,6	147,9	171,0	310,4
EBITDA Rec.	49,0	28,1	33,1	57,7
% Var.	*48,4*	*-42,7*	*17,7*	*74,4*
% EBITDA Rec./Ing.	*20,6*	*19,0*	*19,3*	*18,6*
% Var EBITDA sector (2)	*8,9*	*9,9*	*4,2*	*6,2*
Beneficio neto	43,1	14,9	18,0	36,9
BPA (EUR)	2,35	0,80	0,97	1,98
% Var.	*105,9*	*-66,1*	*21,3*	*104,4*
BPA ord. (EUR)	1,75	0,80	0,97	1,98
% Var.	*98,8*	*-54,3*	*21,3*	*104,4*
Free Cash Flow Rec.	120,7	-13,9	-22,7	41,1
Pay-out (%)	*32,0*	*48,0*	*48,0*	*48,0*
DPA (EUR)	0,75	0,38	0,46	0,95
Deuda financiera neta	157,4	185,1	214,9	182,5
DN / EBITDA Rec.(x)	3,2	6,6	6,5	3,2
ROE (%)	*20,0*	*5,4*	*6,4*	*12,2*
ROCE (%)	*12,3*	*4,7*	*5,2*	*8,7*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	7,1	20,9	17,2	8,4
PER Ordinario	9,5	20,9	17,2	8,4
P/BV	1,1	1,1	1,1	1,0
Dividend Yield (%)	*4,5*	*2,3*	*2,8*	*5,7*
EV/Ventas	2,27	3,66	3,16	1,74
EV/EBITDA Rec.	11,0	19,3	16,4	9,4
EV/EBIT	8,6	19,5	16,5	9,4
FCF Yield (%)	*38,3*	*n.a.*	*n.a.*	*13,1*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-0,9*	*-5,4*	*44,8*	*108,6*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

Los resultados del 1T26 refuerzan el inicio de la nueva fase de crecimiento. ISUR cierra el 1T26 con unos ingresos consolidados de EUR 31,5Mn (+5,2% vs 1T25). Los ingresos de promoción residencial aumentaron un +38,7% hasta los EUR 19,8Mn, apoyados en un incremento del número de viviendas entregadas en el trimestre (95 viviendas vs 56 en 1T25) y en una mejora significativa del precio medio de venta (PMV), que alcanza los EUR 0,358Mn (+23,1% vs 1T25), favorecido por el mix de producto.

2026e: caída (lógica) de actividad. Estimamos entregas de 280 viviendas con unos ingresos de EUR 147,9 Mn (- 38% vs 2025), junto con un EBITDA Rec. de EUR 28,1Mn (-42,7% vs 2025). Esto se explica porque 2026 es el año de menor entregas del 2026-2030, y el 2025 fue el del pico de entrega de viviendas y resultados del anterior ciclo.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Perfil de crecimiento visible a medio plazo gracias a un amplio banco de suelo y a un pipeline de promoción que permite proyectar una fuerte expansión de actividad hasta 2030. El plan estratégico contempla más de 3.000 viviendas entregadas con una cifra de negocio entre EUR 1,1-1,2Bn en 2026-2030, con un incremento relevante del EBITDA y del beneficio neto, pero con una fuerte concentración hacia el final del período. A esto se suma un entorno estructuralmente favorable en el mercado residencial español, caracterizado por déficit de oferta y demanda sostenida, lo que refuerza la visibilidad comercial de los desarrollos.

La cartera de preventas es el principal argumento. ISUR mantiene una elevada capacidad operativa y una sólida cartera de preventas acumuladas de 805 viviendas (EUR 304Mn) aportando mucha visibilidad, lo que supone un ratio de cobertura de las entregas estimadas por la compañía del 81,8% 2026e y 62,2% 2027e. Las unidades en construcción y pendientes de entrega se sitúan en 1.025 viviendas.

El modelo de negocio combina crecimiento con disciplina de capital, mediante un modelo creciente de coinversión que reduce el consumo de balance y limita el riesgo financiero, manteniendo un LTV objetivo en torno al 30%. Este enfoque permite mejorar la rentabilidad sobre el capital empleado, al tiempo que mantiene una política atractiva de remuneración al accionista, con un pay-out del 45–50% y una generación estimada de dividendos relevante durante el periodo. Adicionalmente, el crecimiento del negocio patrimonial aporta cierta recurrencia y contribuye a estabilizar parcialmente el perfil de resultados.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo de presión en márgenes de construcción. El sector continúa expuesto a tensiones en costes de materiales, mano de obra y disponibilidad de recursos, lo que podría afectar los márgenes de promoción y los plazos de ejecución de proyectos.

La evolución de yields inmobiliarias y tipos de interés puede afectar negativamente al valor de la cartera patrimonial y, por tanto, al NAV del grupo**.**

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

La actividad comercial en el 1T26 confirma el buen momentum de ISUR. Favorecido por los excelentes fundamentales del sector residencial español. La materialización de las entregas en los próximos trimestres sigue siendo el principal catalizador del negocio de ISUR. Pese al excelente comportamiento de la acción -12m (+44,8%; +49,5% vs sector) el momentum del negocio promotor y el descuento vs NAV (c.-24%) indican que el outperformance podría tener continuidad.

ISUR ofrece potencial de revalorización si la compañía ejecuta correctamente su plan estratégico y materializa el crecimiento previsto. No obstante, el equity story sigue estando condicionado por la naturaleza cíclica del negocio promotor y por la elevada concentración de resultados en los últimos años del nuevo plan estratégico (2026 – 20230), lo que introduce riesgos de ejecución. En conjunto, se trata de una historia de crecimiento atractiva con upside potencial, y con riesgo reducido (limitado a la capacidad de ejecución del pipeline). El driver sectorial es favorable y evidente. Y la fortaleza comercial (visible en los resultados 2025 y 1T 2026) sigue siendo muy alta. ISUR es un valor de la cartera modelo de Lighthouse**.**

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	-	-	-	-	-	-	-	-
Inmovilizado material	216,9	216,2	206,6	195,6	371,2	379,0	388,1	404,8
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Inmovilizado financiero	0,5	0,3	-	-	-	-	-	-
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	185,2	250,1	285,2	288,2	228,0	233,5	269,3	273,4
Total activo	**402,6**	**466,6**	**491,8**	**483,8**	**599,2**	**612,5**	**657,4**	**678,3**
Patrimonio neto	128,3	137,3	145,7	155,1	275,3	276,4	287,3	315,5
Minoritarios	3,2	3,1	3,2	3,2	3,7	3,7	3,7	3,7
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	1,6	1,6	1,6	1,6
Deuda financiera neta	198,0	239,9	242,5	202,0	157,4	185,1	214,9	182,5
Pasivo circulante	73,1	86,3	100,4	123,5	161,2	145,7	149,9	175,0
Total pasivo	**402,6**	**466,6**	**491,8**	**483,8**	**599,2**	**612,5**	**657,4**	**678,3**

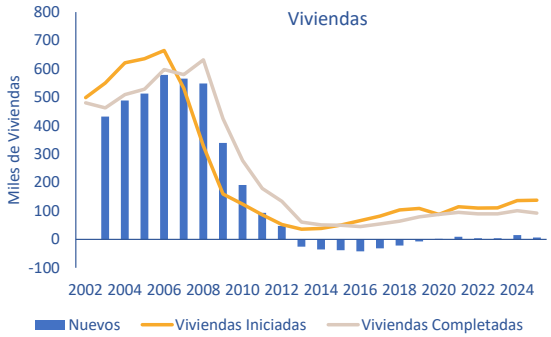
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**21-25**	**25-28e**
Total Ingresos	**125,2**	**117,8**	**119,8**	**185,8**	**238,6**	**147,9**	**171,0**	**310,4**	***17,5%***	***9,2%***
Cto.Total Ingresos	*-5,7%*	*-5,9%*	*1,7%*	*55,1%*	*28,4%*	*-38,0%*	*15,7%*	*81,5%*		
Coste de ventas	(63,8)	(64,3)	(66,1)	(103,8)	(133,7)	(59,0)	(72,7)	(164,3)		
Margen Bruto	**61,3**	**53,5**	**53,7**	**82,0**	**104,9**	**88,9**	**98,4**	**146,1**	***14,4%***	***11,7%***
Margen Bruto / Ingresos	*49,0%*	*45,4%*	*44,8%*	*44,1%*	*44,0%*	*60,1%*	*57,5%*	*47,1%*		
Gastos de personal	(9,1)	(11,1)	(12,6)	(13,6)	(14,7)	(15,2)	(15,8)	(16,3)		
Otros costes de explotación	(29,8)	(21,5)	(18,8)	(35,4)	(41,2)	(45,6)	(49,4)	(72,1)		
EBITDA recurrente	**22,5**	**20,9**	**22,3**	**33,0**	**49,0**	**28,1**	**33,1**	**57,7**	***21,6%***	***5,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*-8,5%*	*-7,0%*	*6,9%*	*48,1%*	*48,4%*	*-42,7%*	*17,7%*	*74,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*17,9%*	*17,7%*	*18,6%*	*17,8%*	*20,6%*	*19,0%*	*19,3%*	*18,6%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA	**22,5**	**20,9**	**22,3**	**33,0**	**49,0**	**28,1**	**33,1**	**57,7**	***21,6%***	***5,6%***
Depreciación y provisiones	(4,3)	(4,2)	(4,6)	(3,8)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Revalorización de activos / Resultados por venta de activos	3,8	2,2	6,1	6,4	14,3	-	-	-		
EBIT	**21,9**	**18,8**	**23,8**	**35,6**	**63,1**	**27,8**	**32,7**	**57,4**	***30,2%***	***-3,1%***
Cto.EBIT	*64,2%*	*-14,2%*	*26,5%*	*49,7%*	*77,1%*	*-56,0%*	*17,9%*	*75,2%*		
EBIT / Ingresos	*17,5%*	*16,0%*	*19,9%*	*19,2%*	*26,4%*	*18,8%*	*19,1%*	*18,5%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(5,6)	(5,2)	(9,1)	(8,1)	(7,5)	(8,3)	(9,1)	(9,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**16,4**	**13,6**	**14,7**	**27,5**	**55,5**	**19,5**	**23,6**	**48,3**	***35,7%***	***-4,6%***
Cto.Beneficio ordinario	*120,1%*	*-16,9%*	*7,8%*	*87,8%*	*101,8%*	*-64,9%*	*21,3%*	*104,4%*		
Extraordinarios	-	6,4	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**16,4**	**20,0**	**14,7**	**27,5**	**55,5**	**19,5**	**23,6**	**48,3**	***35,7%***	***-4,6%***
Impuestos	(4,3)	(4,9)	(3,2)	(6,5)	(12,4)	(4,6)	(5,6)	(11,4)		
Tasa fiscal efectiva	*26,0%*	*24,4%*	*21,8%*	*23,5%*	*22,3%*	*23,5%*	*23,5%*	*23,5%*		
Minoritarios	(0,1)	(0,1)	(0,2)	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**12,0**	**15,0**	**11,3**	**21,0**	**43,1**	**14,9**	**18,0**	**36,9**	***37,6%***	***-5,1%***
Cto.Beneficio neto	*-43,0%*	*25,0%*	*-24,8%*	*86,1%*	*105,0%*	*-65,5%*	*21,3%*	*104,4%*		
Beneficio ordinario neto	**12,0**	**8,6**	**6,6**	**16,2**	**32,0**	**14,9**	**18,0**	**36,9**	***27,7%***	***4,9%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*33,8%*	*-28,8%*	*-23,3%*	*146,5%*	*97,9%*	*-53,5%*	*21,3%*	*104,4%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**21-25**	**25-28e**
EBITDA recurrente						**28,1**	**33,1**	**57,7**	***21,6%***	***5,6%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(21,0)	(31,7)	21,0		
Cash Flow operativo recurrente						**7,1**	**1,4**	**78,7**	***52,0%***	***-18,8%***
CAPEX						(8,1)	(9,4)	(17,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(8,3)	(9,1)	(9,1)		
Impuestos						(4,6)	(5,6)	(11,4)		
Free Cash Flow Recurrente						**(13,9)**	**(22,7)**	**41,1**	***75,0%***	***-30,2%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(13,9)**	**(22,7)**	**41,1**	***77,7%***	***-33,9%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(13,8)	(7,1)	(8,7)		
Variación de Deuda financiera neta						**27,7**	**29,9**	**(32,5)**		

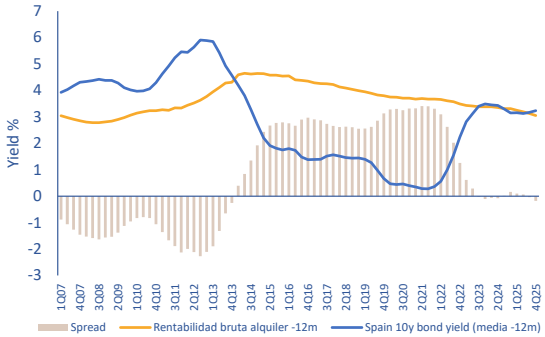
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

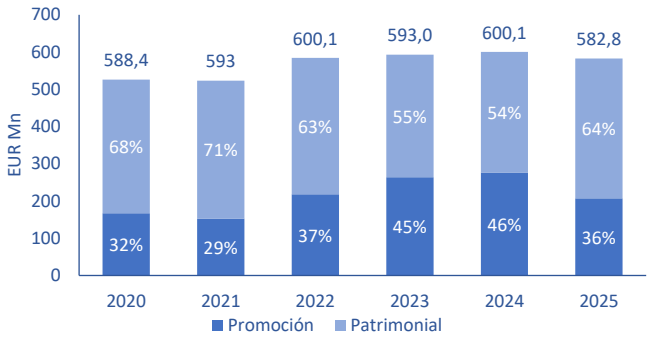
Desequilibrio oferta-demanda: un motor de crecimiento a largo plazo para el residencial español



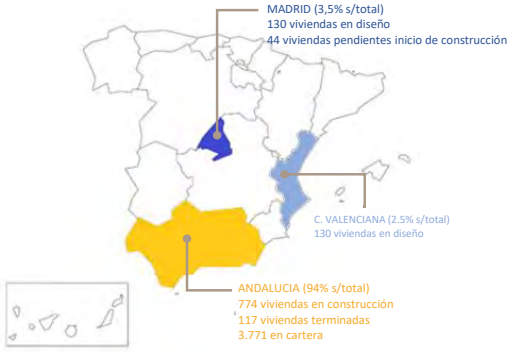
Aunque la macro y la fuerte subida de tipos de interés pesarán sobre el sector a corto plazo



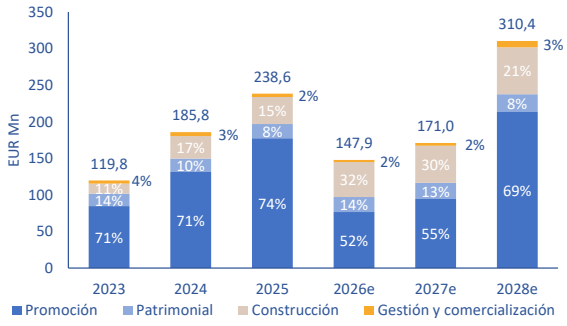
ISUR: Una inmobiliaria singular, que combina los negocios de promoción y patrimonial, ambos con peso relevante sobre GAV



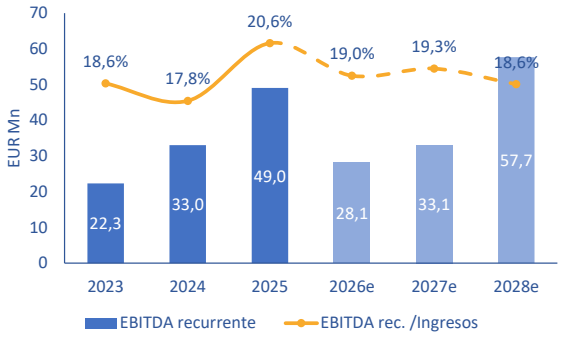
Con una cartera de suelo que debiera permitir la construcción de +5.000 viviendas (33% ya en comercialización)



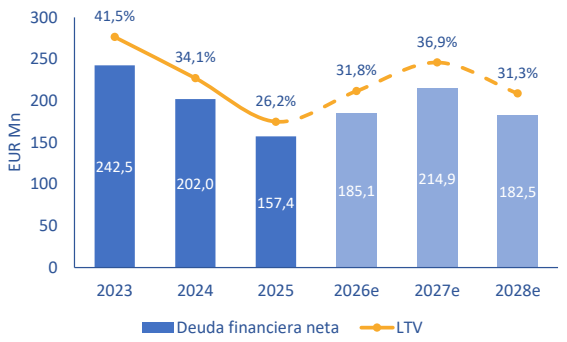
En 2028e deberíamos tener una compañía con ventas de EUR 310Mn…



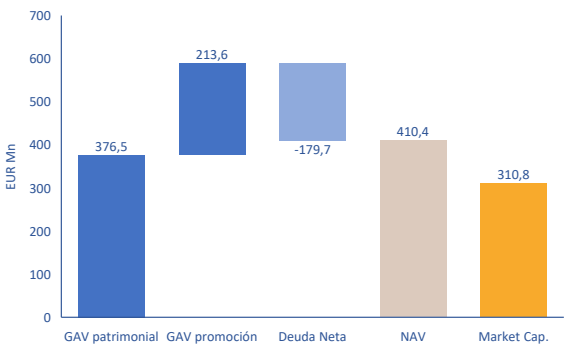
… Y EBITDA 2028E de c. EUR 58Mn (+6% TACC 25-28e)



Pese al repunte de los niveles de inversión, mantendrá un apalancamiento razonable (LTV c. 32%)



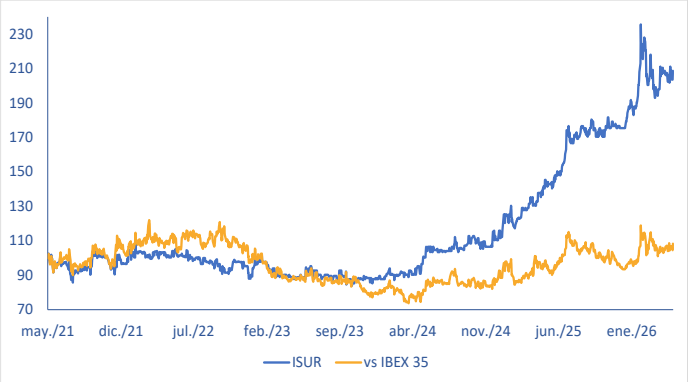
Cotizando con un descuento cercano al 24% frente al valor neto de los activos (NAV)



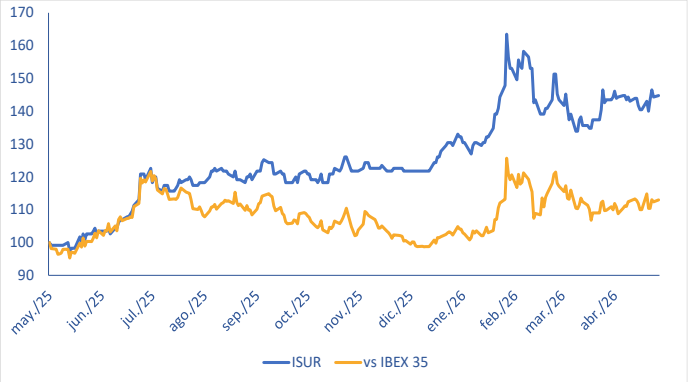
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



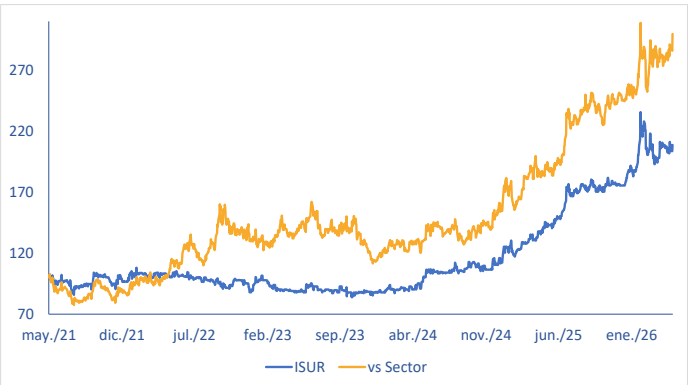
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



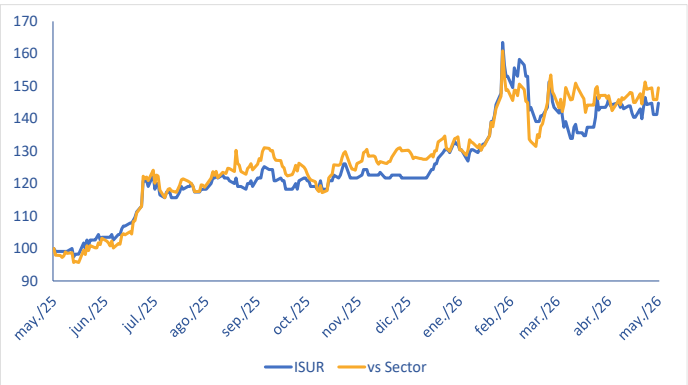
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Real State

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-0,9	-5,4	44,8	14,8	134,5	108,6
vs Mercado						
vs Ibex 35	2,3	-5,1	14,4	12,8	22,4	8,3
vs Euro STOXX 50	1,0	-2,8	34,5	14,1	73,7	43,8
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	0,7	-6,2	33,5	11,9	67,0	66,5
vs Segmento Micro Cap España [1]	-2,3	-6,0	27,1	11,9	79,2	103,4
vs MSCI Europe Micro Cap	-3,1	-7,0	25,6	11,2	94,1	108,8
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	1,6	0,4	49,5	14,9	106,9	186,9

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**20,9**	**22,3**	**33,0**	**49,0**	**28,1**	**33,1**	**57,7**	***33,0%***	***5,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*-7,0%*	*6,9%*	*48,1%*	*48,4%*	*-42,7%*	*17,7%*	*74,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*17,7%*	*18,6%*	*17,8%*	*20,6%*	*19,0%*	*19,3%*	*18,6%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(51,7)	(21,0)	20,1	97,9	(21,0)	(31,7)	21,0		
= Cash Flow operativo recurrente	**(30,8)**	**1,3**	**53,1**	**146,9**	**7,1**	**1,4**	**78,7**	***89,1%***	***-18,8%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-211,9%*	*104,2%*	*n.a.*	*176,5%*	*-95,2%*	*-80,4%*	*n.a.*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*1,1%*	*28,6%*	*61,6%*	*4,8%*	*0,8%*	*25,3%*		
- CAPEX	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(13,1)	(8,1)	(9,4)	(17,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(5,2)	(9,1)	(8,1)	(9,5)	(8,3)	(9,1)	(9,1)		
- Impuestos	(4,9)	(3,2)	(6,5)	(3,6)	(4,6)	(5,6)	(11,4)		
= Free Cash Flow recurrente	**(41,1)**	**(11,2)**	**38,3**	**120,7**	**(13,9)**	**(22,7)**	**41,1**	***70,2%***	***-30,2%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-419,6%*	*72,8%*	*442,6%*	*214,9%*	*-111,5%*	*-63,2%*	*281,1%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*20,6%*	*50,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*13,2%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	5,4	11,4	13,8	30,9	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,5)	(3,2)	(9,2)	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(36,3)**	**(0,3)**	**49,0**	**142,4**	**(13,9)**	**(22,7)**	**41,1**	***81,0%***	***-33,9%***
Cto. Free Cash Flow	*-353,8%*	*99,1%*	*n.a.*	*190,7%*	*-109,8%*	*-63,2%*	*281,1%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*12,1%*	*38,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*13,1%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*15,4%*	*45,2%*	*n.a.*	*n.a.*	*13,1%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**12,9**	**(41,1)**	**(11,2)**	**38,3**	**120,7**	**(13,9)**	**(22,7)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(1,3)	0,4	12,3	9,4	(18,6)	4,4	26,9
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,3)	1,1	(1,6)	6,6	(2,3)	0,6	(2,3)
= Variación EBITDA recurrente	**(1,6)**	**1,4**	**10,7**	**16,0**	**(21,0)**	**5,0**	**24,6**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(56,8)	30,7	41,1	77,8	(118,9)	(10,7)	52,7
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(58,4)**	**32,1**	**51,8**	**93,8**	**(139,8)**	**(5,7)**	**77,3**
+/-Variación del CAPEX	4,7	0,1	(0,1)	(12,9)	5,0	(1,3)	(7,7)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,3	(3,9)	1,0	(1,4)	1,2	(0,8)	0,0
+/- Variación de impuestos	(0,6)	1,7	(3,3)	2,8	(0,9)	(1,0)	(5,8)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(54,0)**	**29,9**	**49,5**	**82,4**	**(134,6)**	**(8,8)**	**63,8**
Free Cash Flow Recurrente	**(41,1)**	**(11,2)**	**38,3**	**120,7**	**(13,9)**	**(22,7)**	**41,1**

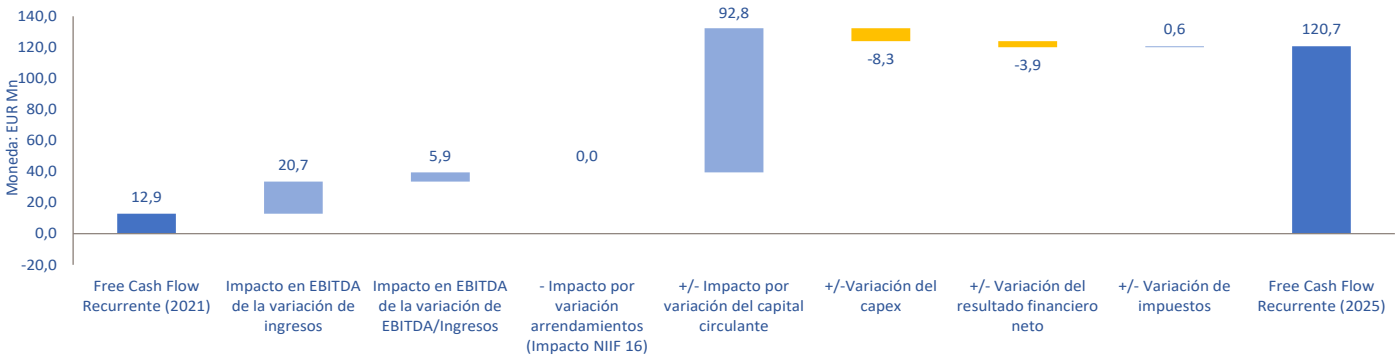
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**18,8**	**23,8**	**35,6**	**63,1**	**27,8**	**32,7**	**57,4**	***49,7%***	***-3,1%***
** Tasa fiscal teórica*	*24,4%*	*21,8%*	*23,5%*	*22,3%*	*23,5%*	*23,5%*	*23,5%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(4,6)	(5,2)	(8,4)	(14,1)	(6,5)	(7,7)	(13,5)		
EBITDA recurrente	**20,9**	**22,3**	**33,0**	**49,0**	**28,1**	**33,1**	**57,7**	***33,0%***	***5,6%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(51,7)	(21,0)	20,1	97,9	(21,0)	(31,7)	21,0		
= Cash Flow operativo recurrente	**(30,8)**	**1,3**	**53,1**	**146,9**	**7,1**	**1,4**	**78,7**	***89,1%***	***-18,8%***
- CAPEX	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(13,1)	(8,1)	(9,4)	(17,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(4,6)	(5,2)	(8,4)	(14,1)	(6,5)	(7,7)	(13,5)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(35,6)**	**(4,0)**	**44,5**	**119,7**	**(7,6)**	**(15,7)**	**48,1**	***75,0%***	***-26,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-309,9%*	*88,7%*	*n.a.*	*169,0%*	*-106,3%*	*-107,8%*	*405,7%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	24,0%	50,2%	n.a.	n.a.	15,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	5,4	11,4	13,8	30,9	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,5)	(0,5)	(3,2)	(9,2)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(30,8)**	**6,8**	**55,2**	**141,4**	**(7,6)**	**(15,7)**	**48,1**	***87,5%***	***-30,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-267,3%*	*122,1%*	*710,0%*	*156,4%*	*-105,4%*	*-107,8%*	*405,7%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*8,2%*	*22,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*8,9%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*1,3%*	*10,2%*	*26,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*8,9%*		

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

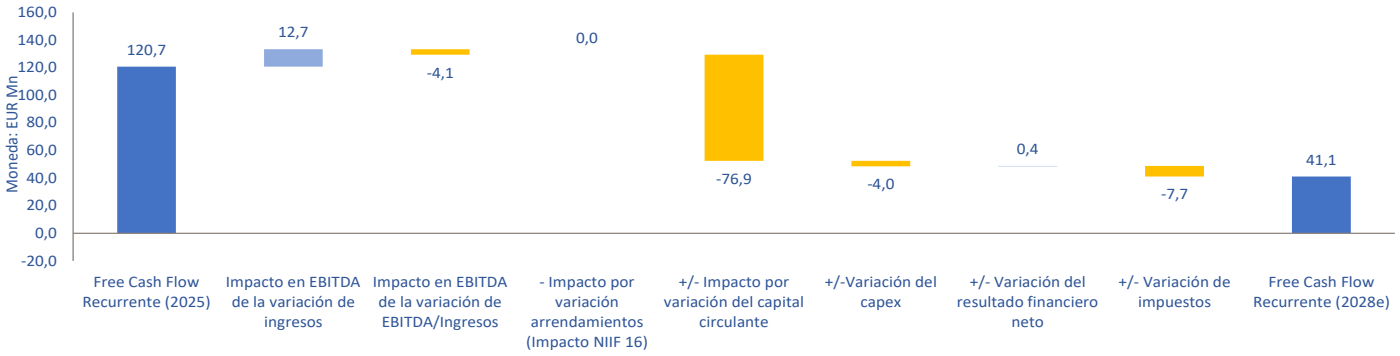
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

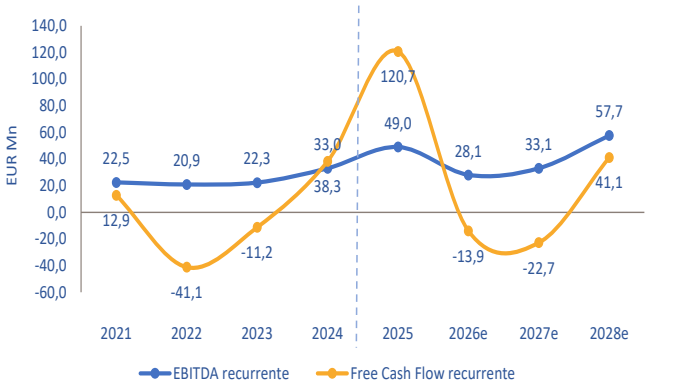
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



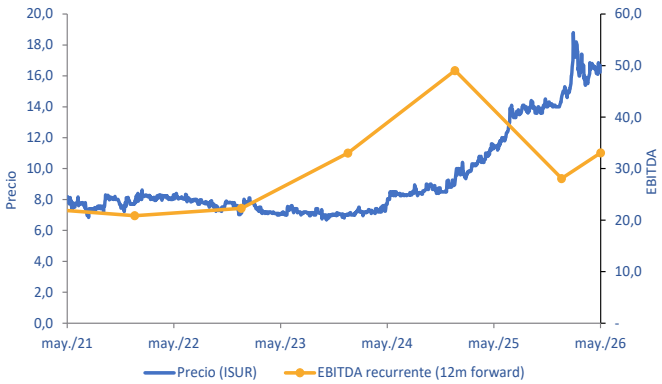
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(7,6)**	**(15,7)**	**48,1**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**310,8**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**179,7**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2026)		
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta	4,3%	4,8%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,6%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,4%**	**3,8%**
Risk free rate (rf)	3,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)	1,0	1,2
Coste del Equity	**10,2%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,1%**	**11,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	63,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	36,6%	D	=	=
WACC	**7,8%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,0%**	**8,6%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	310,8	
+ Minoritarios	3,7	Rdos. 3m 2026
+ Provisiones y otros pasivos a LP	46,7	Rdos. 3m 2026
+ Deuda financiera neta	179,7	Rdos. 3m 2026
- Inmovilizado financiero	-	Rdos. 3m 2026
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**540,9**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	4,9%	4,0%	4,8%	7,2%	12,3%

	2022	2028e
ROCE - WACC	4,5%	0,9%
FCF Yield - WACC	14,3%	1,1%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	21,2%	36,3	14,9x
Central	19,3%	33,1	16,4x
Min	17,4%	29,8	18,1x

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

>	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	4,9%	5,5%	6,1%
36,3	(18,4)	(19,5)	(20,5)
33,1	(21,7)	(22,7)	(23,7)
29,8	(24,9)	(26,0)	(27,0)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	20,0%	20,0%	26,7%
% de consejeros dominicales	80,0%	73,3%	66,7%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	6,7%	6,7%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	13,3%	26,7%	33,3%
% de mujeres en la plantilla	31,9%	31,3%	31,8%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	7,1%	6,9%	7,6%

Principales comparables 2026e

		Inmobiliarias				SOCIMIs				
	EUR Mn	Metrovacesa	Aedas Homes	Neinor Homes	Average	Merlin Properties	Colonial	Cevasa	Average	ISUR
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MVC.MC	AEDAS.MC	HOME.MC		MRL.MC	COL.MC	CEV.MC		ISUR.MC
	País	Spain	Spain	Spain		Spain	Spain	Spain		Spain
	Market cap	1.787,3	1.035,1	1.620,4		9.073,1	3.371,9	193,0		310,8
	Enterprise value (EV)	2.050,9	1.370,4	2.537,6		12.584,8	9.267,9	358,8		540,9
Información financiera básica	Total Ingresos	745,0	1.204,3	1.794,6		599,0	418,9	27,8		147,9
	Cto.Total Ingresos	*5,2%*	*7,4%*	*154,7%*	*55,7%*	*11,1%*	*-1,2%*	*8,4%*	*6,1%*	*-38,0%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*0,8%*	*-41,4%*	*-3,9%*	*-14,8%*	*18,0%*	*6,9%*	*6,1%*	*10,3%*	*44,9%*
	EBITDA	108,5	182,8	270,9		448,5	347,2	21,1		28,1
	Cto. EBITDA	*n.a.*	*3,5%*	*247,8%*	*125,6%*	*12,1%*	*8,4%*	*16,0%*	*12,2%*	*-42,7%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*-1,9%*	*-41,4%*	*4,3%*	*-13,0%*	*17,4%*	*8,1%*	*10,8%*	*12,1%*	*43,3%*
	EBITDA/Ingresos	*14,6%*	*15,2%*	*15,1%*	*14,9%*	*74,9%*	*82,9%*	*76,0%*	*77,9%*	*19,0%*
	EBIT	109,0	178,4	246,0		607,0	388,9	20,9		27,8
	Cto. EBIT	*34,7%*	*3,6%*	*237,2%*	*91,8%*	*53,6%*	*22,2%*	*-35,7%*	*13,4%*	*-56,0%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*-2,1%*	*-41,4%*	*7,4%*	*-12,0%*	*0,9%*	*12,4%*	*10,9%*	*8,1%*	*43,7%*
	EBIT/Ingresos	*14,6%*	*14,8%*	*13,7%*	*14,4%*	*n.a.*	*92,8%*	*75,1%*	*84,0%*	*18,8%*
	Beneficio Neto	69,0	118,3	126,9		510,0	216,1	13,4		14,9
	Cto. Beneficio Neto	*21,4%*	*-0,2%*	*4,1%*	*8,4%*	*-35,1%*	*-44,6%*	*-54,6%*	*-44,8%*	*-65,5%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*-2,6%*	*-41,4%*	*23,9%*	*-6,7%*	*17,2%*	*10,4%*	*11,8%*	*13,2%*	*57,5%*
	CAPEX/Ventas	*2,8%*	*0,4%*	*8,9%*	*4,1%*	*154,6%*	*34,3%*	*2,9%*	*63,9%*	*5,5%*
	Free Cash Flow	183,0	125,8	220,1		(277,4)	292,6	5,1		(13,9)
	Deuda financiera Neta	307,5	351,1	970,4		4.187,2	4.936,4	78,1		185,1
	DN/EBITDA (x)	2,8	1,9	3,6	2,8	9,3	14,2	3,7	9,1	6,6
	Pay-out	*291,1%*	*90,8%*	*160,0%*	*180,6%*	*46,8%*	*89,5%*	*46,2%*	*60,8%*	*48,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	27,0	8,7	12,7	16,1	27,1	15,7	14,4	19,0	20,9
	P/BV (x)	1,3	1,1	1,4	1,2	0,9	0,6	0,4	0,7	1,1
	EV/Ingresos (x)	2,8	1,1	1,4	1,8	n.a.	n.a.	12,9	12,9	3,7
	EV/EBITDA (x)	18,9	7,5	9,4	11,9	28,1	26,7	17,0	23,9	19,3
	EV/EBIT (x)	18,8	7,7	10,3	12,3	20,7	23,8	17,2	20,6	19,5
	ROE	*5,0*	*9,0*	*10,6*	*8,2*	*5,8*	*4,2*	*3,1*	*4,4*	*5,4*
	FCF Yield (%)	*10,2*	*12,2*	*13,6*	*12,0*	*n.a.*	*8,7*	*6,2*	*7,4*	*n.a.*
	DPA	*1,33*	*2,46*	*2,42*	*2,07*	*0,42*	*0,31*	*0,27*	*0,34*	*0,38*
	Dvd Yield	*11,3%*	*10,4%*	*14,8%*	*12,2%*	*2,9%*	*5,9%*	*3,2%*	*4,0%*	*2,3%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 19-25	TACC 25-28e
Total Ingresos				**113,9**	**122,8**	**132,7**	**125,2**	**117,8**	**119,8**	**185,8**	**238,6**	**147,9**	**171,0**	**310,4**	***11,7%***	***9,2%***
Cto. Total ingresos				*n.a.*	*7,8%*	*8,1%*	*-5,7%*	*-5,9%*	*1,7%*	*55,1%*	*28,4%*	*-38,0%*	*15,7%*	*81,5%*		
EBITDA				**17,4**	**22,4**	**19,4**	**22,5**	**20,9**	**22,3**	**33,0**	**49,0**	**28,1**	**33,1**	**57,7**	***14,0%***	***5,6%***
Cto. EBITDA				*n.a.*	*28,6%*	*-13,3%*	*15,6%*	*-7,0%*	*6,9%*	*48,1%*	*48,4%*	*-42,7%*	*17,7%*	*74,4%*		
EBITDA/Ingresos				*15,3%*	*18,2%*	*14,6%*	*17,9%*	*17,7%*	*18,6%*	*17,8%*	*20,6%*	*19,0%*	*19,3%*	*18,6%*		
Beneficio neto				**10,1**	**8,9**	**21,1**	**12,0**	**15,0**	**11,3**	**21,0**	**43,1**	**14,9**	**18,0**	**36,9**	***30,0%***	***-5,1%***
Cto. Beneficio neto				*n.a.*	*-11,5%*	*136,4%*	*-43,0%*	*25,0%*	*-24,8%*	*86,1%*	*105,0%*	*-65,5%*	*21,3%*	*104,4%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)				18,5	18,5	18,5	17,8	18,6	18,5	18,4	18,3	18,7	18,7	18,7		
BPA (EUR)				0,54	0,48	1,14	0,68	0,81	0,61	1,14	2,35	0,80	0,97	1,98	*30,3%*	*-5,6%*
Cto. BPA				*n.a.*	*-11,5%*	*n.a.*	*-40,8%*	*19,6%*	*-24,5%*	*86,8%*	*n.a.*	*-66,1%*	*21,3%*	*n.a.*		
BPA ord. (EUR)				0,30	0,49	0,48	0,68	0,46	0,35	0,88	1,75	0,80	0,97	1,98	*23,5%*	*4,2%*
Cto. BPA ord.				*n.a.*	*66,7%*	*-3,1%*	*42,0%*	*-31,9%*	*-23,0%*	*n.a.*	*98,8%*	*-54,3%*	*21,3%*	*n.a.*		
CAPEX				-	(1,9)	(5,9)	(4,9)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(13,1)	(8,1)	(9,4)	(17,1)		
CAPEX/Vtas %[1]				*0,0%*	*1,5%*	*4,5%*	*3,9%*	*0,2%*	*0,1%*	*0,1%*	*5,5%*	*5,5%*	*5,5%*	*5,5%*		
Free Cash Flow				**-**	**(7,0)**	**(7,0)**	**14,3**	**(36,3)**	**(0,3)**	**49,0**	**142,4**	**(13,9)**	**(22,7)**	**41,1**	***67,9%***	***-33,9%***
DN/EBITDA (x)[2]				*10,6x*	*8,8x*	*10,8x*	*8,8x*	*11,5x*	*10,9x*	*6,1x*	*3,2x*	*6,6x*	6,5x	3,2x		
PER (x)				*17,2x*	*19,8x*	*6,5x*	*11,4x*	*8,8x*	*11,4x*	*7,8x*	*6,2x*	*20,9x*	17,2x	8,4x		
EV/Vtas (x)				*3,14x*	*3,04x*	*2,63x*	*2,75x*	*3,19x*	*3,14x*	*2,00x*	*1,81x*	*3,66x*	3,16x	1,74x		
EV/EBITDA (x)[2]				*20,5x*	*16,6x*	*18,0x*	*15,3x*	*18,0x*	*16,9x*	*11,3x*	*8,8x*	*19,3x*	16,4x	9,4x		
Comport. Absoluto				*1,1%*	*1,9%*	*-22,7%*	*4,3%*	*-7,5%*	*-1,7%*	*27,9%*	*62,0%*	*14,8%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35				*18,9%*	*-8,8%*	*-8,5%*	*-3,4%*	*-2,1%*	*-19,9%*	*11,4%*	*8,5%*	*12,8%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

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

Kompuestos (KOM), es una química española (Barcelona) dedicada a la fabricación de concentrados de cargas minerales (fillers), y concentrados de color y aditivos (masterbatches) para la industria transformadora del plástico, incluyendo resinas para la creación de bioplásticos. Con una capacidad de producción nominal de c. 220 mil Tn, está controlada y gestionada por la familia fundadora (c. 65% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	10,1	11,8
EV (Mn EUR y USD)	19,2	22,3
Número de Acciones (Mn)	13,5	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,04 / 0,92 / 0,74	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	1,3	
Refinitiv / Bloomberg	KOM.MC / KOM SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

Ignacio Duch y familia	64,6
Noriande Global	9,6
Gestión y administación Mobiliaria	5,1
Gant Finance	5,0
Free Float	8,6

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	11,9	13,5	13,5	13,5
Total Ingresos	47,3	52,1	55,3	57,6
EBITDA Rec.	2,8	3,2	3,5	4,3
% Var.	*-18,3*	*14,2*	*8,7*	*23,1*
% EBITDA Rec./Ing.	*5,9*	*6,1*	*6,3*	*7,4*
% Var EBITDA sector (2)	*4,2*	*3,1*	*4,3*	*4,9*
Beneficio neto	-0,1	0,3	0,7	1,5
BPA (EUR)	-0,01	0,02	0,05	0,11
% Var.	*45,0*	*406,0*	*124,4*	*121,4*
BPA ord. (EUR)	-0,01	0,02	0,05	0,11
% Var.	*-70,3*	*334,7*	*124,4*	*121,4*
Free Cash Flow Rec.	0,7	-0,6	1,4	2,1
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	10,3	9,7	8,4	6,3
DN / EBITDA Rec.(x)	3,7	3,0	2,4	1,5
ROE (%)	*n.a.*	*2,2*	*4,6*	*9,5*
ROCE (%)	*5,0*	*4,9*	*6,0*	*9,1*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	33,3	14,8	6,7
PER Ordinario	n.a.	33,3	14,8	6,7
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,6
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	0,41	0,37	0,35	0,33
EV/EBITDA Rec.	6,8	6,0	5,5	4,5
EV/EBIT	16,3	12,5	10,1	6,9
FCF Yield (%)	*7,2*	*n.a.*	*13,5*	*20,7*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*0,7*	*-4,5*	*-25,0*	*-69,0*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Chemicals.
(3) Otros: Associats TJ and 333 5,0%, Autocartera 2,1%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2025: crecimiento (+7,4%) sin traslación a rentabilidad (márgenes -1,9 p.p.). En 2025 KOM retomó el crecimiento en ingresos (+7,4% vs 2025), apoyado principalmente en volumen, con un mix estable (producción masiva 72%; especialidades 27%) y manteniendo su perfil exportador (>60% ventas). Sin embargo, este crecimiento no se traslada a EBITDA rec. (EUR 2,8 Mn; -18%), con compresión de margen hasta el 5,9% (-1,9 p.p.), afectado por presión en costes y aumento de OPEX (personal y otros gastos). Pese a ello, KOM mantiene FCF positivo.

2026e: crecimiento (+10,1%) apoyado en volumen, con márgenes aún bajo presión (planos). Ingresos 2026e de EUR 52,1 Mn (+10,1%) y cierta mejora del entorno comercial en Europa. No obstante, el arranque del proyecto en Latam (administración, estructura, certificaciones, etc.) implicará un incremento de gastos que limitará la expansión de márgenes en el corto plazo. Estimamos un EBITDA rec. de EUR 3,2 Mn (+14,2%), con margen prácticamente plano (6,1%). En este contexto, el inicio del conflicto en Irán (feb-26) introduce incertidumbre en el crecimiento en ventas internacionales y retrasa la ejecución efectiva del proyecto Latam hacia 2T26, mientras que KOM está priorizando mercados europeos con mayor rentabilidad.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Expansión internacional (Latam) como palanca de crecimiento. KOM parte con posicionamiento previo en la región (c. 5% ventas) y clientes (grandes) ya establecidos. El despliegue de una estructura comercial directa en la zona, apoyado en financiación vía ECA, debería impulsar el crecimiento en la región a medio plazo.

Transición hacia productos de mayor valor añadido. El peso de especialidades continúa creciendo (27% en 2025 vs 20% en 2022), reflejando una estrategia orientada hacia productos de mayor valor añadido y mejora de márgenes.

Exposición a tendencias estructurales favorables (productos biodegradables y economía circular). Aunque todavía incipiente, el segmento BIO (EUR 2,4 Mn en 2025; +15% vs 2024; c. 5% ventas) posiciona a KOM para capturar crecimiento futuro apoyado en regulación. Más allá del volumen actual, actúa como palanca comercial.

Mejora de márgenes (margen bruto y EBITDA rec.) como catalizador clave (2028e). La tesis pivota sobre la capacidad de mejorar márgenes (cambio de mix + apalancamiento operativo + escala internacional), lo que se traduciría en una mejora significativa en rentabilidad (margen EBITDA rec. 2028e del 7,4%; +1,5 p.p. vs 2025; ROCE 2028e del 9,1%) y generación de caja (FCF rec. de EUR 2,1 Mn) a medio plazo.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo de ejecución en Latam. El crecimiento internacional requiere inversión (OPEX) y tiempo. Retrasos en el despliegue o menor tracción comercial podrían limitar el crecimiento esperado y presionar márgenes en el corto plazo.

Apalancamiento. La continuidad en la reducción del apalancamiento (DN/EBITDA 3,7x en 2025 vs >6x en 2021-22) dotaría a KOM de mayor flexibilidad operativa (compras de aprovisionamientos oportunistas y despliegue en LATAM) y financiera.

Elevada competencia. El negocio sigue expuesto a presión competitiva (precios) y de suministro (agravada por la guerra de Irán), obligando a KOM a mejorar mix (especialidades) y eficiencia para proteger márgenes.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El descuento (precio vs valor teórico) persiste, condicionado a ejecución. KOM cotiza con un claro descuento (EV/Vtas c. 0,4x vs 1,4x comparables directos), reflejando dudas sobre su rentabilidad futura. La clave sigue siendo la mejora de márgenes, que estimamos empiece a materializarse a partir de 2028e (margen EBITDA rec. c. 7,4%), permitiendo alcanzar un ROCE c. 9% y mayor generación de caja (FCF c. EUR 2,1 Mn; FCF yield c. 20%), con potencial retorno al accionista. En un contexto de desapalancamiento progresivo (DN/EBITDA rec. 2028e de 1,5x), riesgo operativo contenido, diversificación y drivers regulatorios favorables (BIO, economía circular), y asumiendo una TACC EBIT 2026e-2028e >30% (vs c. 8% peers), la historia de valor sigue intacta, pero depende de la ejecución de la mejora de márgenes.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	4,1	3,7	3,3	2,9	2,8	2,6	2,5	2,3
Inmovilizado material	21,1	19,7	18,6	18,1	17,6	17,5	16,8	16,3
Otros activos no corrientes	0,9	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Inmovilizado financiero	0,2	0,3	0,2	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	11,2	10,0	9,4	8,3	8,7	10,5	11,2	11,7
Total activo	**37,3**	**35,1**	**32,8**	**30,7**	**30,8**	**32,4**	**32,2**	**32,0**
Patrimonio neto	14,8	13,6	13,4	13,3	13,1	14,4	15,1	16,6
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	11,8	12,5	11,8	10,6	10,3	9,7	8,4	6,3
Pasivo circulante	10,4	8,6	7,3	6,6	7,3	8,1	8,6	8,9
Total pasivo	**37,3**	**35,1**	**32,8**	**30,7**	**30,8**	**32,4**	**32,2**	**32,0**

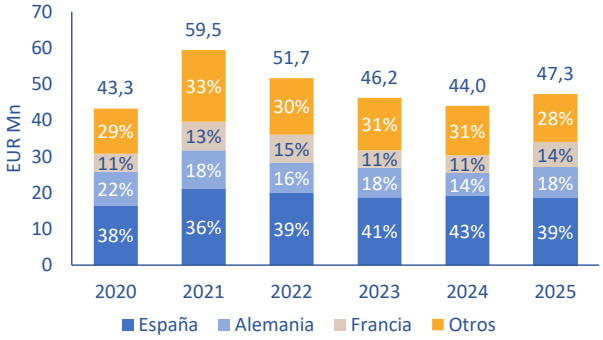
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**58,9**	**51,6**	**46,2**	**44,0**	**47,3**	**52,1**	**55,3**	**57,6**	***-5,3%***	***6,8%***
Cto.Total Ingresos	*36,5%*	*-12,5%*	*-10,4%*	*-4,7%*	*7,4%*	*10,1%*	*6,1%*	*4,2%*		
Coste de ventas	(42,3)	(35,9)	(30,4)	(28,8)	(31,2)	(34,3)	(36,3)	(37,7)		
Margen Bruto	**16,6**	**15,6**	**15,8**	**15,3**	**16,1**	**17,8**	**19,0**	**19,9**	***-0,8%***	***7,4%***
Margen Bruto / Ingresos	*28,2%*	*30,3%*	*34,3%*	*34,6%*	*34,0%*	*34,2%*	*34,3%*	*34,6%*		
Gastos de personal	(3,8)	(3,8)	(3,8)	(3,7)	(4,0)	(4,4)	(4,7)	(4,8)		
Otros costes de explotación	(10,7)	(9,9)	(8,1)	(8,1)	(9,3)	(10,2)	(10,8)	(10,9)		
EBITDA recurrente	**2,1**	**1,9**	**3,9**	**3,4**	**2,8**	**3,2**	**3,5**	**4,3**	***7,1%***	***15,2%***
Cto.EBITDA recurrente	*66,1%*	*-12,0%*	*107,5%*	*-12,0%*	*-18,3%*	*14,2%*	*8,7%*	*23,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*3,6%*	*3,6%*	*8,4%*	*7,8%*	*5,9%*	*6,1%*	*6,3%*	*7,4%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	-	-	-		
EBITDA	**1,9**	**1,8**	**3,8**	**3,3**	**2,8**	**3,2**	**3,5**	**4,3**	***10,0%***	***15,2%***
Depreciación y provisiones	(2,7)	(3,0)	(2,9)	(2,5)	(2,2)	(2,2)	(2,1)	(2,0)		
Gastos capitalizados	1,3	0,9	0,5	0,4	0,6	0,5	0,5	0,5		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**0,6**	**(0,4)**	**1,4**	**1,2**	**1,2**	**1,5**	**1,9**	**2,8**	***20,6%***	***33,3%***
Cto.EBIT	*167,4%*	*-169,4%*	*454,5%*	*-10,3%*	*-4,3%*	*30,4%*	*23,3%*	*47,3%*		
EBIT / Ingresos	*0,9%*	*n.a.*	*3,0%*	*2,8%*	*2,5%*	*2,9%*	*3,4%*	*4,8%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,1)	(1,4)	(1,5)	(1,4)	(1,3)	(1,1)	(1,0)	(0,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(0,6)**	**(1,8)**	**(0,1)**	**(0,2)**	**(0,1)**	**0,4**	**0,9**	**2,0**	***33,0%***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario	*71,6%*	*-209,8%*	*93,2%*	*-70,9%*	*43,8%*	*448,6%*	*124,4%*	*121,4%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(0,6)**	**(1,8)**	**(0,1)**	**(0,2)**	**(0,1)**	**0,4**	**0,9**	**2,0**	***33,0%***	***n.a.***
Impuestos	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	(0,1)	(0,2)	(0,5)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(0,4)**	**(1,3)**	**(0,1)**	**(0,2)**	**(0,1)**	**0,3**	**0,7**	**1,5**	***30,1%***	***n.a.***
Cto.Beneficio neto	*76,8%*	*-266,9%*	*91,4%*	*-38,4%*	*45,2%*	*447,1%*	*124,4%*	*121,4%*		
Beneficio ordinario neto	**(0,4)**	**(1,7)**	**(0,1)**	**(0,1)**	**(0,1)**	**0,3**	**0,7**	**1,5**	***24,8%***	***n.a.***
Cto. Beneficio ordinario neto	*78,3%*	*-374,1%*	*96,8%*	*-24,9%*	*-69,5%*	*366,2%*	*124,4%*	*121,4%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**3,2**	**3,5**	**4,3**	***7,1%***	***15,2%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(1,1)	(0,2)	(0,1)		
Cash Flow operativo recurrente						**2,1**	**3,3**	**4,2**	***10,8%***	***10,0%***
CAPEX						(1,4)	(0,7)	(0,8)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,1)	(1,0)	(0,8)		
Impuestos						(0,1)	(0,2)	(0,5)		
Free Cash Flow Recurrente						**(0,6)**	**1,4**	**2,1**	***31,6%***	***42,1%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(0,6)**	**1,4**	**2,1**	***25,5%***	***66,3%***
Ampliaciones de capital						1,1	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**(0,5)**	**(1,4)**	**(2,1)**		

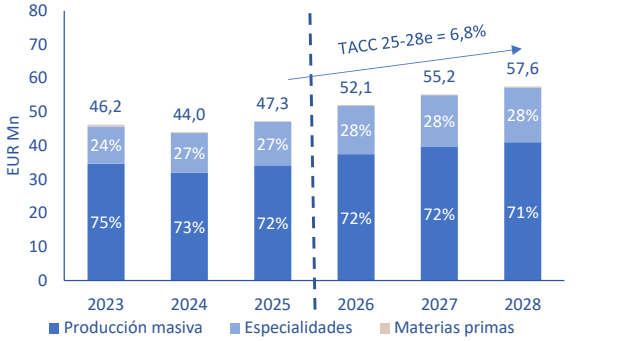
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

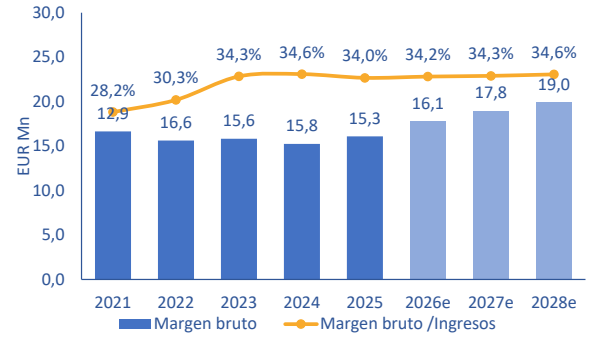
En 2025, el 61% de los ingresos de KOM se generaron fuera de España



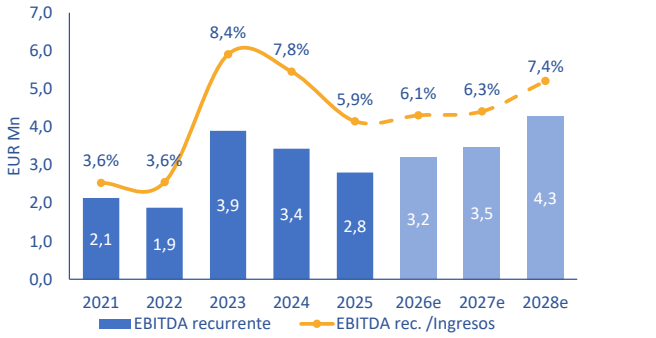
Crecimiento de ingresos apoyado en el proyecto Latam y el negocio de especialidades (de mayor margen; peso en el mix del 28% en 2028e)



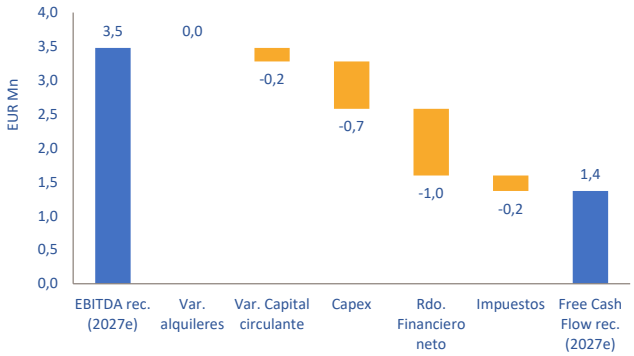
Que se iría traduciendo en una mejora progresiva del margen bruto (margen bruto 2026e de EUR 16,1 Mn; 34,2%)



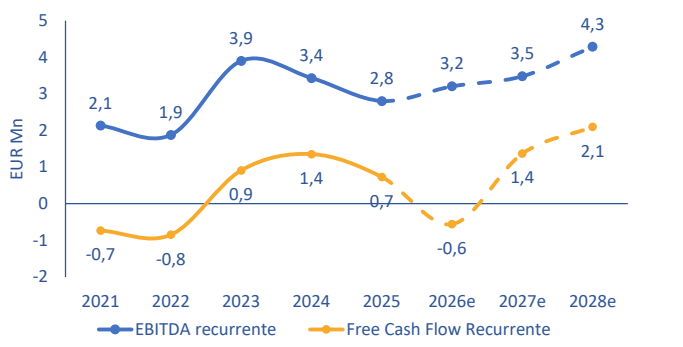
Margen EBITDA rec. bajo presión a c/p pero con opción de mejorar a m/p: i) foco en productos más rentables y ii) escalabilidad de las ampliaciones de capacidad



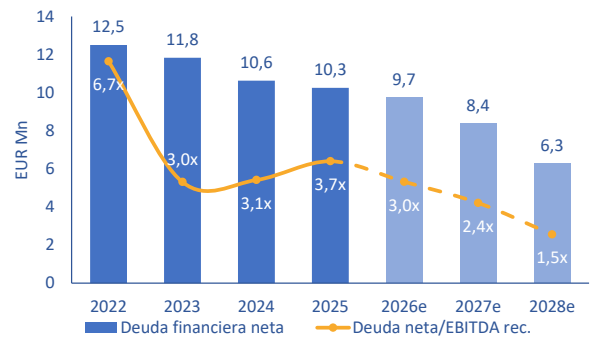
La mejora de márgenes y la reducción del CAPEX (Capex/Vtas 1,3%) debería permitir volver a FCF positivo en 2027e



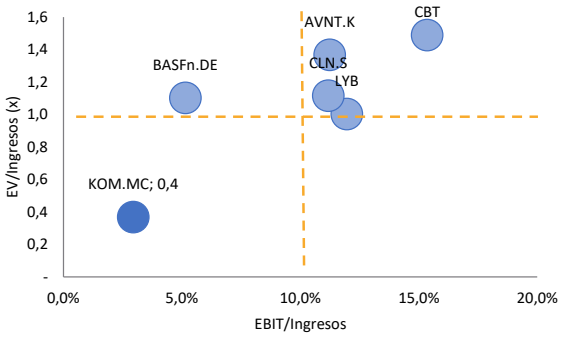
Y hacer visible la alta capacidad de generación de Free Cash Flow del negocio



Lo que debería dar continuidad al proceso de reducción de deuda arrancado en 2022 (DN/EBITDA rec. 2026e inferior a 3x)



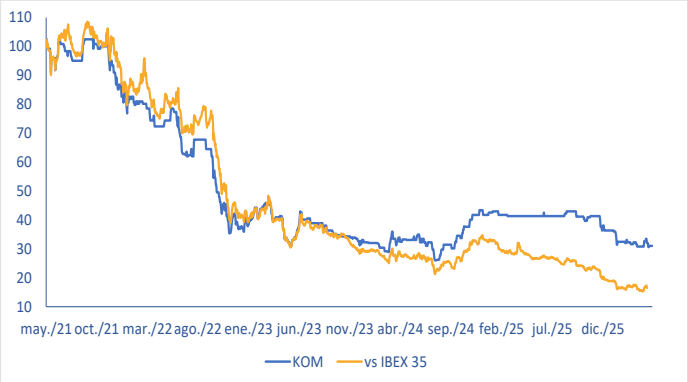
Cotizando con teórico descuento (múltiplo EV/Ventas 2026e de 0,4x vs >1x de comparables), condicionado a la mejora de rentabilidad



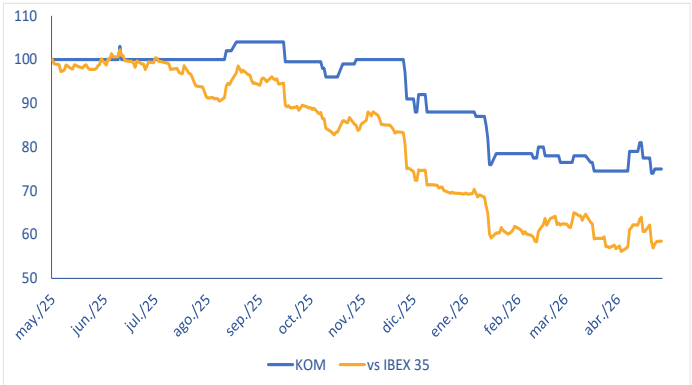
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

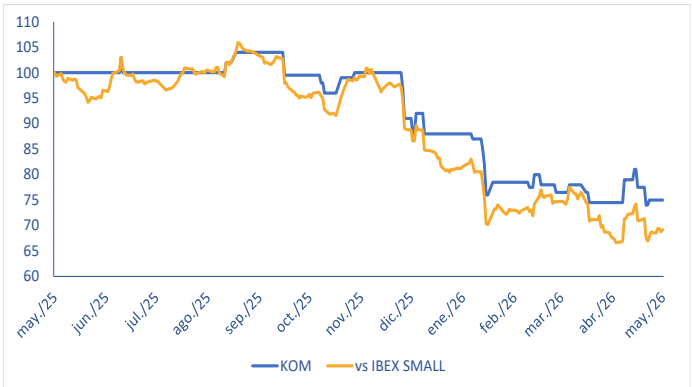


Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)

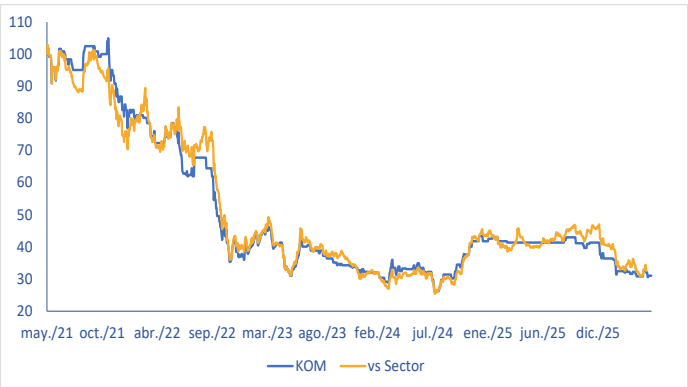


Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

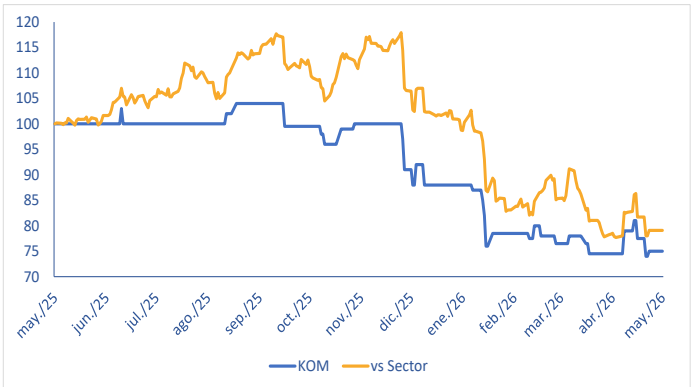
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Chemicals

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,7	-4,5	-25,0	-14,8	-3,8	-69,0
vs Mercado						
vs Ibex 35	3,9	-4,2	-40,7	-16,3	-49,8	-83,9
vs Euro STOXX 50	2,6	-1,9	-30,3	-15,3	-28,8	-78,6
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	2,3	-5,3	-30,9	-16,9	-31,5	-75,3
vs Segmento Micro Cap España [1]	-0,8	-5,0	-34,2	-16,9	-26,5	-69,8
vs MSCI Europe Micro Cap	-1,6	-6,1	-34,9	-17,5	-20,4	-69,0
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Chemicals	0,7	-4,9	-20,9	-22,3	-2,0	-68,5

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**1,9**	**3,9**	**3,4**	**2,8**	**3,2**	**3,5**	**4,3**	***14,3%***	***15,2%***
Cto.EBITDA recurrente	*-12,0%*	*107,5%*	*-12,0%*	*-18,3%*	*14,2%*	*8,7%*	*23,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*3,6%*	*8,4%*	*7,8%*	*5,9%*	*6,1%*	*6,3%*	*7,4%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,7)	(0,7)	0,4	0,3	(1,1)	(0,2)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**1,2**	**3,2**	**3,8**	**3,1**	**2,1**	**3,3**	**4,2**	***37,1%***	***10,0%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-41,4%*	*166,8%*	*18,3%*	*-18,4%*	*-33,9%*	*58,1%*	*27,2%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*2,4%*	*7,0%*	*8,7%*	*6,6%*	*4,0%*	*5,9%*	*7,2%*		
- CAPEX	(0,5)	(0,9)	(1,2)	(1,1)	(1,4)	(0,7)	(0,8)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,5)	(1,4)	(1,3)	(1,3)	(1,1)	(1,0)	(0,8)		
- Impuestos	(0,1)	-	-	-	(0,1)	(0,2)	(0,5)		
= Free Cash Flow recurrente	**(0,8)**	**0,9**	**1,4**	**0,7**	**(0,6)**	**1,4**	**2,1**	***42,0%***	***42,1%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-15,6%*	*207,9%*	*48,6%*	*-46,1%*	*-176,4%*	*345,1%*	*53,1%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*2,0%*	*3,1%*	*1,5%*	*n.a.*	*2,5%*	*3,6%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,2	(0,0)	(0,1)	(0,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(0,8)**	**0,8**	**1,2**	**0,5**	**(0,6)**	**1,4**	**2,1**	***37,3%***	***66,3%***
Cto. Free Cash Flow	*18,6%*	*209,1%*	*37,0%*	*-60,6%*	*-222,5%*	*345,1%*	*53,1%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*9,0%*	*13,4%*	*7,2%*	*n.a.*	*13,5%*	*20,7%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*8,3%*	*11,4%*	*4,5%*	*n.a.*	*13,5%*	*20,7%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(0,7)**	**(0,8)**	**0,9**	**1,4**	**0,7**	**(0,6)**	**1,4**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,3)	(0,2)	(0,2)	0,3	0,3	0,2	0,1
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,0	2,2	(0,3)	(0,9)	0,1	0,1	0,7
= Variación EBITDA recurrente	**(0,3)**	**2,0**	**(0,5)**	**(0,6)**	**0,4**	**0,3**	**0,8**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,6)	0,0	1,1	(0,1)	(1,5)	0,9	0,1
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(0,9)**	**2,0**	**0,6**	**(0,7)**	**(1,1)**	**1,2**	**0,9**
+/-Variación del CAPEX	1,2	(0,4)	(0,3)	0,0	(0,3)	0,7	(0,1)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,3)	0,1	0,1	0,0	0,2	0,1	0,2
+/- Variación de impuestos	(0,1)	0,1	-	-	(0,1)	(0,1)	(0,3)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(0,1)**	**1,8**	**0,4**	**(0,6)**	**(1,3)**	**1,9**	**0,7**
Free Cash Flow Recurrente	**(0,8)**	**0,9**	**1,4**	**0,7**	**(0,6)**	**1,4**	**2,1**

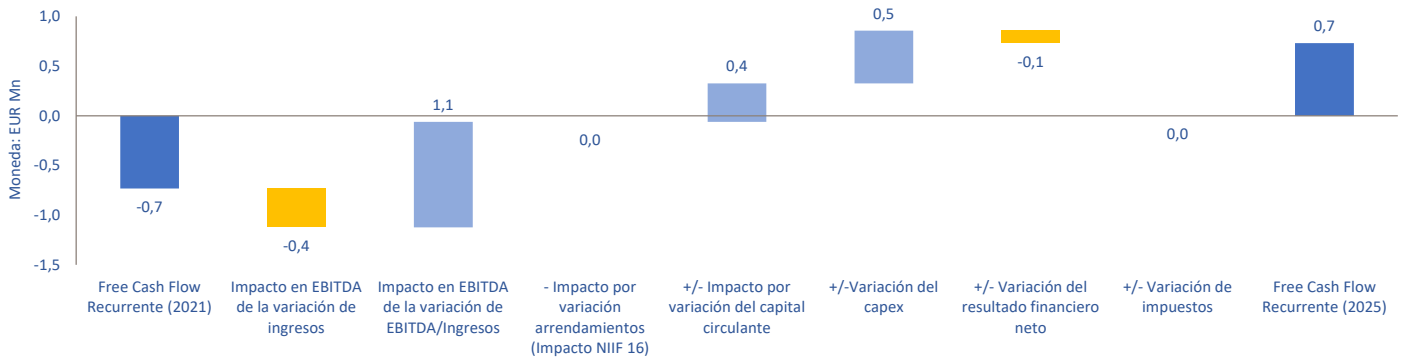
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**(0,4)**	**1,4**	**1,2**	**1,2**	**1,5**	**1,9**	**2,8**	***71,5%***	***33,3%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,4)	(0,5)	(0,7)		
EBITDA recurrente	**1,9**	**3,9**	**3,4**	**2,8**	**3,2**	**3,5**	**4,3**	***14,3%***	***15,2%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,7)	(0,7)	0,4	0,3	(1,1)	(0,2)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**1,2**	**3,2**	**3,8**	**3,1**	**2,1**	**3,3**	**4,2**	***37,1%***	***10,0%***
- CAPEX	(0,5)	(0,9)	(1,2)	(1,1)	(1,4)	(0,7)	(0,8)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(0,4)	(0,5)	(0,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**0,7**	**2,3**	**2,7**	**2,0**	**0,3**	**2,1**	**2,7**	***40,1%***	***10,0%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*72,7%*	*221,0%*	*14,2%*	*-25,0%*	*-85,6%*	*627,0%*	*27,0%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	1,4%	5,1%	6,1%	4,3%	0,6%	3,8%	4,6%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,2	(0,0)	(0,1)	(0,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**0,8**	**2,3**	**2,5**	**1,7**	**0,3**	**2,1**	**2,7**	***29,3%***	***15,5%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*292,3%*	*183,8%*	*8,9%*	*-30,0%*	*-83,3%*	*627,0%*	*27,0%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*3,8%*	*12,3%*	*14,0%*	*10,5%*	*1,5%*	*11,0%*	*14,0%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*4,2%*	*11,9%*	*13,0%*	*9,1%*	*1,5%*	*11,0%*	*14,0%*		

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

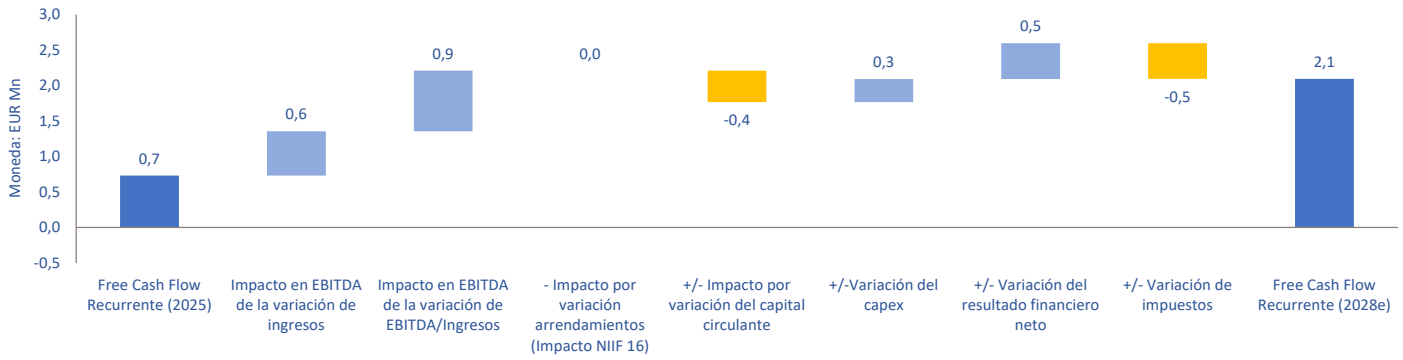
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

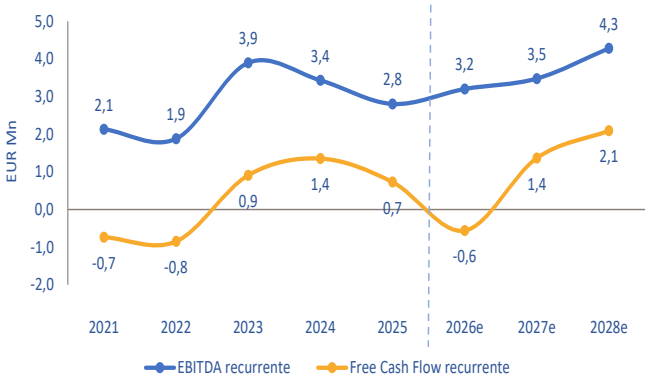
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



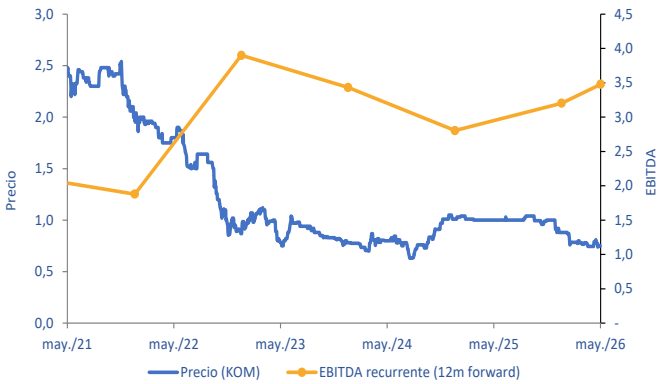
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**0,3**	**2,1**	**2,7**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**10,1**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**9,2**	Deuda bancaria neta de Caja (Lighthouse)		
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta	5,8%	6,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,8%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**4,6%**	**5,0%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,2	B (estimación propia)	1,1	1,3
Coste del Equity	**10,8%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,7%**	**12,1%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	52,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	47,6%	D	=	=
WACC	**8,0%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,3%**	**8,7%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,5%**	**2,0%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	10,1	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,2	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	9,2	Lighthouse
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**19,2**	

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	2,1%	n.a.	5,3%	5,0%	5,0%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-3,0%	1,1%
FCF Yield - WACC	2,5%	6,0%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	**6,9%**	**3,8**	**5,0x**
Central	**6,3%**	**3,5**	**5,5x**
Min	**5,7%**	**3,1**	**6,1x**

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	1,2%	1,3%	1,4%
3,8	**1,8**	**1,7**	**1,6**
3,5	**1,4**	**1,4**	**1,3**
3,1	**1,1**	**1,0**	**1,0**

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	**17,3%**	**16,8%**	**16,2%**
Central	**14,1%**	**13,5%**	**13,0%**
Min	**10,8%**	**10,2%**	**9,7%**

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	22,2%	22,2%	33,3%
% de consejeros dominicales	33,3%	33,3%	33,3%
% de consejeros ejecutivos	33,3%	33,3%	22,2%
% de otros consejeros	11,1%	11,1%	11,1%
% de mujeres en el consejo de administración	33,3%	33,3%	33,3%
% de mujeres en la plantilla	20,0%	20,0%	24,7%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	5,6%	3,0%	1,6%

Principales comparables 2026e

		Química especializada				Comparables más directos			
	EUR Mn	BASF	LyondellBasell	Clariant	Average	Avient Corporation	Cabot Corp	Average	KOM
Datos Mercado	Ticker (Factset)	BASFn.DE	LYB	CLN.S		AVNT.K	CBT		KOM.MC
	País	Germany	UK	Switzerland		USA	USA		Spain
	Market cap	47.147,7	20.841,6	2.757,0		2.664,1	3.596,9		10,1
	Enterprise value (EV)	68.652,4	29.797,4	4.464,7		3.962,3	4.599,9		19,2
Información financiera básica	Total Ingresos	62.283,1	29.715,8	4.002,3		2.898,8	3.090,4		52,1
	Cto.Total Ingresos	*4,4%*	*14,6%*	*-6,5%*	*4,2%*	*3,4%*	*-3,2%*	*0,1%*	*10,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*2,2%*	*-3,2%*	*5,7%*	*1,6%*	*3,6%*	*2,8%*	*3,2%*	*5,1%*
	EBITDA	7.190,5	4.850,5	728,8		491,9	628,8		3,2
	Cto. EBITDA	*7,1%*	*153,9%*	*3,2%*	*54,7%*	*12,7%*	*-8,1%*	*2,3%*	*14,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*7,2%*	*-9,4%*	*6,4%*	*1,4%*	*6,3%*	*5,6%*	*6,0%*	*15,7%*
	EBITDA/Ingresos	*11,5%*	*16,3%*	*18,2%*	*15,4%*	*17,0%*	*20,3%*	*18,7%*	*6,1%*
	EBIT	3.207,0	3.554,2	447,4		325,8	474,5		1,5
	Cto. EBIT	*8,0%*	*397,2%*	*3,8%*	*136,3%*	*17,8%*	*-13,9%*	*1,9%*	*30,4%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*14,3%*	*-13,1%*	*10,2%*	*3,8%*	*9,1%*	*7,2%*	*8,1%*	*34,8%*
	EBIT/Ingresos	*5,1%*	*12,0%*	*11,2%*	*9,4%*	*11,2%*	*15,4%*	*13,3%*	*2,9%*
	Beneficio Neto	2.381,2	2.716,0	260,6		216,4	282,5		0,3
	Cto. Beneficio Neto	*54,6%*	*502,2%*	*681,3%*	*412,7%*	*200,9%*	*-11,0%*	*94,9%*	*447,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*15,6%*	*-13,8%*	*13,8%*	*5,2%*	*7,8%*	*7,8%*	*7,8%*	*n.a.*
	CAPEX/Ventas	*5,9%*	*3,4%*	*5,6%*	*4,9%*	*3,8%*	*6,2%*	*5,0%*	*2,7%*
	Free Cash Flow	1.647,9	1.885,3	326,7		161,6	202,9		(0,6)
	Deuda financiera Neta	15.518,1	7.640,7	1.398,9		1.119,8	832,6		9,7
	DN/EBITDA (x)	2,2	1,6	1,9	1,9	2,3	1,3	1,8	3,0
	Pay-out	*85,4%*	*28,1%*	*58,5%*	*57,3%*	*40,4%*	*30,7%*	*35,6%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	19,6	7,7	10,7	12,6	11,0	12,8	11,9	33,3
	P/BV (x)	1,4	2,0	1,2	1,5	1,2	2,6	1,9	0,7
	EV/Ingresos (x)	1,1	1,0	1,1	1,1	1,4	1,5	1,4	0,4
	EV/EBITDA (x)	9,5	6,1	6,1	7,3	8,1	7,3	7,7	6,0
	EV/EBIT (x)	21,4	8,4	10,0	13,3	12,2	9,7	10,9	12,5
	ROE	*7,5*	*26,7*	*10,9*	*15,0*	*9,8*	*20,6*	*15,2*	*2,2*
	FCF Yield (%)	*3,5*	*9,0*	*11,8*	*8,1*	*6,1*	*5,6*	*5,9*	*n.a.*
	DPA	*2,28*	*2,37*	*0,46*	*1,70*	*0,96*	*1,61*	*1,28*	*0,00*
	Dvd Yield	*4,3%*	*3,7%*	*5,6%*	*4,5%*	*3,3%*	*2,3%*	*2,8%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**25,1**	**28,6**	**36,6**	**41,4**	**46,3**	**43,2**	**58,9**	**51,6**	**46,2**	**44,0**	**47,3**	**52,1**	**55,3**	**57,6**	***6,6%***	***6,8%***
Cto. Total ingresos	*3,5%*	*14,3%*	*27,9%*	*12,9%*	*11,8%*	*-6,7%*	*36,5%*	*-12,5%*	*-10,4%*	*-4,7%*	*7,4%*	*10,1%*	*6,1%*	*4,2%*		
EBITDA	**0,9**	**1,3**	**1,0**	**2,5**	**1,6**	**0,9**	**1,9**	**1,8**	**3,8**	**3,3**	**2,8**	**3,2**	**3,5**	**4,3**	***12,1%***	***15,2%***
Cto. EBITDA	*-65,4%*	*47,5%*	*-22,6%*	*146,1%*	*-36,1%*	*-43,5%*	*111,1%*	*-6,6%*	*114,3%*	*-14,1%*	*-14,9%*	*14,3%*	*8,7%*	*23,1%*		
EBITDA/Ingresos	*3,6%*	*4,6%*	*2,8%*	*6,1%*	*3,5%*	*2,1%*	*3,3%*	*3,5%*	*8,3%*	*7,5%*	*5,9%*	*6,1%*	*6,3%*	*7,4%*		
Beneficio neto	**(0,5)**	**0,1**	**0,1**	**0,5**	**0,2**	**(1,6)**	**(0,4)**	**(1,3)**	**(0,1)**	**(0,2)**	**(0,1)**	**0,3**	**0,7**	**1,5**	***15,6%***	***n.a.***
Cto. Beneficio neto	*n.a.*	*115,1%*	*32,5%*	*410,8%*	*-56,3%*	*-845,7%*	*76,8%*	*-266,9%*	*91,4%*	*-38,4%*	*45,2%*	*447,1%*	*124,4%*	*121,4%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	-	-	12,2	12,2	12,0	12,0	12,0	12,0	11,9	12,0	11,9	13,5	13,5	13,5		
BPA (EUR)	n.a.	n.a.	0,01	0,04	0,02	-0,13	-0,03	-0,11	-0,01	-0,01	-0,01	0,02	0,05	0,11	*n.a.*	*n.a.*
Cto. BPA	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-55,9%*	*n.a.*	*76,8%*	*n.a.*	*91,3%*	*-37,8%*	*45,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
BPA ord. (EUR)	n.a.	n.a.	-0,01	0,03	0,02	-0,11	-0,03	-0,14	0,00	-0,01	-0,01	0,02	0,05	0,11	*n.a.*	*n.a.*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-26,0%*	*n.a.*	*72,3%*	*n.a.*	*96,8%*	*-24,4%*	*-70,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
CAPEX	(2,0)	(3,8)	(2,0)	(2,7)	(4,2)	(1,9)	(1,7)	(0,5)	(0,9)	(1,2)	(1,1)	(1,4)	(0,7)	(0,8)		
CAPEX/Vtas %[1]	*8,1%*	*13,4%*	*5,4%*	*6,6%*	*9,2%*	*4,4%*	*2,8%*	*0,9%*	*2,0%*	*2,6%*	*2,4%*	*2,7%*	*1,3%*	*1,4%*		
Free Cash Flow	**(6,7)**	**(3,0)**	**(1,9)**	**(0,8)**	**(2,2)**	**0,5**	**(0,9)**	**(0,8)**	**0,8**	**1,2**	**0,5**	**(0,6)**	**1,4**	**2,1**	***7,5%***	***66,3%***
DN/EBITDA (x) [2]	*10,3x*	*9,4x*	*14,4x*	*5,6x*	*7,1x*	*12,0x*	*6,1x*	*7,0x*	*3,1x*	*3,2x*	*3,7x*	*3,0x*	2,4x	1,5x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*33,3x*	14,8x	6,7x		
EV/Vtas (x)	*0,37x*	*0,44x*	*0,40x*	*0,34x*	*1,01x*	*0,96x*	*0,61x*	*0,45x*	*0,46x*	*0,52x*	*0,44x*	*0,37x*	0,35x	0,33x		
EV/EBITDA (x) [2]	*10,5x*	*9,5x*	*14,5x*	*5,6x*	*29,1x*	*45,4x*	*18,9x*	*13,0x*	*5,6x*	*7,0x*	*7,4x*	*6,0x*	5,5x	4,5x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-14,5%*	*-19,4%*	*-56,5%*	*-10,3%*	*29,5%*	*-12,9%*	*-14,8%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,1%*	*-25,3%*	*-53,9%*	*-27,0%*	*12,8%*	*-41,6%*	*-16,3%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 20,60 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Ktesios (YKTS) es una SOCIMI orientada 100 % al alquiler residencial. Con viviendas asequibles en provincias y áreas metropolitanas "non prime". Posee un portafolio de activos valorado en EUR 78,1Mn comprados con una estrategia de adquisiciones con descuentos relevantes sobre su valor de mercado, lo que permite ofrecer alquileres rentables, asequibles y mantener una alta ocupación.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	39,7	46,1
EV (Mn EUR y USD)	58,7	68,3
Número de Acciones (Mn)	1,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	20,60 / 19,33 / 17,70	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	1,0	
Refinitiv / Bloomberg	YKTS.MC / YKTS SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

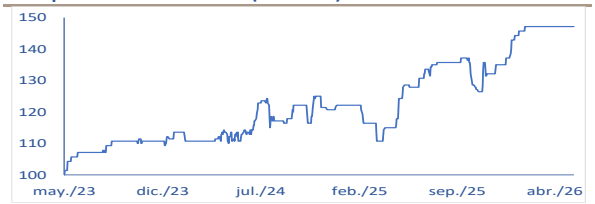
Estructura Accionarial (%)

RKS Real Estate(3)	82,4
Grupo RKS	4,8
Autocartera	0,9
Free Float	11,9

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1,9	1,9	1,9	1,9
Total Ingresos	3,6	4,0	4,7	5,0
EBITDA Rec.	0,4	0,7	1,0	1,1
% Var.	*-43,2*	*66,1*	*39,0*	*13,3*
% EBITDA Rec./Ing.	*11,9*	*17,4*	*20,9*	*22,2*
% Var EBITDA sector (2)	*8,9*	*9,9*	*4,2*	*6,2*
Beneficio neto	0,3	0,3	0,6	0,8
BPA (EUR)	0,17	0,18	0,29	0,42
% Var.	*51,4*	*4,2*	*62,2*	*44,6*
BPA ord. (EUR)	-0,24	-0,29	-0,21	-0,12
% Var.	*62,9*	*-21,8*	*25,5*	*42,9*
Free Cash Flow Rec.	3,5	-0,7	0,0	-0,1
Pay-out (%)	*90,0*	*90,0*	*90,0*	*90,0*
DPA (EUR)	0,16	0,16	0,26	0,38
Deuda financiera neta	19,3	26,8	25,5	24,3
DN / EBITDA Rec.(x)	45,6	38,1	26,0	22,0
ROE (%)	*1,5*	*1,6*	*2,6*	*3,6*
ROCE (%)	*2,5*	*3,0*	*3,5*	*4,0*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	n.a.	70,4	48,7
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	1,8	1,8	1,8	1,8
Dividend Yield (%)	*0,8*	*0,8*	*1,3*	*1,8*
EV/Ventas	16,47	14,58	12,56	11,79
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	44,4	35,0	31,2
FCF Yield (%)	*8,9*	*n.a.*	*0,0*	*n.a.*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*0,0*	*0,0*	*14,4*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.
(3) Henry Gallego es propietario de esta sociedad.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2025: Crecimiento de ingresos del +11,6%. Las rentas en 2025 ascendieron a EUR 3,5 Mn, +10,7% vs 2024. Esta evolución positiva enmascara una dinámica operativa subyacente más débil: el crecimiento orgánico es negativo (-4,7%) como consecuencia de la venta de 22 activos en 2025, que reduce la base de generación de rentas. Así, el crecimiento se explica fundamentalmente por la integración de Mistral, que compensa el impacto de las desinversiones. El EBITDA recurrente en 2025 se situó en EUR 0,4 Mn, -43,2% vs 2024. Una no significativa y explicada la rotación de activos, los costes de integración y el impacto de la integración de Mistral.

2026e: ingresos al alza y expansión de la cartera de viviendas. Estimamos que los ingresos 2026e de YKTS alcanzarán los EUR 4,0Mn (+13,0% vs 2025). Este crecimiento se verá impulsado por la reciente compra de un edificio residencial en Ciempozuelos por EUR 7,0Mn, y la actualización de rentas de algunos contratos a rentas de mercado. Lo que refuerza el potencial de expansión orgánica del portafolio y garantiza una base creciente de ingresos recurrentes.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

YKTS representa una tesis de inversión diferencial dentro del mercado inmobiliario español, al estar especializada en vivienda residencial asequible, en mercados secundarios y localidades non-prime. Un segmento todavía muy fragmentado y con escasa competencia institucional. YKTS está centrada en municipios con demanda estructural de alquiler, menor presión competitiva y rentabilidades significativamente más elevadas. Esto le permite acceder a activos a precios más bajos y obtener yields superiores a las habituales del residencial tradicional.

Recurrencia y resiliencia de sus ingresos. La cartera está compuesta por activos residenciales destinados al alquiler asequible, una base de ingresos defensiva incluso en entornos macroeconómicos débiles. A cierre de 2025, la compañía mantenía una elevada ocupación (93,2%), demostrando que la demanda sigue sólida. Además, la escasez estructural de vivienda asequible en España continúa favoreciendo incrementos de rentas y limitando el riesgo de desocupación a largo plazo.

Capacidad de crecimiento inorgánico. El mercado objetivo de YKTS está extremadamente atomizado, ofreciendo oportunidades constantes de adquisición de pequeños portfolios y activos individuales a múltiplos atractivos. La compañía ha demostrado capacidad para integrar carteras y aumentar el tamaño de su plataforma manteniendo un perfil de riesgo relativamente controlado.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo regulatorio. Pese a operar en un segmento (vivienda asequible) "teóricamente" menos amenazado, YKTS también enfrenta incertidumbre por cambios legislativos en el mercado del alquiler y en el régimen SOCIMI. La nueva Ley de Vivienda de 2023 limitó las subidas anuales de renta y se ha aprobado en 2025, un índice de alquiler que no supere la inflación. Restringiendo el crecimiento orgánico de ingresos, que (ex actualizaciones) quedará siempre por debajo del IPC.

Dependencia de pipeline y ejecución. El crecimiento pivota sobre la compra de viviendas y el M&A. Exigiendo una ejecución disciplinada en las adquisiciones. Retrasos o malas inversiones pueden afectar al crecimiento y rentabilidad**.**

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

YKTS ofrece crecimiento rentable con bajo riesgo, aprovechando el nicho de la vivienda asequible Un equity story basado en 3 pilares (i) riesgo financiero y regulatorio reducido, (ii) activos diferenciales en un segmento infra explotado, y que brinda oportunidades de crecimiento orgánico e inorgánico y (iii) momentum de negocio positivo que cristaliza en altos crecimientos (ingresos, EBITDA).

Alto potencial: cotizando con un descuento del 20% sobre NAV. A lo que se suma algo infrecuente: la singularidad. Un modelo de negocio (SOCIMI de vivienda asequible) que no existe en la Bolsa española. Y que bate con claridad y sistemáticamente al sector (+23,4% -12m; +30,0% -3y). El descuento vs NAV, y el bajo riesgo asociado al modelo de negocio de YKTS, apuntan a un elevado (y teórico) potencial de revalorización.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	0,0	0,0	0,0	0,0	-	-	-	-
Inmovilizado material	9,7	15,1	19,4	34,9	44,0	51,4	50,8	50,2
Otros activos no corrientes	-	-	13,6	-	-	-	-	-
Inmovilizado financiero	1,4	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	0,8	0,9	1,1	1,3	1,8	2,0	2,4	2,5
Total activo	**11,9**	**16,0**	**34,2**	**36,3**	**46,0**	**53,7**	**53,4**	**52,9**
Patrimonio neto	8,7	16,2	19,9	22,0	21,9	22,0	22,2	22,5
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	3,0	(0,4)	14,0	14,2	19,3	26,8	25,5	24,3
Pasivo circulante	0,3	0,3	0,3	0,2	4,8	4,9	5,7	6,1
Total pasivo	**11,9**	**16,0**	**34,2**	**36,3**	**46,0**	**53,7**	**53,4**	**52,9**

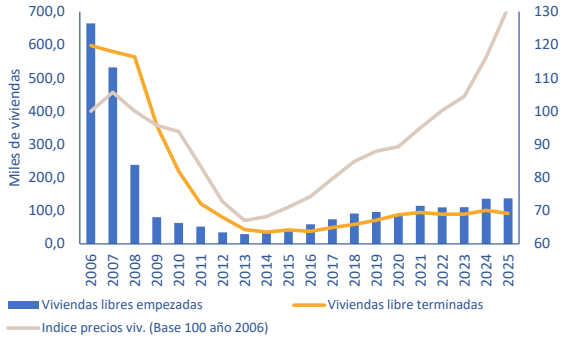
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**21-25**	**25-28e**
Total rentas brutas (GRI)	**0,5**	**1,1**	**1,8**	**3,2**	**3,6**	**4,0**	**4,7**	**5,0**	***62,3%***	***11,8%***
Cto.Total Ingresos	*92,0%*	*119,2%*	*59,1%*	*78,2%*	*11,6%*	*13,0%*	*16,1%*	*6,5%*		
Gastos de explotación	(0,2)	(0,2)	(0,5)	(0,9)	(1,2)	(1,3)	(1,5)	(1,5)		
Ingresos Operativos Netos (NOI)	**0,3**	**0,9**	**1,3**	**2,3**	**2,4**	**2,7**	**3,2**	**3,5**	***69,4%***	***13,8%***
Ingresos Operativos Netos / Ingresos	*55,8%*	*80,8%*	*74,9%*	*71,9%*	*66,3%*	*68,0%*	*69,0%*	*70,0%*		
Gastos de personal	-	-	-	-	-	-	-	-		
Otros costes de explotación	(0,8)	(1,0)	(1,4)	(1,6)	(1,9)	(2,0)	(2,3)	(2,4)		
EBITDA recurrente	**(0,5)**	**(0,1)**	**(0,0)**	**0,7**	**0,4**	**0,7**	**1,0**	**1,1**	***30,5%***	***37,8%***
Cto.EBITDA recurrente	*-182,9%*	*73,3%*	*65,8%*	*n.a.*	*-43,2%*	*66,1%*	*39,0%*	*13,3%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*23,3%*	*11,9%*	*17,4%*	*20,9%*	*22,2%*		
Otros ingresos y gastos no recurrentes	0,0	0,1	0,2	(0,1)	-	-	-	-		
Resultado de Enajenaciones	-	-	0,0	0,0	0,8	0,9	1,0	1,1		
EBITDA	**(0,4)**	**(0,1)**	**0,1**	**0,7**	**1,2**	**1,6**	**2,0**	**2,2**	***48,0%***	***21,2%***
Depreciación y provisiones	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación de valor de los inmuebles	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**(0,5)**	**(0,2)**	**(0,0)**	**0,4**	**1,0**	**1,3**	**1,7**	**1,9**	***41,6%***	***24,7%***
Cto.EBIT	*-179,6%*	*62,2%*	*97,1%*	*n.a.*	*120,2%*	*36,2%*	*26,6%*	*12,4%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*13,8%*	*27,2%*	*32,9%*	*35,8%*	*37,8%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(0,2)	(1,1)	(1,7)	(0,6)	(1,0)	(1,1)	(1,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(0,6)**	**(0,4)**	**(1,1)**	**(1,3)**	**0,3**	**0,3**	**0,6**	**0,8**	***27,0%***	***34,7%***
Cto.Beneficio ordinario	*-132,4%*	*36,7%*	*-220,5%*	*-15,3%*	*125,6%*	*4,2%*	*62,2%*	*44,6%*		
Extraordinarios	0,5	0,0	0,1	1,5	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(0,1)**	**(0,3)**	**(1,0)**	**0,2**	**0,3**	**0,3**	**0,6**	**0,8**	***61,7%***	***34,7%***
Impuestos	-	-	-	-	-	-	-	-		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(0,1)**	**(0,3)**	**(1,0)**	**0,2**	**0,3**	**0,3**	**0,6**	**0,8**	***61,7%***	***34,7%***
Cto.Beneficio neto	*87,9%*	*-394,9%*	*-200,8%*	*121,3%*	*52,8%*	*4,2%*	*62,2%*	*44,6%*		
Beneficio ordinario neto	**(0,6)**	**(0,4)**	**(1,3)**	**(1,2)**	**(0,5)**	**(0,6)**	**(0,4)**	**(0,2)**	***6,5%***	***19,7%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-124,2%*	*32,0%*	*-227,5%*	*8,3%*	*62,5%*	*-21,8%*	*25,5%*	*42,9%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**21-25**	**25-28e**
EBITDA recurrente						**0,7**	**1,0**	**1,1**	***30,5%***	***37,8%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,1)	0,5	0,2		
Cash Flow operativo recurrente						**0,6**	**1,4**	**1,3**	***60,0%***	***-33,2%***
CAPEX						(0,3)	(0,3)	(0,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,0)	(1,1)	(1,1)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						**(0,7)**	**0,0**	**(0,1)**	***28,6%***	***-26,6%***
Resultado de enajenaciones						0,9	1,0	1,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(7,4)	0,7	0,7		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(7,2)**	**1,6**	**1,6**	***-3,5%***	***32,0%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,3)	(0,3)	(0,5)		
Variación de Deuda financiera neta						**7,5**	**(1,3)**	**(1,1)**		

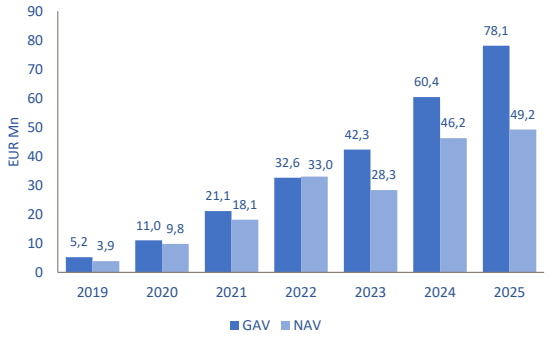
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

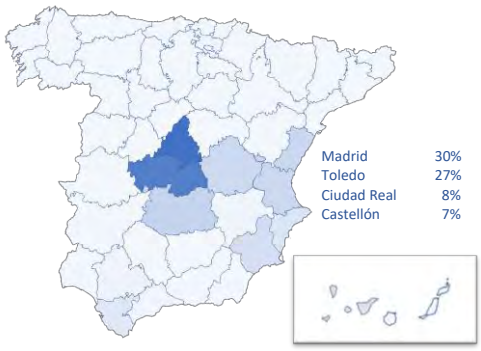
Un mercado de la vivienda tensionado, que no incrementa la oferta pese a la subida de precios



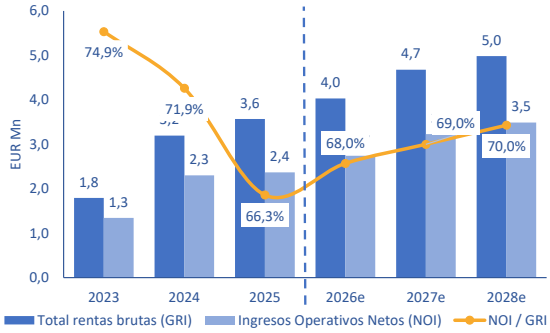
Una SOCIMI en pleno crecimiento...



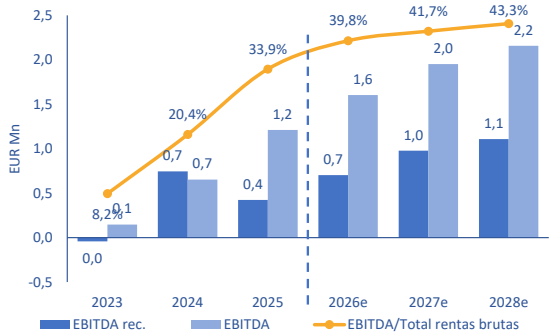
...con una cartera diversificada geográficamente



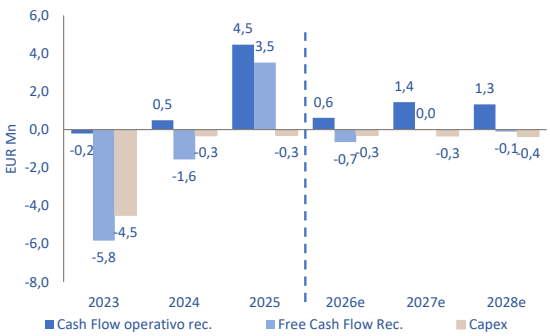
Con un crecimiento de ingresos (+11,8% TACC 25-28e) y una ligera mejora de márgenes



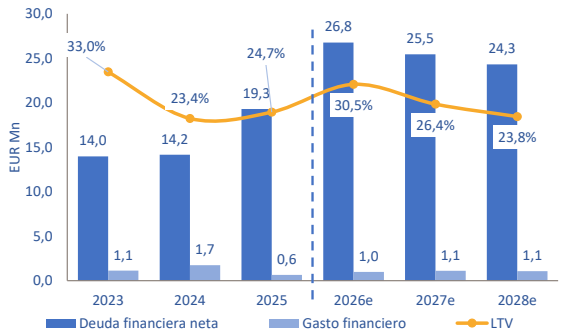
La escalabilidad del modelo permite incrementar el EBITDA un 78% entre 2025 y 2028e, con márgenes EBITDA crecientes



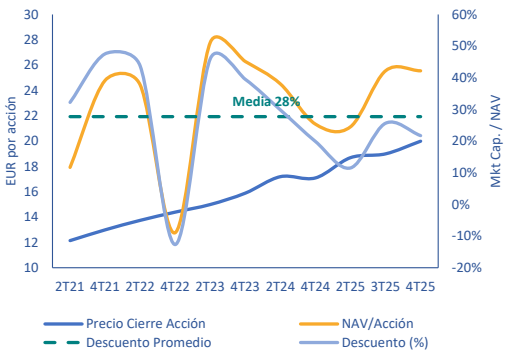
Un modelo de crecimiento intensivo en capital que exigirá financiación externa significativa



Una posición financiera sólida (LTV ≤ 25% 2025), gracias a la compra de activos con importante descuento.



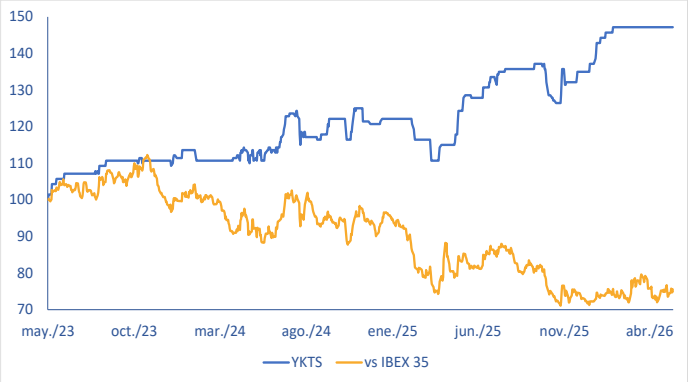
YKTS cotiza con un descuento cercano al 20% frente al Valor Neto de los Activos (NAV)



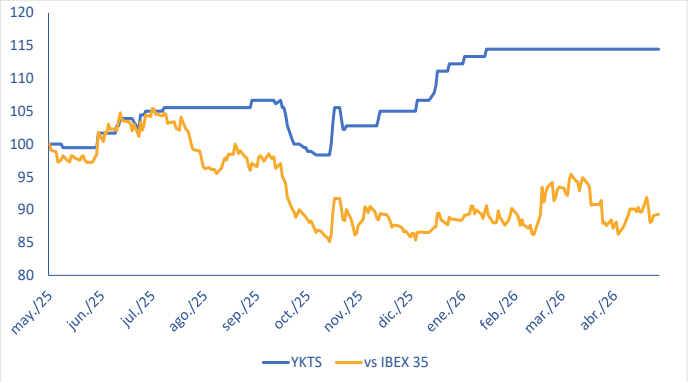
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

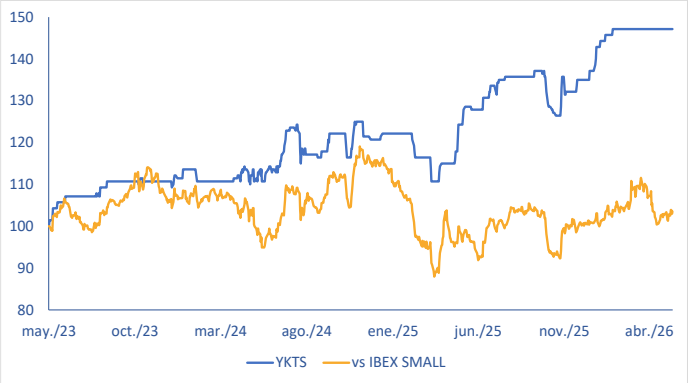
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



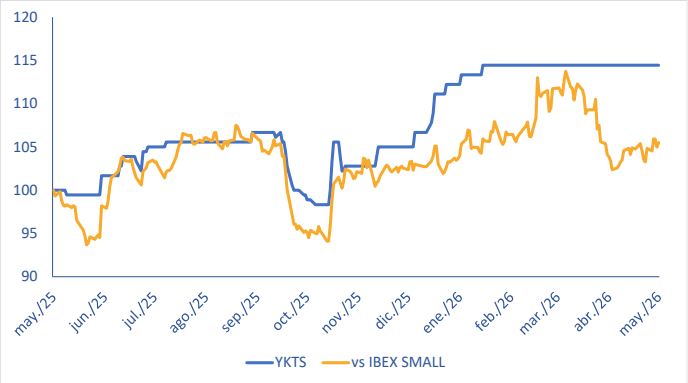
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



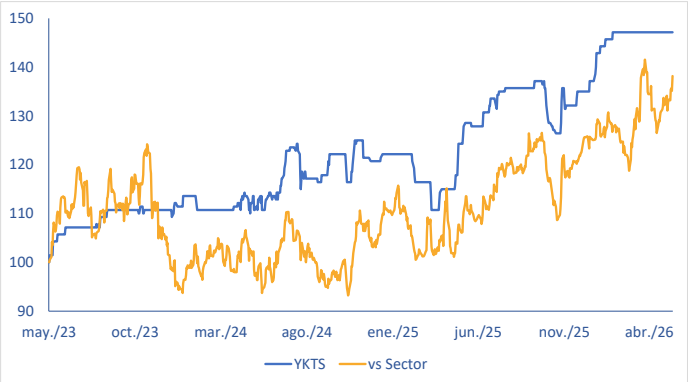
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



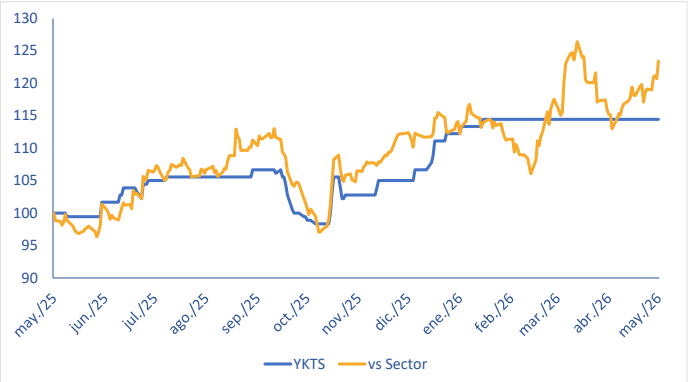
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Real State

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,0	0,0	14,4	3,0	41,1	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	3,2	0,3	-9,5	1,2	-26,3	n.a.
vs Euro STOXX 50	1,9	2,7	6,3	2,4	4,5	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	1,6	-0,8	5,5	0,4	0,5	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	-1,4	-0,6	0,5	0,4	7,8	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-2,2	-1,7	-0,7	-0,3	16,8	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	7,1	10,8	23,4	7,7	30,0	n.a.

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**(0,1)**	**(0,0)**	**0,7**	**0,4**	**0,7**	**1,0**	**1,1**	***75,2%***	***37,8%***
Cto.EBITDA recurrente	*73,3%*	*65,8%*	*n.a.*	*-43,2%*	*66,1%*	*39,0%*	*13,3%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*23,3%*	*11,9%*	*17,4%*	*20,9%*	*22,2%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,1)	(0,2)	(0,2)	4,0	(0,1)	0,5	0,2		
= Cash Flow operativo recurrente	**(0,2)**	**(0,2)**	**0,5**	**4,5**	**0,6**	**1,4**	**1,3**	***n.a.***	***-33,2%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*80,4%*	*-6,9%*	*342,2%*	*796,6%*	*-86,1%*	*132,6%*	*-8,0%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*15,6%*	*n.a.*	*15,4%*	*30,9%*	*26,6%*		
- CAPEX	(3,7)	(4,5)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(1,1)	(1,7)	(0,6)	(1,0)	(1,1)	(1,1)		
- Impuestos	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	**(3,9)**	**(5,8)**	**(1,6)**	**3,5**	**(0,7)**	**0,0**	**(0,1)**	***42,5%***	***-26,6%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*18,4%*	*-48,2%*	*73,1%*	*325,1%*	*-118,6%*	*100,0%*	*n.a.*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*98,7%*	*n.a.*	*0,0%*	*n.a.*		
+/- Resultado de enajenaciones	-	0,0	0,0	-	0,9	1,0	1,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(13,7)	-	(9,0)	(7,4)	0,7	0,7		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(3,9)**	**(19,5)**	**(1,6)**	**(5,5)**	**(7,2)**	**1,6**	**1,6**	***-12,0%***	***32,0%***
Cto. Free Cash Flow	*18,4%*	*-397,0%*	*92,0%*	*-254,7%*	*-29,7%*	*122,7%*	*1,2%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*8,9%*	*n.a.*	*0,0%*	*n.a.*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,1%*	*4,1%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(4,8)**	**(3,9)**	**(5,8)**	**(1,6)**	**3,5**	**(0,7)**	**0,0**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,6)	(0,1)	(0,0)	0,1	0,1	0,1	0,1
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,9	0,2	0,8	(0,4)	0,2	0,2	0,1
= Variación EBITDA recurrente	**0,3**	**0,1**	**0,8**	**(0,3)**	**0,3**	**0,3**	**0,1**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,4	(0,1)	(0,1)	4,3	(4,1)	0,5	(0,2)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**0,8**	**(0,0)**	**0,7**	**4,0**	**(3,8)**	**0,8**	**(0,1)**
+/-Variación del CAPEX	0,1	(0,8)	4,2	0,0	-	(0,0)	(0,0)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(1,1)	(0,6)	1,1	(0,3)	(0,1)	0,0
+/- Variación de impuestos	-	-	-	-	-	-	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**0,9**	**(1,9)**	**4,3**	**5,1**	**(4,2)**	**0,7**	**(0,1)**
Free Cash Flow Recurrente	**(3,9)**	**(5,8)**	**(1,6)**	**3,5**	**(0,7)**	**0,0**	**(0,1)**

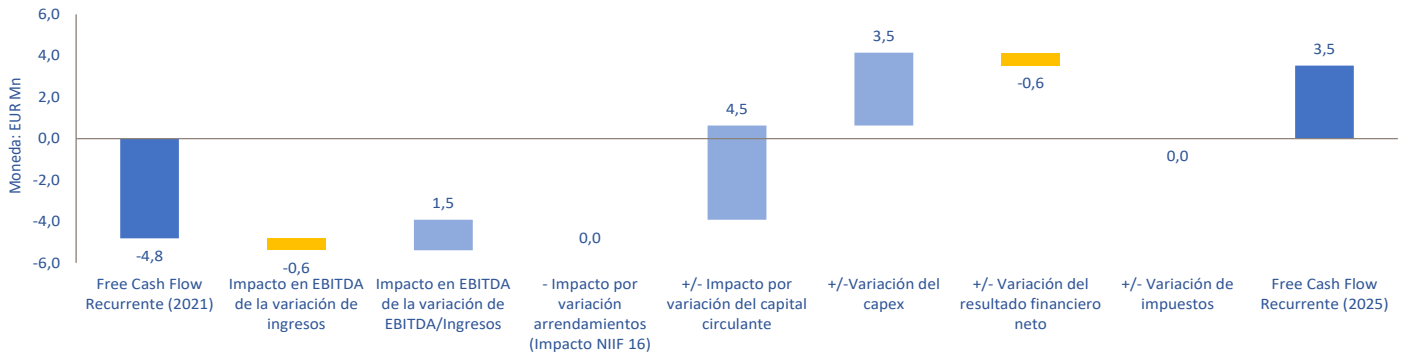
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**(0,2)**	**(0,0)**	**0,4**	**1,0**	**1,3**	**1,7**	**1,9**	***94,3%***	***24,7%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	**(0,1)**	**(0,0)**	**0,7**	**0,4**	**0,7**	**1,0**	**1,1**	***75,2%***	***37,8%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,1)	(0,2)	(0,2)	4,0	(0,1)	0,5	0,2		
= Cash Flow operativo recurrente	**(0,2)**	**(0,2)**	**0,5**	**4,5**	**0,6**	**1,4**	**1,3**	***n.a.***	***-33,2%***
- CAPEX	(3,7)	(4,5)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(3,9)**	**(4,7)**	**0,2**	**4,2**	**0,3**	**1,1**	**1,0**	***45,2%***	***-38,6%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*18,5%*	*-20,0%*	*103,9%*	*n.a.*	*-92,3%*	*247,4%*	*-13,4%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	5,7%	n.a.	8,0%	23,8%	19,3%		
+/- Resultado de enajenaciones	-	0,0	0,0	-	0,9	1,0	1,1		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(13,7)	-	(9,0)	(7,4)	0,7	0,7		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(3,9)**	**(18,4)**	**0,2**	**(4,9)**	**(6,2)**	**2,7**	**2,7**	***-7,6%***	***36,7%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*18,5%*	*-369,9%*	*101,0%*	*n.a.*	*-26,7%*	*144,3%*	*-0,9%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*0,3%*	*7,1%*	*0,5%*	*1,9%*	*1,6%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*0,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*4,7%*	*4,6%*		
Flujo de caja operativo (FFO)	**(0,2)**	**(1,0)**	**0,4**	**(0,2)**	**(0,3)**	**(0,1)**	**0,0**		
Mkt Cap/Flujo de caja operativo (FFO)	*n.a.*	*n.a.*	*78,2x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1071,1x*		
Flujo de caja operativo ajustado (AFFO)	**(4,0)**	**(5,5)**	**0,1**	**(0,5)**	**(0,6)**	**(0,5)**	**(0,3)**		
Mkt Cap/Flujo de caja operativo ajustado (AFFO)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

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

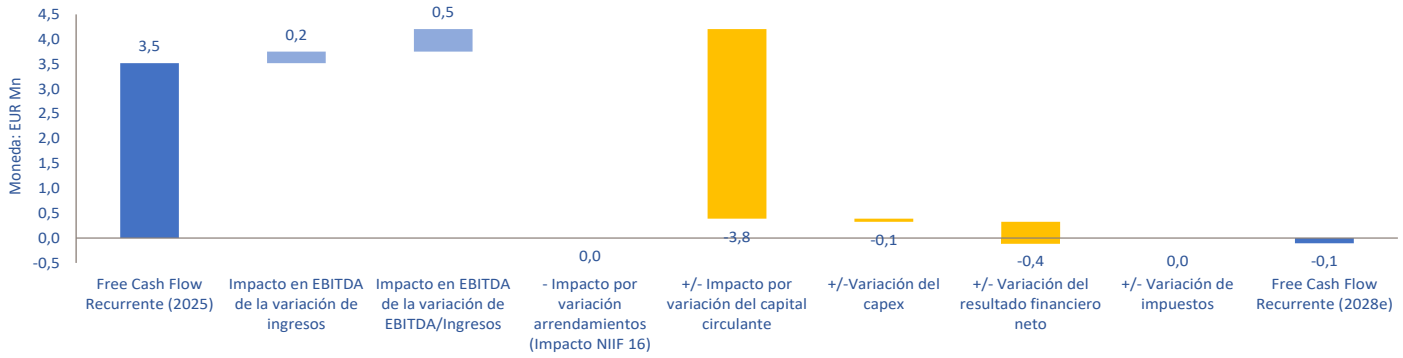
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

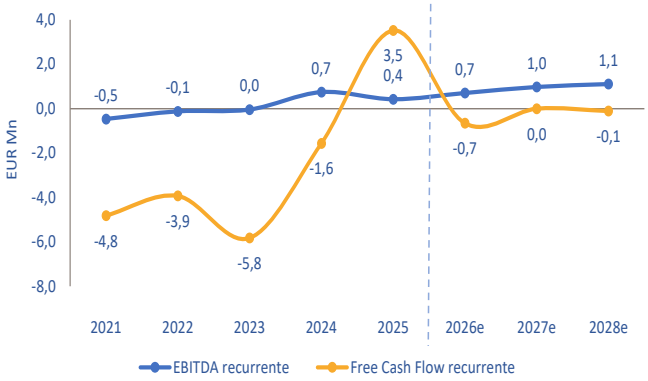
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



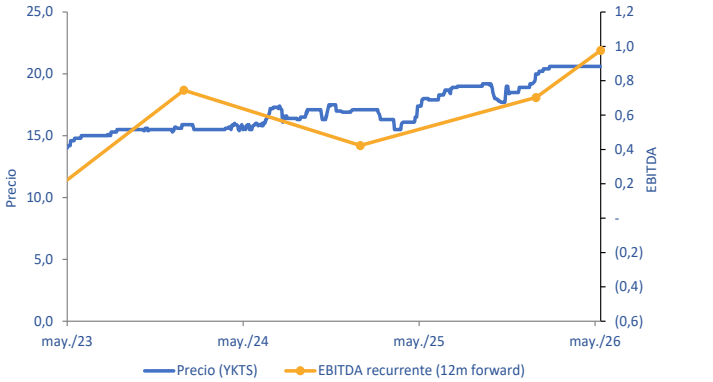
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(6,2)**	**2,7**	**2,7**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**39,7**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**19,3**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta	3,8%	4,3%
Tasa fiscal (T)	0,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,0%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,8%**	**4,3%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,0	B (estimación propia)	0,9	1,1
Coste del Equity	**9,6%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,6%**	**10,8%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	67,3%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	32,7%	D	=	=
WACC	**7,8%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,0%**	**8,6%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	39,7	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	-	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	19,3	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**58,7**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	1,3%	2,5%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-5,2%	-3,8%
FCF Yield - WACC	-0,7%	-6,1%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	23,0%	1,1	54,6x
Central	20,9%	1,0	60,1x
Min	18,8%	0,9	66,8x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	6,4%	7,1%	7,8%
1,1	0,1	0,1	0,1
1,0	0,0	0,0	(0,0)
0,9	(0,1)	(0,1)	(0,1)

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	0,3%	0,2%	0,2%
Central	0,1%	0,0%	n.a.
Min	n.a.	n.a.	n.a.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	40,0%	66,7%	66,7%
% de consejeros dominicales	60,0%	33,3%	33,3%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	
% de mujeres en el consejo de administración	20,0%	33,3%	33,3%
% de mujeres en la plantilla	n.a.	n.a.	n.a.
Remuneración del Consejo / Total rentas brutas (GRI)	5,5%	3,1%	2,1%

Principales comparables 2026e

		Mercado Continuo			Europa					
	EUR Mn	Merlin Properties	Colonial	Average	Vonovia	SEGRO	Land Securities	Icade	Average	YKTS
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MRL.MC	COL.MC		VNAn.DE	SGRO.L	LAND.L	ICAD.PA		YKTS.MC
	País	Spain	Spain		Germany	UK	UK	France		Spain
	Market cap	8.982,0	3.421,5		18.945,3	10.961,1	5.099,1	1.548,5		39,7
	Enterprise value (EV)	12.710,5	9.321,2		63.721,1	16.624,0	10.359,5	4.852,3		58,7
Información financiera básica	Total Ingresos	596,9	420,6		4.780,3	869,8	800,7	325,7		4,0
	Cto.Total Ingresos	*10,8%*	*-0,8%*	*5,0%*	*-5,6%*	*3,5%*	*3,6%*	*-77,5%*	*-19,0%*	*13,0%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*17,9%*	*6,5%*	*12,2%*	*0,7%*	*4,7%*	*2,9%*	*0,5%*	*2,2%*	*11,2%*
	EBITDA	449,1	347,8		2.941,1	759,4	606,8	288,9		1,6
	Cto. EBITDA	*12,2%*	*8,6%*	*10,4%*	*26,2%*	*27,2%*	*4,0%*	*-1,9%*	*13,9%*	*32,4%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*17,3%*	*8,2%*	*12,7%*	*6,5%*	*5,4%*	*4,4%*	*0,4%*	*4,2%*	*16,0%*
	EBITDA/Ingresos	*75,2%*	*82,7%*	*79,0%*	*61,5%*	*87,3%*	*75,8%*	*88,7%*	*78,3%*	*39,8%*
	EBIT	608,2	387,6		3.452,1	782,5	623,9	209,1		1,3
	Cto. EBIT	*53,9%*	*21,8%*	*37,9%*	*56,0%*	*35,5%*	*15,5%*	*-24,3%*	*20,7%*	*36,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*0,8%*	*10,5%*	*5,6%*	*11,5%*	*7,3%*	*12,8%*	*21,1%*	*13,2%*	*19,3%*
	EBIT/Ingresos	*n.a.*	*92,2%*	*92,2%*	*72,2%*	*90,0%*	*77,9%*	*64,2%*	*76,1%*	*32,9%*
	Beneficio Neto	466,4	217,6		2.004,9	618,2	458,1	209,5		0,3
	Cto. Beneficio Neto	*-40,7%*	*-44,2%*	*-42,5%*	*-51,3%*	*-3,1%*	*4,3%*	*266,3%*	*54,1%*	*4,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*15,9%*	*2,9%*	*9,4%*	*3,0%*	*9,4%*	*2,0%*	*-1,8%*	*3,1%*	*53,2%*
	CAPEX/Ventas	*157,0%*	*35,1%*	*96,0%*	*32,7%*	*62,3%*	*29,6%*	*71,2%*	*49,0%*	*7,4%*
	Free Cash Flow	(277,8)	301,6		1.191,9	116,6	202,7	525,4		(7,2)
	Deuda financiera Neta	4.284,4	4.867,9		39.613,3	6.187,4	4.055,0	3.095,2		26,8
	DN/EBITDA (x)	9,5	14,0	11,8	13,5	8,1	6,7	10,7	9,8	16,7
	Pay-out	*51,7%*	*90,8%*	*71,2%*	*53,7%*	*82,6%*	*78,7%*	*83,4%*	*74,6%*	*90,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	26,8	15,9	21,3	10,3	18,2	11,5	7,2	11,8	n.a.
	P/BV (x)	0,9	0,6	0,8	0,5	0,8	0,6	0,4	0,6	1,8
	EV/Ingresos (x)	n.a.	n.a.	n.a.	13,3	19,1	12,9	14,9	15,1	14,6
	EV/EBITDA (x)	28,3	26,8	27,6	21,7	21,9	17,1	16,8	19,4	36,7
	EV/EBIT (x)	20,9	24,0	22,5	18,5	21,2	16,6	23,2	19,9	44,4
	ROE	*5,5*	*3,8*	*4,7*	*7,5*	*4,5*	*6,8*	*4,3*	*5,8*	*1,6*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*8,8*	*8,8*	*6,3*	*1,1*	*4,0*	*33,9*	*11,3*	*n.a.*
	DPA	*0,43*	*0,32*	*0,37*	*1,29*	*0,38*	*0,49*	*2,30*	*1,12*	*0,16*
	Dvd Yield	*3,0%*	*5,9%*	*4,4%*	*5,8%*	*0,0%*	*0,1%*	*11,4%*	*4,3%*	*0,8%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos						**0,3**	**0,5**	**1,1**	**1,8**	**3,2**	**3,6**	**4,0**	**4,7**	**5,0**	***n.a.***	***11,8%***
Cto. Total ingresos						*n.a.*	*92,0%*	*119,2%*	*59,1%*	*78,2%*	*11,6%*	*13,0%*	*16,1%*	*6,5%*		
EBITDA						**(0,1)**	**(0,4)**	**(0,1)**	**0,1**	**0,7**	**1,2**	**1,6**	**2,0**	**2,2**	***n.a.***	***21,2%***
Cto. EBITDA						*n.a.*	*-207,3%*	*82,7%*	*298,4%*	*341,7%*	*85,4%*	*32,4%*	*21,8%*	*10,5%*		
EBITDA/Ingresos						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*8,2%*	*20,4%*	*33,9%*	*39,8%*	*41,7%*	*43,3%*		
Beneficio neto						**(0,6)**	**(0,1)**	**(0,3)**	**(1,0)**	**0,2**	**0,3**	**0,3**	**0,6**	**0,8**	***n.a.***	***34,7%***
Cto. Beneficio neto						*n.a.*	*87,9%*	*-394,9%*	*-200,8%*	*121,3%*	*52,8%*	*4,2%*	*62,2%*	*44,6%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)						1,5	1,5	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9		
BPA (EUR)						-0,39	-0,05	-0,19	-0,54	0,11	0,17	0,18	0,29	0,42	*n.a.*	*34,7%*
Cto. BPA						*n.a.*	*87,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*51,4%*	*4,2%*	*62,2%*	*44,6%*		
BPA ord. (EUR)						-0,18	-0,41	-0,23	-0,69	-0,64	-0,24	-0,29	-0,21	-0,12	*n.a.*	*19,7%*
Cto. BPA ord.						*n.a.*	*n.a.*	*44,3%*	*n.a.*	*8,4%*	*62,9%*	*-21,8%*	*25,5%*	*42,9%*		
CAPEX						(0,1)	(3,8)	(3,7)	(4,5)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)		
CAPEX/Vtas %[1]						*54,5%*	*743,4%*	*330,4%*	*250,4%*	*9,9%*	*8,4%*	*7,4%*	*7,1%*	*7,3%*		
Free Cash Flow						**-**	**(4,8)**	**(3,9)**	**(19,5)**	**(1,6)**	**(5,5)**	**(7,2)**	**1,6**	**1,6**	***n.a.***	***32,0%***
DN/EBITDA (x) [2]						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*21,7x*	*15,9x*	*16,7x*	13,0x	11,3x		
PER (x)						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	70,4x	48,7x		
EV/Vtas (x)						*n.a.*	*n.a.*	*15,48x*	*n.a.*	*14,67x*	*16,14x*	*14,58x*	12,56x	11,79x		
EV/EBITDA (x) [2]						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*47,6x*	*36,7x*	30,1x	27,2x		
Comport. Absoluto						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*7,5%*	*17,0%*	*3,0%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35						*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-6,3%*	*-21,6%*	*1,2%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Labiana Health

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Pharmaceuticals

Precio de Cierre: EUR 6,60 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

Labiana Health (LAB) es una farmacéutica de pequeño tamaño con sede en Madrid (España), especializado en la fabricación de medicamentos propios y a terceros (CDMO) y comercialización en el área de salud animal (veterinaria) y humana. Amplia presencia internacional (c.71% de los ingresos son fuera de España). Fundada en 1958, desde 2013 está gestionada (y controlada) por Manuel Ramos (CEO) que controla el c.54% del capital.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	56,0	65,1
EV (Mn EUR y USD)	86,4	100,4
Número de Acciones (Mn)	8,5	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	7,55 / 4,39 / 3,22	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación(1)	14,8	
Refinitiv / Bloomberg	LABH.MC / LAB SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

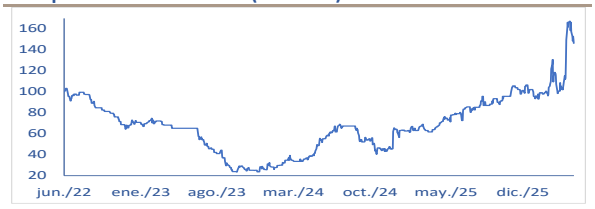
Estructura Accionarial (%)

Manuel Ramos	53,8
John Williams	12,3
Héctor Ara	5,8
Autocartera	2,2
Free Float	25,9

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	7,4	8,5	8,5	8,5
Total Ingresos	75,2	81,6	89,0	96,7
EBITDA Rec.	10,4	11,6	13,1	14,7
% Var.	*25,2*	*11,2*	*13,4*	*11,8*
% EBITDA Rec./Ing.	*13,9*	*14,2*	*14,8*	*15,2*
% Var EBITDA sector (2)	*15,4*	*3,5*	*11,8*	*12,7*
Beneficio neto	2,6	1,2	6,3	7,4
BPA (EUR)	0,35	0,15	0,74	0,87
% Var.	*870,3*	*-58,0*	*404,1*	*17,6*
BPA ord. (EUR)	0,25	0,24	0,74	0,87
% Var.	*n.a.*	*-3,7*	*206,9*	*17,6*
Free Cash Flow Rec.	-2,4	-0,3	3,2	4,2
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	30,8	27,0	23,8	19,6
DN / EBITDA Rec.(x)	3,0	2,3	1,8	1,3
ROE (%)	*55,6*	*14,0*	*41,4*	*33,5*
ROCE (%)	*23,0*	*17,5*	*21,0*	*21,4*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	18,9	45,0	8,9	7,6
PER Ordinario	26,4	27,4	8,9	7,6
P/BV	9,8	4,7	3,1	2,2
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	1,15	1,06	0,97	0,89
EV/EBITDA Rec.	8,3	7,5	6,6	5,9
EV/EBIT	11,9	11,1	8,5	7,5
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*5,7*	*7,5*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*40,4*	*47,5*	*103,9*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Health Care.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2025: claro punto de inflexión operativo para la compañía. Ingresos de EUR 75,2Mn (+13,5% vs 2024), con crecimiento en ambas divisiones: salud animal (+18,6%) y salud humana (+8,9%). El EBITDA Rec. creció un +25,2%, hasta EUR 10,4Mn, elevando el margen EBITDA hasta el 13,9%. Esta mejora confirma que la compañía empieza a capturar apalancamiento operativo gracias al aumento de escala, la mejora del mix de producto y las eficiencias introducidas en las plantas productivas.

En 2026 la inercia de crecimiento debería continuar, apoyado en el crecimiento del vademécum propio tanto en salud humana (+10%) como en salud animal (+8%), que en el corto plazo deberían ser los catalizadores que deberían permitir aspirar a un crecimiento en ingresos del +8,5% en 2026e. Y hacer posible un "salto" en términos de rentabilidad, que se debería traducir en un EBITDA rec. 2026e de EUR 11,6Mn, +11,2% (Mg. EBITDA 2026e 14,2% vs 13,9% en 2025).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Un mix diversificado que reduce el riesgo. Por líneas de negocio, salud humana representa el 51% de los ingresos y salud animal el 49% de los ingresos, mientras que, por tipología de fabricación, el producto propio representa el 37,2% de los ingresos y CDMO el 62,8% de los ingresos. LAB tiene una cartera de medicamentos propios de más de 50 productos (especialmente Fosfomicina) y una presencia consolidada en más de 114 mercados internacionales, con más de 300 clientes.

Cambio progresivo del mix de negocio hacia vademécum propio... Aunque el CDMO sigue aportando estabilidad y recurrencia, el mayor potencial de creación de valor proviene del crecimiento del vademécum propio, especialmente en productos de salud humana, que ofrecen mayores márgenes, escalabilidad internacional y menor presión competitiva que la fabricación para terceros.

…que es la llave para el crecimiento del EBITDA rec. (+12,1% TACC 2025-2028e). La capacidad de sostener el Mg. Bruto en c. 61% (vs 59,5% en 2025) y el paulatino aprovechamiento de la capacidad productiva permitirá crecer el EBITDA rec. a doble dígito hasta EUR 14,7Mn en 2028e (vs EUR 10,4Mn en 2025). La mejora de la rentabilidad disparará el FCF que reducirá la DN de LAB (clave en el equity story) y revertirá en inversión en medicamentos de nicho, con alto potencial de crecimiento.

La reducción del apalancamiento mejora el perfil de riesgo. Tras el reciente cierre de la ampliación de capital (EUR 5Mn) y la firma del crédito sindicado (EUR 37Mn), LAB ha conseguido reforzar el balance, otorgarle mayor flexibilidad, y reducir sustancialmente los gastos financieros, especialmente a partir de 2027.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo regulatorio. Retrasos o problemas en autorizaciones, inspecciones GMP o registros de medicamentos podrían afectar tanto al negocio CDMO como al desarrollo y comercialización de producto propio.

Riesgo competitivo. El negocio CDMO está expuesto a presión competitiva en precios y márgenes, especialmente en determinadas áreas de fabricación farmacéutica. Además, el crecimiento internacional del vademécum propio requerirá competir frente a compañías de mayor tamaño y capacidad comercial.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

LAB es una historia singular de transformación industrial y expansión de márgenes. Ya ha demostrado capacidad para crecer de forma rentable y dispone de activos industriales, regulatorios y comerciales con valor estratégico. El potencial depende ahora de tres factores clave: consolidación del crecimiento del vademécum propio, mejora sostenida de FCF y reducción progresiva del riesgo financiero.

Pese al rally, los bajos múltiplos "dicen" que el rerating puede continuar. DN/EBITDA 2026e de 2,3x, con EV/EBITDA Rec. 2026e de 7,5x, muy por debajo de competidores (salud humana, 11,3x – salud animal, 9,2x). De un modo simple cabe decir que la refinanciación "libera" (al menos parcialmente) a LAB del "lastre" del riesgo financiero y permite que la atención del mercado se desplace a una historia de crecimiento cotizando a múltiplos muy bajos. Lo que, *a priori*, implicaría una idea de inversión de largo recorrido. Que, claramente, ya ha empezado a cotizar (dado el rally -12m, +103,9%). LAB es un valor de la cartera modelo de Lighthouse.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	11,5	9,0	7,7	6,0	6,2	7,5	8,7	10,0
Inmovilizado material	20,4	20,6	19,8	12,7	14,4	13,8	13,6	13,5
Otros activos no corrientes	1,4	0,9	1,8	2,5	4,0	4,0	4,0	4,0
Inmovilizado financiero	4,4	1,4	0,9	2,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Fondo de comercio y otros intangibles	1,3	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Activo circulante	26,1	26,2	26,0	21,8	25,6	28,7	31,1	33,6
Total activo	**65,1**	**58,3**	**56,2**	**45,4**	**51,6**	**55,4**	**58,8**	**62,4**
Patrimonio neto	11,5	6,9	3,4	3,5	5,7	12,0	18,3	25,7
Minoritarios	-	-	-	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,0)
Provisiones y otros pasivos a LP	0,4	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	42,2	36,0	38,8	28,7	30,8	27,0	23,8	19,6
Pasivo circulante	11,0	14,9	13,6	14,1	16,1	17,3	17,6	18,1
Total pasivo	**65,1**	**58,3**	**56,2**	**45,4**	**51,6**	**55,4**	**58,8**	**62,4**

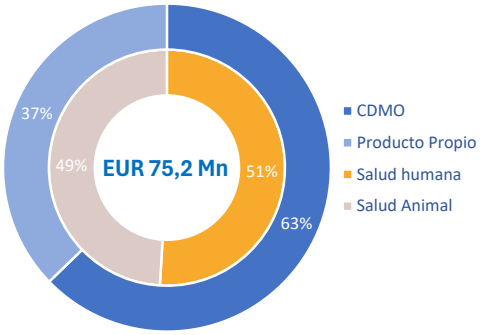
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**57,1**	**58,2**	**58,5**	**66,3**	**75,2**	**81,6**	**89,0**	**96,7**	***7,1%***	***8,7%***
Cto.Total Ingresos	*-2,3%*	*2,0%*	*0,5%*	*13,3%*	*13,5%*	*8,5%*	*9,1%*	*8,6%*		
Coste de ventas	(24,4)	(28,1)	(25,4)	(26,4)	(30,5)	(32,0)	(34,7)	(37,5)		
Margen Bruto	**32,6**	**30,1**	**33,1**	**39,8**	**44,7**	**49,6**	**54,3**	**59,2**	***8,2%***	***9,8%***
Margen Bruto / Ingresos	*57,2%*	*51,7%*	*56,6%*	*60,1%*	*59,5%*	*60,7%*	*61,0%*	*61,2%*		
Gastos de personal	(17,7)	(18,0)	(19,1)	(20,4)	(21,6)	(23,5)	(25,5)	(27,6)		
Otros costes de explotación	(11,7)	(10,7)	(11,3)	(11,1)	(12,7)	(14,4)	(15,6)	(16,9)		
EBITDA recurrente	**3,1**	**1,3**	**2,8**	**8,3**	**10,4**	**11,6**	**13,1**	**14,7**	***35,1%***	***12,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*-2,4%*	*-57,4%*	*106,9%*	*201,5%*	*25,2%*	*11,2%*	*13,4%*	*11,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*5,5%*	*2,3%*	*4,7%*	*12,6%*	*13,9%*	*14,2%*	*14,8%*	*15,2%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,0)	(1,6)	(0,8)	(0,1)	(0,6)	(1,0)	-	-		
EBITDA	**3,1**	**(0,3)**	**1,9**	**8,2**	**9,8**	**10,6**	**13,1**	**14,7**	***33,0%***	***14,5%***
Depreciación y provisiones	(5,0)	(5,1)	(4,7)	(4,4)	(3,8)	(4,1)	(4,3)	(4,5)		
Gastos capitalizados	2,5	2,9	1,2	1,1	1,3	1,3	1,3	1,3		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**0,6**	**(2,5)**	**(1,6)**	**5,0**	**7,2**	**7,8**	**10,1**	**11,5**	***85,0%***	***16,7%***
Cto.EBIT	*-74,9%*	*-504,5%*	*36,6%*	*413,4%*	*45,8%*	*7,2%*	*30,8%*	*13,2%*		
EBIT / Ingresos	*1,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*7,5%*	*9,6%*	*9,5%*	*11,4%*	*11,9%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(2,7)	(1,8)	(3,7)	(5,0)	(6,0)	(6,2)	(2,2)	(1,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(2,1)**	**(4,3)**	**(5,3)**	**(0,0)**	**1,2**	**1,6**	**7,9**	**9,6**	***26,5%***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario	*-491,6%*	*-101,1%*	*-23,3%*	*99,4%*	*n.a.*	*29,9%*	*410,5%*	*20,7%*		
Extraordinarios	-	(3,6)	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(2,1)**	**(7,8)**	**(5,3)**	**(0,0)**	**1,2**	**1,6**	**7,9**	**9,6**	***26,5%***	***n.a.***
Impuestos	0,0	(1,3)	0,8	0,2	1,4	(0,3)	(1,7)	(2,2)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20,0%*	*21,0%*	*23,0%*		
Minoritarios	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(1,8)**	**(8,9)**	**(4,4)**	**0,3**	**2,6**	**1,2**	**6,3**	**7,4**	***36,3%***	***42,2%***
Cto.Beneficio neto	*-265,2%*	*-403,7%*	*50,5%*	*105,7%*	*913,7%*	*-51,5%*	*404,1%*	*17,6%*		
Beneficio ordinario neto	**(1,8)**	**(2,5)**	**(4,4)**	**0,1**	**1,8**	**2,0**	**6,3**	**7,4**	***31,9%***	***58,8%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-387,3%*	*-38,1%*	*-76,8%*	*102,7%*	*n.a.*	*11,0%*	*206,9%*	*17,6%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**11,6**	**13,1**	**14,7**	***35,1%***	***12,1%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(1,9)	(2,1)	(2,0)		
Cash Flow operativo recurrente						**9,7**	**11,1**	**12,7**	***27,9%***	***13,8%***
CAPEX						(3,5)	(4,0)	(4,4)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(6,2)	(2,2)	(1,9)		
Impuestos						(0,3)	(1,7)	(2,2)		
Free Cash Flow Recurrente						**(0,3)**	**3,2**	**4,2**	***15,3%***	***55,5%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(1,0)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(1,3)**	**3,2**	**4,2**	***1,0%***	***48,8%***
Ampliaciones de capital						5,1	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**(3,7)**	**(3,2)**	**(4,2)**		

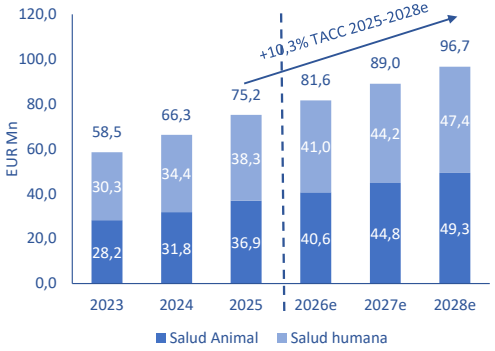
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

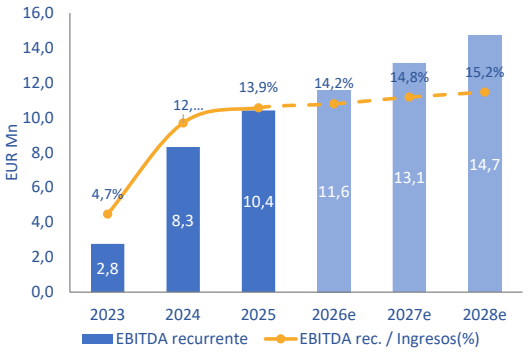
Un negocio diversificado (salud animal y humana) en una industria inherentemente defensiva...



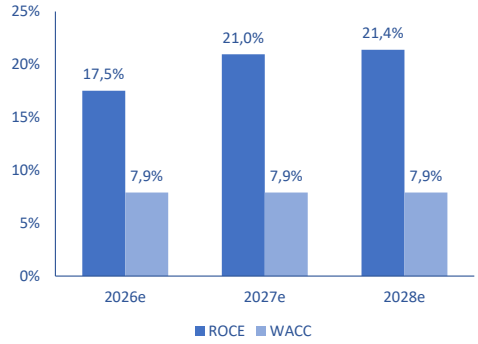
... que esperamos inicie una etapa de fuerte crecimiento, a doble dígito, hasta 2028e (+10,3% TACC 2025-2028e)



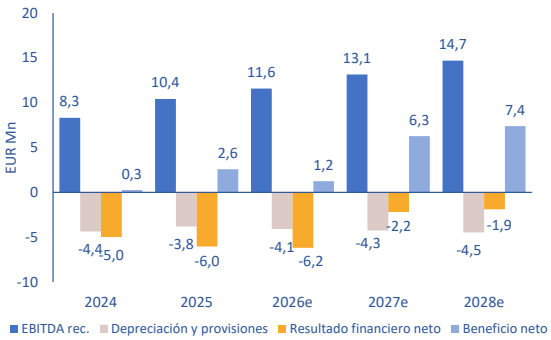
Y cristalice en un salto en los niveles de rentabilidad ya en 2026e



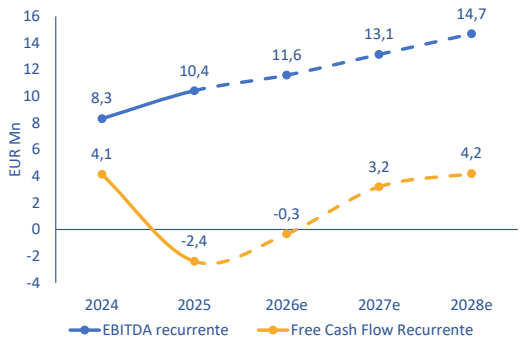
Lo que hará posible una clara generación de valor del modelo de negocio (ROCE 2026e: 17,5% vs WACC 2026e: 7,9%)



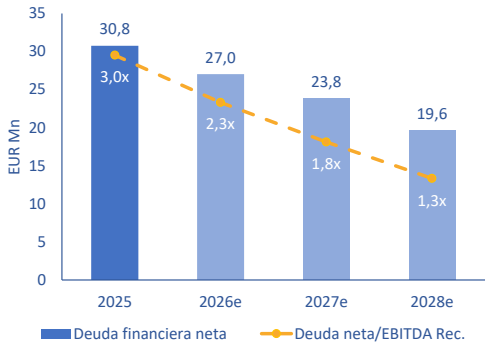
La inercia del crecimiento en EBITDA mitigará el efecto de los gastos financieros, "destaponando" el Beneficio Neto...



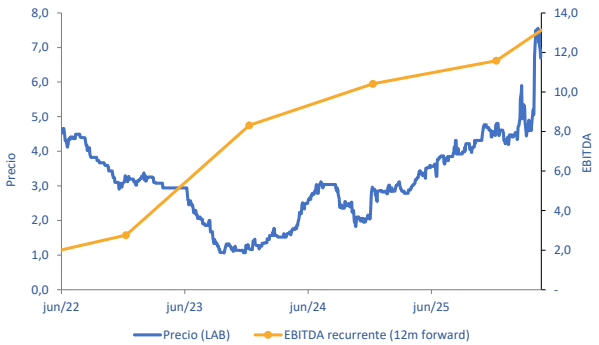
... Y con capacidad de generar FCF rec positivo ya desde 2027e (FCF rec. 2027e: EUR 3,2Mn)...



... Reduciendo el nivel de endeudamiento hasta niveles de (DN/EBITDA 2028e: 1,3x)



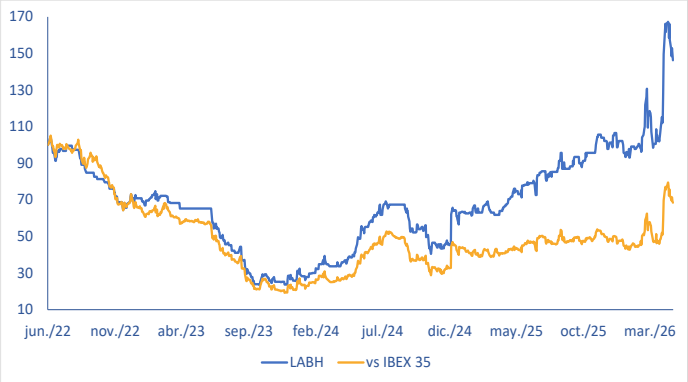
Cotizando a unos múltiplos objetivamente bajos EV/EBITDA rec. 2026e 7x vs sector 11x



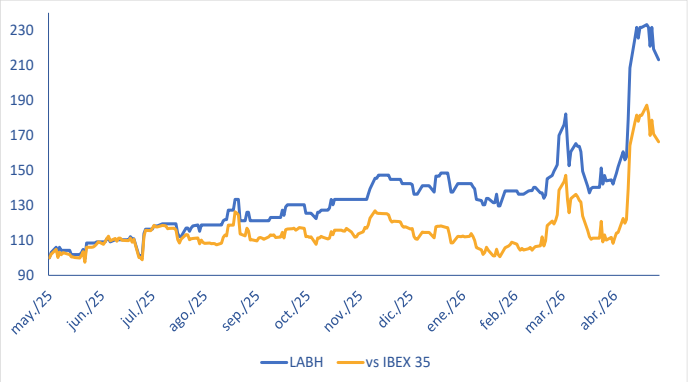
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

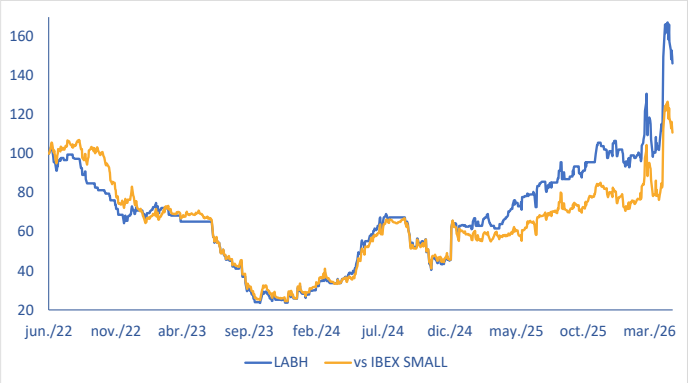
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



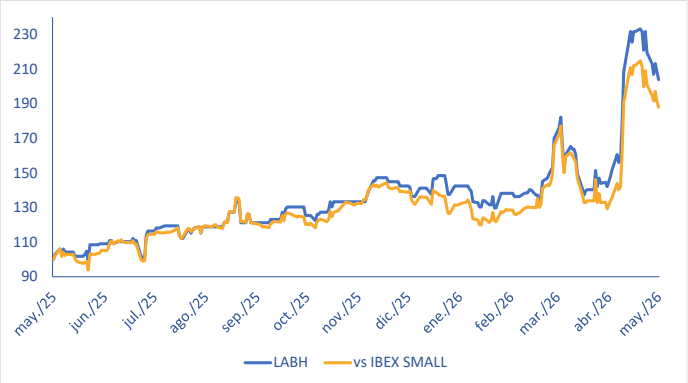
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



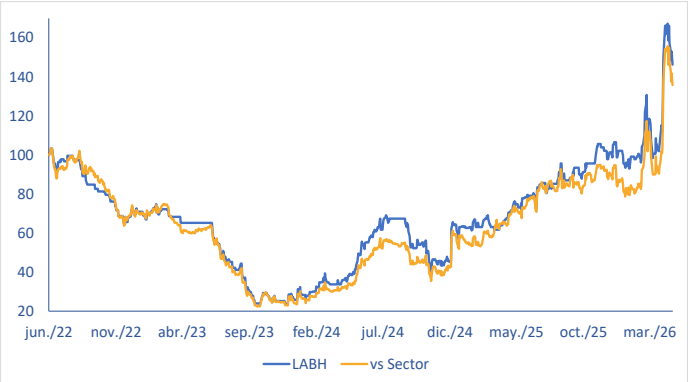
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



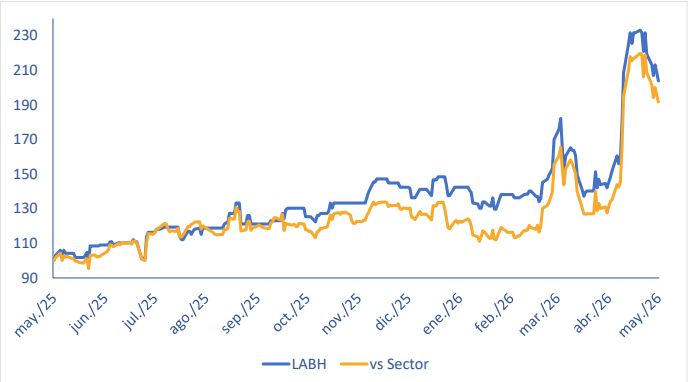
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Health Care

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	40,4	47,5	103,9	39,0	124,2	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	44,9	47,9	61,1	36,5	17,1	n.a.
vs Euro STOXX 50	43,1	51,5	89,3	38,1	66,1	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	42,7	46,3	87,9	35,5	59,7	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	38,4	46,6	78,9	35,5	71,3	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	37,3	45,0	76,9	34,5	85,6	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Health Care	46,2	64,8	91,7	45,6	126,8	n.a.

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**1,3**	**2,8**	**8,3**	**10,4**	**11,6**	**13,1**	**14,7**	***98,4%***	***12,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*-57,4%*	*106,9%*	*201,5%*	*25,2%*	*11,2%*	*13,4%*	*11,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*2,3%*	*4,7%*	*12,6%*	*13,9%*	*14,2%*	*14,8%*	*15,2%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	3,8	(1,1)	4,7	(1,8)	(1,9)	(2,1)	(2,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	**5,2**	**1,7**	**13,1**	**8,6**	**9,7**	**11,1**	**12,7**	***18,5%***	***13,8%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*60,9%*	*-67,8%*	*687,7%*	*-34,3%*	*12,9%*	*14,4%*	*14,2%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*8,9%*	*2,8%*	*19,7%*	*11,4%*	*11,9%*	*12,4%*	*13,1%*		
- CAPEX	(5,5)	(2,5)	(4,0)	(4,6)	(3,5)	(4,0)	(4,4)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,5)	(3,3)	(4,8)	(5,9)	(6,2)	(2,2)	(1,9)		
- Impuestos	(0,1)	(0,0)	(0,1)	(0,5)	(0,3)	(1,7)	(2,2)		
= Free Cash Flow recurrente	**(1,9)**	**(4,2)**	**4,1**	**(2,4)**	**(0,3)**	**3,2**	**4,2**	***-7,6%***	***55,5%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*58,7%*	*-119,1%*	*198,7%*	*-157,6%*	*86,0%*	*n.a.*	*30,7%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*6,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*3,6%*	*4,3%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(1,6)	(0,8)	(0,1)	(0,6)	(1,0)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	0,0	0,2	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	3,4	-	(0,3)	(0,4)	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(0,1)**	**(5,0)**	**3,8**	**(3,2)**	**(1,3)**	**3,2**	**4,2**	***n.a.***	***48,8%***
Cto. Free Cash Flow	*96,8%*	*n.a.*	*175,8%*	*-184,9%*	*58,9%*	*340,7%*	*30,7%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*7,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*5,7%*	*7,5%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*6,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*5,7%*	*7,5%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(4,6)**	**(1,9)**	**(4,2)**	**4,1**	**(2,4)**	**(0,3)**	**3,2**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,1	0,0	0,4	1,1	0,9	1,1	1,1
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,9)	1,4	5,2	1,0	0,3	0,5	0,4
= Variación EBITDA recurrente	**(1,8)**	**1,4**	**5,6**	**2,1**	**1,2**	**1,6**	**1,6**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	3,7	(4,9)	5,8	(6,6)	(0,1)	(0,2)	0,0
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**2,0**	**(3,5)**	**11,4**	**(4,5)**	**1,1**	**1,4**	**1,6**
+/-Variación del CAPEX	(0,7)	2,9	(1,5)	(0,5)	1,0	(0,5)	(0,3)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,5	(1,8)	(1,5)	(1,1)	(0,3)	4,0	0,3
+/- Variación de impuestos	0,9	0,1	(0,0)	(0,4)	0,2	(1,4)	(0,5)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**2,7**	**(2,3)**	**8,3**	**(6,5)**	**2,1**	**3,5**	**1,0**
Free Cash Flow Recurrente	**(1,9)**	**(4,2)**	**4,1**	**(2,4)**	**(0,3)**	**3,2**	**4,2**

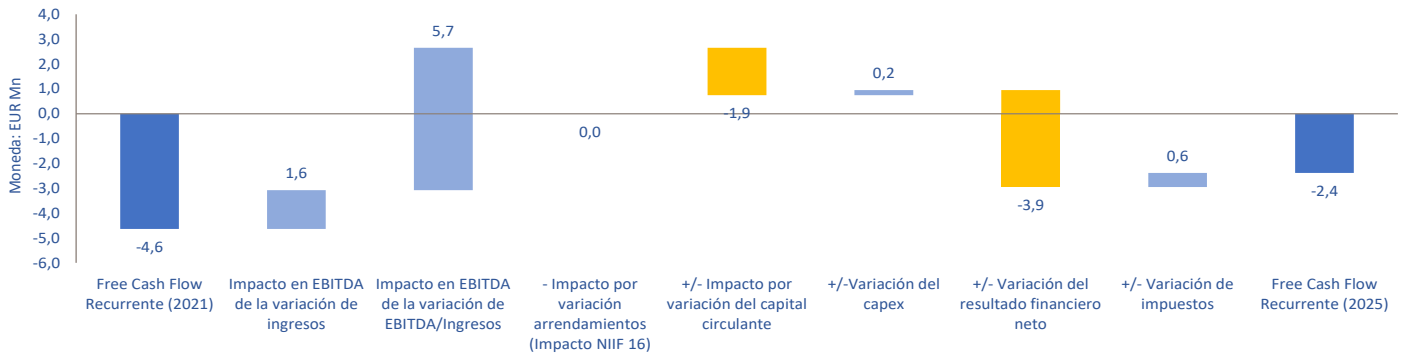
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**(2,5)**	**(1,6)**	**5,0**	**7,2**	**7,8**	**10,1**	**11,5**	***69,8%***	***16,7%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*20,0%*	*21,0%*	*23,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(1,6)	(2,1)	(2,6)		
EBITDA recurrente	**1,3**	**2,8**	**8,3**	**10,4**	**11,6**	**13,1**	**14,7**	***98,4%***	***12,1%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	3,8	(1,1)	4,7	(1,8)	(1,9)	(2,1)	(2,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	**5,2**	**1,7**	**13,1**	**8,6**	**9,7**	**11,1**	**12,7**	***18,5%***	***13,8%***
- CAPEX	(5,5)	(2,5)	(4,0)	(4,6)	(3,5)	(4,0)	(4,4)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	(1,6)	(2,1)	(2,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(0,3)**	**(0,9)**	**9,0**	**4,0**	**4,6**	**4,9**	**5,7**	***n.a.***	***12,0%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*80,9%*	*-190,3%*	*n.a.*	*-55,5%*	*14,9%*	*6,9%*	*14,4%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	13,7%	5,4%	5,7%	5,6%	5,9%		
- Gastos de reestructuración y otros	(1,6)	(0,8)	(0,1)	(0,6)	(1,0)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	0,0	0,2	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	3,4	-	(0,3)	(0,4)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**1,5**	**(1,7)**	**8,7**	**3,2**	**3,6**	**4,9**	**5,7**	***28,1%***	***21,3%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*600,7%*	*-212,9%*	*612,3%*	*-63,6%*	*14,4%*	*36,4%*	*14,4%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*10,5%*	*4,7%*	*5,4%*	*5,7%*	*6,6%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*1,7%*	*n.a.*	*10,1%*	*3,7%*	*4,2%*	*5,7%*	*6,6%*		

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

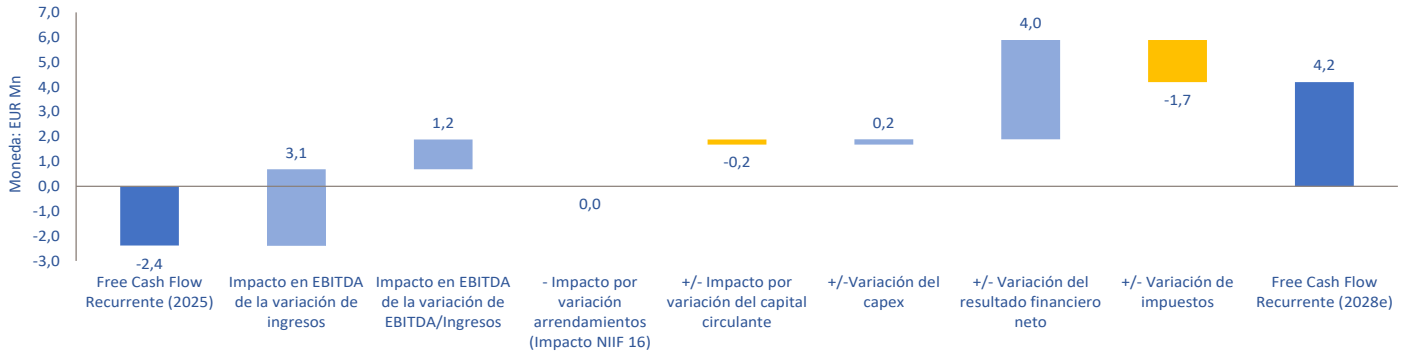
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

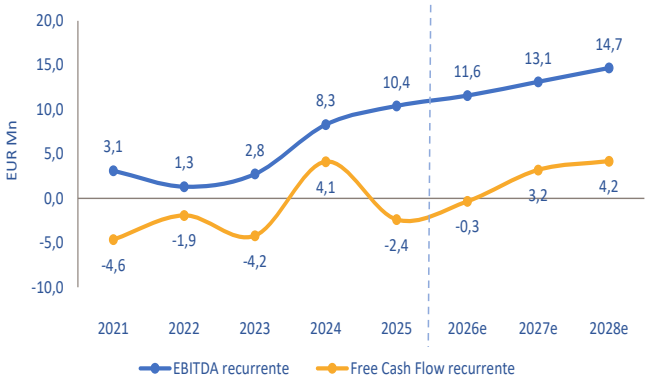
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



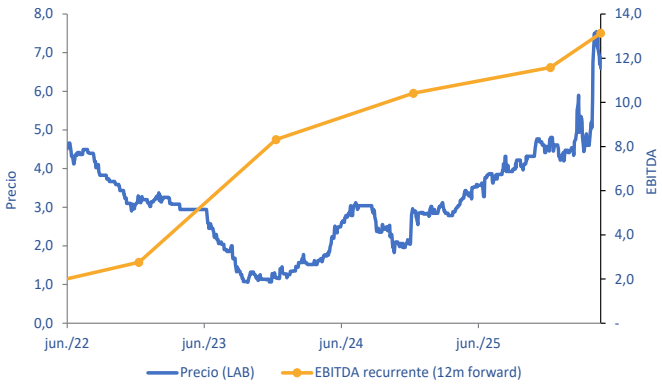
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**3,6**	**4,9**	**5,7**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**56,0**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**30,8**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta	5,8%	6,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,8%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**4,6%**	**5,0%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,0	B (estimación propia)	0,9	1,1
Coste del Equity	**9,6%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,6%**	**10,8%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	64,6%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	35,4%	D	=	=
WACC	**7,9%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,2%**	**8,7%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	56,0	
+ Minoritarios	1,0	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	30,8	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	1,4	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**86,4**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	1,2%	n.a.	n.a.	14,1%	23,0%

	2025	2028e
ROCE - WACC	15,1%	13,5%
FCF Yield - WACC	-3,2%	-1,4%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	16,3%	14,5	6,0x
Central	14,8%	13,1	6,6x
Min	13,3%	11,8	7,3x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	4,0%	4,5%	5,0%
14,5	5,0	4,5	4,1
13,1	3,7	3,2	2,8
11,8	2,3	1,9	1,4

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	8,9%	8,1%	7,3%
Central	6,5%	5,7%	4,9%
Min	4,1%	3,3%	2,5%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	33,3%	33,3%	42,9%
% de consejeros dominicales	16,7%	16,7%	28,6%
% de consejeros ejecutivos	50,0%	50,0%	28,6%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	16,7%	28,6%	28,6%
% de mujeres en la plantilla	55,7%	58,9%	58,9%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,9%	3,8%	3,1%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Salud Humana				Salud Animal					
	EUR Mn	Laboratorio Reig Jofre	Enanta	Laboratorios Rovi	Average	Elanco	Vetoquinol	Virbac	ECO Animal Health	Average	LAB
Datos Mercado	Ticker (Factset)	RJFE.MC	ENTA.O	ROVI.MC		ELAN.K	VETO.PA	VIRB.PA	EAH.L		LABH.MC
	País	Spain	USA	Spain		USA	France	France	UK		Spain
	Market cap	222,8	344,2	3.020,3		9.263,0	843,6	2.936,7	75,9		56,0
	Enterprise value (EV)	306,8	315,3	3.050,2		12.316,6	637,9	3.102,9	69,0		86,4
Información financiera básica	Total Ingresos	359,0	59,0	776,3		4.332,7	528,6	1.556,5	103,2		81,6
	Cto.Total Ingresos	*8,4%*	*5,4%*	*4,4%*	*6,1%*	*7,2%*	*0,5%*	*6,3%*	*4,6%*	*4,6%*	*8,5%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*7,8%*	*-3,1%*	*13,7%*	*6,1%*	*5,1%*	*4,7%*	*4,9%*	*8,8%*	*5,9%*	*8,8%*
	EBITDA	37,8	n.a.	210,8		860,8	111,9	317,0	9,8		10,6
	Cto. EBITDA	*22,6%*	*100,0%*	*-2,5%*	*40,0%*	*7,8%*	*6,8%*	*9,3%*	*4,4%*	*7,1%*	*8,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*11,9%*	*n.a.*	*26,4%*	*19,1%*	*9,6%*	*6,4%*	*8,2%*	*25,4%*	*12,4%*	*17,8%*
	EBITDA/Ingresos	*10,5%*	*n.a.*	*27,1%*	*18,8%*	*19,9%*	*21,2%*	*20,4%*	*9,5%*	*17,7%*	*13,0%*
	EBIT	15,2	(51,0)	181,3		659,1	82,2	254,4	6,4		7,8
	Cto. EBIT	*152,0%*	*30,3%*	*-2,4%*	*59,9%*	*205,2%*	*4,4%*	*10,5%*	*7,2%*	*56,8%*	*7,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*16,7%*	*-10,5%*	*29,9%*	*12,0%*	*12,3%*	*7,3%*	*8,1%*	*31,7%*	*14,8%*	*21,7%*
	EBIT/Ingresos	*4,2%*	*n.a.*	*23,4%*	*13,8%*	*15,2%*	*15,5%*	*16,3%*	*6,2%*	*13,3%*	*9,5%*
	Beneficio Neto	9,9	(53,9)	139,0		483,7	76,2	171,3	3,5		1,2
	Cto. Beneficio Neto	*97,1%*	*23,2%*	*-1,0%*	*39,8%*	*343,2%*	*32,9%*	*14,0%*	*19,0%*	*102,3%*	*-51,5%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*21,1%*	*-7,9%*	*31,7%*	*15,0%*	*13,9%*	*7,9%*	*9,0%*	*32,8%*	*15,9%*	*n.a.*
	CAPEX/Ventas	*5,7%*	*7,2%*	*8,5%*	*7,1%*	*4,0%*	*4,4%*	*7,4%*	*4,8%*	*5,2%*	*4,3%*
	Free Cash Flow	4,9	n.a.	103,8		379,6	69,9	99,7	1,1		(1,3)
	Deuda financiera Neta	85,0	49,7	(38,4)		2.521,4	(276,3)	122,7	(11,9)		27,0
	DN/EBITDA (x)	2,2	n.a.	n.a.	2,2	2,9	n.a.	0,4	n.a.	1,7	2,6
	Pay-out	*8,3%*	*n.a.*	*36,9%*	*22,6%*	*0,0%*	*15,1%*	*8,5%*	*0,0%*	*5,9%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	22,6	n.a.	22,1	22,4	19,8	14,1	16,9	30,3	20,3	45,0
	P/BV (x)	n.a.	7,8	4,0	5,9	1,6	1,2	2,3	0,7	1,5	4,7
	EV/Ingresos (x)	0,9	5,3	3,9	3,4	2,8	1,2	2,0	0,7	1,7	1,1
	EV/EBITDA (x)	8,1	n.a.	14,5	11,3	14,3	5,7	9,8	7,0	9,2	8,2
	EV/EBIT (x)	20,2	n.a.	16,8	18,5	18,7	7,8	12,2	10,8	12,4	11,1
	ROE	*5,3*	*n.a.*	*17,6*	*11,4*	*7,5*	*9,4*	*14,1*	*2,4*	*8,4*	*14,0*
	FCF Yield (%)	*2,2*	*n.a.*	*3,4*	*2,8*	*4,1*	*8,3*	*3,4*	*1,5*	*4,3*	*n.a.*
	DPA	*0,01*	*n.a.*	*1,00*	*0,51*	*0,00*	*0,99*	*1,73*	*0,00*	*0,68*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,4%*	*0,0%*	*1,7%*	*0,7%*	*0,0%*	*1,4%*	*0,5%*	*0,0%*	*0,5%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos					**48,2**	**58,4**	**57,1**	**58,2**	**58,5**	**66,3**	**75,2**	**81,6**	**89,0**	**96,7**	***n.a.***	***8,7%***
Cto. Total ingresos					*n.a.*	*21,1%*	*-2,3%*	*2,0%*	*0,5%*	*13,3%*	*13,5%*	*8,5%*	*9,1%*	*8,6%*		
EBITDA					**1,7**	**3,1**	**3,1**	**(0,3)**	**1,9**	**8,2**	**9,8**	**10,6**	**13,1**	**14,7**	***n.a.***	***14,5%***
Cto. EBITDA					*n.a.*	*80,6%*	*0,0%*	*-109,6%*	*739,5%*	*327,4%*	*19,1%*	*8,1%*	*24,1%*	*11,8%*		
EBITDA/Ingresos					*3,6%*	*5,4%*	*5,5%*	*n.a.*	*3,3%*	*12,4%*	*13,0%*	*13,0%*	*14,8%*	*15,2%*		
Beneficio neto					**0,7**	**1,1**	**(1,8)**	**(8,9)**	**(4,4)**	**0,3**	**2,6**	**1,2**	**6,3**	**7,4**	***n.a.***	***42,2%***
Cto. Beneficio neto					*n.a.*	*55,2%*	*-265,3%*	*-403,7%*	*50,5%*	*105,7%*	*913,7%*	*-51,5%*	*404,1%*	*17,6%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)					-	7,4	7,4	7,3	7,2	7,0	7,4	8,5	8,5	8,5		
BPA (EUR)					n.a.	0,15	-0,24	-1,23	-0,61	0,04	0,35	0,15	0,74	0,87	*n.a.*	*35,6%*
Cto. BPA					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*49,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*-58,0%*	*n.a.*	*17,6%*		
BPA ord. (EUR)					n.a.	0,17	-0,24	-0,34	-0,61	0,02	0,25	0,24	0,74	0,87	*n.a.*	*51,5%*
Cto. BPA ord.					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-39,3%*	*-79,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*-3,7%*	*n.a.*	*17,6%*		
CAPEX					(5,5)	(6,5)	(4,8)	(5,5)	(2,5)	(4,0)	(4,6)	(3,5)	(4,0)	(4,4)		
CAPEX/Vtas %[1]					*11,3%*	*11,1%*	*8,4%*	*9,4%*	*4,3%*	*6,1%*	*6,1%*	*4,3%*	*4,5%*	*4,5%*		
Free Cash Flow					**(18,1)**	**(5,6)**	**(3,4)**	**(0,1)**	**(5,0)**	**3,8**	**(3,2)**	**(1,3)**	**3,2**	**4,2**	***n.a.***	***48,8%***
DN/EBITDA (x)[2]					*19,9x*	*12,1x*	*13,5x*	*n.a.*	*20,2x*	*3,5x*	*3,1x*	*2,6x*	1,8x	1,3x		
PER (x)					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*80,7x*	*13,6x*	*45,0x*	8,9x	7,6x		
EV/Vtas (x)					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,02x*	*0,81x*	*0,71x*	*0,84x*	*1,06x*	0,97x	0,89x		
EV/EBITDA (x)[2]					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*24,6x*	*5,7x*	*6,5x*	*8,2x*	6,6x	5,9x		
Comport. Absoluto					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-62,8%*	*136,8%*	*63,5%*	*39,0%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35					*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-69,7%*	*106,3%*	*9,5%*	*36,5%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Laboratorio Reig Jofre

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Pharmaceuticals

Precio de Cierre: EUR 2,71 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

Laboratorio Reig Jofre (RJF) es una compañía farmacéutica con sede en Barcelona (España) especializada en la investigación, fabricación y comercialización de productos farmacéuticos (inyectables y antibióticos genéricos) y complementos alimenticios en sus centros de desarrollo y logística (Barcelona, Toledo y Malmö). Con presencia internacional (60% s/Ingresos). Gestionada y controlada por la familia Reig (63% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	222,8	259,0
EV (Mn EUR y USD)	326,9	380,1
Número de Acciones (Mn)	82,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,31 / 2,82 / 2,33	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,09	
Rotación(1)	10,2	
Refinitiv / Bloomberg	RJFE.MC / RJF SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Reig Jofre Investments	62,8
Kaizaharra Corp	10,1
Onchena	6,2
Autocartera	1,0
Free Float	19,9

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	81,4	82,2	82,2	82,2
Total Ingresos	331,1	364,9	391,9	419,9
EBITDA Rec.	24,9	35,6	39,8	43,6
% Var.	*-30,1*	*42,9*	*11,8*	*9,7*
% EBITDA Rec./Ing.	*7,5*	*9,8*	*10,2*	*10,4*
% Var EBITDA sector (2)	*15,4*	*3,5*	*11,8*	*12,7*
Beneficio neto	5,0	16,9	9,8	13,2
BPA (EUR)	0,06	0,21	0,12	0,16
% Var.	*-52,2*	*233,9*	*-41,7*	*33,9*
BPA ord. (EUR)	0,06	0,21	0,12	0,16
% Var.	*-52,2*	*233,9*	*-41,7*	*33,9*
Free Cash Flow Rec.	-10,8	9,0	6,3	7,4
Pay-out (%)	*0,6*	*0,2*	*0,4*	*0,4*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	80,0	71,0	64,7	57,4
DN / EBITDA Rec.(x)	3,2	2,0	1,6	1,3
ROE (%)	*2,3*	*7,4*	*4,1*	*5,2*
ROCE (%)	*1,2*	*6,3*	*3,8*	*4,8*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	44,1	13,2	22,7	16,9
PER Ordinario	44,1	13,2	22,7	16,9
P/BV	1,0	0,9	0,9	0,9
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	0,99	0,90	0,83	0,78
EV/EBITDA Rec.	13,1	9,2	8,2	7,5
EV/EBIT	n.a.	13,4	21,4	16,9
FCF Yield (%)	*n.a.*	*4,0*	*2,8*	*3,3*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*0,0*	*0,0*	*-11,1*	*-45,6*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Health Care.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

1T26, poco significativo. RJF ha cerrado el 1T26 con unos ingresos de EUR 86,3Mn (vs EUR 88,0Mn en 1T25), con una evolución desigual por unidades de negocio. RJF muestra una debilidad puntual en ingresos, pero mejora en mix y calidad del crecimiento, con mayor peso de divisiones más rentables. El margen bruto en el 1T26 (59,5%) es relativamente plano vs. 1T25(60,0%), sin embargo, el incremento de los gastos de personal (+10%) y de otros gastos de explotación (12%), explican la caída del 65,4% del EBITDA recurrente (EUR 3,3Mn vs EUR 9,4Mn en el 1T25).

Para el año 2026 esperamos la normalización operativa tras las disrupciones de 2025. Esperamos además una mayor contribución del negocio internacional y del área de CDMO/inyectables, junto con un mayor grado de absorción de costes fijos derivado del aumento de utilización de la capacidad industrial.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Opcionalidad para el siguiente ciclo de crecimiento. RJF no es una farmacéutica defensiva tradicional, sino una compañía industrial farmacéutica que ha tensionado su cuenta de resultados y su balance para construir una plataforma de crecimiento con mayor valor añadido. RJF está desplazando progresivamente su perfil desde una combinación más tradicional de specialty pharma y manufacturing hacia una plataforma más expuesta a fabricación para terceros, productos hospitalarios e inyectables estériles, segmentos que en general admiten relaciones comerciales más estables, mayor recurrencia y mejor pricing que un portfolio puramente genérico. La consolidación de Leanbio y el desarrollo de Syna añaden además una ventaja estratégica: integración hacia productos biológicos y biosimilares, donde el mercado final crece estructuralmente más que el small-molecule tradicional.

La mejora de la rentabilidad es el principal foco estratégico, por el alto apalancamiento operativo, por lo que el equity story depende menos del crecimiento de ventas nominal y más del grado de absorción de costes fijos entre 2026 y 2028. Esperamos una mejora de la rentabilidad en los próximos 3 años (Mg. EBIT 28e: 4,6% vs 1,3% en 2025). Estimamos un crecimiento en ingresos (+8,2% TACC 2025-2028e) que debiera traducirse en crecimiento a doble dígito en EBITDA Rec. (+20,6% TACC 25-28e). Reduciendo el endeudamiento hasta DN/EBITDA rec. 1,3x en 2028e (vs 3,2x en 2025). En resumen: mayor crecimiento y rentabilidad, y riesgo relativamente bajo.

Los principales drivers para la mejora de la rentabilidad son: i) mejora del mix de ingresos hacia productos más rentables, y venta cruzada entre los canales de ventas, ii) mejora en el uso de la capacidad y una mayor eficiencia con el nuevo capex, iii) aumentar el grado de utilización de las plantas, iv) crecimiento de contratos de fabricación para terceros (CDMO), y v) reducción progresiva del ratio DN/EBITDA.

El "best case" puede resumirse así: una base de activos ya construida, con capacidad de generar crecimiento de EBITDA por encima del crecimiento de ingresos una vez se complete el arranque de la nueva capacidad de la planta de Toledo.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

El principal desafío es la falta de visibilidad en el CF 2026e por la incertidumbre sobre la fecha de entrada en servicio de la nueva capacidad de producción, pendiente de los permisos pertinentes del regulador europeo.

Si la nueva capacidad tarda más de lo esperado en aprovecharse, si los contratos CDMO no avanzan al ritmo previsto, o si la integración del perímetro biotech no genera retornos suficientes, RJF podría quedarse durante más tiempo en una zona de bajo crecimiento y rentabilidad, y con un apalancamiento elevado.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Oportunidad de re-rating. El mercado valora hoy RJF sobre beneficios deprimidos (los "números" 2025) y un balance tensionado. Eso penaliza el múltiplo actual, pero también crea la oportunidad de re-rating si se confirma una normalización de márgenes y de monetización del CAPEX ya ejecutado, con un margen EBITDA >10% desde 2027e (vs 7,5% en 2025; y margen muy estable en el c.10% en 2021-2024). El salto en EBITDA sería muy relevante sin necesidad de un crecimiento extraordinario de ventas. Con nuestra actual estimación de EBITDA 2026e de EUR 35,6Mn, el EV/EBITDA 2026e de 9,2x de RJF compararía muy favorablemente con los segmentos de "Genéricos e inyectables" (11,0x) y "Specialty Farma" (15,2x).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	88,9	81,6	72,6	64,7	69,6	85,6	88,1	90,6
Inmovilizado material	81,2	82,5	82,1	87,7	129,5	114,3	108,6	104,8
Otros activos no corrientes	13,8	11,9	10,3	10,0	13,1	13,1	13,1	13,1
Inmovilizado financiero	2,4	4,0	5,0	18,6	7,1	7,0	7,1	7,2
Fondo de comercio y otros intangibles	29,8	29,0	28,0	26,8	26,5	26,5	26,5	26,5
Activo circulante	102,8	105,4	126,1	126,7	138,4	151,9	162,5	173,7
Total activo	**318,9**	**314,3**	**324,1**	**334,4**	**384,2**	**398,3**	**405,8**	**415,8**
Patrimonio neto	188,6	194,6	204,4	214,0	218,1	234,9	244,7	257,8
Minoritarios	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	2,4	2,4	2,4	2,4
Provisiones y otros pasivos a LP	6,3	6,7	6,4	6,3	8,7	8,7	8,7	8,7
Otros pasivos no corrientes	11,6	11,0	9,8	9,7	21,1	21,1	21,1	21,1
Deuda financiera neta	56,5	50,9	44,7	45,3	80,0	71,0	64,7	57,4
Pasivo circulante	56,0	51,2	58,9	59,2	53,9	60,2	64,2	68,5
Total pasivo	**318,9**	**314,3**	**324,1**	**334,4**	**384,2**	**398,3**	**405,8**	**415,8**

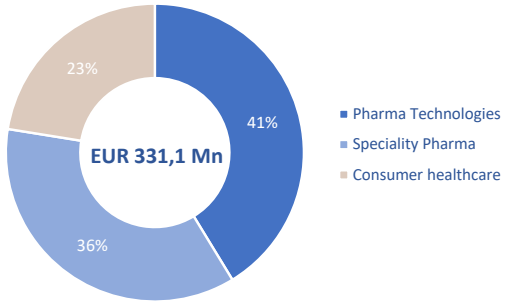
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**236,2**	**271,2**	**316,1**	**338,9**	**331,1**	**364,9**	**391,9**	**419,9**	***8,8%***	***8,2%***
Cto.Total Ingresos	*2,7%*	*14,8%*	*16,6%*	*7,2%*	*-2,3%*	*10,2%*	*7,4%*	*7,2%*		
Coste de ventas	(91,5)	(113,1)	(133,7)	(140,1)	(135,3)	(145,1)	(155,9)	(166,8)		
Margen Bruto	**144,7**	**158,1**	**182,4**	**198,8**	**195,8**	**219,8**	**236,0**	**253,1**	***7,8%***	***8,9%***
Margen Bruto / Ingresos	*61,3%*	*58,3%*	*57,7%*	*58,6%*	*59,1%*	*60,2%*	*60,2%*	*60,3%*		
Gastos de personal	(64,2)	(70,5)	(75,9)	(87,7)	(94,9)	(97,1)	(102,9)	(109,6)		
Otros costes de explotación	(56,9)	(60,2)	(73,2)	(75,4)	(76,0)	(87,2)	(93,3)	(99,9)		
EBITDA recurrente	**23,7**	**27,4**	**33,3**	**35,6**	**24,9**	**35,6**	**39,8**	**43,6**	***1,3%***	***20,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*3,6%*	*15,6%*	*21,5%*	*7,1%*	*-30,1%*	*42,9%*	*11,8%*	*9,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*10,0%*	*10,1%*	*10,5%*	*10,5%*	*7,5%*	*9,8%*	*10,2%*	*10,4%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA	**23,7**	**27,4**	**33,3**	**35,6**	**24,9**	**35,6**	**39,8**	**43,6**	***1,3%***	***20,6%***
Depreciación y provisiones	(15,5)	(18,2)	(20,6)	(24,5)	(26,0)	(26,9)	(26,8)	(26,5)		
Gastos capitalizados	3,6	3,1	1,9	2,5	5,6	16,0	2,5	2,5		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(3,0)	(3,7)	(4,1)	(1,0)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
EBIT	**8,9**	**8,5**	**10,5**	**12,6**	**4,2**	**24,4**	**15,2**	**19,4**	***-16,9%***	***66,0%***
Cto.EBIT	*-4,0%*	*-3,7%*	*23,1%*	*20,0%*	*-66,4%*	*475,9%*	*-37,5%*	*27,2%*		
EBIT / Ingresos	*3,8%*	*3,1%*	*3,3%*	*3,7%*	*1,3%*	*6,7%*	*3,9%*	*4,6%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(3,2)	(1,4)	(1,0)	(0,7)	2,4	(2,9)	(2,7)	(2,5)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,1	1,6	1,0	(0,1)	(0,3)	(0,2)	0,1	0,1		
Beneficio ordinario	**5,8**	**8,8**	**10,5**	**11,8**	**6,3**	**21,3**	**12,6**	**17,0**	***2,2%***	***39,0%***
Cto.Beneficio ordinario	*-9,9%*	*51,4%*	*19,7%*	*12,6%*	*-46,5%*	*237,6%*	*-40,9%*	*34,8%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**5,8**	**8,8**	**10,5**	**11,8**	**6,3**	**21,3**	**12,6**	**17,0**	***2,2%***	***39,0%***
Impuestos	(0,7)	(0,7)	(1,1)	(1,4)	(1,3)	(4,5)	(2,8)	(3,8)		
Tasa fiscal efectiva	*12,3%*	*7,6%*	*10,5%*	*11,5%*	*20,9%*	*21,0%*	*22,0%*	*22,5%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**5,1**	**8,1**	**9,4**	**10,5**	**5,0**	**16,9**	**9,8**	**13,2**	***-0,4%***	***38,1%***
Cto.Beneficio neto	*-10,3%*	*59,6%*	*15,9%*	*11,4%*	*-52,2%*	*237,3%*	*-41,7%*	*33,9%*		
Beneficio ordinario neto	**5,1**	**8,1**	**9,4**	**10,5**	**5,0**	**16,9**	**9,8**	**13,2**	***-0,4%***	***38,1%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-10,3%*	*59,6%*	*15,9%*	*11,4%*	*-52,2%*	*237,3%*	*-41,7%*	*33,9%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**35,6**	**39,8**	**43,6**	***1,3%***	***20,6%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,3)	(0,3)	(0,3)		
Var.capital circulante						(7,2)	(6,6)	(6,9)		
Cash Flow operativo recurrente						**28,2**	**32,9**	**36,4**	***-18,4%***	***67,8%***
CAPEX						(11,7)	(21,0)	(22,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(2,9)	(2,7)	(2,5)		
Impuestos						(4,5)	(2,8)	(3,8)		
Free Cash Flow Recurrente						**9,0**	**6,3**	**7,4**	***-27,5%***	***39,0%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**9,0**	**6,3**	**7,4**	***-65,5%***	***39,0%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Variación de Deuda financiera neta						**(9,0)**	**(6,3)**	**(7,3)**		

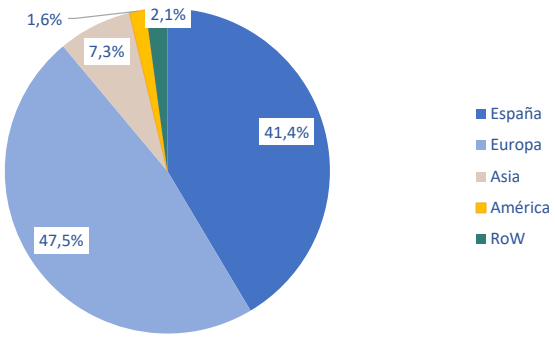
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

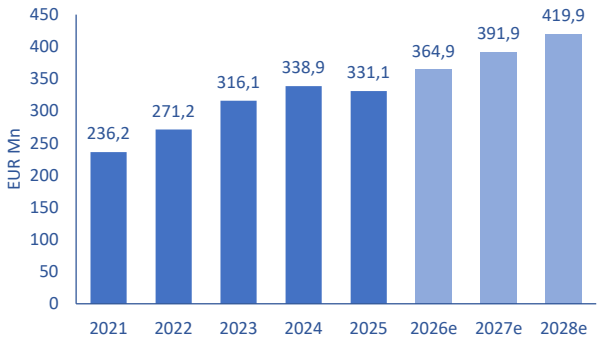
La capacidad de RJF para producir una amplia gama de productos le permite generar ingresos de sus 3 líneas de negocio



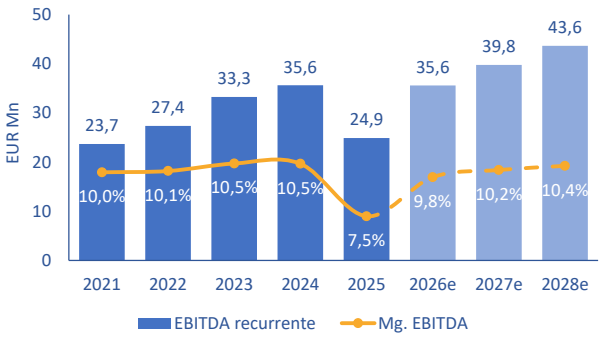
Con exposición a Asia (7% en 2025) los ingresos se encuentran diversificados (también) geográficamente (c.59% en 2025)



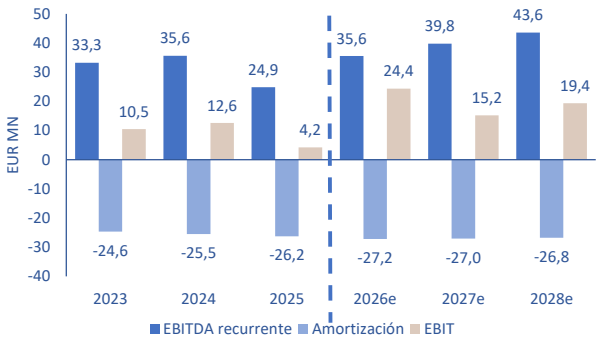
Esperamos que continúe el crecimiento en ingresos a dígito alto hasta 2028e (+8,2% TACC 25-28e)…



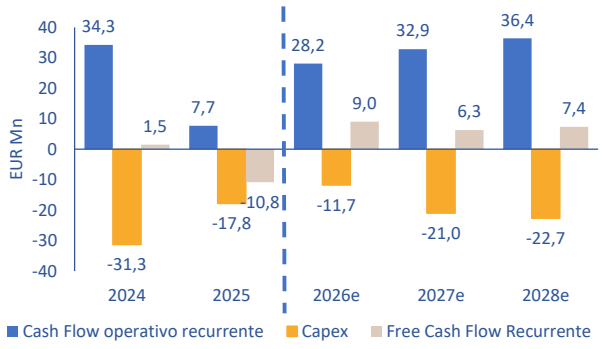
… y el apalancamiento operativo permitirá mejorar los niveles de rentabilidad (Mg. EBITDA 2028e: 10,4%); pese a la presión en Mg. Bruto)



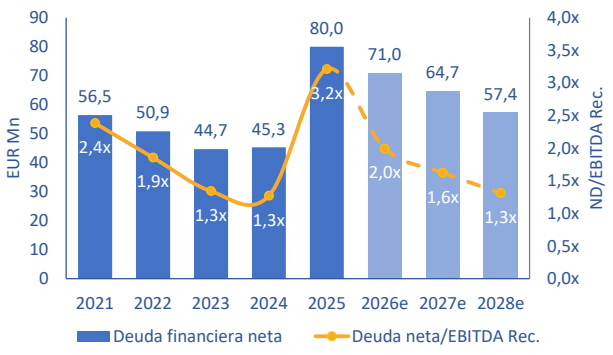
El crecimiento en EBITDA (+20,6% TACC 25-28e) mitigará la amortización y permitirá incrementar el EBIT un 27,2% en 2028e hasta EUR 19,4Mn



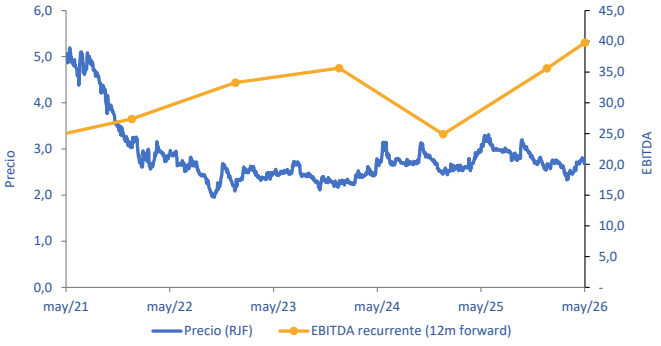
Un negocio intensivo en Capex (5-7% s/Ingresos), que seguirá marcando la generación de caja (FCF 2028e: EUR 7,4Mn)



…todo ello, manteniendo un nivel de endeudamiento bajo control (DN 2028e: EUR 57,4Mn; DN/EBITDA 2028e: 1,3x)



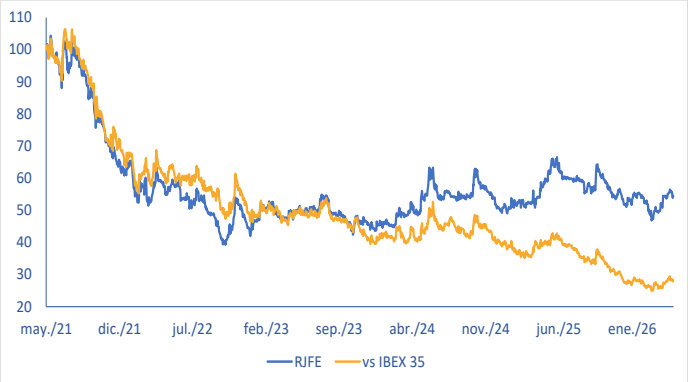
Ante la oportunidad de capitalizar la inversión realizada (-8y), con la acción lejos de máximos de 2021



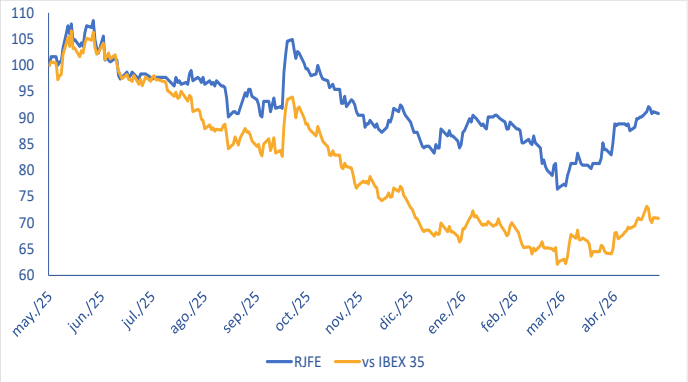
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

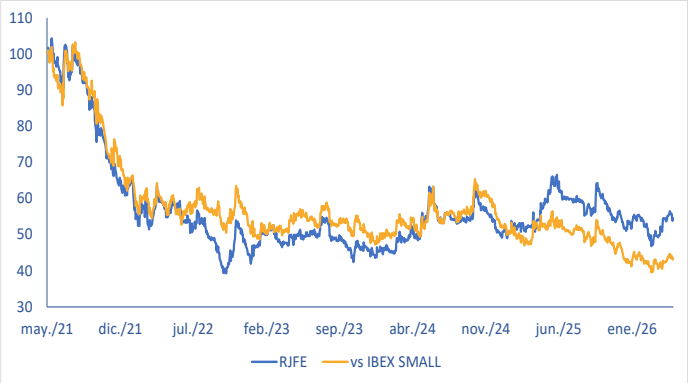
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



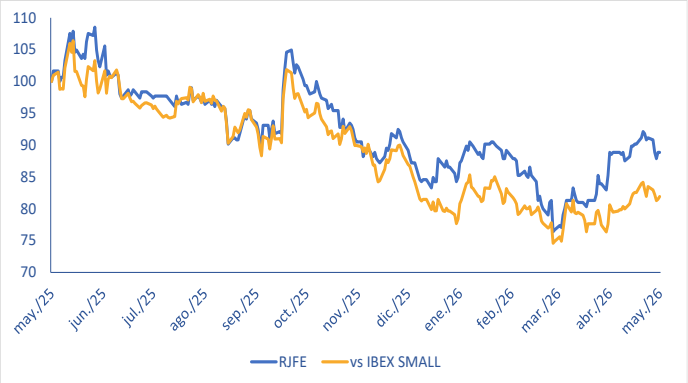
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



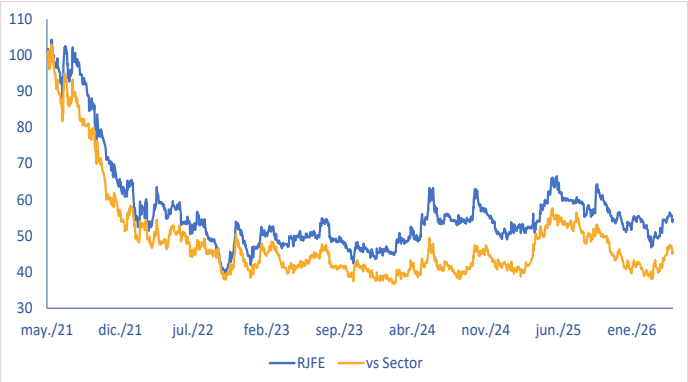
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



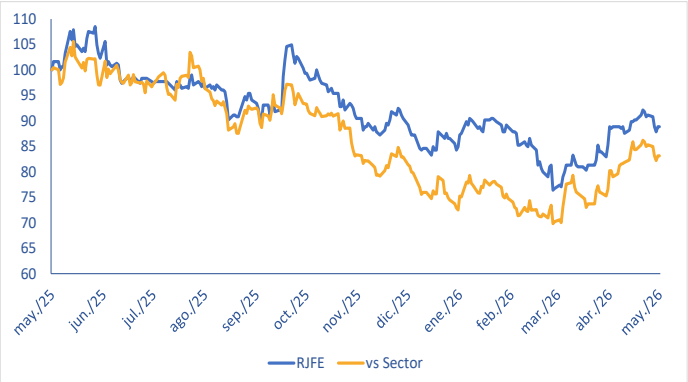
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Health Care

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,0	0,0	-11,1	5,4	9,8	-45,6
vs Mercado						
vs Ibex 35	3,2	0,3	-29,8	3,6	-42,7	-71,7
vs Euro STOXX 50	1,9	2,7	-17,5	4,8	-18,7	-62,5
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	1,6	-0,8	-18,1	2,8	-21,8	-56,5
vs Segmento Micro Cap España [1]	-1,4	-0,6	-22,0	2,8	-16,2	-46,9
vs MSCI Europe Micro Cap	-2,2	-1,7	-22,9	2,1	-9,2	-45,5
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Health Care	3,6	11,2	-16,9	9,9	10,5	-54,6

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**27,4**	**33,3**	**35,6**	**24,9**	**35,6**	**39,8**	**43,6**	***-3,1%***	***20,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*15,6%*	*21,5%*	*7,1%*	*-30,1%*	*42,9%*	*11,8%*	*9,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*10,1%*	*10,5%*	*10,5%*	*7,5%*	*9,8%*	*10,2%*	*10,4%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(3,7)	(4,1)	(1,0)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
+/- Var. Capital circulante	(7,5)	(12,9)	(0,4)	(16,9)	(7,2)	(6,6)	(6,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	**16,2**	**16,3**	**34,3**	**7,7**	**28,2**	**32,9**	**36,4**	***-21,9%***	***67,8%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-6,8%*	*0,5%*	*110,5%*	*-77,5%*	*265,6%*	*16,7%*	*10,8%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*6,0%*	*5,1%*	*10,1%*	*2,3%*	*7,7%*	*8,4%*	*8,7%*		
- CAPEX	(7,1)	(9,3)	(31,3)	(17,8)	(11,7)	(21,0)	(22,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,9)	(1,2)	(1,7)	(1,4)	(2,9)	(2,7)	(2,5)		
- Impuestos	(0,9)	(1,5)	0,3	0,7	(4,5)	(2,8)	(3,8)		
= Free Cash Flow recurrente	**7,3**	**4,3**	**1,5**	**(10,8)**	**9,0**	**6,3**	**7,4**	***-51,5%***	***39,0%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-56,6%*	*-40,7%*	*-64,9%*	*-810,8%*	*183,8%*	*-29,9%*	*16,7%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*2,7%*	*1,4%*	*0,4%*	*n.a.*	*2,5%*	*1,6%*	*1,8%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,0)	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**5,3**	**4,3**	**1,5**	**(10,8)**	**9,0**	**6,3**	**7,4**	***-59,2%***	***39,0%***
Cto. Free Cash Flow	*169,6%*	*-18,3%*	*-64,9%*	*-810,8%*	*183,8%*	*-29,9%*	*16,7%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*3,3%*	*1,9%*	*0,7%*	*n.a.*	*4,0%*	*2,8%*	*3,3%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*2,4%*	*1,9%*	*0,7%*	*n.a.*	*4,0%*	*2,8%*	*3,3%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**16,8**	**7,3**	**4,3**	**1,5**	**(10,8)**	**9,0**	**6,3**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	3,5	4,5	2,4	(0,8)	2,5	2,6	2,9
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,2	1,4	(0,0)	(9,9)	8,1	1,6	1,0
= Variación EBITDA recurrente	**3,7**	**5,9**	**2,4**	**(10,7)**	**10,7**	**4,2**	**3,9**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,7)	(0,4)	3,1	0,8	(0,0)	(0,0)	(0,0)
+/- Impacto por variación del capital circulante	(4,2)	(5,4)	12,6	(16,6)	9,8	0,5	(0,3)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(1,2)**	**0,1**	**18,0**	**(26,6)**	**20,5**	**4,7**	**3,6**
+/-Variación del CAPEX	(8,3)	(2,2)	(22,0)	13,5	6,1	(9,3)	(1,7)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,0)	(0,3)	(0,5)	0,3	(1,5)	0,2	0,2
+/- Variación de impuestos	0,0	(0,6)	1,8	0,5	(5,2)	1,7	(1,0)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(9,5)**	**(3,0)**	**(2,8)**	**(12,3)**	**19,8**	**(2,7)**	**1,1**
Free Cash Flow Recurrente	**7,3**	**4,3**	**1,5**	**(10,8)**	**9,0**	**6,3**	**7,4**

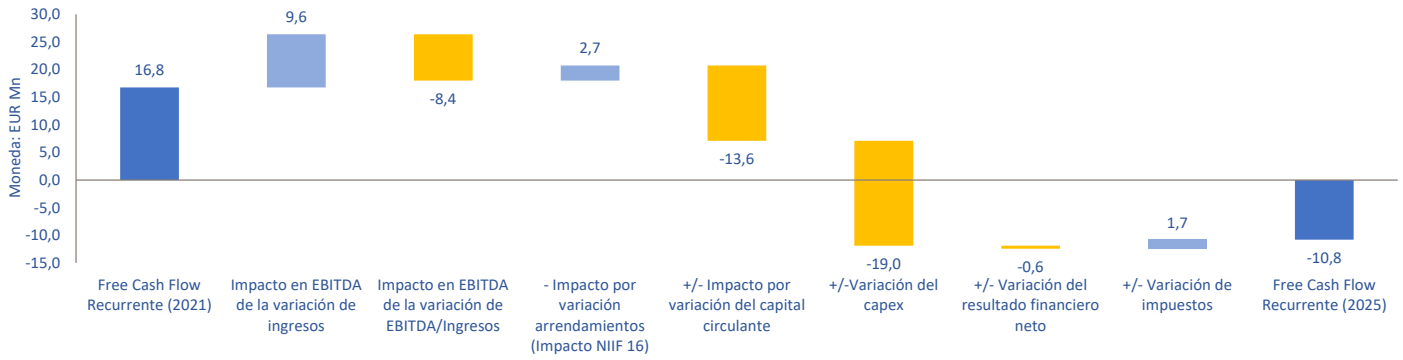
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**8,5**	**10,5**	**12,6**	**4,2**	**24,4**	**15,2**	**19,4**	***-20,8%***	***66,0%***
** Tasa fiscal teórica*	*7,6%*	*10,5%*	*11,5%*	*20,9%*	*21,0%*	*22,0%*	*22,5%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,6)	(1,1)	(1,4)	(0,9)	(5,1)	(3,4)	(4,4)		
EBITDA recurrente	**27,4**	**33,3**	**35,6**	**24,9**	**35,6**	**39,8**	**43,6**	***-3,1%***	***20,6%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(3,7)	(4,1)	(1,0)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,3)		
+/- Var. Capital circulante	(7,5)	(12,9)	(0,4)	(16,9)	(7,2)	(6,6)	(6,9)		
= Cash Flow operativo recurrente	**16,2**	**16,3**	**34,3**	**7,7**	**28,2**	**32,9**	**36,4**	***-21,9%***	***67,8%***
- CAPEX	(7,1)	(9,3)	(31,3)	(17,8)	(11,7)	(21,0)	(22,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,6)	(1,1)	(1,4)	(0,9)	(5,1)	(3,4)	(4,4)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**8,4**	**5,9**	**1,5**	**(11,0)**	**11,3**	**8,5**	**9,4**	***-49,0%***	***41,8%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-51,8%*	*-30,4%*	*-75,0%*	*-850,3%*	*202,6%*	*-24,8%*	*10,1%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	3,1%	1,9%	0,4%	n.a.	3,1%	2,2%	2,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(2,0)	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**6,4**	**5,9**	**1,5**	**(11,0)**	**11,3**	**8,5**	**9,4**	***-54,8%***	***41,8%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*143,2%*	*-8,7%*	*-75,0%*	*-850,3%*	*202,6%*	*-24,8%*	*10,1%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*2,6%*	*1,8%*	*0,4%*	*n.a.*	*3,5%*	*2,6%*	*2,9%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*2,0%*	*1,8%*	*0,4%*	*n.a.*	*3,5%*	*2,6%*	*2,9%*		

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

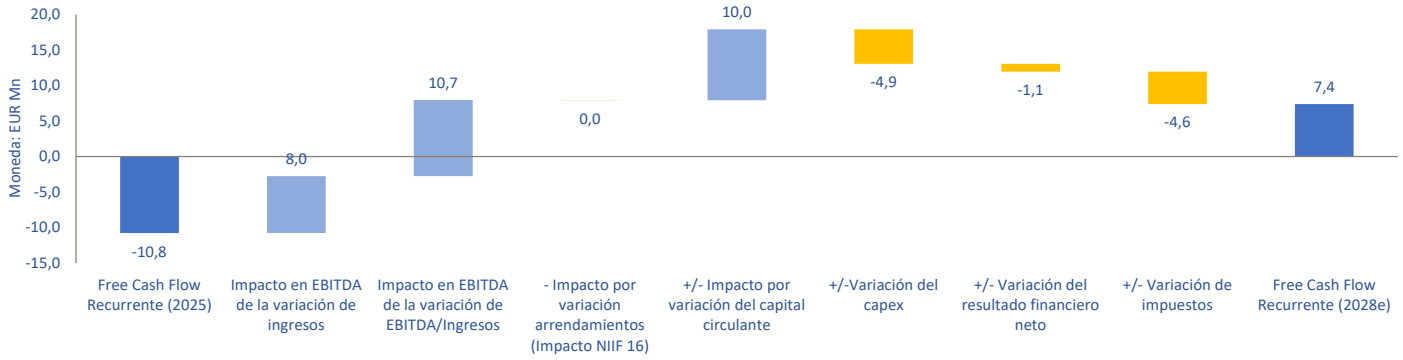
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

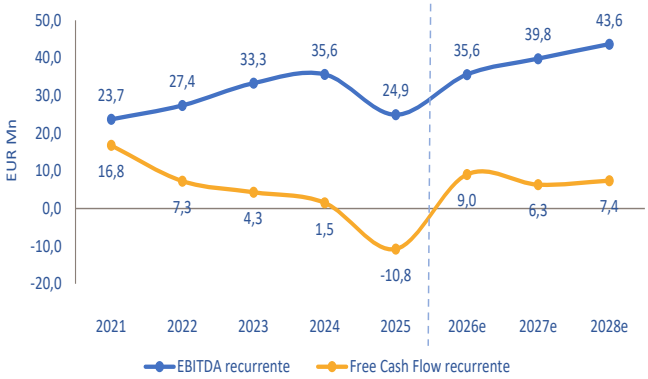
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



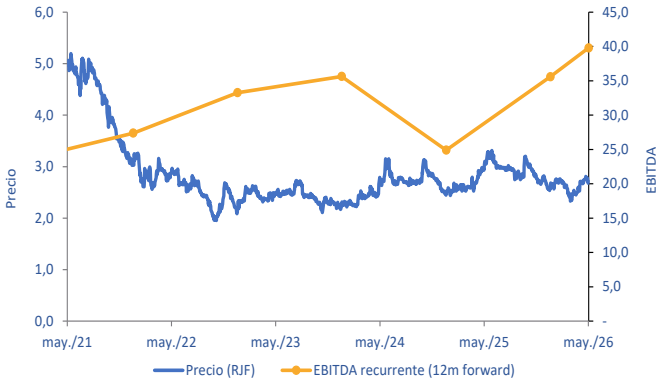
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**11,3**	**8,5**	**9,4**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**222,8**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**80,9**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2026)		
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta	3,8%	4,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,2%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,0%**	**3,4%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,0	B (estimación propia)	0,9	1,1
Coste del Equity	**9,8%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,7%**	**11,0%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	73,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	26,6%	D	=	=
WACC	**8,0%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,2%**	**8,9%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	222,8	
+ Minoritarios	2,3	Rdos. 3m 2026
+ Provisiones y otros pasivos a LP	29,3	Rdos. 3m 2026
+ Deuda financiera neta	80,9	Rdos. 3m 2026
- Inmovilizado financiero	8,4	Rdos. 3m 2026
+/- Otros		Rdos. 3m 2026
Enterprise Value (EV)	**326,9**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	3,1%	3,2%	3,8%	4,5%	1,2%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-6,8%	-3,3%
FCF Yield - WACC	n.a.	-5,2%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	11,2%	43,7	7,5x
Central	10,2%	39,8	8,2x
Min	9,2%	35,9	9,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	4,9%	5,4%	5,9%
43,7	12,2	10,3	8,3
39,8	8,3	6,3	4,4
35,9	4,4	2,4	0,5

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

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes			
% de consejeros dominicales	50,0%	50,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos	50,0%	37,5%	37,5%
% de otros consejeros	0,0%	12,5%	12,5%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	0,0%	100,0%
% de mujeres en la plantilla	25,0%	25,0%	25,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	58,4%	58,2%	58,5%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Genéricos e Inyectables				Specialty Pharma				Cosumer Healthcare				Global Players				
	EUR Mn	Viatris	Teva	Sandoz	Average	Incyte	Eli Lilly	Novartis	Average	Herbalife	HAIN Celestial	Nu Skin	Average	AbbVie	Sanofi	Pfizer	Average	RJF
Datos Mercado	Ticker (Factset)	VTRS.O	TEVA.TA	SDZ.S		INCY.O	LLY	NOVN.S		HLF	HAIN.O	NUS		ABBV.K	SASY.PA	PFE		RJFE.MC
	País	USA	Israel	Switzerland		USA	USA	Switzerland		Cayman I.	USA	USA		USA	France	USA		Spain
	Market cap	16.509,2	34.675,6	31.503,7		16.379,7	814.090,5	259.610,8		1.144,2	60,4	255,6		319.757,1	89.987,9	124.187,3		222,8
	Enterprise value (EV)	26.902,1	15.768,9	44.359,1		12.954,3	846.778,4	375.496,8		2.475,1	495,0	275,5		374.390,6	104.467,2	168.646,1		326,9
Información financiera básica	Total Ingresos	12.707,1	4.900,8	13.285,7		4.834,3	73.468,3	62.317,4		4.513,6	1.165,8	1.226,1		57.852,6	47.913,8	53.099,2		364,9
	Cto.Total Ingresos	*3,3%*	*-3,8%*	*8,9%*	*2,8%*	*9,3%*	*31,0%*	*1,2%*	*13,8%*	*4,2%*	*-13,1%*	*-4,0%*	*-4,3%*	*10,0%*	*2,6%*	*-1,4%*	*3,7%*	*10,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*2,1%*	*4,1%*	*5,0%*	*3,7%*	*7,2%*	*14,2%*	*5,8%*	*9,0%*	*5,0%*	*-9,4%*	*-41,4%*	*-15,3%*	*8,0%*	*5,6%*	*-5,8%*	*2,6%*	*7,3%*
	EBITDA	3.767,6	1.433,6	2.981,8		1.656,9	36.719,0	25.287,4		590,8	76,9	n.a.		28.228,5	14.957,1	21.636,9		35,6
	Cto. EBITDA	*10,7%*	*-5,5%*	*12,5%*	*5,9%*	*34,1%*	*34,7%*	*-1,4%*	*22,5%*	*9,7%*	*-15,8%*	*-100,0%*	*-35,4%*	*11,7%*	*15,4%*	*-4,7%*	*7,5%*	*42,9%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*5,7%*	*11,0%*	*10,8%*	*9,1%*	*19,8%*	*17,5%*	*8,3%*	*15,2%*	*8,3%*	*6,3%*	*n.a.*	*7,3%*	*11,4%*	*7,3%*	*-9,1%*	*3,2%*	*10,7%*
	EBITDA/Ingresos	*29,6%*	*29,3%*	*22,4%*	*27,1%*	*34,3%*	*50,0%*	*40,6%*	*41,6%*	*13,1%*	*6,6%*	*n.a.*	*9,8%*	*48,8%*	*31,2%*	*40,7%*	*40,3%*	*9,8%*
	EBIT	3.451,7	1.255,0	2.486,1		1.576,0	34.840,9	22.177,5		458,3	36,3	60,0		27.266,7	12.381,2	18.667,8		24,4
	Cto. EBIT	*225,2%*	*2,8%*	*19,7%*	*82,6%*	*36,4%*	*36,4%*	*8,4%*	*27,1%*	*5,6%*	*-31,8%*	*-23,3%*	*-16,5%*	*49,4%*	*26,5%*	*9,6%*	*28,5%*	*475,9%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*6,6%*	*10,6%*	*12,0%*	*9,7%*	*18,6%*	*18,2%*	*8,2%*	*15,0%*	*8,5%*	*26,9%*	*-41,4%*	*-2,0%*	*12,2%*	*7,2%*	*-9,8%*	*3,2%*	*-10,8%*
	EBIT/Ingresos	*27,2%*	*25,6%*	*18,7%*	*23,8%*	*32,6%*	*47,4%*	*35,6%*	*38,5%*	*10,2%*	*3,1%*	*4,9%*	*6,1%*	*47,1%*	*25,8%*	*35,2%*	*36,0%*	*6,7%*
	Beneficio Neto	2.489,6	868,6	1.904,9		1.379,3	28.099,3	18.078,7		231,4	(12,2)	43,5		21.753,6	9.998,0	14.618,8		16,9
	Cto. Beneficio Neto	*182,3%*	*109,8%*	*90,6%*	*127,6%*	*24,6%*	*58,3%*	*18,4%*	*33,8%*	*18,1%*	*97,3%*	*-68,4%*	*15,7%*	*497,4%*	*94,8%*	*118,3%*	*236,8%*	*237,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*8,4%*	*17,8%*	*13,4%*	*13,2%*	*14,7%*	*18,7%*	*8,2%*	*13,9%*	*20,1%*	*67,8%*	*-41,4%*	*15,5%*	*12,5%*	*8,7%*	*-9,7%*	*3,8%*	*-11,6%*
	CAPEX/Ventas	*2,8%*	*3,4%*	*7,7%*	*4,7%*	*1,6%*	*8,2%*	*4,5%*	*4,8%*	*2,1%*	*1,9%*	*0,0%*	*1,3%*	*2,5%*	*5,6%*	*4,0%*	*4,0%*	*3,2%*
	Free Cash Flow	1.518,2	876,2	745,3		923,9	18.851,7	14.756,5		n.a.	n.a.	n.a.		19.479,7	8.154,5	14.949,9		9,0
	Deuda financiera Neta	10.564,5	3.644,0	3.814,2		(4.345,3)	14.679,7	35.361,6		n.a.	502,4	n.a.		44.664,5	10.700,5	43.235,7		71,0
	DN/EBITDA (x)	2,8	2,5	1,3	2,2	n.a.	0,4	1,4	0,9	n.a.	6,5	n.a.	6,5	1,6	0,7	2,0	1,4	2,0
	Pay-out	*20,4%*	*0,0%*	*27,6%*	*16,0%*	*0,0%*	*19,0%*	*54,1%*	*24,4%*	*0,0%*	*0,0%*	*n.a.*	*0,0%*	*47,9%*	*52,3%*	*58,4%*	*52,9%*	*0,2%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	6,7	14,7	20,5	14,0	12,3	27,4	16,9	18,9	4,9	n.a.	6,1	5,5	14,8	8,7	8,5	10,7	13,2
	P/BV (x)	1,3	4,3	3,4	3,0	2,8	17,6	5,9	8,8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,1	1,6	1,4	0,9
	EV/Ingresos (x)	2,1	3,2	3,3	2,9	2,7	11,5	6,0	6,7	0,5	0,4	0,2	0,4	6,5	2,2	3,2	3,9	0,9
	EV/EBITDA (x)	7,1	11,0	14,9	11,0	7,8	23,1	14,8	15,2	4,2	6,4	n.a.	5,3	13,3	7,0	7,8	9,3	9,2
	EV/EBIT (x)	7,8	12,6	17,8	12,7	8,2	24,3	16,9	16,5	5,4	13,6	4,6	7,9	13,7	8,4	9,0	10,4	13,4
	ROE	*16,9*	*27,4*	*16,6*	*20,3*	*23,4*	*80,7*	*33,5*	*45,8*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*304,1*	*12,7*	*18,1*	*111,6*	*7,4*
	FCF Yield (%)	*9,2*	*2,5*	*2,4*	*4,7*	*5,6*	*2,3*	*5,7*	*4,5*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,1*	*9,1*	*12,0*	*9,1*	*4,0*
	DPA	*0,43*	*0,00*	*1,22*	*0,55*	*0,00*	*5,95*	*5,05*	*3,67*	*0,00*	*0,00*	*n.a.*	*0,00*	*5,89*	*4,29*	*1,50*	*3,89*	*0,00*
	Dvd Yield	*3,1%*	*0,0%*	*1,7%*	*1,6%*	*0,0%*	*0,7%*	*4,0%*	*1,5%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*3,3%*	*5,8%*	*6,9%*	*5,3%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos			**168,0**	**180,5**	**200,2**	**230,1**	**236,2**	**271,2**	**316,1**	**338,9**	**331,1**	**364,9**	**391,9**	**419,9**	***n.a.***	***8,2%***
Cto. Total ingresos			*n.a.*	*7,4%*	*10,9%*	*14,9%*	*2,7%*	*14,8%*	*16,6%*	*7,2%*	*-2,3%*	*10,2%*	*7,4%*	*7,2%*		
EBITDA			**17,1**	**15,3**	**12,1**	**11,6**	**23,7**	**27,4**	**33,3**	**35,6**	**24,9**	**35,6**	**39,8**	**43,6**	***n.a.***	***20,6%***
Cto. EBITDA			*n.a.*	*-10,3%*	*-21,4%*	*-4,1%*	*104,7%*	*15,6%*	*21,5%*	*7,1%*	*-30,1%*	*42,9%*	*11,8%*	*9,7%*		
EBITDA/Ingresos			*10,2%*	*8,5%*	*6,0%*	*5,0%*	*10,0%*	*10,1%*	*10,5%*	*10,5%*	*7,5%*	*9,8%*	*10,2%*	*10,4%*		
Beneficio neto			**8,7**	**7,6**	**8,8**	**9,2**	**5,1**	**8,1**	**9,4**	**10,5**	**5,0**	**16,9**	**9,8**	**13,2**	***n.a.***	***38,1%***
Cto. Beneficio neto			*n.a.*	*-13,3%*	*16,2%*	*4,1%*	*-44,6%*	*59,6%*	*15,9%*	*11,4%*	*-52,2%*	*237,3%*	*-41,7%*	*33,9%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)			69,2	70,7	75,9	80,5	80,4	80,2	80,1	81,4	81,4	82,2	82,2	82,2		
BPA (EUR)			0,13	0,11	0,12	0,11	0,06	0,10	0,12	0,13	0,06	0,21	0,12	0,16	*n.a.*	*37,6%*
Cto. BPA			*n.a.*	*-15,2%*	*8,3%*	*-1,9%*	*-44,5%*	*59,9%*	*16,1%*	*9,6%*	*-52,2%*	*n.a.*	*-41,7%*	*33,9%*		
BPA ord. (EUR)			0,13	0,11	0,12	0,11	0,06	0,10	0,12	0,13	0,06	0,21	0,12	0,16	*n.a.*	*37,6%*
Cto. BPA ord.			*n.a.*	*-15,2%*	*8,3%*	*-1,9%*	*-44,5%*	*59,9%*	*16,1%*	*9,6%*	*-52,2%*	*n.a.*	*-41,7%*	*33,9%*		
CAPEX			17,0	15,9	5,8	4,2	1,2	(7,1)	(9,3)	(31,3)	(17,8)	(11,7)	(21,0)	(22,7)		
CAPEX/Vtas %[1]			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,6%*	*2,9%*	*9,2%*	*5,4%*	*3,2%*	*5,4%*	*5,4%*		
Free Cash Flow			**3,1**	**(6,3)**	**(19,5)**	**6,6**	**2,0**	**5,3**	**4,3**	**1,5**	**(10,8)**	**9,0**	**6,3**	**7,4**	***n.a.***	***39,0%***
DN/EBITDA (x) [2]			*0,7x*	*1,2x*	*1,2x*	*1,9x*	*2,4x*	*1,9x*	*1,3x*	*1,3x*	*3,2x*	*2,0x*	1,6x	1,3x		
PER (x)			*16,6x*	*19,4x*	*20,1x*	*36,0x*	*48,6x*	*20,7x*	*18,6x*	*19,1x*	*41,9x*	*13,2x*	22,7x	16,9x		
EV/Vtas (x)			*1,00x*	*0,96x*	*1,30x*	*1,74x*	*1,32x*	*0,83x*	*0,71x*	*0,69x*	*0,89x*	*0,90x*	0,83x	0,78x		
EV/EBITDA (x) [2]			*9,8x*	*11,3x*	*21,6x*	*34,6x*	*13,2x*	*8,2x*	*6,8x*	*6,6x*	*11,9x*	*9,2x*	8,2x	7,5x		
Comport. Absoluto			*-23,9%*	*-1,1%*	*12,2%*	*75,9%*	*-25,1%*	*-32,0%*	*4,3%*	*12,5%*	*4,9%*	*5,4%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35			*-29,2%*	*16,3%*	*0,4%*	*108,0%*	*-30,6%*	*-28,0%*	*-15,0%*	*-2,0%*	*-29,7%*	*3,6%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Real Estate

Precio de Cierre: EUR 3,26 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Libertas 7 (LIB), es un grupo familiar con sede en Valencia (España) estructurado en torno a tres áreas de actividad: (i) promoción y gestión inmobiliaria, (ii) gestión turística, con el arrendamiento de apartamentos y gestión hotelera e (iii) inversión financiera, con la gestión de su propio patrimonio a través de la inversión en renta variable y private equity. Gestionado y controlado por la familia fundadora (c. 80% s/Capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	71,4	83,1
EV (Mn EUR y USD)	78,9	91,8
Número de Acciones (Mn)	21,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	4,75 / 3,02 / 1,64	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,07	
Rotación(1)	24,5	
Refinitiv / Bloomberg	LIB.MC / LIB SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Familia Noguera y otros accs.	80,0
Autocartera	3,0
Free Float	17,0

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	22,7	21,9	21,9	21,9
Total Ingresos	21,4	23,7	38,9	48,6
EBITDA Rec.	5,4	6,3	10,2	12,6
% Var.	*56,2*	*18,2*	*61,3*	*23,5*
% EBITDA Rec./Ing.	*25,0*	*26,7*	*26,3*	*25,9*
% Var EBITDA sector (2)	*8,9*	*9,9*	*4,2*	*6,2*
Beneficio neto	4,6	3,4	6,3	8,1
BPA (EUR)	0,20	0,15	0,29	0,37
% Var.	*63,0*	*-23,2*	*85,5*	*29,8*
BPA ord. (EUR)	0,16	0,15	0,29	0,37
% Var.	*90,5*	*-6,4*	*85,5*	*29,8*
Free Cash Flow Rec.	3,1	-3,6	3,7	2,1
Pay-out (%)	*18,6*	*26,7*	*16,0*	*14,2*
DPA (EUR)	0,04	0,04	0,05	0,05
Deuda financiera neta	34,7	39,3	36,7	35,9
DN / EBITDA Rec.(x)	6,5	6,2	3,6	2,8
ROE (%)	*4,5*	*3,2*	*5,7*	*7,0*
ROCE (%)	*5,0*	*5,0*	*7,8*	*9,3*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	16,3	21,2	11,4	8,8
PER Ordinario	19,8	21,2	11,4	8,8
P/BV	0,7	0,7	0,6	0,6
Dividend Yield (%)	*1,1*	*1,3*	*1,4*	*1,6*
EV/Ventas	3,69	3,33	2,03	1,62
EV/EBITDA Rec.	14,7	12,5	7,7	6,3
EV/EBIT	12,9	13,0	7,9	6,4
FCF Yield (%)	*4,3*	*n.a.*	*5,2*	*2,9*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-2,1*	*-12,4*	*95,1*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

Los resultados 1T26 son poco significativos por la estacionalidad. El 1T2026 ha sido un trimestre poco significativo por la estacionalidad del negocio. LIB registró unos ingresos de EUR 1,2Mn, +13,5% vs 2025, en un trimestre sin entregas en el negocio promotor, y con un incremento del +5,8% en el negocio turístico. El EBITDA alcanza el breakeven en un trimestre con baja actividad (EUR 0,1Mn vs EUR -0,1Mn del 1T25).

Esperamos que el momentum positivo del negocio promotor continúe en 2026. La fuerte actividad comercial de los últimos trimestres junto con la estructural falta de oferta residencial en la Comunidad Valenciana apoya nuestra visión de que el buen comportamiento del negocio debería continuar. Un negocio de carácter local, donde LIB aprovecha su elevada experiencia El ejercicio 2025 marca un punto de inflexión claro, con un salto significativo en ingresos (+173,2%) y beneficios (EBITDA Rec. +56%) impulsado por la ejecución de promociones (ingresos de EUR 14,6Mn vs. 0 en 2024), lo que valida la estrategia iniciada en años anteriores.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Negocio promotor, principal driver de valor. El principal atractivo de su valor reside en su pipeline inmobiliario visible y ya parcialmente pre-vendido, que otorga cierto grado de visibilidad sobre resultados futuros. LIB ha conseguido transformar suelo y proyectos en entregas efectivas, desbloqueando valor latente del balance.

La insuficiente oferta para la demanda actual de nuevo producto residencial, junto con la cartera de suelo bien localizada, apoyan el crecimiento futuro. La cartera de preventas acumulada en el 1T26 sigue en aumento y se sitúa en los EUR 46,8Mn (180 unidades), +18,5% frente a diciembre 2025 y +30,3% vs 1T25, con 30 viviendas vendidas en el 1T26 (EUR 7,3Mn). El stock pendiente de venta está valorado en EUR 42,0Mn, vs. EUR 49,3Mn en diciembre 2025. Nuestras estimaciones apuntan a la de entrega de 53 viviendas en 2026e (EUR 16,1Mn), en las promociones de Gaia y San Antonio/Idalia., 103 en 2027e y 131 en 2028e.

Riesgo operativo limitado. El modelo de negocio tiene un riesgo operativo limitado que "garantiza" breakeven aún sin ingresos por promoción. LIB combina tres motores con perfiles diferenciados. Por un lado, la promoción inmobiliaria, que actúa como principal generador de valor pero con elevada ciclicidad; por otro, el negocio turístico, que ofrecer ingresos más recurrentes y mejora progresiva de márgenes; y finalmente, una cartera de inversiones que introduce opcionalidad y generación de plusvalías, aunque también añade volatilidad.

Estructura de balance sana. El riesgo financiero es bajo, con la DN (EUR 37,1Mn a Marzo 2026) representando el 56,5% de la cartera de inversión (EUR 65,7Mn) lo que resalta lo que le permitirá seguir creciendo en promoción.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Retraso de las promociones en curso, así como la velocidad de puesta en marcha de nuevas promociones (necesarias para "alimentar" el negocio más allá de 2026e).

Exposición a sectores cíclicos, como el inmobiliario y sector turístico español. Una ralentización de la economía española impactaría negativamente en LIB (que carece de exposición internacional).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El mercado ha comenzado a reconocer la mejora operativa, la ejecución de proyectos y la sólida actividad comercial con una fuerte revalorización del precio de la acción, incremento -12m +95,1% en términos absolutos, +110,4% vs sector. Esperamos que este comportamiento continúe, y la clave será demostrar continuidad en la ejecución y visibilidad adicional en los nuevos proyectos residenciales o turísticos. La tesis de inversión sigue apoyándose en la capacidad de sostener el ciclo de entregas y convertir el pipeline en beneficios recurrentes. La atractiva reserva de valor confirma que LIB es un value stock de libro: (i) Precio/Valor en libros de 0,7x 2026e y (ii) el valor de la cartera (EUR 65,7Mn) neto de deuda representa el 40% del Market Cap. La capitalización restante (EUR 42,8Mn) no descuenta suficientemente el valor de las inversiones inmobiliarias (EUR 43Mn), ni el negocio promotor (al inicio de un nuevo ciclo) y turístico. LIB es un valor de la cartera modelo de Lighthouse.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	2,0	1,7	1,5	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0
Inmovilizado material	38,4	37,5	38,6	41,7	43,5	44,0	44,7	45,7
Otros activos no corrientes	36,1	35,9	35,2	34,5	32,5	32,5	32,5	32,5
Inmovilizado financiero	52,0	51,8	55,8	59,6	67,7	68,0	68,3	68,6
Fondo de comercio y otros intangibles	0,6	0,6	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Activo circulante	15,6	14,8	12,6	20,6	21,3	26,0	32,1	39,8
Total activo	**144,7**	**142,2**	**144,3**	**158,0**	**166,3**	**171,8**	**178,9**	**187,9**
Patrimonio neto	91,5	92,3	95,5	96,9	104,7	107,1	112,2	119,1
Minoritarios	-	-	-	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Provisiones y otros pasivos a LP	13,9	13,9	14,9	15,2	15,9	15,9	15,9	15,9
Otros pasivos no corrientes	2,1	1,7	1,5	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4
Deuda financiera neta	32,6	31,5	29,1	37,0	34,7	39,3	36,7	35,9
Pasivo circulante	4,6	2,8	3,3	6,6	8,6	7,1	11,7	14,6
Total pasivo	**144,7**	**142,2**	**144,3**	**158,0**	**166,3**	**171,8**	**178,9**	**187,9**

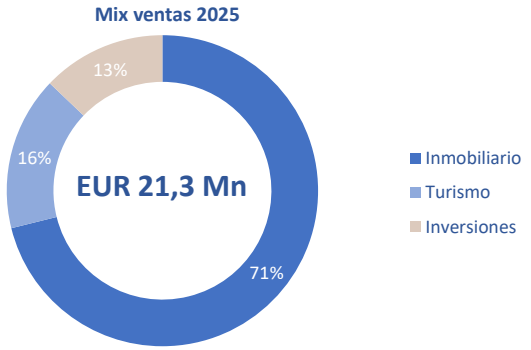
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**16,8**	**11,5**	**13,4**	**7,8**	**21,4**	**23,7**	**38,9**	**48,6**	***6,2%***	***31,5%***
Cto.Total Ingresos	*328,4%*	*-31,6%*	*16,4%*	*-41,6%*	*173,2%*	*10,8%*	*63,9%*	*25,2%*		
Coste de ventas	(12,1)	(5,5)	(5,8)	(0,0)	(10,9)	(12,1)	(23,2)	(30,4)		
Margen Bruto	**4,7**	**6,0**	**7,6**	**7,8**	**10,5**	**11,6**	**15,7**	**18,3**	***22,1%***	***20,4%***
Margen Bruto / Ingresos	*28,0%*	*51,8%*	*56,8%*	*100,0%*	*49,0%*	*49,0%*	*40,4%*	*37,6%*		
Gastos de personal	(2,0)	(2,2)	(2,4)	(2,6)	(2,9)	(3,0)	(3,0)	(3,1)		
Otros costes de explotación	(2,1)	(1,9)	(2,2)	(1,8)	(2,2)	(2,3)	(2,5)	(2,6)		
EBITDA recurrente	**0,6**	**1,8**	**3,0**	**3,4**	**5,4**	**6,3**	**10,2**	**12,6**	***74,1%***	***33,0%***
Cto.EBITDA recurrente	*184,9%*	*217,0%*	*64,8%*	*12,5%*	*56,2%*	*18,2%*	*61,3%*	*23,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*3,5%*	*16,1%*	*22,7%*	*43,8%*	*25,0%*	*26,7%*	*26,3%*	*25,9%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	1,1	0,0	0,4	1,2	1,1	-	-	-		
EBITDA	**1,7**	**1,9**	**3,4**	**4,6**	**6,5**	**6,3**	**10,2**	**12,6**	***40,7%***	***24,9%***
Depreciación y provisiones	0,3	0,3	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT	**1,7**	**1,9**	**3,1**	**4,2**	**6,1**	**6,1**	**10,0**	**12,4**	***38,0%***	***26,5%***
Cto.EBIT	*234,1%*	*14,8%*	*58,7%*	*38,2%*	*44,0%*	*-0,5%*	*63,8%*	*24,1%*		
EBIT / Ingresos	*10,0%*	*16,8%*	*22,9%*	*54,2%*	*28,6%*	*25,6%*	*25,6%*	*25,4%*		
Impacto fondo de comercio y otros	0,8	0,9	1,3	1,0	1,4	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,5)	(0,6)	(1,2)	(1,6)	(1,6)	(1,9)	(1,9)	(1,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,4)	(0,1)	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3		
Beneficio ordinario	**1,6**	**2,2**	**3,3**	**3,9**	**6,2**	**4,5**	**8,3**	**10,8**	***41,3%***	***20,2%***
Cto.Beneficio ordinario	*140,5%*	*37,9%*	*51,2%*	*18,4%*	*61,3%*	*-27,8%*	*85,5%*	*29,8%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**1,6**	**2,2**	**3,3**	**3,9**	**6,2**	**4,5**	**8,3**	**10,8**	***41,3%***	***20,2%***
Impuestos	(0,4)	(0,7)	(0,9)	(1,1)	(1,7)	(1,1)	(2,1)	(2,7)		
Tasa fiscal efectiva	*22,4%*	*30,6%*	*28,2%*	*27,7%*	*26,9%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	-	-	-	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**1,2**	**1,5**	**2,3**	**2,8**	**4,6**	**3,4**	**6,3**	**8,1**	***39,2%***	***21,3%***
Cto.Beneficio neto	*133,8%*	*23,4%*	*56,4%*	*19,2%*	*63,0%*	*-25,9%*	*85,5%*	*29,8%*		
Beneficio ordinario neto	**0,4**	**1,5**	**2,1**	**2,0**	**3,7**	**3,4**	**6,3**	**8,1**	***76,5%***	***29,5%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*111,0%*	*287,7%*	*39,7%*	*-6,1%*	*90,5%*	*-9,7%*	*85,5%*	*29,8%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**6,3**	**10,2**	**12,6**	***74,1%***	***33,0%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						(6,3)	(1,5)	(4,8)		
Cash Flow operativo recurrente						**-0,2**	**8,5**	**7,6**	***2,3%***	***4,9%***
CAPEX						(0,5)	(0,8)	(1,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,9)	(1,9)	(1,8)		
Impuestos						(1,1)	(2,1)	(2,7)		
Free Cash Flow Recurrente						**(3,6)**	**3,7**	**2,1**	***-11,1%***	***-12,2%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(3,6)**	**3,7**	**2,1**	***-13,2%***	***-12,2%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(1,0)	(1,1)	(1,2)		
Variación de Deuda financiera neta						**4,6**	**(2,6)**	**(0,8)**		

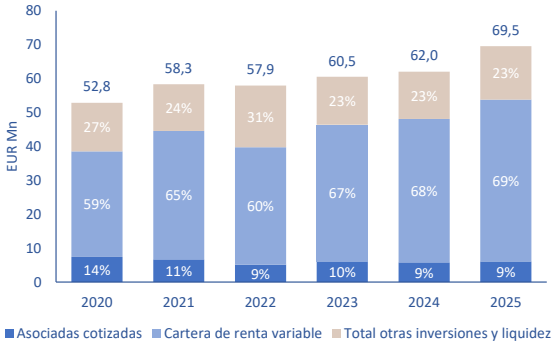
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

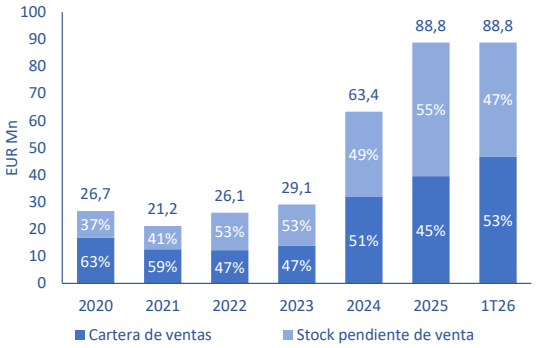
Un Grupo con tres negocios: promoción inmobiliaria, gestión turística e inversión financiera



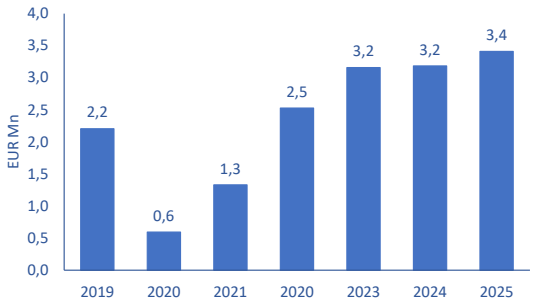
Área de inversiones: aporta una mayor diversificación de activos (que reduce el riesgo del Grupo), liquidez y rentabilidad



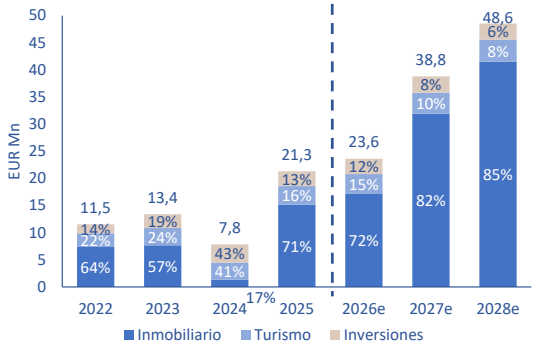
La cartera de ventas (EUR 46,8Mn) y stock pendiente de venta (EUR 42,0Mn) dan visibilidad al negocio promotor



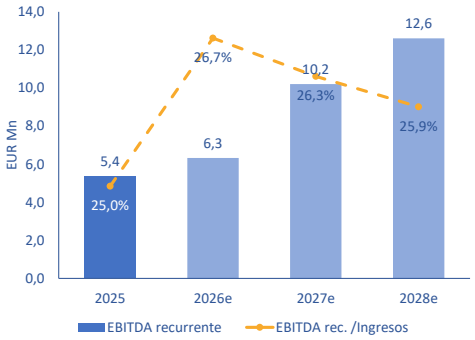
El negocio turístico ya supera ampliamente al ejercicio 2019 (y aún cuenta con capacidad de crecimiento)



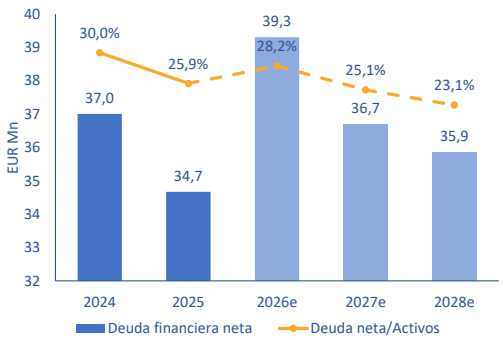
2026e-2028e: el negocio promotor será el principal motor del crecimiento en ingresos



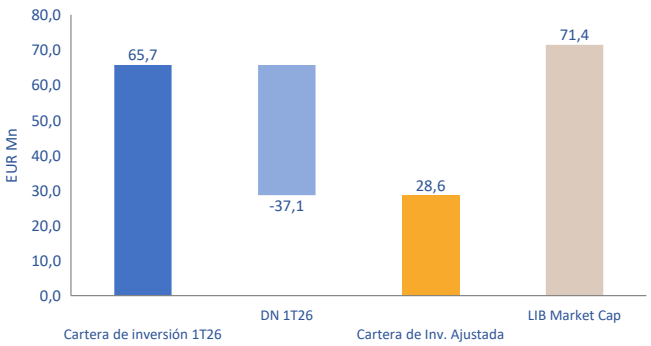
Lo que se hará visible en la generación de EBITDA Recurrente



Todo ello manteniendo una posición financiera holgada (DN/activos < 29%)



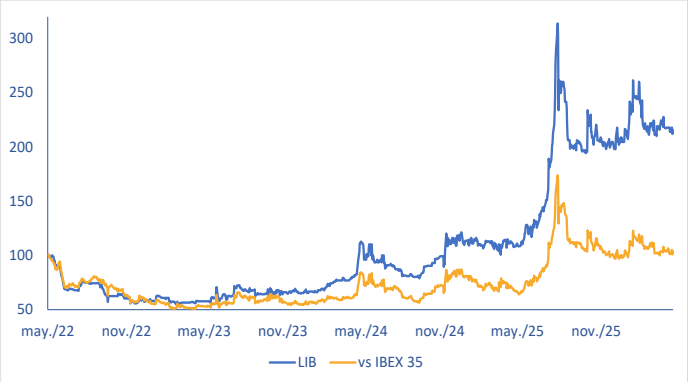
Una potencial (y "objetivamente" evidente) reserva de valor, que el mercado está empezando a reconocer



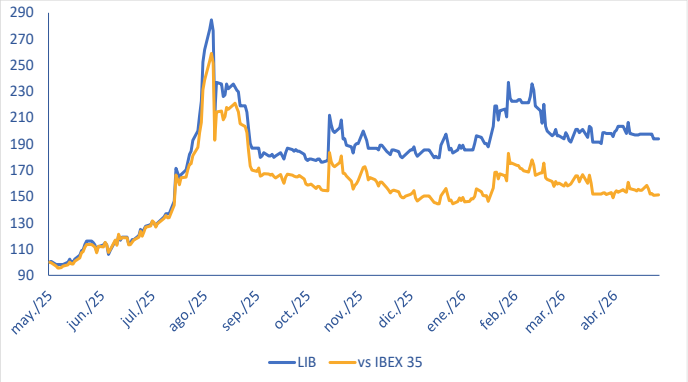
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

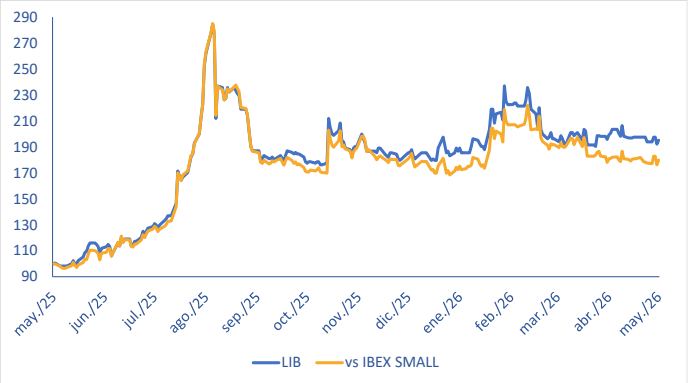


Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)

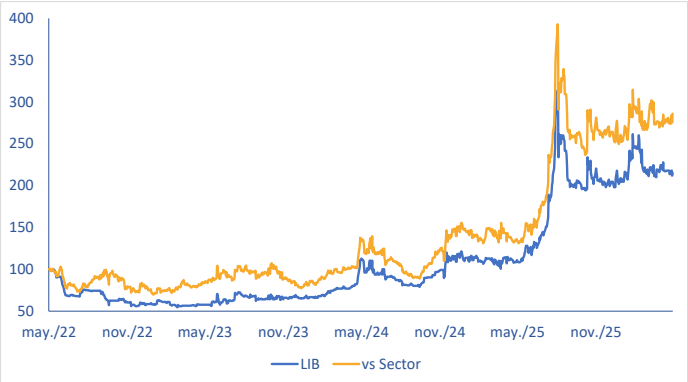


Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

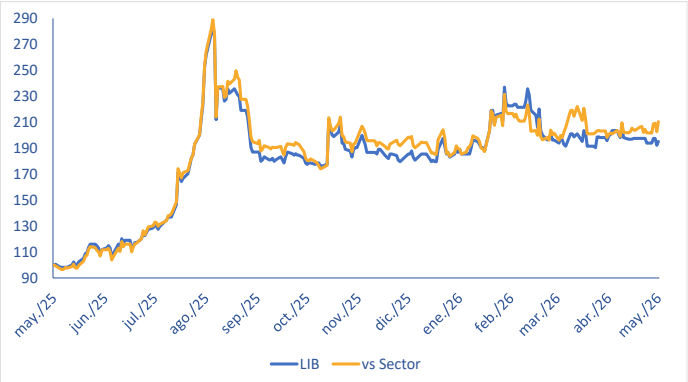
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Real State

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-2,1	-12,4	95,1	8,7	273,1	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	1,0	-12,1	54,2	6,7	94,8	n.a.
vs Euro STOXX 50	-0,2	-10,0	81,2	8,0	176,3	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-0,5	-13,1	79,9	5,9	165,7	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	-3,5	-12,9	71,3	5,9	185,0	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-4,3	-13,9	69,3	5,2	208,7	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	4,9	-2,9	110,4	13,6	243,8	n.a.

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**1,8**	**3,0**	**3,4**	**5,4**	**6,3**	**10,2**	**12,6**	***42,5%***	***33,0%***
Cto.EBITDA recurrente	*217,0%*	*64,8%*	*12,5%*	*56,2%*	*18,2%*	*61,3%*	*23,5%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*16,1%*	*22,7%*	*43,8%*	*25,0%*	*26,7%*	*26,3%*	*25,9%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(1,0)	2,7	(4,8)	1,4	(6,3)	(1,5)	(4,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	**0,6**	**5,5**	**(1,6)**	**6,6**	**(0,2)**	**8,5**	**7,6**	***n.a.***	***4,9%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-89,6%*	*778,3%*	*-128,9%*	*514,0%*	*-102,7%*	*n.a.*	*-10,5%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*5,4%*	*41,0%*	*n.a.*	*30,7%*	*n.a.*	*21,8%*	*15,6%*		
- CAPEX	(0,2)	(0,2)	(4,4)	(2,3)	(0,5)	(0,8)	(1,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,6)	(1,2)	(2,6)	(1,1)	(1,9)	(1,9)	(1,8)		
- Impuestos	(0,7)	(0,9)	0,4	(0,2)	(1,1)	(2,1)	(2,7)		
= Free Cash Flow recurrente	**(0,9)**	**3,1**	**(8,2)**	**3,1**	**(3,6)**	**3,7**	**2,1**	***77,2%***	***-12,2%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-117,5%*	*465,2%*	*-360,9%*	*137,4%*	*-219,3%*	*201,3%*	*-44,0%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*23,4%*	*n.a.*	*14,3%*	*n.a.*	*9,5%*	*4,3%*		
- Gastos de reestructuración y otros	0,0	0,4	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	2,2	(0,2)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	1,2	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**1,4**	**3,3**	**(7,0)**	**3,1**	**(3,6)**	**3,7**	**2,1**	***29,4%***	***-12,2%***
Cto. Free Cash Flow	*-73,7%*	*132,7%*	*-313,5%*	*143,6%*	*-219,3%*	*201,3%*	*-44,0%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*4,4%*	*n.a.*	*4,3%*	*n.a.*	*5,2%*	*2,9%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*2,0%*	*4,6%*	*n.a.*	*4,3%*	*n.a.*	*5,2%*	*2,9%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**4,9**	**(0,9)**	**3,1**	**(8,2)**	**3,1**	**(3,6)**	**3,7**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(0,2)	0,3	(1,3)	5,9	0,6	4,0	2,6
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	1,4	0,9	1,6	(4,0)	0,4	(0,2)	(0,2)
= Variación EBITDA recurrente	**1,3**	**1,2**	**0,4**	**1,9**	**1,0**	**3,9**	**2,4**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(6,6)	3,7	(7,5)	6,2	(7,7)	4,8	(3,3)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(5,4)**	**4,9**	**(7,1)**	**8,2**	**(6,7)**	**8,7**	**(0,9)**
+/-Variación del CAPEX	(0,2)	(0,0)	(4,1)	2,1	1,8	(0,3)	(0,2)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(0,6)	(1,4)	1,5	(0,8)	(0,0)	0,1
+/- Variación de impuestos	(0,3)	(0,3)	1,3	(0,6)	(1,0)	(1,0)	(0,6)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(5,7)**	**4,0**	**(11,3)**	**11,2**	**(6,7)**	**7,3**	**(1,6)**
Free Cash Flow Recurrente	**(0,9)**	**3,1**	**(8,2)**	**3,1**	**(3,6)**	**3,7**	**2,1**

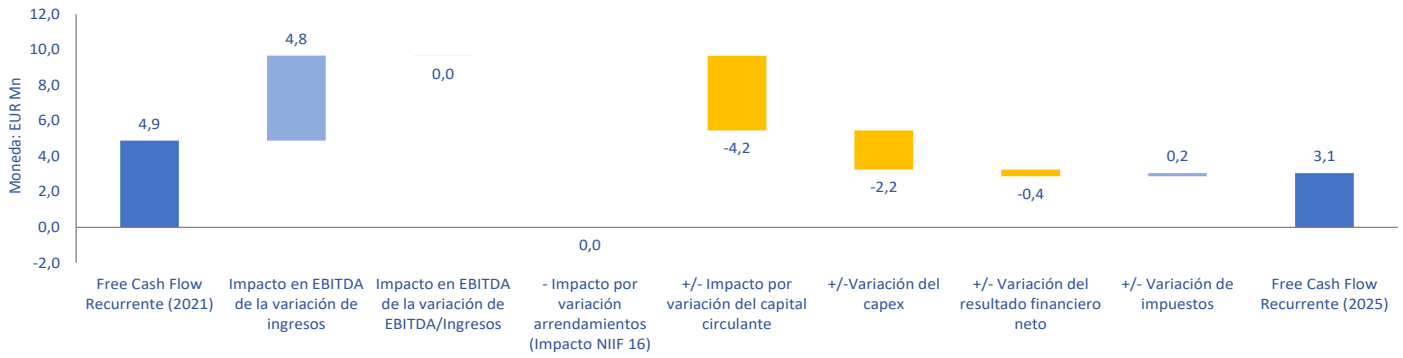
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**1,9**	**3,1**	**4,2**	**6,1**	**6,1**	**10,0**	**12,4**	***46,7%***	***26,5%***
** Tasa fiscal teórica*	*30,0%*	*28,2%*	*27,7%*	*26,9%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,6)	(0,9)	(1,2)	(1,6)	(1,5)	(2,5)	(3,1)		
EBITDA recurrente	**1,8**	**3,0**	**3,4**	**5,4**	**6,3**	**10,2**	**12,6**	***42,5%***	***33,0%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante	(1,0)	2,7	(4,8)	1,4	(6,3)	(1,5)	(4,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	**0,6**	**5,5**	**(1,6)**	**6,6**	**(0,2)**	**8,5**	**7,6**	***n.a.***	***4,9%***
- CAPEX	(0,2)	(0,2)	(4,4)	(2,3)	(0,5)	(0,8)	(1,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,6)	(0,9)	(1,2)	(1,6)	(1,5)	(2,5)	(3,1)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(0,2)**	**4,4**	**(7,1)**	**2,7**	**(2,2)**	**5,2**	**3,5**	***n.a.***	***9,9%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-103,1%*	*n.a.*	*-262,6%*	*137,3%*	*-181,8%*	*339,6%*	*-32,3%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	32,7%	n.a.	12,4%	n.a.	13,4%	7,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,0	0,4	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	2,2	(0,2)	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	1,2	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**2,1**	**4,5**	**(6,0)**	**2,7**	**(2,2)**	**5,2**	**3,5**	***8,2%***	***9,9%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-65,3%*	*116,2%*	*-231,6%*	*144,5%*	*-181,8%*	*339,6%*	*-32,3%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*5,5%*	*n.a.*	*3,4%*	*n.a.*	*6,6%*	*4,5%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*2,7%*	*5,7%*	*n.a.*	*3,4%*	*n.a.*	*6,6%*	*4,5%*		

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

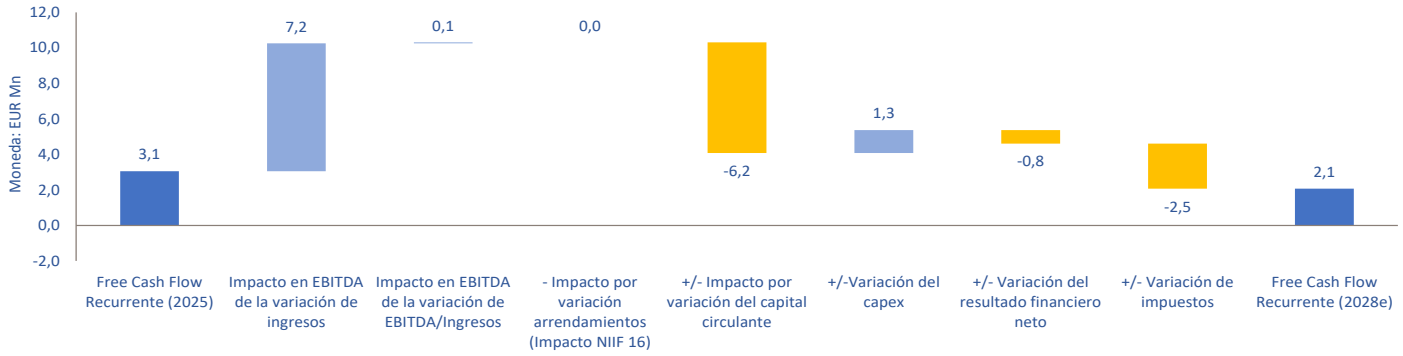
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

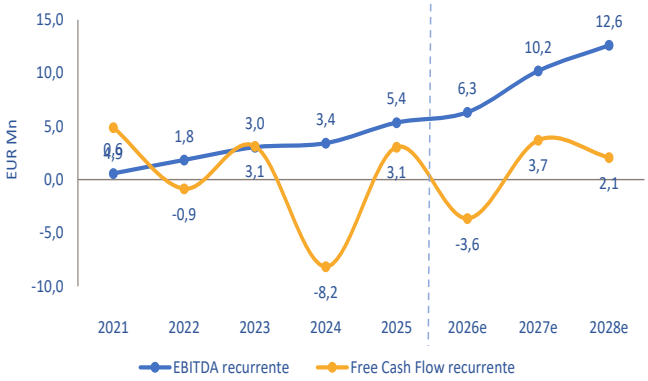
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



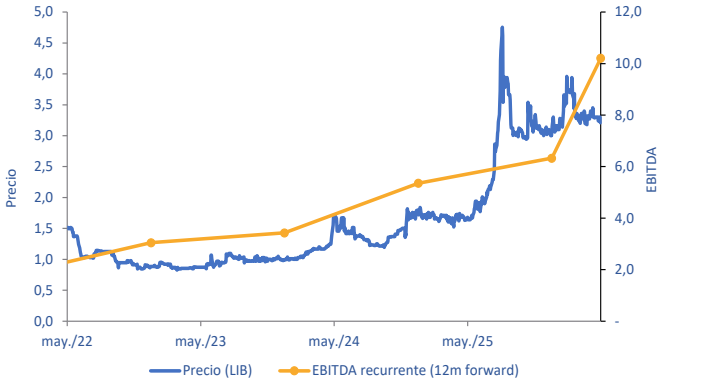
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**(2,2)**	**5,2**	**3,5**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**71,4**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**37,1**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 3m 2026)		
Coste de la deuda	4,5%	Coste de la deuda neta	4,3%	4,8%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,6%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,4%**	**3,8%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,2	B (estimación propia)	1,1	1,3
Coste del Equity	**10,8%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,7%**	**12,1%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	65,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	34,2%	D	=	=
WACC	**8,3%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,5%**	**9,2%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	71,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 3m 2026
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	Rdos. 3m 2026
+ Deuda financiera neta	37,1	Rdos. 3m 2026
- Inmovilizado financiero	9,7	Rdos. 3m 2026
+/- Otros[1]	(20,0)	Rdos. 3m 2026
Enterprise Value (EV)	**78,9**	

(1) Corresponde a: (i) el valor en libros (no actuarial) de los activos y pasivos por impuesto diferido (EUR 33,1Mn y EUR 15,2Mn, respectivamente) y (ii) el valor de la autocartera (c.EUR 2,1Mn)

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	1,5%	1,6%	2,6%	3,5%	5,0%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-3,3%	1,0%
FCF Yield - WACC	-5,0%	-3,9%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	28,9%	11,2	7,0x
Central	26,3%	10,2	7,7x
Min	23,7%	9,2	8,6x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	1,8%	2,0%	2,2%
11,2	4,8	4,7	4,6
10,2	3,8	3,7	3,6
9,2	2,8	2,7	2,6

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	6,7%	6,6%	6,5%
Central	5,3%	5,2%	5,1%
Min	3,9%	3,8%	3,7%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	37,5%	42,9%	50,0%
% de consejeros dominicales	37,5%	42,9%	37,5%
% de consejeros ejecutivos	12,5%	14,3%	12,5%
% de otros consejeros	12,5%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	50,0%	57,1%	50,0%
% de mujeres en la plantilla	50,0%	54,2%	51,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	13,7%	12,2%	10,0%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Promoción inmobiliaria					Turismo			
	EUR Mn	Metrovacesa	Aedas Homes	Neinor Homes	Insur	Average	PPHE Hotel Group	Pierre et Vacances	Average	LIB
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MVC.MC	AEDAS.MC	HOME.MC	ISUR.MC		PPH.L	PVAC.PA		LIB.MC
	País	Spain	Spain	Spain	Spain		Netherlands	France		Spain
	Market cap	1.787,3	1.035,1	1.620,4	312,0		762,3	871,8		71,4
	Enterprise value (EV)	2.050,9	1.370,4	2.537,6	450,6		2.204,9	4.014,1		78,9
Información financiera básica	Total Ingresos	745,0	1.204,3	1.794,6	160,0		546,6	2.022,5		23,7
	Cto.Total Ingresos	*5,2%*	*7,4%*	*154,7%*	*-23,2%*	*36,0%*	*2,3%*	*8,4%*	*5,3%*	*10,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*0,8%*	*-41,4%*	*-3,9%*	*26,8%*	*-4,4%*	*3,2%*	*4,2%*	*3,7%*	*43,2%*
	EBITDA	108,5	182,8	270,9	29,6		167,3	187,8		6,3
	Cto. EBITDA	*n.a.*	*3,5%*	*247,8%*	*-13,1%*	*79,4%*	*5,7%*	*-66,6%*	*-30,5%*	*-2,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*-1,9%*	*-41,4%*	*4,3%*	*25,2%*	*-3,4%*	*6,3%*	*10,5%*	*8,4%*	*41,2%*
	EBITDA/Ingresos	*14,6%*	*15,2%*	*15,1%*	*18,5%*	*15,8%*	*30,6%*	*9,3%*	*19,9%*	*26,7%*
	EBIT	109,0	178,4	246,0	29,9		107,5	116,7		6,1
	Cto. EBIT	*34,7%*	*3,6%*	*237,2%*	*-11,4%*	*66,0%*	*4,7%*	*-54,1%*	*-24,7%*	*-0,5%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*-2,1%*	*-41,4%*	*7,4%*	*24,3%*	*-3,0%*	*7,6%*	*13,8%*	*10,7%*	*42,6%*
	EBIT/Ingresos	*14,6%*	*14,8%*	*13,7%*	*18,7%*	*15,5%*	*19,7%*	*5,8%*	*12,7%*	*25,6%*
	Beneficio Neto	69,0	118,3	126,9	15,6		38,2	53,4		3,4
	Cto. Beneficio Neto	*21,4%*	*-0,2%*	*4,1%*	*-60,5%*	*-8,8%*	*n.a.*	*90,0%*	*90,0%*	*-25,9%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*-2,6%*	*-41,4%*	*23,9%*	*40,0%*	*5,0%*	*21,1%*	*23,6%*	*22,3%*	*55,2%*
	CAPEX/Ventas	*2,8%*	*0,4%*	*8,9%*	*71,3%*	*20,9%*	*9,9%*	*5,4%*	*7,6%*	*2,0%*
	Free Cash Flow	183,0	125,8	220,1	(20,0)		62,8	20,8		(3,6)
	Deuda financiera Neta	307,5	351,1	970,4	(3,5)		16,2	(85,0)		39,3
	DN/EBITDA (x)	2,8	1,9	3,6	n.a.	2,8	0,1	n.a.	0,1	6,2
	Pay-out	*291,1%*	*90,8%*	*160,0%*	*55,5%*	*149,3%*	*51,0%*	*0,0%*	*25,5%*	*26,7%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	27,0	8,7	12,7	19,7	17,0	13,9	16,6	15,3	21,2
	P/BV (x)	1,3	1,1	1,4	n.a.	1,2	1,9	2,4	2,1	0,7
	EV/Ingresos (x)	2,8	1,1	1,4	2,8	2,0	4,0	2,0	3,0	3,3
	EV/EBITDA (x)	18,9	7,5	9,4	15,2	12,8	13,2	21,4	17,3	12,5
	EV/EBIT (x)	18,8	7,7	10,3	15,1	13,0	20,5	34,4	27,4	13,0
	ROE	*5,0*	*9,0*	*10,6*	*6,6*	*7,8*	*9,8*	*15,4*	*12,6*	*3,2*
	FCF Yield (%)	*10,2*	*12,2*	*13,6*	*n.a.*	*12,0*	*8,2*	*2,4*	*5,3*	*n.a.*
	DPA	*1,33*	*2,46*	*2,42*	*0,47*	*1,67*	*0,47*	*0,00*	*0,23*	*0,04*
	Dvd Yield	*11,3%*	*10,4%*	*14,8%*	*2,8%*	*9,8%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*1,3%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**8,1**	**9,1**	**7,9**	**4,9**	**5,5**	**3,9**	**16,8**	**11,5**	**13,4**	**7,8**	**21,4**	**23,7**	**38,9**	**48,6**	***10,2%***	***31,5%***
Cto. Total ingresos	*-52,6%*	*12,4%*	*-13,1%*	*-38,2%*	*12,4%*	*-28,3%*	*328,4%*	*-31,6%*	*16,4%*	*-41,6%*	*173,2%*	*10,8%*	*63,9%*	*25,2%*		
EBITDA	**2,9**	**5,8**	**4,1**	**(0,1)**	**(0,2)**	**(1,1)**	**1,7**	**1,9**	**3,4**	**4,6**	**6,5**	**6,3**	**10,2**	**12,6**	***8,4%***	***24,9%***
Cto. EBITDA	*-69,9%*	*101,0%*	*-28,6%*	*-103,3%*	*-13,0%*	*-589,2%*	*256,2%*	*13,4%*	*81,7%*	*34,6%*	*41,3%*	*-2,2%*	*61,3%*	*23,5%*		
EBITDA/Ingresos	*35,6%*	*63,7%*	*52,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*9,8%*	*16,3%*	*25,4%*	*58,5%*	*30,3%*	*26,7%*	*26,3%*	*25,9%*		
Beneficio neto	**1,2**	**0,9**	**0,5**	**0,1**	**1,1**	**(3,6)**	**1,2**	**1,5**	**2,3**	**2,8**	**4,6**	**3,4**	**6,3**	**8,1**	***14,6%***	***21,3%***
Cto. Beneficio neto	*68,4%*	*-20,8%*	*-46,0%*	*-72,5%*	*669,2%*	*-440,0%*	*133,8%*	*23,4%*	*56,4%*	*19,2%*	*63,0%*	*-25,9%*	*85,5%*	*29,8%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	4.089,2	4.092,3	4.092,8	22,0	4.096,2	21,9	22,0	22,0	23,4	22,7	22,7	21,9	21,9	21,9		
BPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	-0,16	0,06	0,07	0,10	0,12	0,20	0,15	0,29	0,37	*92,6%*	*22,8%*
Cto. BPA	*68,3%*	*-20,8%*	*-46,0%*	*n.a.*	*-95,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*23,4%*	*47,2%*	*22,5%*	*63,0%*	*-23,2%*	*85,5%*	*29,8%*		
BPA ord. (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,01	0,00	-0,14	0,02	0,07	0,09	0,09	0,16	0,15	0,29	0,37	*88,9%*	*31,1%*
Cto. BPA ord.	*72,8%*	*-20,7%*	*-46,0%*	*n.a.*	*-95,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*31,5%*	*-3,5%*	*90,5%*	*-6,4%*	*85,5%*	*29,8%*		
CAPEX	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	(0,3)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(4,4)	(2,3)	(0,5)	(0,8)	(1,0)		
CAPEX/Vtas %[1]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*8,7%*	*0,4%*	*1,9%*	*1,8%*	*55,7%*	*10,6%*	*2,0%*	*2,0%*	*2,0%*		
Free Cash Flow	**3,5**	**2,5**	**2,3**	**0,4**	**0,8**	**(4,7)**	**5,4**	**1,4**	**3,3**	**(7,0)**	**3,1**	**(3,6)**	**3,7**	**2,1**	***-1,3%***	***-12,2%***
DN/EBITDA (x)[2]	*n.a.*	*27,2x*	*17,0x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*19,7x*	*16,8x*	*8,5x*	*8,1x*	*5,4x*	*6,2x*	3,6x	2,8x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*27,4x*	*13,0x*	*9,9x*	*14,6x*	*15,0x*	*21,2x*	11,4x	8,8x		
EV/Vtas (x)	*5,05x*	*4,24x*	*4,36x*	*9,35x*	*8,53x*	*10,53x*	*2,64x*	*2,56x*	*2,32x*	*7,39x*	*3,92x*	*3,33x*	2,03x	1,62x		
EV/EBITDA (x)[2]	*14,2x*	*6,7x*	*8,3x*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*27,0x*	*15,7x*	*9,1x*	*12,6x*	*13,0x*	*12,5x*	7,7x	6,3x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*0,0%*	*-0,5%*	*-30,0%*	*5,3%*	*-100,0%*	*n.a.*	*-41,7%*	*12,1%*	*81,6%*	*66,8%*	*8,7%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*2,1%*	*-7,3%*	*-17,7%*	*-5,9%*	*-100,0%*	*n.a.*	*-38,2%*	*-8,7%*	*58,2%*	*11,7%*	*6,7%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Lingotes Especiales

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Auto Components

Precio de Cierre: EUR 5,36 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Lingotes Especiales (LGT) es una pequeña compañía industrial española (Valladolid), especializada en el diseño, fundición y mecanizado de piezas de acero para la industria de automoción, donde es líder en sistemas de frenado: cuota del c.10% del mercado europeo de discos de freno. Vende a los grandes fabricantes de autos europeos.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	53,6	62,3
EV (Mn EUR y USD)	79,8	92,8
Número de Acciones (Mn)	10,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,20 / 5,61 / 4,86	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación(1)	23,3	
Refinitiv / Bloomberg	LGT.MC / LGT SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Consejo de Administración	55,0
Onchena	9,4
Mallorquina de Seguros	6,2
Free Float	29,5

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	10,0	10,0	10,0	10,0
Total Ingresos	81,6	87,8	90,4	95,8
EBITDA Rec.	3,3	5,9	7,3	10,3
% Var.	*-48,0*	*82,2*	*23,5*	*41,0*
% EBITDA Rec./Ing.	*4,0*	*6,8*	*8,1*	*10,8*
% Var EBITDA sector (2)	*-7,5*	*-14,9*	*9,5*	*8,5*
Beneficio neto	1,1	1,7	2,5	4,3
BPA (EUR)	0,11	0,17	0,25	0,43
% Var.	*-39,2*	*50,1*	*46,3*	*74,4*
BPA ord. (EUR)	-0,27	0,01	0,10	0,29
% Var.	*-978,1*	*104,6*	*693,6*	*198,8*
Free Cash Flow Rec.	-2,9	-3,4	0,8	3,2
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*69,1*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,30
Deuda financiera neta	22,8	24,1	21,3	19,2
DN / EBITDA Rec.(x)	7,0	4,1	2,9	1,9
ROE (%)	*2,6*	*3,8*	*5,3*	*9,0*
ROCE (%)	*2,6*	*3,8*	*4,8*	*7,5*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	47,2	31,5	21,5	12,3
PER Ordinario	n.a.	n.a.	54,5	18,2
P/BV	1,2	1,2	1,1	1,1
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*5,6*
EV/Ventas	0,98	0,91	0,88	0,83
EV/EBITDA Rec.	24,5	13,5	10,9	7,7
EV/EBIT	45,5	23,0	17,7	11,6
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*1,5*	*6,0*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*0,4*	*-3,4*	*-9,9*	*-56,4*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

Persistente incertidumbre en el sector automovilístico en 2025. LGT experimentó una caída en los ingresos en 2025 (EUR 81,6 Mn; -8,4% vs 2024) debido principalmente a un menor volumen, afectado por el estancamiento en la producción y matriculaciones en Europa, presión regulatoria y aranceles. EBITDA rec. 2025 de EUR 3,3 Mn (-48% vs 2024) debido a una estructura de costes con elevado componente fijo (el sector presenta un alto apalancamiento operativo). La deuda neta se situó en EUR 22,8 Mn (+2% vs 2024; c. +140% vs 2023) impulsada por las inversiones (avance en la nueva nave, maquinaria e instalaciones técnicas).

2026e podría marcar el inicio de la recuperación gradual. Ingresos 2026e de EUR 87,8 Mn (+7,5% vs 2025) y un EBITDA rec. de EUR 5,9 Mn (margen 6,8%; +2,8 p.p.), todavía lejos de niveles 2023-2024 (c. 9%) y de 2019 (c. 15%). Nuestras estimaciones reflejan una recuperación progresiva de volúmenes y cierta normalización operativa, pese a un entorno que sigue siendo exigente. En el 1T26, las matriculaciones en la UE crecen un +4% (vs 1T25), pero se mantienen alejadas de niveles 2019 (c. -15%).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Liderazgo en un negocio especializado. El factor diferencial es el know-how (fundada en 1968) y la vocación de largo plazo en la relación con sus clientes. LGT mantiene una posición de liderazgo en discos de freno (c. 60% de las ventas), con una cuota cercana al 10% del mercado en Europa (peso Europa: 87% s/Ingresos 2025).

Desarrollo continuo de nuevas piezas y modernización industrial. LGT apuesta por el desarrollo de piezas de mayor valor añadido. El proceso completo desde el diseño hasta la adjudicación de contratos se extiende durante c. 3y, seguido de una fase de producción con una duración media de c. 6y. Lo que permitirá aspirar a unos ingresos 2028e de EUR 95,8 Mn (+5,5% TACC 25-28e).

Cancha para mejorar márgenes. 2026e podría marcar el inicio de la recuperación gradual, apoyada en la mejora progresiva de volúmenes (matriculaciones en la UE 1T26 +4% vs 1T25). La estabilización y posterior recuperación del sector será el catalizador para una mejora del margen EBITDA rec. 2028e hasta 10,8% (vs 4,0% en 2025 y 14,6% en 2019). Clave de bóveda del equity story.

Capacidad de generación de caja a partir de 2027e (históricamente probada). LGT está inmerso en un exigente plan de inversiones, ya muy avanzado (CAPEX 2023-2026e: c. EUR 33 Mn). Su finalización (2026e) debería permitir que la mejora de rentabilidad esperada se traduzca en un mayor FCF (FCF Yield 2028e 6,0%). Lo que permitiría recuperar el dividendo (pay-out histórico del c. 80%). Dividend yield 2028e del c. 6%. Sin dividendo en 2026e.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Regulación. La normativa Euro 7 amplía el enfoque de las emisiones más allá del tubo de escape (frenos, neumáticos, etc.), incrementando la presión sobre los fabricantes con estándares más estrictos, afectando directamente a la cadena de producción.

Concentración de los clientes. LGT concentra sus ventas entre los principales fabricantes europeos. La pérdida de cuota de mercado de éstos, derivada de cambios en las tendencias de mercado (presión creciente de los fabricantes asiáticos), impactaría negativamente en LGT.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Visibilidad limitada a corto, pero posicionándose para una posible recuperación. La principal incógnita es si la caída en la producción y venta de automóviles en Europa vs 2019 es coyuntural o estructural. La recuperación de volúmenes será clave para devolver atractivo a una compañía con potencial de altos niveles de FCF (esperados a partir de 2027-2028). El momentum sectorial sigue siendo débil y la visibilidad a medio plazo es reducida. No obstante, el carácter cíclico del negocio y el buen posicionamiento de LGT (YTD: +27,4% vs sector) en un sector en proceso de ajuste y consolidación (electrificación y competencia asiática, tendencias en la movilidad, normativa de emisiones…) podrían representar una oportunidad para inversores value con horizonte de recuperación a largo plazo (2y). Y que hoy comprarían la acción en el valle (absoluto) de ingresos y cotización de los últimos 10 años.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

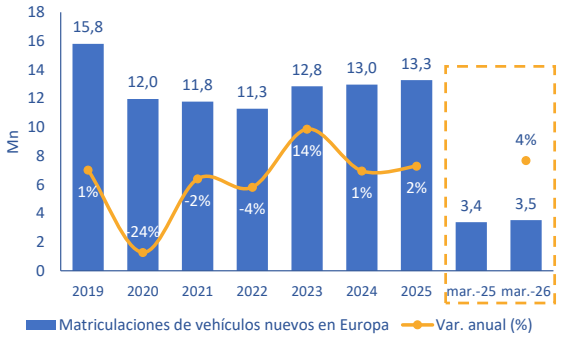
Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	1,8	1,6	3,4	4,7	4,4	6,5	8,4	10,2
Inmovilizado material	57,0	56,4	59,5	62,2	64,3	65,0	62,7	60,0
Otros activos no corrientes	1,2	0,8	0,2	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5
Inmovilizado financiero	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	25,7	32,2	22,0	26,3	24,7	26,6	27,4	29,0
Total activo	**85,9**	**91,3**	**85,4**	**93,6**	**94,1**	**98,8**	**99,2**	**100,0**
Patrimonio neto	43,7	46,8	46,0	43,9	43,7	45,4	47,9	49,2
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	1,4	0,9	0,8	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5
Otros pasivos no corrientes	0,2	0,1	5,5	5,6	4,7	4,7	4,7	4,7
Deuda financiera neta	19,9	18,7	9,6	22,3	22,8	24,1	21,3	19,2
Pasivo circulante	20,7	24,7	23,5	21,1	22,4	24,1	24,8	26,3
Total pasivo	**85,9**	**91,3**	**85,4**	**93,6**	**94,1**	**98,8**	**99,2**	**100,0**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**85,9**	**113,9**	**98,5**	**89,1**	**81,6**	**87,8**	**90,4**	**95,8**	***-1,3%***	***5,5%***
Cto.Total Ingresos	*-5,8%*	*32,7%*	*-13,6%*	*-9,6%*	*-8,4%*	*7,5%*	*3,0%*	*6,0%*		
Coste de ventas	(40,5)	(48,9)	(45,6)	(39,3)	(35,1)	(38,0)	(39,2)	(41,5)		
Margen Bruto	**45,4**	**65,0**	**52,9**	**49,8**	**46,5**	**49,7**	**51,2**	**54,3**	***0,6%***	***5,3%***
Margen Bruto / Ingresos	*52,9%*	*57,1%*	*53,7%*	*55,9%*	*57,0%*	*56,7%*	*56,7%*	*56,7%*		
Gastos de personal	(22,7)	(23,3)	(24,5)	(24,9)	(24,1)	(24,2)	(24,6)	(25,1)		
Otros costes de explotación	(21,2)	(33,7)	(20,0)	(18,6)	(19,2)	(19,6)	(19,2)	(18,8)		
EBITDA recurrente	**1,5**	**8,0**	**8,4**	**6,3**	**3,3**	**5,9**	**7,3**	**10,3**	***21,1%***	***46,9%***
Cto.EBITDA recurrente	*-87,2%*	*430,5%*	*4,0%*	*-25,1%*	*-48,0%*	*82,2%*	*23,5%*	*41,0%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*1,8%*	*7,1%*	*8,5%*	*7,0%*	*4,0%*	*6,8%*	*8,1%*	*10,8%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,5	0,8	1,0	1,9	3,4	2,1	2,0	1,9		
EBITDA	**2,0**	**8,9**	**9,3**	**8,2**	**6,7**	**8,0**	**9,3**	**12,2**	***35,8%***	***22,2%***
Depreciación y provisiones	(5,1)	(5,5)	(5,6)	(6,2)	(6,5)	(6,2)	(6,3)	(6,7)		
Gastos capitalizados	1,0	1,2	1,5	1,7	2,0	2,1	1,9	1,8		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
EBIT	**(2,2)**	**4,5**	**4,9**	**3,2**	**1,8**	**3,5**	**4,5**	**6,9**	***29,5%***	***57,8%***
Cto.EBIT	*-124,9%*	*308,2%*	*8,5%*	*-34,7%*	*-45,0%*	*98,2%*	*29,5%*	*53,0%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*3,9%*	*5,0%*	*3,6%*	*2,1%*	*4,0%*	*5,0%*	*7,2%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,3)	(0,4)	(0,6)	(0,9)	(1,0)	(1,2)	(1,2)	(1,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(2,5)**	**4,1**	**4,2**	**2,3**	**0,8**	**2,3**	**3,3**	**5,8**	***23,3%***	***96,5%***
Cto.Beneficio ordinario	*-129,6%*	*265,2%*	*3,3%*	*-46,4%*	*-66,4%*	*197,5%*	*46,3%*	*74,4%*		
Extraordinarios	0,5	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(2,0)**	**4,1**	**4,2**	**2,3**	**0,8**	**2,3**	**3,3**	**5,8**	***24,2%***	***96,5%***
Impuestos	0,5	(0,9)	(1,0)	(0,4)	0,4	(0,6)	(0,8)	(1,4)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*23,1%*	*23,8%*	*17,7%*	*n.a.*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(1,5)**	**3,2**	**3,2**	**1,9**	**1,1**	**1,7**	**2,5**	**4,3**	***29,0%***	***56,4%***
Cto.Beneficio neto	*-124,8%*	*313,3%*	*2,4%*	*-42,1%*	*-39,2%*	*50,1%*	*46,3%*	*74,4%*		
Beneficio ordinario neto	**(2,9)**	**2,5**	**2,5**	**0,3**	**(2,7)**	**0,1**	**1,0**	**2,9**	***2,3%***	***45,8%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-152,3%*	*186,0%*	*-1,4%*	*-87,8%*	*-978,1%*	*104,6%*	*693,6%*	*198,8%*		

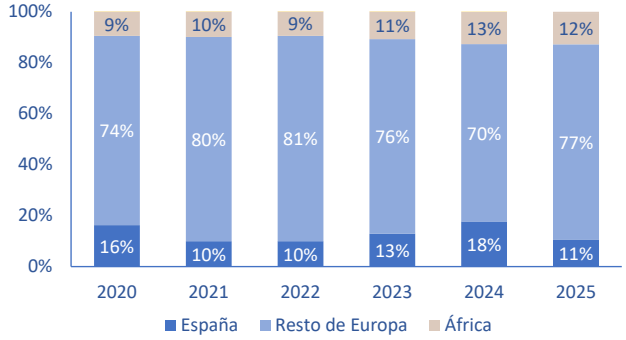
Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**5,9**	**7,3**	**10,3**	***21,1%***	***46,9%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Var.capital circulante						(0,2)	(0,1)	(0,2)		
Cash Flow operativo recurrente						**5,3**	**6,8**	**9,7**	***n.a.***	***19,6%***
CAPEX						(7,0)	(4,0)	(4,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(1,2)	(1,2)	(1,1)		
Impuestos						(0,6)	(0,8)	(1,4)		
Free Cash Flow Recurrente						**(3,4)**	**0,8**	**3,2**	***17,2%***	***46,0%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						2,1	2,0	1,9		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(1,3)**	**2,8**	**5,1**	***13,5%***	***55,2%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	(3,0)		
Variación de Deuda financiera neta						**1,3**	**(2,8)**	**(2,1)**		

La compañía en 8 gráficos

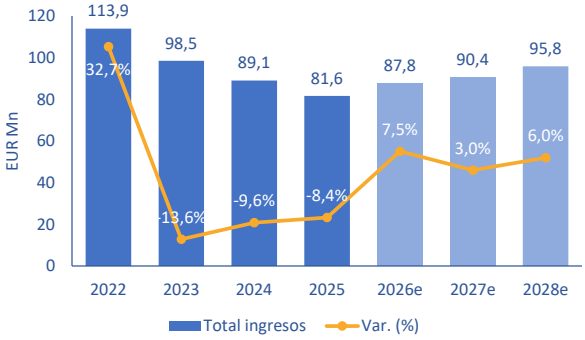
La demanda de vehículos en Europa sigue lejos de niveles de 2019



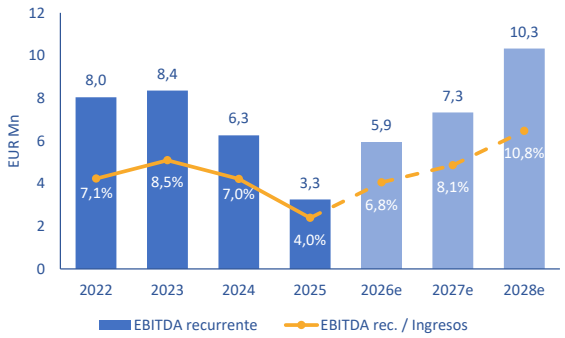
Las exportaciones de LGT representan el 89% de su cifra de negocio, siendo Europa su principal fuente de ingresos



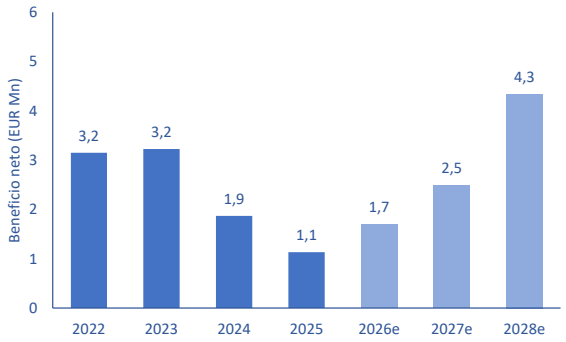
Tras el mínimo de 2025, 2026e podría marcar el inicio de una recuperación gradual del volumen, permitiendo incrementar ingresos y margen bruto



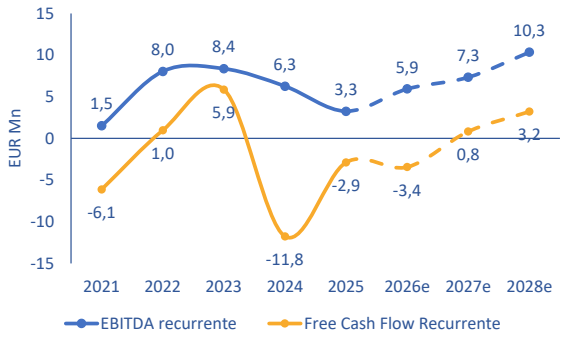
Con mucho recorrido en la recuperación del margen EBITDA (por apalancamiento operativo). Se han ajustado los gastos de personal y otros gastos de explotación



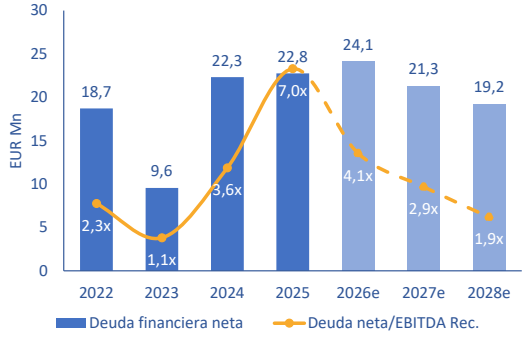
Pese al incremento de los gastos financieros, el beneficio neto se mantendría positivo en 2026e, con mejora progresiva en 27e–28e



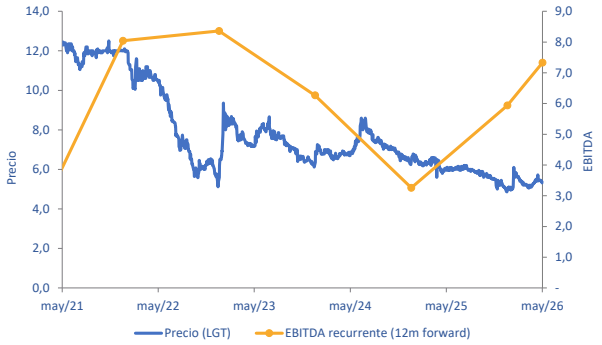
La generación de FCF se postpondrá a 2027e debido al CAPEX para modernización, adjudicación de piezas y adaptación a normativa



Lo que incrementará la deuda neta hasta niveles de c. EUR 24 Mn en 2026e. Ratio DN/EBITDA rec. 2026e de 4,1x



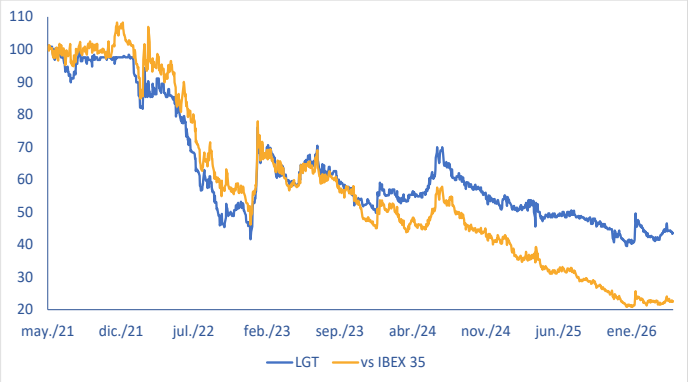
Los resultados 2026e podrían incrementar la visibilidad y hacer creíble que la recuperación de ingresos y mejora de márgenes es posible



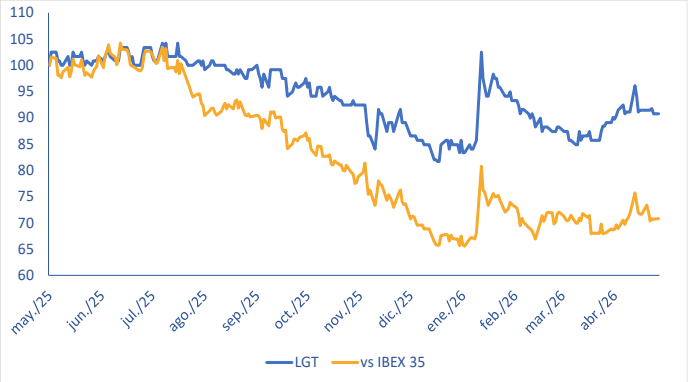
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

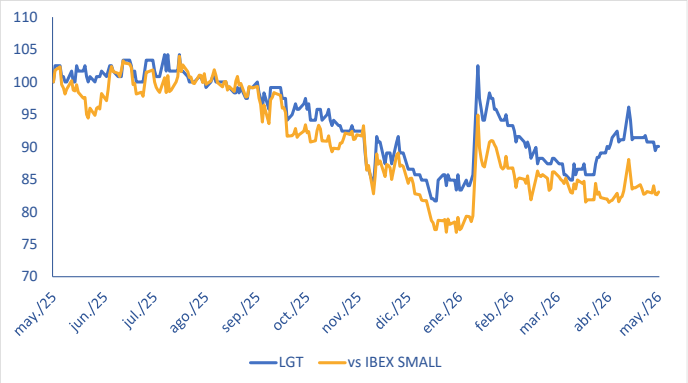


Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)

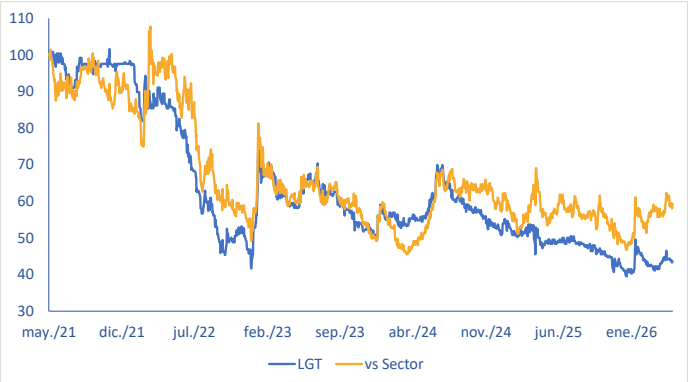


Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

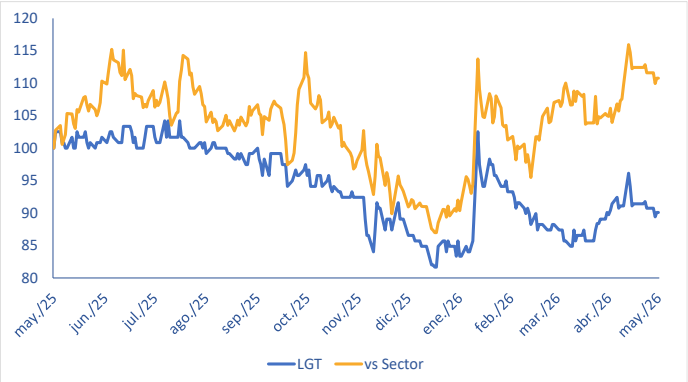
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,4	-3,4	-9,9	10,3	-25,1	-56,4
vs Mercado						
vs Ibex 35	3,6	-3,2	-28,8	8,3	-60,9	-77,4
vs Euro STOXX 50	2,3	-0,8	-16,3	9,6	-44,6	-70,0
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	2,0	-4,2	-17,0	7,5	-46,7	-65,2
vs Segmento Micro Cap España [1]	-1,0	-4,0	-20,9	7,5	-42,8	-57,5
vs MSCI Europe Micro Cap	-1,9	-5,1	-21,8	6,8	-38,0	-56,4
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts	5,6	9,4	10,8	27,4	-1,1	-40,5

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**8,0**	**8,4**	**6,3**	**3,3**	**5,9**	**7,3**	**10,3**	***n.a.***	***n.a.***
Cto.EBITDA recurrente	*n.a.*	*4,0%*	*-25,1%*	*-48,0%*	*82,2%*	*23,5%*	*41,0%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*7,1%*	*8,5%*	*7,0%*	*4,0%*	*6,8%*	*8,1%*	*10,8%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	(2,5)	8,9	(6,7)	2,9	(0,2)	(0,1)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**5,5**	**16,9**	**(0,8)**	**5,7**	**5,3**	**6,8**	**9,7**	***1,2%***	***n.a.***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*n.a.*	*208,6%*	*-104,8%*	*793,5%*	*-6,5%*	*28,0%*	*42,8%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*4,8%*	*17,2%*	*n.a.*	*7,0%*	*6,1%*	*7,5%*	*10,2%*		
- CAPEX	(3,8)	(9,4)	(9,3)	(7,3)	(7,0)	(4,0)	(4,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,4)	(0,6)	(0,9)	(1,1)	(1,2)	(1,2)	(1,1)		
- Impuestos	(0,3)	(1,1)	(0,7)	(0,2)	(0,6)	(0,8)	(1,4)		
= Free Cash Flow recurrente	**1,0**	**5,9**	**(11,8)**	**(2,9)**	**(3,4)**	**0,8**	**3,2**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*115,8%*	*505,5%*	*n.a.*	*75,5%*	*-19,7%*	*123,6%*	*294,0%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*0,9%*	*6,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,9%*	*3,3%*		
- Gastos de reestructuración y otros	0,8	1,0	1,9	2,1	2,1	2,0	1,9		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(0,6)	(1,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	6,3	0,0	(0,9)	-	-	-		
= Free Cash Flow	**1,8**	**13,2**	**(10,5)**	**(2,9)**	**(1,3)**	**2,8**	**5,1**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow	*134,3%*	*636,9%*	*-179,4%*	*72,1%*	*54,2%*	*310,7%*	*79,8%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*1,8%*	*10,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,5%*	*6,0%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*3,3%*	*24,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*5,3%*	*9,5%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(6,1)**	**1,0**	**5,9**	**(11,8)**	**(2,9)**	**(3,4)**	**0,8**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,5	(1,1)	(0,8)	(0,5)	0,2	0,2	0,4
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	6,0	1,4	(1,3)	(2,5)	2,4	1,2	2,6
= Variación EBITDA recurrente	**6,5**	**0,3**	**(2,1)**	**(3,0)**	**2,7**	**1,4**	**3,0**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,0	(0,3)	(0,0)	(0,0)	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(1,2)	11,4	(15,6)	9,6	(3,0)	0,1	(0,1)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**5,4**	**11,5**	**(17,8)**	**6,5**	**(0,4)**	**1,5**	**2,9**
+/-Variación del CAPEX	1,4	(5,6)	0,1	2,1	0,3	3,0	-
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	0,0	0,1
+/- Variación de impuestos	0,4	(0,8)	0,4	0,5	(0,4)	(0,3)	(0,6)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**7,1**	**4,9**	**(17,6)**	**8,9**	**(0,6)**	**4,3**	**2,4**
Free Cash Flow Recurrente	**1,0**	**5,9**	**(11,8)**	**(2,9)**	**(3,4)**	**0,8**	**3,2**

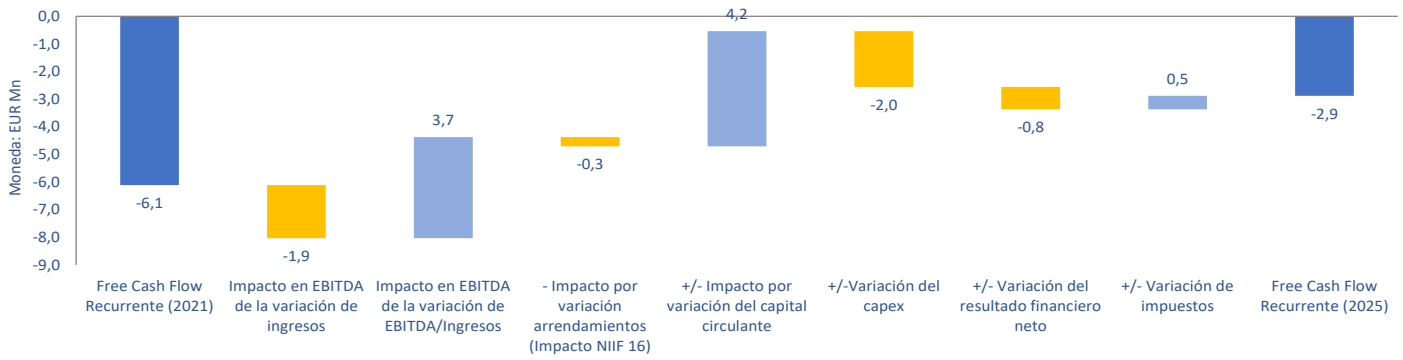
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**4,5**	**4,9**	**3,2**	**1,8**	**3,5**	**4,5**	**6,9**	***n.a.***	***n.a.***
** Tasa fiscal teórica*	*23,1%*	*23,8%*	*17,7%*	*0,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,0)	(1,2)	(0,6)	-	(0,9)	(1,1)	(1,7)		
EBITDA recurrente	**8,0**	**8,4**	**6,3**	**3,3**	**5,9**	**7,3**	**10,3**	***n.a.***	***n.a.***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	(2,5)	8,9	(6,7)	2,9	(0,2)	(0,1)	(0,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**5,5**	**16,9**	**(0,8)**	**5,7**	**5,3**	**6,8**	**9,7**	***1,2%***	***n.a.***
- CAPEX	(3,8)	(9,4)	(9,3)	(7,3)	(7,0)	(4,0)	(4,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,0)	(1,2)	(0,6)	-	(0,9)	(1,1)	(1,7)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**0,6**	**6,4**	**(10,7)**	**(1,6)**	**(2,5)**	**1,7**	**4,0**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*112,2%*	*923,7%*	*n.a.*	*85,4%*	*-62,4%*	*166,8%*	*137,0%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	0,5%	6,5%	n.a.	n.a.	n.a.	1,9%	4,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,8	1,0	1,9	2,1	2,1	2,0	1,9		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	(0,6)	(1,2)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	6,3	0,0	(0,9)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**1,4**	**13,7**	**(9,4)**	**(1,6)**	**(0,4)**	**3,7**	**5,9**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*134,3%*	*849,4%*	*-168,6%*	*82,9%*	*72,9%*	*950,6%*	*59,0%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*0,8%*	*8,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,1%*	*5,0%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*1,8%*	*17,2%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,6%*	*7,4%*		

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

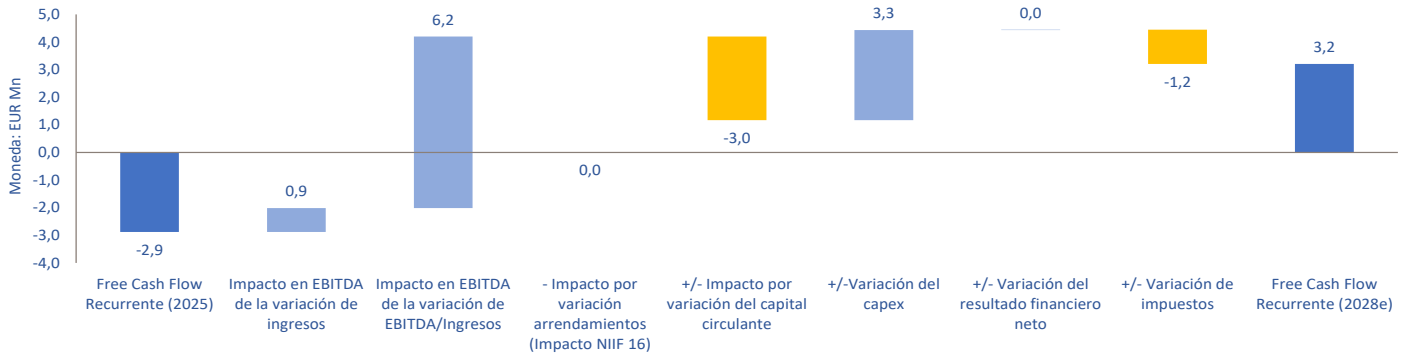
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

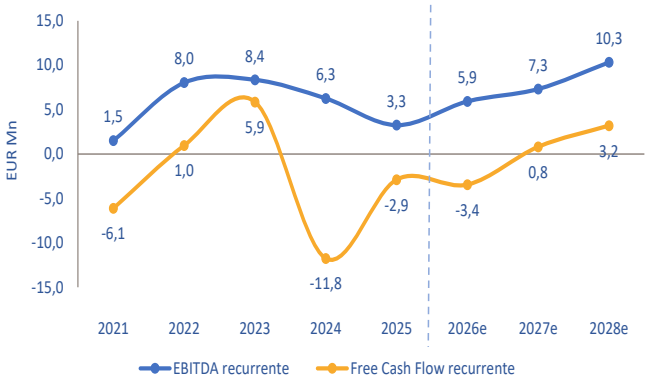
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



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



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(0,4)**	**3,7**	**5,9**	**95,6**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**53,6**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**22,8**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta	3,8%	4,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,2%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,0%**	**3,4%**
Risk free rate (rf)	3,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)	1,0	1,1
Coste del Equity	**10,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,3%**	**11,0%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	70,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	29,8%	D	=	=
WACC	**8,3%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,4%**	**8,7%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	53,6	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	3,7	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	22,8	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	0,2	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**79,8**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	n.a.	5,3%	6,1%	4,3%	2,6%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-5,7%	-0,8%
FCF Yield - WACC	n.a.	-3,2%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	**8,9%**	**8,1**	**9,9x**
Central	**8,1%**	**7,3**	**10,9x**
Min	**7,3%**	**6,6**	**12,1x**

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	4,0%	4,4%	4,8%
8,1	**1,9**	**1,5**	**1,2**
7,3	**1,2**	**0,8**	**0,5**
6,6	**0,5**	**0,1**	**(0,3)**

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	**3,5%**	**2,9%**	**2,2%**
Central	**2,2%**	**1,5%**	**0,8%**
Min	**0,8%**	**0,2%**	**n.a.**

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	22,2%	22,2%	20,0%
% de consejeros dominicales	33,3%	33,3%	40,0%
% de consejeros ejecutivos	22,2%	22,2%	20,0%
% de otros consejeros	22,2%	22,2%	20,0%
% de mujeres en el consejo de administración	33,3%	33,3%	30,0%
% de mujeres en la plantilla	4,4%	5,2%	5,3%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,3%	3,4%	2,1%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Auto-Parts					Frenos		
	EUR Mn	CIE Automotive	Gestamp	Cummins	Voestalpine	Average	Brembo	Average	LGT
Datos Mercado	Ticker (Factset)	CIEA.MC	GEST.MC	CMI	VOES.VI		BRBI.MI		LGT.MC
	País	Spain	Spain	USA	Austria		Italy		Spain
	Market cap	3.439,2	1.828,3	82.678,8	8.025,1		3.643,2		53,6
	Enterprise value (EV)	2.793,5	4.707,8	87.431,5	10.535,3		4.392,0		79,8
Información financiera básica	Total Ingresos	4.097,7	11.335,9	32.015,9	15.740,1		3.762,4		87,8
	Cto.Total Ingresos	*3,5%*	*-0,1%*	*10,5%*	*4,6%*	*4,6%*	*1,6%*	*1,6%*	*7,5%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*3,9%*	*3,1%*	*8,7%*	*0,6%*	*4,1%*	*5,5%*	*5,5%*	*4,5%*
	EBITDA	779,3	1.312,8	5.816,3	1.783,5		619,0		8,0
	Cto. EBITDA	*4,4%*	*-6,0%*	*31,4%*	*23,4%*	*13,3%*	*2,9%*	*2,9%*	*20,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*4,3%*	*5,6%*	*10,2%*	*5,9%*	*6,5%*	*8,4%*	*8,4%*	*23,2%*
	EBITDA/Ingresos	*19,0%*	*11,6%*	*18,2%*	*11,3%*	*15,0%*	*16,5%*	*16,5%*	*9,2%*
	EBIT	574,3	589,4	4.571,2	1.015,8		342,9		3,5
	Cto. EBIT	*4,3%*	*-3,2%*	*31,5%*	*47,8%*	*20,1%*	*4,8%*	*4,8%*	*98,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*4,6%*	*10,7%*	*15,6%*	*8,7%*	*9,9%*	*13,7%*	*13,7%*	*40,8%*
	EBIT/Ingresos	*14,0%*	*5,2%*	*14,3%*	*6,5%*	*10,0%*	*9,1%*	*9,1%*	*4,0%*
	Beneficio Neto	369,8	217,3	3.499,6	630,1		223,8		1,7
	Cto. Beneficio Neto	*0,4%*	*-12,2%*	*37,6%*	*68,1%*	*23,5%*	*4,5%*	*4,5%*	*50,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*5,7%*	*20,1%*	*13,7%*	*21,2%*	*15,2%*	*16,2%*	*16,2%*	*59,7%*
	CAPEX/Ventas	*5,7%*	*7,3%*	*3,8%*	*7,2%*	*6,0%*	*9,2%*	*9,2%*	*8,0%*
	Free Cash Flow	345,2	181,0	2.606,5	330,5		149,6		(1,3)
	Deuda financiera Neta	856,0	1.737,2	4.021,3	1.729,3		651,4		24,1
	DN/EBITDA (x)	1,1	1,3	0,7	1,0	1,0	1,1	1,1	4,1
	Pay-out	*38,2%*	*28,8%*	*27,3%*	*29,3%*	*30,9%*	*39,5%*	*39,5%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	9,3	8,3	23,8	12,2	13,4	15,7	15,7	31,5
	P/BV (x)	1,9	0,8	6,8	1,0	2,6	1,5	1,5	1,2
	EV/Ingresos (x)	0,7	0,4	2,7	0,7	1,1	1,2	1,2	0,9
	EV/EBITDA (x)	3,6	3,6	15,0	5,9	7,0	7,1	7,1	13,5
	EV/EBIT (x)	4,9	8,0	19,1	10,4	10,6	12,8	12,8	23,0
	ROE	*21,7*	*9,1*	*28,1*	*7,9*	*16,7*	*9,2*	*9,2*	*3,8*
	FCF Yield (%)	*10,0*	*9,9*	*3,2*	*4,1*	*6,8*	*4,1*	*4,1*	*n.a.*
	DPA	*1,18*	*0,11*	*6,94*	*1,08*	*2,33*	*0,28*	*0,28*	*0,00*
	Dvd Yield	*4,1%*	*3,5%*	*1,2%*	*2,4%*	*2,8%*	*2,5%*	*2,5%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**79,5**	**95,6**	**104,2**	**115,6**	**114,9**	**91,2**	**85,9**	**113,9**	**98,5**	**89,1**	**81,6**	**87,8**	**90,4**	**95,8**	***0,3%***	***5,5%***
Cto. Total ingresos	*25,5%*	*20,3%*	*9,0%*	*10,9%*	*-0,6%*	*-20,7%*	*-5,8%*	*32,7%*	*-13,6%*	*-9,6%*	*-8,4%*	*7,5%*	*3,0%*	*6,0%*		
EBITDA	**13,2**	**19,0**	**16,7**	**18,2**	**16,8**	**12,6**	**2,0**	**8,9**	**9,3**	**8,2**	**6,7**	**8,0**	**9,3**	**12,2**	***-6,5%***	***22,2%***
Cto. EBITDA	*50,8%*	*44,6%*	*-12,1%*	*8,9%*	*-7,5%*	*-24,9%*	*-84,4%*	*350,1%*	*5,3%*	*-12,5%*	*-18,0%*	*20,1%*	*16,1%*	*30,7%*		
EBITDA/Ingresos	*16,6%*	*19,9%*	*16,0%*	*15,8%*	*14,6%*	*13,9%*	*2,3%*	*7,8%*	*9,5%*	*9,2%*	*8,2%*	*9,2%*	*10,3%*	*12,7%*		
Beneficio neto	**6,7**	**10,5**	**8,9**	**9,2**	**8,7**	**6,0**	**(1,5)**	**3,2**	**3,2**	**1,9**	**1,1**	**1,7**	**2,5**	**4,3**	***-16,3%***	***56,4%***
Cto. Beneficio neto	*69,1%*	*56,0%*	*-14,9%*	*3,1%*	*-5,1%*	*-31,7%*	*-124,8%*	*313,3%*	*2,4%*	*-42,1%*	*-39,2%*	*50,1%*	*46,3%*	*74,4%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0		
BPA (EUR)	0,67	1,05	0,89	0,92	0,87	0,60	-0,15	0,32	0,32	0,19	0,11	0,17	0,25	0,43	*-16,3%*	*56,4%*
Cto. BPA	*67,3%*	*56,0%*	*-14,9%*	*3,1%*	*-5,1%*	*-31,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*2,4%*	*-42,1%*	*-39,2%*	*50,1%*	*46,3%*	*74,4%*		
BPA ord. (EUR)	0,67	1,05	0,89	0,92	0,87	0,56	-0,29	0,25	0,25	0,03	-0,27	0,01	0,10	0,29	*-9,1%*	*45,8%*
Cto. BPA ord.	*67,3%*	*56,0%*	*-14,9%*	*3,1%*	*-5,1%*	*-35,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*-1,4%*	*-87,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
CAPEX	(6,1)	(18,1)	(10,0)	(11,5)	(7,5)	(5,5)	(5,2)	(3,8)	(9,4)	(9,3)	(7,3)	(7,0)	(4,0)	(4,0)		
CAPEX/Vtas %[1]	*7,7%*	*18,9%*	*9,6%*	*9,9%*	*6,5%*	*6,0%*	*6,1%*	*3,4%*	*9,5%*	*10,5%*	*8,9%*	*8,0%*	*4,4%*	*4,2%*		
Free Cash Flow	**10,3**	**(0,3)**	**(0,7)**	**0,8**	**8,8**	**5,6**	**(5,2)**	**1,8**	**13,2**	**(10,5)**	**(2,9)**	**(1,3)**	**2,8**	**5,1**	***-8,6%***	***55,2%***
DN/EBITDA (x) [2]	*-0,2x*	*0,2x*	*0,6x*	*0,9x*	*0,9x*	*0,7x*	*10,1x*	*2,1x*	*1,0x*	*2,7x*	*3,4x*	*3,0x*	2,3x	1,6x		
PER (x)	*12,5x*	*13,5x*	*19,9x*	*12,0x*	*15,5x*	*20,3x*	*n.a.*	*17,1x*	*19,0x*	*33,7x*	*42,8x*	*31,5x*	21,5x	12,3x		
EV/Vtas (x)	*1,29x*	*1,66x*	*1,87x*	*1,14x*	*1,35x*	*1,50x*	*1,73x*	*0,72x*	*0,92x*	*1,00x*	*0,89x*	*0,91x*	0,88x	0,83x		
EV/EBITDA (x) [2]	*7,8x*	*8,3x*	*11,7x*	*7,2x*	*9,2x*	*10,8x*	*n.a.*	*9,2x*	*9,7x*	*10,9x*	*10,9x*	*9,9x*	8,6x	6,5x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*69,0%*	*25,4%*	*-38,2%*	*23,2%*	*-10,7%*	*-0,8%*	*-55,0%*	*13,3%*	*2,9%*	*-22,9%*	*10,3%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*72,5%*	*16,7%*	*-27,3%*	*10,2%*	*5,6%*	*-8,1%*	*-52,3%*	*-7,7%*	*-10,3%*	*-48,3%*	*8,3%*				

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

Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

LLYC es una compañía de consultoría de comunicación que desarrolla su actividad en el campo de la comunicación corporativa, el marketing digital y los asuntos públicos, combinando los servicios tradicionales de comunicación corporativa con capacidades de creatividad y tecnología. Con una posición de liderazgo tanto en España y Portugal (39% s/Ingresos 2024) como en Estados Unidos (31% s/ ingresos 2024) y en Latam (c. 30% s/Ingresos 2024).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	61,1	71,0
EV (Mn EUR y USD)	119,5	138,9
Número de Acciones (Mn)	11,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	10,60 / 7,70 / 5,25	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación(1)	4,7	
Refinitiv / Bloomberg	LLYC.MC / LLYC SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

LLYC Partners	26,2
Octavius Sensus Caucae	21,4
Vivirdemais	13,8
D. Alejandro Romero Paniagua	7,3
Free Float	11,6

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	11,4	11,6	11,6	11,6
Total Ingresos	129,7	130,4	136,8	142,8
EBITDA Rec.	11,6	13,7	15,2	16,9
% Var.	*-22,0*	*18,0*	*11,4*	*11,0*
% EBITDA Rec./Ing.	*8,9*	*10,5*	*11,2*	*11,9*
-% Var EBITDA sector (2)	*2,1*	*3,0*	*8,8*	*3,3*
Beneficio neto	6,8	5,3	6,2	7,1
BPA (EUR)	0,60	0,46	0,53	0,61
% Var.	*-24,4*	*-23,0*	*15,3*	*15,3*
BPA ord. (EUR)	1,12	0,46	0,53	0,61
% Var.	*54,1*	*-58,9*	*15,3*	*15,3*
Free Cash Flow Rec.	-1,9	1,6	2,8	4,7
Pay-out (%)	*25,0*	*25,0*	*25,0*	*25,0*
DPA (EUR)	0,15	0,11	0,13	0,15
Deuda financiera neta	34,8	35,3	34,7	32,3
DN / EBITDA Rec.(x)	3,0	2,6	2,3	1,9
ROE (%)	*24,9*	*18,4*	*18,8*	*19,2*
ROCE (%)	*5,7*	*9,4*	*9,9*	*10,6*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	8,8	11,4	9,9	8,6
PER Ordinario	4,7	11,4	9,9	8,6
P/BV	2,2	2,0	1,8	1,5
Dividend Yield (%)	*2,8*	*2,2*	*2,5*	*2,9*
EV/Ventas	0,92	0,92	0,87	0,84
EV/EBITDA Rec.	10,3	8,7	7,8	7,1
EV/EBIT	22,7	13,0	11,4	10,3
FCF Yield (%)	*n.a.*	*2,5*	*4,4*	*7,4*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-3,7*	*-25,0*	*-39,3*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Media.
(3) Otros: GPI 9,5%, Luisa García 2,6%, Inversiones Asúa 6,0%, Autocartera 1,7%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

Un 2025 marcado por la ralentización del negocio en EE.UU. y México, que ha conducido a un año de travesía por el desierto. Y que ha provocado una caída tanto en ingresos (Ingresos operacionales 2025: EUR 89,5Mn, -3,8% vs 2024) como en rentabilidad (Mg. EBITDA rec. 2025 del 8,9% vs 12,9% en 2024).

De cara a 2026e, el equity story pasa menos por una expansión agresiva y más por la capacidad de la compañía para demostrar una recuperación progresiva de márgenes, estabilizar el crecimiento orgánico y reducir el nivel de endeudamiento. En este sentido, la integración de adquisiciones recientes, la mejora de eficiencia operativa y una mayor disciplina financiera serán elementos clave para restaurar la confianza del mercado. Esperamos ingresos planos, y un 18% de incremento en el EBITDA rec. vía recuperación de márgenes (+1,6 p.p. vs 2025),

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Líder de mercado. LLYC mantiene su posicionamiento como una de las principales firmas independientes de consultoría de comunicación, marketing y asuntos corporativos en el mercado hispanohablante, con creciente exposición a servicios de mayor valor añadido vinculados a digitalización, data analytics e inteligencia artificial. LLYC ha conseguido transformar progresivamente su perfil de negocio desde una firma tradicional de Relaciones Públicas a un modelo más integrado y escalable, con una oferta cada más transversal entre Corporate Affairs, Marketing y Deep Learning.

La capacidad de generación de FCF hará posible reducir el nivel de endeudamiento de forma gradual. La moderada capacidad de conversión de EBITDA en caja (FCF yield 2026e c. 2,5%); derivada del modelo de negocio poco intensivo en capital de LLYC, tras las recientes compras, permitirá reducir la deuda gradualmente.

El equity story pasa por la recuperación de los niveles de rentabilidad y el crecimiento pasa a un segundo plano. La prioridad es el incremento de la rentabilidad a través de la mejora de la eficiencia operativa, ante un escenario con dudas con respecto al crecimiento del mercado. Por ello, esperamos una tasa de crecimiento en ingresos de un dígito +3,3% TACC 2025-2028e, y con una significativa mejora en márgenes (Mg. EBITDA 2028e 11,9%, vs 8,9% en 2025).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Situación macro/geopolítica adversa. El sector de servicios de comunicación y marketing sufre el impacto negativo en la inversión de sus clientes en publicidad por la incertidumbre generada por el actual desafío geopolítico, que impacta negativamente en las perspectivas de crecimiento para 2025.

Sensibilidad operativa del modelo de negocio. La ralentización de actividad en EE.UU. y México, junto con la presión en márgenes y el aumento del apalancamiento financiero, han puesto de manifiesto una mayor sensibilidad operativa del modelo de negocio y han elevado la importancia de la ejecución en el corto plazo. Única vía para mantener la elevada DN bajo control (DN/EBITDA 2025, 3,0x).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Todo pasa por subir los niveles de rentabilidad en el c/p. El crecimiento pasa a un segundo plano ante la incertidumbre del sector. Esta es la hipótesis básica de nuestro modelo. El año 2026 será de transición desde la perspectiva de crecimiento, con el único foco en la mejora de la eficiencia operativa. La apuesta por el crecimiento inorgánico en USA ha resultado de momento fallida por las condiciones de mercado tras la entrada de la Administración Trump. Los próximos desafíos son: i) reducción de costes, ii) reemplazar clientes públicos en USA por clientes privados y iii) reemplazar los clientes en Mexico afectados por los aranceles por otros de otros sectores. Es decir: sentar las bases para volver a crecer. Asumiendo que la (casi) única vía para hacerlo es insistir en un mercado (USA + México) que hoy sigue/seguirá débil. E implica que 2026 seguirá siendo un año con un momentum de negocio débil.

***…conditio sine qua non* para la recuperación de la cotización (39,3% -12m).** Con la compañía cotizando por encima de sector (EV/EBITDA 2026e 8,7x vs 5,6x). En un año de bajo crecimiento en ingresos, la recuperación de márgenes es la "única carta".

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	12,7	13,1	15,5	27,0	27,8	30,6	33,3	36,1
Inmovilizado material	2,3	2,2	2,3	3,6	2,3	1,4	0,2	(1,2)
Otros activos no corrientes	1,7	1,8	3,1	9,1	5,2	5,2	5,2	5,2
Inmovilizado financiero	1,0	0,8	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Fondo de comercio y otros intangibles	15,3	18,1	28,2	41,5	42,3	42,3	42,3	42,3
Activo circulante	22,1	22,9	26,8	48,0	39,8	41,7	43,5	45,9
Total activo	**55,1**	**58,9**	**76,6**	**130,2**	**118,4**	**122,1**	**125,5**	**129,2**
Patrimonio neto	28,2	34,2	38,4	27,2	27,5	30,7	34,7	39,5
Minoritarios	1,2	1,1	1,8	0,8	1,3	1,5	1,7	1,9
Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	0,0	0,6	25,0	13,5	13,5	13,5	13,5
Otros pasivos no corrientes	8,1	7,4	7,0	7,9	8,7	8,7	8,7	8,7
Deuda financiera neta	(1,1)	(1,5)	10,5	30,0	34,8	35,3	34,7	32,3
Pasivo circulante	18,8	17,7	18,4	39,3	32,6	32,4	32,2	33,3
Total pasivo	**55,1**	**58,9**	**76,6**	**130,2**	**118,4**	**122,1**	**125,5**	**129,2**

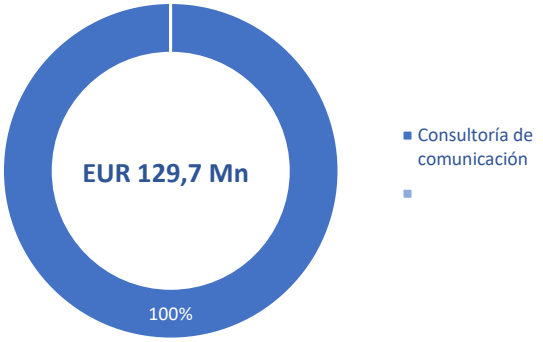
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**64,1**	**89,5**	**101,4**	**115,2**	**129,7**	**130,4**	**136,8**	**142,8**	***19,2%***	***3,3%***
Cto.Total Ingresos	*43,5%*	*39,5%*	*13,3%*	*13,6%*	*12,6%*	*0,5%*	*4,9%*	*4,4%*		
Coste de ventas	(10,9)	(16,8)	(18,3)	(22,0)	(40,2)	(40,9)	(42,9)	(44,5)		
Margen Bruto	**53,3**	**72,7**	**83,1**	**93,1**	**89,5**	**89,5**	**93,9**	**98,3**	***13,9%***	***3,2%***
Margen Bruto / Ingresos	*83,1%*	*81,3%*	*82,0%*	*80,9%*	*69,0%*	*68,6%*	*68,7%*	*68,8%*		
Gastos de personal	(31,6)	(45,9)	(53,8)	(62,7)	(63,9)	(61,5)	(64,0)	(66,1)		
Otros costes de explotación	(9,0)	(11,7)	(11,7)	(15,5)	(14,0)	(14,3)	(14,7)	(15,3)		
EBITDA recurrente	**12,7**	**15,2**	**17,6**	**14,9**	**11,6**	**13,7**	**15,2**	**16,9**	***-2,2%***	***13,4%***
Cto.EBITDA recurrente	*50,2%*	*19,6%*	*16,1%*	*-15,5%*	*-22,0%*	*18,0%*	*11,4%*	*11,0%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*19,8%*	*17,0%*	*17,4%*	*12,9%*	*8,9%*	*10,5%*	*11,2%*	*11,9%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(1,5)	(0,8)	(0,8)	(2,7)	(1,9)	-	-	-		
EBITDA	**11,2**	**14,4**	**16,8**	**12,2**	**9,7**	**13,7**	**15,2**	**16,9**	***-3,5%***	***20,4%***
Depreciación y provisiones	(1,2)	(1,4)	(1,7)	(4,3)	(4,3)	(4,4)	(4,7)	(5,2)		
Gastos capitalizados	-	0,8	1,3	2,5	2,7	2,7	2,7	2,7		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,5)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,8)	(2,8)	(2,8)	(2,8)		
EBIT	**8,5**	**11,7**	**14,3**	**8,3**	**5,3**	**9,2**	**10,5**	**11,7**	***-11,3%***	***30,4%***
Cto.EBIT	*45,9%*	*37,6%*	*22,2%*	*-41,8%*	*-36,7%*	*74,4%*	*14,3%*	*11,2%*		
EBIT / Ingresos	*13,2%*	*13,0%*	*14,1%*	*7,2%*	*4,1%*	*7,0%*	*7,7%*	*8,2%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,6)	(1,5)	(1,9)	0,3	8,1	(2,3)	(2,3)	(2,2)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**7,9**	**10,1**	**12,4**	**8,6**	**13,3**	**6,9**	**8,2**	**9,5**	***13,9%***	***-10,8%***
Cto.Beneficio ordinario	*54,4%*	*27,7%*	*21,9%*	*-30,4%*	*55,0%*	*-48,4%*	*19,2%*	*15,3%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**7,9**	**10,1**	**12,4**	**8,6**	**13,3**	**6,9**	**8,2**	**9,5**	***13,9%***	***-10,8%***
Impuestos	(2,4)	(2,9)	(3,2)	(2,3)	(1,9)	(1,4)	(1,8)	(2,1)		
Tasa fiscal efectiva	*30,4%*	*28,8%*	*25,8%*	*26,5%*	*14,1%*	*20,0%*	*22,5%*	*22,5%*		
Minoritarios	(0,2)	(0,4)	(0,8)	(0,1)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	2,7	(4,3)	-	-	-		
Beneficio neto	**5,3**	**6,8**	**8,3**	**9,0**	**6,8**	**5,3**	**6,2**	**7,1**	***6,4%***	***1,4%***
Cto.Beneficio neto	*134,6%*	*27,4%*	*23,0%*	*7,3%*	*-23,8%*	*-21,6%*	*15,3%*	*15,3%*		
Beneficio ordinario neto	**6,4**	**7,3**	**8,9**	**8,2**	**12,8**	**5,3**	**6,2**	**7,1**	***18,8%***	***-17,8%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*105,1%*	*14,3%*	*22,0%*	*-8,1%*	*55,3%*	*-58,2%*	*15,3%*	*15,3%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**13,7**	**15,2**	**16,9**	***-2,2%***	***13,4%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(2,8)	(2,8)	(2,8)		
Var.capital circulante						(2,1)	(1,9)	(1,3)		
Cash Flow operativo recurrente						**8,8**	**10,5**	**12,8**	***-4,7%***	***7,6%***
CAPEX						(3,5)	(3,6)	(3,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(2,3)	(2,3)	(2,2)		
Impuestos						(1,4)	(1,8)	(2,1)		
Free Cash Flow Recurrente						**1,6**	**2,8**	**4,7**	***-22,0%***	***64,7%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**1,6**	**2,8**	**4,7**	***45,8%***	***n.a.***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(2,1)	(2,2)	(2,3)		
Variación de Deuda financiera neta						**0,5**	**(0,6)**	**(2,4)**		

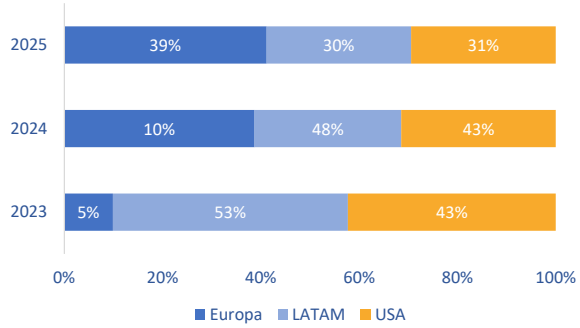
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

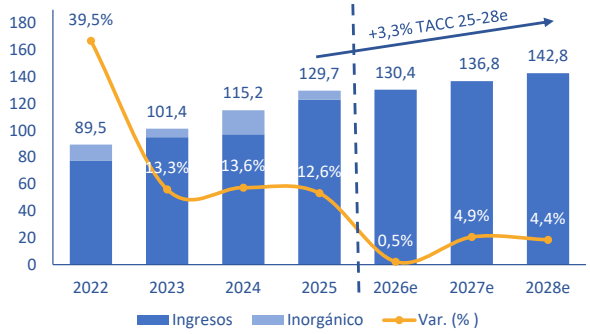
El negocio de LLYC ofrece una (amplia) exposición a Consultoría de comunicación (c. 100% s/Ingresos 2025)



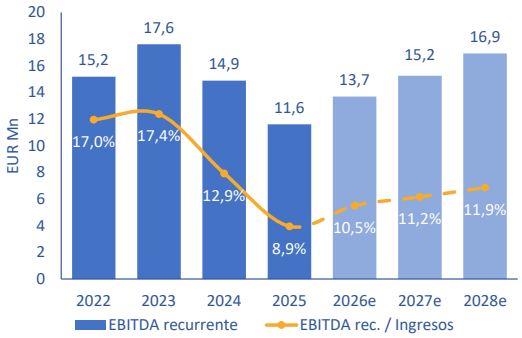
… Y presencia global (con alta exposición a emergentes)



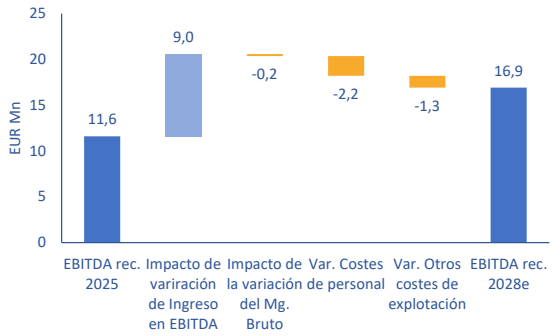
Una oferta de servicios diversificada y recurrente que le permitirá seguir creciendo (Ingresos: +3,3% TACC 25-28e)



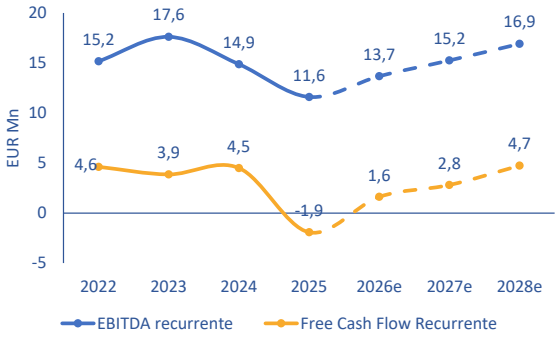
Sin perder de vista el "foco" en la rentabilidad (Mg. EBITDA 2028e 11,9%)



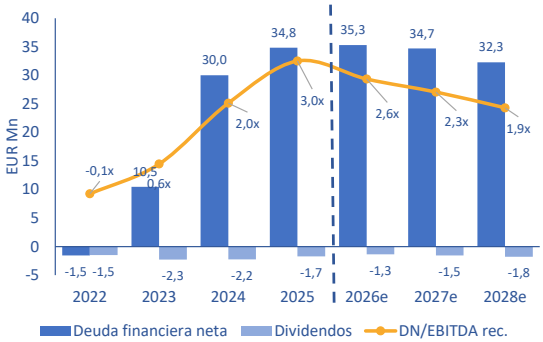
EL EBITDA crece a una tasa mayor que los ingresos (TACC 25-28e 13,4%)



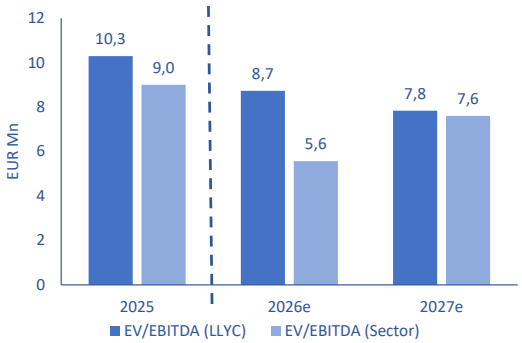
Sólida capacidad de generación de caja (FCF yield 2028e: c. 7%)...



...que mantendrá el endeudamiento bajo control (DN/EBITDA rec. 2028e: 1,9x)



Cotizando a prima frente a múltiplos del sector (EV/EBITDA 2026e 8,7x vs 5,6x de su sector)

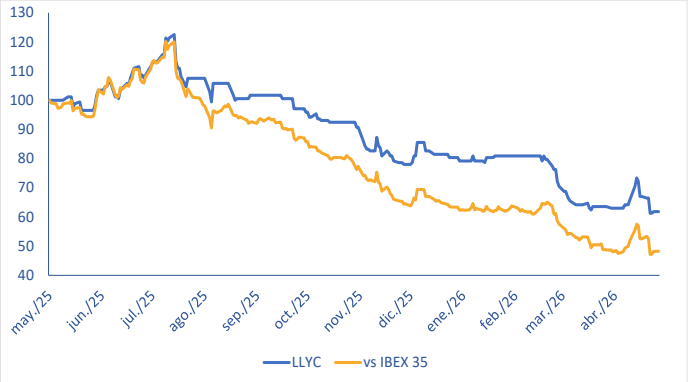


IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

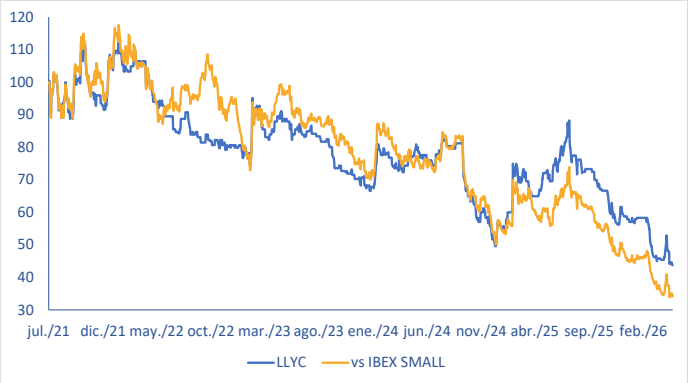
Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

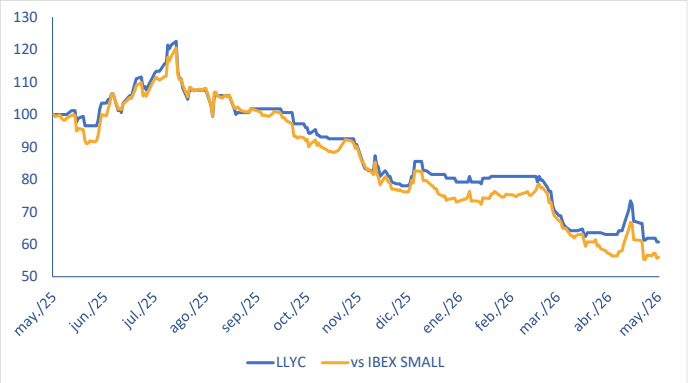
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



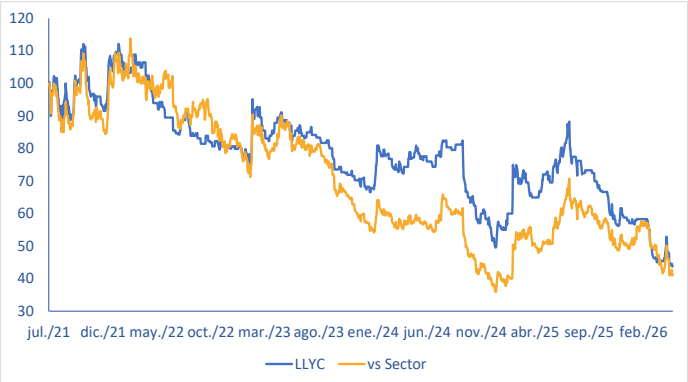
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



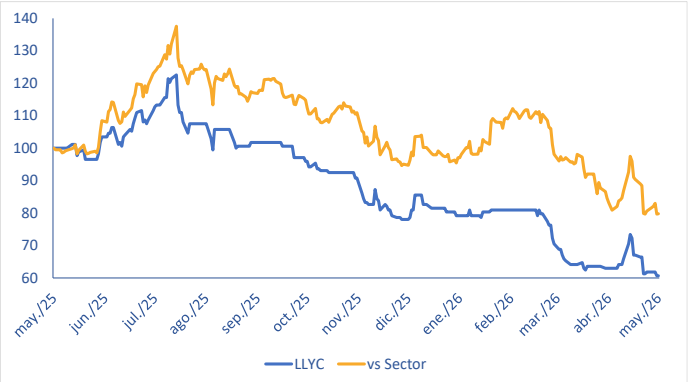
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Media

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-3,7	-25,0	-39,3	-25,5	-50,7	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-0,6	-24,8	-52,0	-26,9	-74,3	n.a.
vs Euro STOXX 50	-1,8	-23,0	-43,6	-26,0	-63,5	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-2,1	-25,6	-44,0	-27,4	-64,9	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	-5,0	-25,5	-46,7	-27,4	-62,4	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-5,8	-26,3	-47,3	-27,9	-59,2	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Media	-4,1	-26,8	-20,2	-18,5	-53,1	n.a.

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**15,2**	**17,6**	**14,9**	**11,6**	**13,7**	**15,2**	**16,9**	***-8,5%***	***13,4%***
Cto.EBITDA recurrente	*19,6%*	*16,1%*	*-15,5%*	*-22,0%*	*18,0%*	*11,4%*	*11,0%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*17,0%*	*17,4%*	*12,9%*	*8,9%*	*10,5%*	*11,2%*	*11,9%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,8)	(2,8)	(2,8)	(2,8)		
+/- Var. Capital circulante	(1,9)	(3,2)	(0,3)	1,5	(2,1)	(1,9)	(1,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**11,2**	**12,3**	**12,5**	**10,3**	**8,8**	**10,5**	**12,8**	***-2,8%***	***7,6%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-10,2%*	*10,3%*	*1,4%*	*-17,9%*	*-14,3%*	*19,1%*	*21,9%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*12,5%*	*12,2%*	*10,9%*	*7,9%*	*6,8%*	*7,7%*	*9,0%*		
- CAPEX	(2,5)	(4,6)	(4,6)	(8,0)	(3,5)	(3,6)	(3,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(1,0)	(1,5)	(2,4)	(2,5)	(2,3)	(2,3)	(2,2)		
- Impuestos	(3,0)	(2,3)	(1,0)	(1,7)	(1,4)	(1,8)	(2,1)		
= Free Cash Flow recurrente	**4,6**	**3,9**	**4,5**	**(1,9)**	**1,6**	**2,8**	**4,7**	***-34,2%***	***64,7%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-47,8%*	*-16,4%*	*16,6%*	*-142,7%*	*184,3%*	*73,1%*	*69,0%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*5,2%*	*3,8%*	*3,9%*	*n.a.*	*1,2%*	*2,1%*	*3,3%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,8)	(0,8)	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(12,0)	(34,6)	3,1	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(2,7)	(1,9)	-	-	-		
= Free Cash Flow	**3,9**	**(9,0)**	**(32,8)**	**(0,8)**	**1,6**	**2,8**	**4,7**	***-30,1%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow	*142,7%*	*-332,4%*	*-266,7%*	*97,6%*	*307,5%*	*73,1%*	*69,0%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*7,3%*	*6,0%*	*7,2%*	*n.a.*	*2,5%*	*4,4%*	*7,4%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*6,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,5%*	*4,4%*	*7,4%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**8,9**	**4,6**	**3,9**	**4,5**	**(1,9)**	**1,6**	**2,8**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	5,0	2,0	2,4	1,9	0,1	0,7	0,7
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(2,5)	0,4	(5,1)	(5,2)	2,0	0,9	1,0
= Variación EBITDA recurrente	**2,5**	**2,4**	**(2,7)**	**(3,3)**	**2,1**	**1,6**	**1,7**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,6)	0,0	-	(0,7)	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(3,2)	(1,3)	2,9	1,8	(3,6)	0,1	0,6
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(1,3)**	**1,2**	**0,2**	**(2,2)**	**(1,5)**	**1,7**	**2,3**
+/-Variación del CAPEX	(1,0)	(2,1)	0,0	(3,4)	4,5	(0,0)	(0,2)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,5)	(0,5)	(0,9)	(0,1)	0,2	0,0	0,1
+/- Variación de impuestos	(1,5)	0,7	1,3	(0,7)	0,3	(0,5)	(0,3)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(4,2)**	**(0,8)**	**0,6**	**(6,4)**	**3,5**	**1,2**	**1,9**
Free Cash Flow Recurrente	**4,6**	**3,9**	**4,5**	**(1,9)**	**1,6**	**2,8**	**4,7**

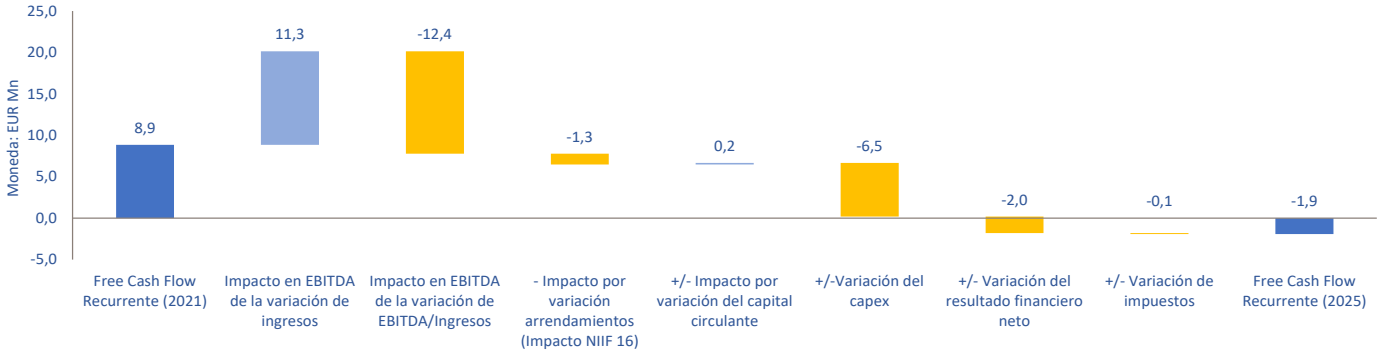
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**11,7**	**14,3**	**8,3**	**5,3**	**9,2**	**10,5**	**11,7**	***-23,4%***	***30,4%***
** Tasa fiscal teórica*	*28,8%*	*25,8%*	*26,5%*	*14,1%*	*20,0%*	*22,5%*	*22,5%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,4)	(3,7)	(2,2)	(0,7)	(1,8)	(2,4)	(2,6)		
EBITDA recurrente	**15,2**	**17,6**	**14,9**	**11,6**	**13,7**	**15,2**	**16,9**	***-8,5%***	***13,4%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(2,1)	(2,1)	(2,1)	(2,8)	(2,8)	(2,8)	(2,8)		
+/- Var. Capital circulante	(1,9)	(3,2)	(0,3)	1,5	(2,1)	(1,9)	(1,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**11,2**	**12,3**	**12,5**	**10,3**	**8,8**	**10,5**	**12,8**	***-2,8%***	***7,6%***
- CAPEX	(2,5)	(4,6)	(4,6)	(8,0)	(3,5)	(3,6)	(3,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,4)	(3,7)	(2,2)	(0,7)	(1,8)	(2,4)	(2,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**5,3**	**4,0**	**5,7**	**1,5**	**3,4**	**4,6**	**6,4**	***-33,6%***	***60,8%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-37,1%*	*-24,1%*	*41,5%*	*-72,8%*	*122,6%*	*32,6%*	*41,0%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	5,9%	4,0%	4,9%	1,2%	2,6%	3,3%	4,5%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,8)	(0,8)	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(12,0)	(34,6)	3,1	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	(2,7)	(1,9)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**4,5**	**(8,8)**	**(31,6)**	**2,7**	**3,4**	**4,6**	**6,4**	***-15,9%***	***33,8%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*147,8%*	*-294,4%*	*-259,6%*	*108,5%*	*28,2%*	*32,6%*	*41,0%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*4,4%*	*3,4%*	*4,8%*	*1,3%*	*2,9%*	*3,8%*	*5,4%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*3,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*2,3%*	*2,9%*	*3,8%*	*5,4%*		

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

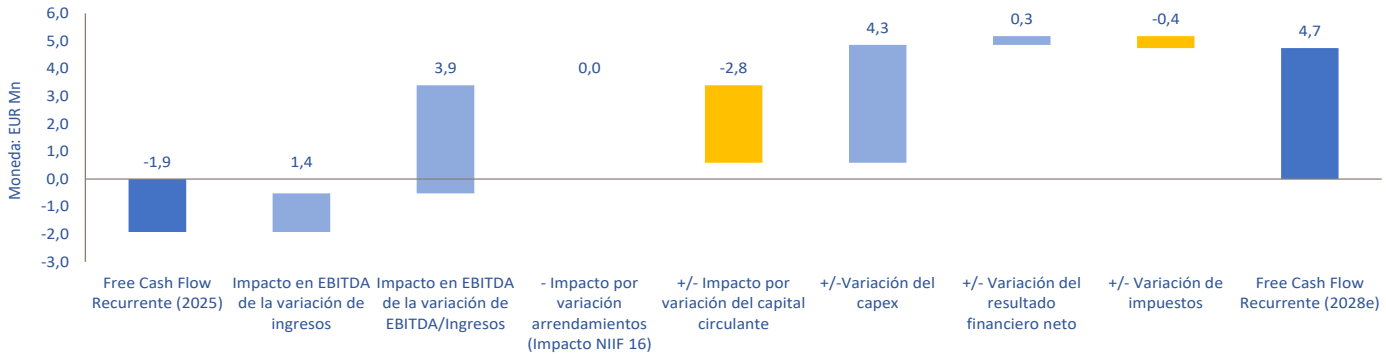
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

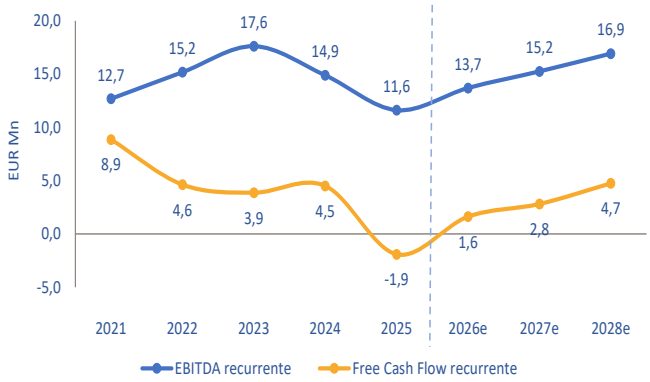
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



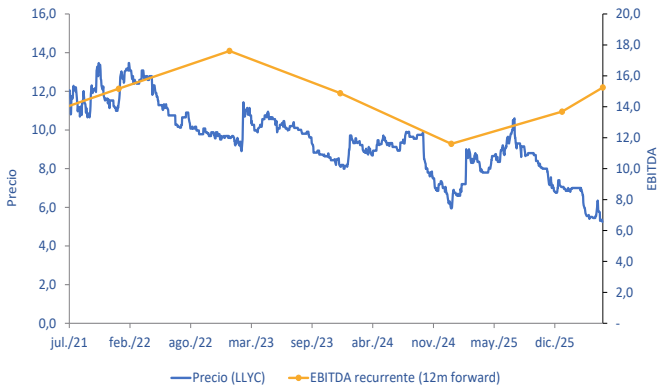
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**3,4**	**4,6**	**6,4**	**117,2**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**61,1**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**34,8**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta	5,8%	6,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,8%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**4,6%**	**5,0%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,0	B (estimación propia)	0,9	1,1
Coste del Equity	**9,6%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,6%**	**10,8%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	63,7%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	36,3%	D	=	=
WACC	**7,9%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,1%**	**8,7%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	61,1	
+ Minoritarios	1,3	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	22,2	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	34,8	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	1,0	Rdos. 12m 2025
+/- Otros(1)	1,1	Rdos. 12m 2025
Enterprise Value (EV)	**119,5**	

(1) Importe correspondiente al valor de mercado de la autocartera y activos mantenidos para la venta

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	27,7%	27,6%	25,4%	9,2%	5,7%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-2,2%	2,8%
FCF Yield - WACC	-6,6%	-2,5%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	**11,8%**	**16,1**	**7,4x**
Central	**11,2%**	**15,2**	**7,8x**
Min	**10,6%**	**14,4**	**8,3x**

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	2,3%	2,6%	2,9%
16,1	**4,0**	**3,6**	**3,2**
15,2	**3,2**	**2,8**	**2,4**
14,4	**2,4**	**2,0**	**1,6**

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	**6,3%**	**5,7%**	**5,0%**
Central	**5,0%**	**4,4%**	**3,7%**
Min	**3,7%**	**3,1%**	**2,5%**

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes			
% de consejeros dominicales	55,6%	50,0%	60,0%
% de consejeros ejecutivos	44,4%	10,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	30,0%	30,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	10,0%	10,0%
% de mujeres en la plantilla	55,6%	50,0%	50,0%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	63,8%	62,2%	60,9%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Media				Agencia de Comunicación	
	EUR Mn	WPP	Publicis	Omnicom	Average	Hopscotch Groupe	LLYC
Datos Mercado	Ticker (Factset)	WPP.L	PUBP.PA	OMC		ALHOP.PA	LLYC.MC
	País	UK	France	USA		France	Spain
	Market cap	3.256,6	19.607,4	17.365,3		45,9	61,1
	Enterprise value (EV)	8.245,2	21.214,4	23.158,8		72,3	119,5
Información financiera básica	Total Ingresos	11.982,9	15.000,9	21.881,7		289,7	130,4
	Cto.Total Ingresos	*-22,8%*	*-13,8%*	*47,3%*	*3,6%*	*6,8%*	*0,5%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*0,4%*	*4,7%*	*1,4%*	*2,2%*	*3,1%*	*4,6%*
	EBITDA	1.730,3	3.354,4	4.117,2		6,8	13,7
	Cto. EBITDA	*-11,9%*	*1,1%*	*67,2%*	*18,8%*	*n.a.*	*41,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*3,6%*	*4,8%*	*7,1%*	*5,1%*	*39,3%*	*11,2%*
	EBITDA/Ingresos	*14,4%*	*22,4%*	*18,8%*	*18,5%*	*2,3%*	*10,5%*
	EBIT	1.255,2	2.654,1	3.520,3		5,3	9,2
	Cto. EBIT	*-13,5%*	*2,6%*	*58,2%*	*15,8%*	*n.a.*	*74,4%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*3,3%*	*5,5%*	*6,7%*	*5,2%*	*53,6%*	*12,8%*
	EBIT/Ingresos	*10,5%*	*17,7%*	*16,1%*	*14,8%*	*1,8%*	*7,0%*
	Beneficio Neto	621,4	2.016,8	2.572,3		3,0	5,3
	Cto. Beneficio Neto	*415,3%*	*21,4%*	*n.a.*	*218,4%*	*n.a.*	*-21,6%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*10,2%*	*5,7%*	*6,3%*	*7,4%*	*51,7%*	*15,3%*
	CAPEX/Ventas	*2,3%*	*1,8%*	*1,1%*	*1,7%*	*0,2%*	*2,7%*
	Free Cash Flow	(5,8)	2.404,1	1.930,2		6,2	1,6
	Deuda financiera Neta	3.627,0	(1.008,2)	2.860,4		(8,0)	35,3
	DN/EBITDA (x)	2,1	n.a.	0,7	1,4	n.a.	2,6
	Pay-out	*29,3%*	*48,2%*	*23,3%*	*33,6%*	*0,0%*	*25,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	5,1	9,7	6,5	7,1	16,2	11,4
	P/BV (x)	1,0	1,7	1,8	1,5	n.a.	2,0
	EV/Ingresos (x)	0,7	1,4	1,1	1,1	0,2	0,9
	EV/EBITDA (x)	4,8	6,3	5,6	5,6	10,6	8,7
	EV/EBIT (x)	6,6	8,0	6,6	7,0	13,6	13,0
	ROE	*14,7*	*17,9*	*24,1*	*18,9*	*8,7*	*18,4*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*12,3*	*11,1*	*11,7*	*13,5*	*2,5*
	DPA	*0,17*	*3,87*	*2,92*	*2,32*	*0,00*	*0,11*
	Dvd Yield	*0,1%*	*5,0%*	*4,8%*	*3,3%*	*0,0%*	*2,2%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos				**41,5**	**48,2**	**44,7**	**64,1**	**89,5**	**101,4**	**115,2**	**129,7**	**130,4**	**136,8**	**142,8**	***n.a.***	***3,3%***
Cto. Total ingresos				*n.a.*	*16,0%*	*-7,2%*	*43,5%*	*39,5%*	*13,3%*	*13,6%*	*12,6%*	*0,5%*	*4,9%*	*4,4%*		
EBITDA				**7,8**	**10,1**	**8,1**	**11,2**	**14,4**	**16,8**	**12,2**	**9,7**	**13,7**	**15,2**	**16,9**	***n.a.***	***20,4%***
Cto. EBITDA				*n.a.*	*29,5%*	*-19,1%*	*37,3%*	*28,9%*	*16,6%*	*-27,6%*	*-20,3%*	*41,3%*	*11,4%*	*11,0%*		
EBITDA/Ingresos				*18,7%*	*20,9%*	*18,2%*	*17,4%*	*16,1%*	*16,6%*	*10,6%*	*7,5%*	*10,5%*	*11,2%*	*11,9%*		
Beneficio neto				**1,8**	**4,3**	**2,3**	**5,3**	**6,8**	**8,3**	**9,0**	**6,8**	**5,3**	**6,2**	**7,1**	***n.a.***	***1,4%***
Cto. Beneficio neto				*n.a.*	*138,7%*	*-46,6%*	*134,6%*	*27,4%*	*23,0%*	*7,3%*	*-23,8%*	*-21,6%*	*15,3%*	*15,3%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)				11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,6	11,4	11,4	11,6	11,6	11,6		
BPA (EUR)				0,15	0,37	0,20	0,46	0,58	0,72	0,79	0,60	0,46	0,53	0,61	*n.a.*	*0,8%*
Cto. BPA				*n.a.*	*n.a.*	*-46,6%*	*n.a.*	*27,5%*	*23,0%*	*9,9%*	*-24,4%*	*-23,0%*	*15,3%*	*15,3%*		
BPA ord. (EUR)				0,18	0,37	0,21	0,55	0,63	0,77	0,72	1,12	0,46	0,53	0,61	*n.a.*	*-18,2%*
Cto. BPA ord.				*n.a.*	*n.a.*	*-42,9%*	*n.a.*	*14,5%*	*22,0%*	*-5,8%*	*54,1%*	*-58,9%*	*15,3%*	*15,3%*		
CAPEX				(1,4)	(0,5)	(3,2)	(1,5)	(2,5)	(4,6)	(4,6)	(8,0)	(3,5)	(3,6)	(3,7)		
CAPEX/Vtas %[1]				*3,3%*	*1,1%*	*7,1%*	*2,3%*	*2,8%*	*4,6%*	*4,0%*	*6,1%*	*2,7%*	*2,6%*	*2,6%*		
Free Cash Flow				**0,4**	**4,8**	**0,7**	**(9,0)**	**3,9**	**(9,0)**	**(32,8)**	**(0,8)**	**1,6**	**2,8**	**4,7**	***n.a.***	***n.a.***
DN/EBITDA (x) [2]				*-0,6x*	*-0,7x*	*-1,0x*	*-0,1x*	*-0,1x*	*0,6x*	*2,5x*	*3,6x*	*2,6x*	2,3x	1,9x		
PER (x)				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*24,3x*	*16,6x*	*11,4x*	*7,5x*	*11,8x*	*11,4x*	9,9x	8,6x		
EV/Vtas (x)				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,92x*	0,87x	0,84x		
EV/EBITDA (x) [2]				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*8,7x*	7,8x	7,1x		
Comport. Absoluto				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-13,0%*	*-15,4%*	*-27,4%*	*18,5%*	*-25,5%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-7,9%*	*-31,1%*	*-36,7%*	*-20,6%*	*-26,9%*				

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

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Food Products

Precio de Cierre: EUR 0,70 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Natac Natural Ingredients (NAT), es el resultado de la fusión entre IFFE Futura y Grupo Natac en 2023. Combinando la experiencia de Grupo Natac en la investigación, desarrollo, producción y comercialización de ingredientes naturales derivados principalmente de extractos de plantas, con la especialización de IFFE Futura en el desarrollo y refinado de Omega 3. Lo que permite a NAT ofrecer una gama más amplia de productos naturales.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	302,2	351,3
EV (Mn EUR y USD)	380,3	442,1
Número de Acciones (Mn)	434,8	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,95 / 0,78 / 0,61	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación(1)	2,3	
Refinitiv / Bloomberg	NAT.MC / NAT SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Aldabi Inversiones	29,2
Idoasis 2002	29,4
Inveready	11,8
Onchena	6,0
Free Float	23,6

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	431,8	434,8	434,8	434,8
Total Ingresos	48,0	58,1	67,8	78,6
EBITDA Rec.	20,3	22,2	26,9	32,1
% Var.	*80,0*	*9,7*	*21,0*	*19,4*
% EBITDA Rec./Ing.	*42,2*	*38,3*	*39,7*	*40,9*
% Var EBITDA sector (2)	*-0,6*	*10,9*	*8,2*	*6,8*
Beneficio neto	1,1	9,6	13,5	18,1
BPA (EUR)	0,00	0,02	0,03	0,04
% Var.	*176,0*	*794,3*	*40,5*	*33,7*
BPA ord. (EUR)	0,01	0,02	0,03	0,04
% Var.	*162,1*	*32,5*	*51,5*	*39,8*
Free Cash Flow Rec.	1,8	6,3	10,0	14,5
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	71,7	65,4	55,4	40,9
DN / EBITDA Rec.(x)	3,5	2,9	2,1	1,3
ROE (%)	*2,4*	*19,3*	*22,0*	*23,4*
ROCE (%)	*4,2*	*10,7*	*13,4*	*16,4*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	n.a.	31,4	22,3	16,7
PER Ordinario	52,8	39,9	26,3	18,8
P/BV	6,7	5,5	4,4	3,5
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	7,92	6,55	5,61	4,84
EV/EBITDA Rec.	18,8	17,1	14,1	11,8
EV/EBIT	n.a.	21,2	16,8	13,6
FCF Yield (%)	*0,6*	*2,1*	*3,3*	*4,8*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-4,8*	*3,7*	*2,2*	*-31,9*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

Fuerte crecimiento en 2025 tanto en ingresos como en EBITDA Rec. NAT cerró 2025 con unos ingresos de EUR 48,0Mn (+33,3% vs 2024), explicado por: i) crecimiento del sector farmacéutico (+52,8%), ii) apuesta por sectores de alto crecimiento (alimentación animal +38,6%), iii) crecimiento de la cartera de clientes Tier 1 y a largo plazo, y iv) ampliación de la cartera de productos. El EBITDA Rec. se situó en EUR 20,3Mn (+80% vs 2024), con una mejora de margen de +11 p.p. hasta el 42,4%.

2026e: esperamos que el crecimiento continúe en ingresos y EBITDA Rec., hasta EUR 58,1Mn (+21% vs 2025) y EUR 22,2Mn (+9,7% vs 2025), respectivamente. Tras un año 2025 de transición donde el margen todavía estaba distorsionado por ajustes y ramp-up, esperamos que los años 2026–2028 representen una fase de estabilización operativa más sostenible, mostrando el potencial del modelo de negocio en segmentos de mayor valor añadido y con elevada integración operativa.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Un modelo de negocio que ofrece exposición al crecimiento estructural del mercado global de ingredientes naturales y nutracéuticos…, apoyado en una combinación de capacidad industrial, desarrollo científico y posicionamiento en segmentos premium de salud y bienestar. NAT ha evolucionado desde un productor de extractos botánicos hacia una plataforma más diversificada de ingredientes funcionales, con foco creciente en nutracéutica, pharma y Omega-3.

…y exposición a mercados finales con crecimiento estructural…: salud preventiva, envejecimiento poblacional, nutrición funcional y productos naturales, donde los clientes demandan cada vez más ingredientes estandarizados, trazables y con respaldo científico. En este contexto, NAT busca posicionarse en la parte de mayor valor añadido del mercado, alejándose progresivamente del extracto botánico commodity y acercándose a modelos tipo "branded ingredients", donde las barreras de entrada son significativamente mayores.

…con capacidad para consolidar márgenes operativos elevados. Lo relevante es la capacidad de NAT para estabilizar márgenes estructuralmente superiores a los del sector durante los próximos años. En este sentido, las estimaciones para 2026–2028 apuntan menos a una expansión agresiva del margen y más a la consolidación de un modelo de negocio con mayor escala, mejor mix de producto y una base industrial más eficiente tras las inversiones realizadas en Hervás y Omega-3.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Nivel de endeudamiento. A cierre de 2025, NAT tenía una deuda neta de EUR 71,7Mn (incluyendo EUR 10,6Mn de bonos convertibles), lo que supone un múltiplo DN/EBITDA Rec. de 3,5x. Aunque esperamos que la capacidad de generación de caja de NAT (por el "salto" en EBITDA) reduzca el nivel de apalancamiento (1,3x 2028e).

El mercado de Omega-3 es competitivo y parcialmente comoditizado, especialmente en fish oil tradicional. A diferencia del negocio botánico, en Omega-3 NAT todavía debe demostrar, capacidad comercial, recurrencia de márgenes, y retorno sobre la inversión realizada.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El reto/oportunidad de aprovechar la capacidad productiva ya instalada para consolidar los altos márgenes. NAT ofrece una combinación de: i) exposición estructural a ingredientes naturales, ii) potencial de escalabilidad, iii) y crecimiento no orgánico (M&A). Pero el equity story todavía se encuentra en una fase de transición desde un "proyecto de crecimiento industrial" hacia un integrador rentable y generador de caja. Esto debería resultar en el inicio de la generación de caja de forma recurrente en 2026, una vez que el CAPEX de crecimiento se estabiliza (EUR 5,0 Mn 2026e vs EUR 12,4 Mn 2025).

La ejecución durante 2026–2027 será determinante para justificar los múltiplos, con EV/EBITDA rec. 2026e c.17x vs c.13x sector de extractos naturales. El principal hándicap (elevado apalancamiento financiero), se debería ir diluyendo a medida que vaya aumentando la conversión de EBITDA en caja, con fuerte caída del apalancamiento. La clave es la ejecución operativa y mostrar recurrencia en la consolidación de altos márgenes por encima del sector.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	3,2	9,9	9,9	16,9	12,6	12,6	12,6	12,6
Inmovilizado material	15,0	15,8	26,0	35,1	43,4	41,3	39,8	38,7
Otros activos no corrientes	0,7	0,7	0,7	1,9	2,5	2,5	2,5	2,5
Inmovilizado financiero	2,5	8,0	12,3	4,4	4,8	4,8	4,8	4,8
Fondo de comercio y otros intangibles	-	4,0	48,7	48,7	48,7	48,7	48,7	48,7
Activo circulante	21,3	31,8	28,9	27,8	27,5	28,8	31,6	36,0
Total activo	**42,8**	**70,2**	**126,5**	**134,7**	**139,4**	**138,7**	**140,1**	**143,3**
Patrimonio neto	8,5	(16,9)	41,4	42,7	45,0	54,6	68,2	86,3
Minoritarios	0,3	0,7	2,5	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	5,8	7,1	16,5	15,0	14,1	11,3	8,6	5,8
Otros pasivos no corrientes	-	0,4	0,3	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Deuda financiera neta	24,0	71,8	59,3	66,7	71,7	65,4	55,4	40,9
Pasivo circulante	4,2	7,1	6,4	9,8	8,2	6,9	7,5	9,8
Total pasivo	**42,8**	**70,2**	**126,5**	**134,7**	**139,4**	**138,7**	**140,1**	**143,3**

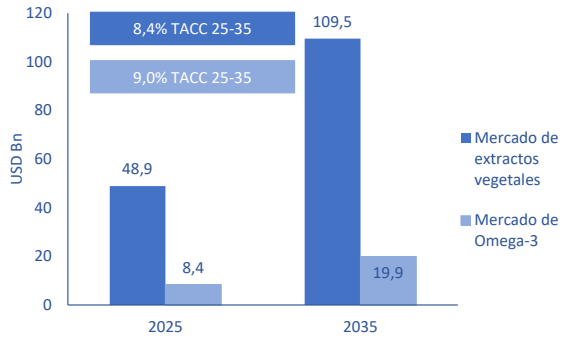
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**20,4**	**22,5**	**26,7**	**36,0**	**48,0**	**58,1**	**67,8**	**78,6**	***23,9%***	***17,8%***
Cto.Total Ingresos	*n.a.*	*10,2%*	*18,7%*	*35,0%*	*33,3%*	*21,0%*	*16,8%*	*15,9%*		
Coste de ventas	(5,1)	(5,9)	(6,3)	(10,3)	(15,2)	(17,6)	(20,2)	(23,2)		
Margen Bruto	**15,3**	**16,6**	**20,4**	**25,8**	**32,9**	**40,5**	**47,7**	**55,4**	***21,0%***	***19,0%***
Margen Bruto / Ingresos	*75,1%*	*73,8%*	*76,4%*	*71,5%*	*68,4%*	*69,8%*	*70,3%*	*70,5%*		
Gastos de personal	(4,2)	(5,6)	(7,0)	(9,2)	(9,8)	(10,7)	(11,9)	(13,1)		
Otros costes de explotación	(4,7)	(4,3)	(5,2)	(5,3)	(2,8)	(7,6)	(8,9)	(10,2)		
EBITDA recurrente	**6,4**	**6,7**	**8,2**	**11,3**	**20,3**	**22,2**	**26,9**	**32,1**	***33,2%***	***16,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*n.a.*	*3,4%*	*23,1%*	*37,4%*	*80,0%*	*9,7%*	*21,0%*	*19,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*31,6%*	*29,6%*	*30,7%*	*31,3%*	*42,2%*	*38,3%*	*39,7%*	*40,9%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,9	(1,5)	(1,1)	(1,9)	(5,9)	2,7	2,7	2,7		
EBITDA	**7,4**	**5,2**	**7,1**	**9,3**	**14,3**	**25,0**	**29,7**	**34,9**	***18,1%***	***34,5%***
Depreciación y provisiones	(2,5)	(3,2)	(4,1)	(4,9)	(6,9)	(7,0)	(7,0)	(7,0)		
Gastos capitalizados	-	-	0,1	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	(0,1)	(0,2)	-	-	-	-	-		
EBIT	**4,8**	**1,9**	**3,0**	**4,4**	**7,4**	**17,9**	**22,7**	**27,9**	***11,3%***	***55,4%***
Cto.EBIT	*n.a.*	*-60,6%*	*56,4%*	*48,6%*	*67,7%*	*141,5%*	*26,4%*	*23,1%*		
EBIT / Ingresos	*23,7%*	*8,5%*	*11,2%*	*12,3%*	*15,5%*	*30,9%*	*33,4%*	*35,5%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,0)	0,4	(4,1)	(4,2)	(5,2)	(5,1)	(4,6)	(3,8)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**4,8**	**2,3**	**(1,1)**	**0,2**	**2,2**	**12,8**	**18,0**	**24,1**	***-17,9%***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario	*846,4%*	*-53,0%*	*-148,9%*	*121,6%*	*816,2%*	*488,8%*	*40,5%*	*33,7%*		
Extraordinarios	-	(0,0)	9,6	-	0,0	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**4,8**	**2,3**	**8,5**	**0,2**	**2,2**	**12,8**	**18,0**	**24,1**	***-17,8%***	***n.a.***
Impuestos	(1,3)	(1,2)	(2,2)	0,1	(1,1)	(3,2)	(4,5)	(6,0)		
Tasa fiscal efectiva	*26,8%*	*53,4%*	*25,9%*	*n.a.*	*51,2%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	(0,1)	(0,1)	0,2	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**3,4**	**1,0**	**6,4**	**0,4**	**1,1**	**9,6**	**13,5**	**18,1**	***-25,2%***	***n.a.***
Cto.Beneficio neto	*257,0%*	*-72,0%*	*569,8%*	*-94,0%*	*176,2%*	*800,5%*	*40,5%*	*33,7%*		
Beneficio ordinario neto	**2,7**	**2,5**	**0,1**	**2,2**	**5,7**	**7,6**	**11,5**	**16,0**	***20,1%***	***41,4%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*438,1%*	*-7,3%*	*-95,4%*	*n.a.*	*162,2%*	*33,4%*	*51,5%*	*39,8%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**22,2**	**26,9**	**32,1**	***33,2%***	***16,6%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(2,6)	(2,3)	(2,0)		
Cash Flow operativo recurrente						**19,6**	**24,6**	**30,1**	***39,5%***	***16,5%***
CAPEX						(5,0)	(5,5)	(5,8)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(5,1)	(4,6)	(3,8)		
Impuestos						(3,2)	(4,5)	(6,0)		
Free Cash Flow Recurrente						**6,3**	**10,0**	**14,5**	***20,7%***	***n.a.***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**6,3**	**10,0**	**14,5**	***20,8%***	***n.a.***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**(6,3)**	**(10,0)**	**(14,5)**		

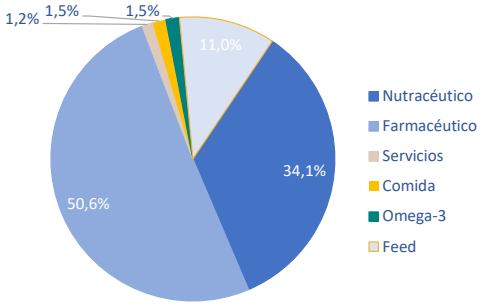
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

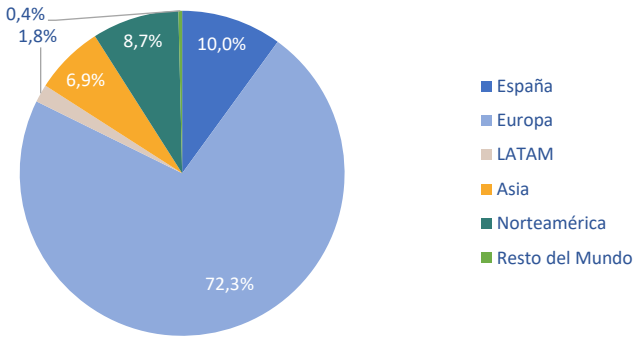
El mercado a nivel global de extractos de plantas se espera que crezca a una TACC 2025-2035e de 8,4% y el de Omega-3 de 9,0%



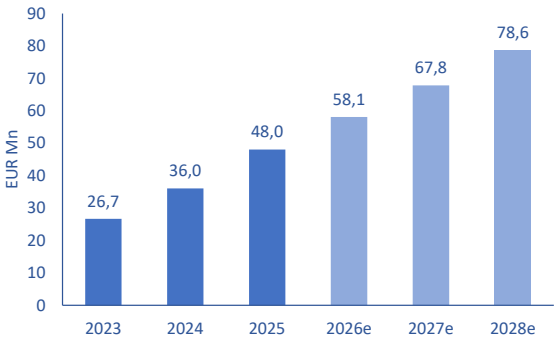
NAT: un negocio altamente diversificado tanto por línea de actividad…



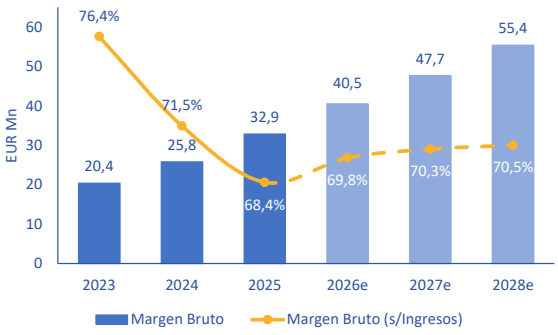
…como por geografía. En 2025, las ventas fuera de España representaron el 90%



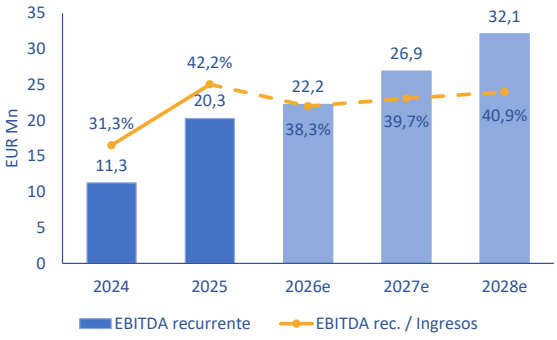
Asentando las bases para el crecimiento orgánico los próximos años (junto a una mayor utilización esperada)



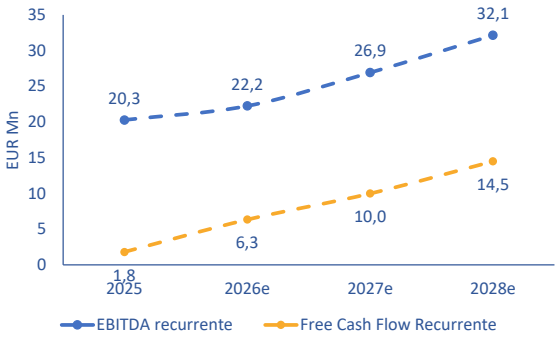
A pesar de que el negocio de Omega-3 (MB del 60%) gane peso en el mix, esperamos una ligera mejoría en el margen bruto hasta el 70,5% en 2028e



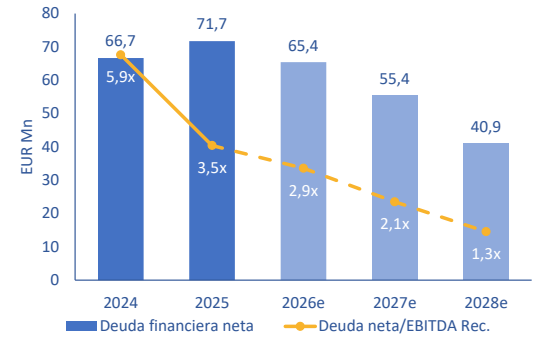
Aunque gracias a un elevado apalancamiento operativo, estimamos una mejora del EBITDA Rec. (Mg. EBITDA 28e: 40,9%)...



… empujando la generación del flujo de caja recurrente hasta EUR 14,5Mn en 2028e (vs EUR 6,3Mn en 2026e)



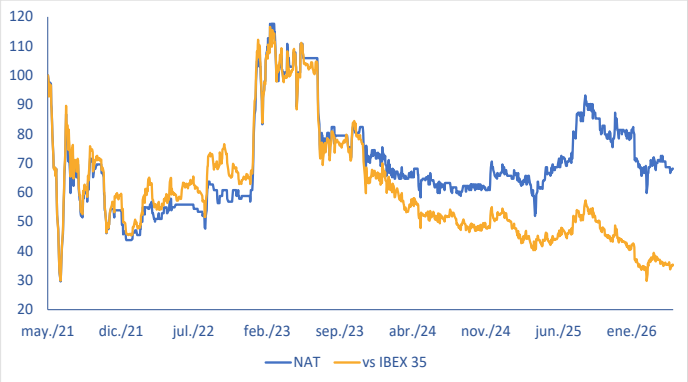
que dejaría a la compañía con un nivel de endeudamiento conservador en 2028e (DN EUR 40,9Mn; 1,3x DN/EBITDA Rec.)



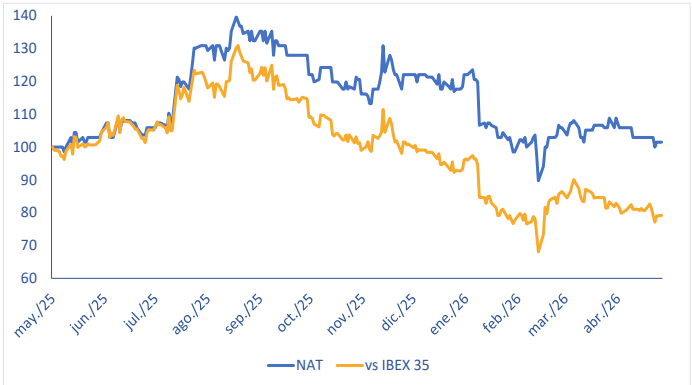
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

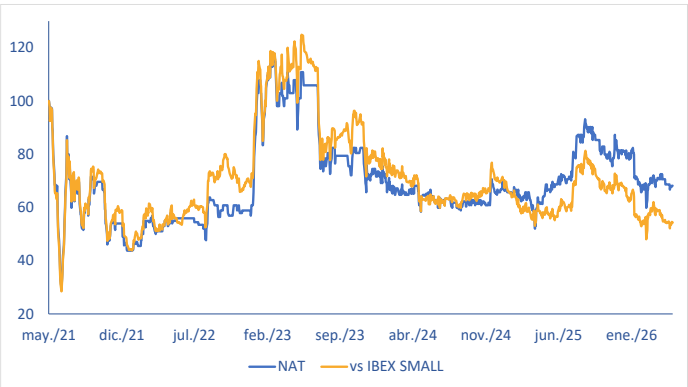
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



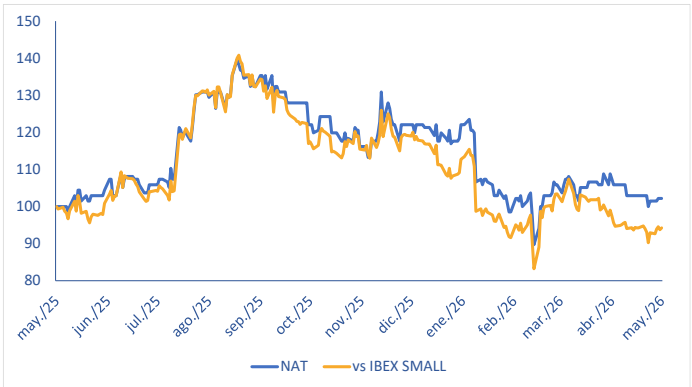
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



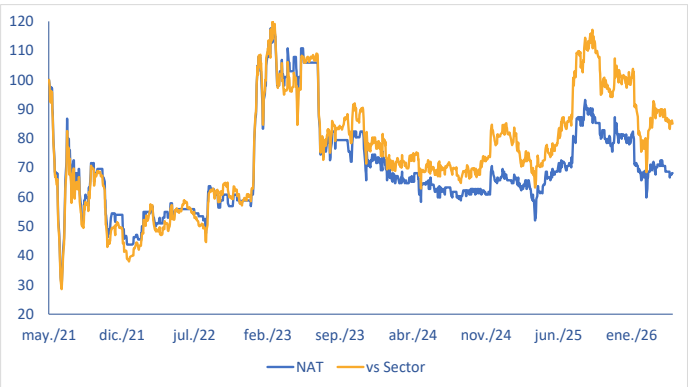
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



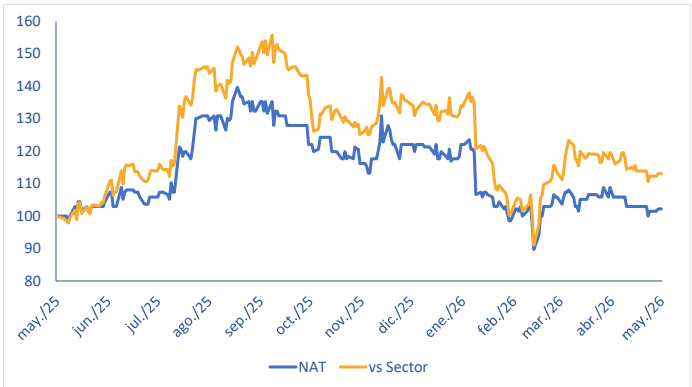
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-4,8	3,7	2,2	-13,1	-29,8	-31,9
vs Mercado						
vs Ibex 35	-1,8	4,0	-19,2	-14,7	-63,3	-64,6
vs Euro STOXX 50	-3,0	6,5	-5,1	-13,7	-48,0	-53,0
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-3,3	2,9	-5,8	-15,3	-50,0	-45,6
vs Segmento Micro Cap España [1]	-6,1	3,1	-10,3	-15,3	-46,4	-33,6
vs MSCI Europe Micro Cap	-6,9	1,9	-11,3	-15,9	-41,9	-31,8
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Food & Beverage	-4,9	12,2	13,1	-12,6	-7,3	-14,9

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**6,7**	**8,2**	**11,3**	**20,3**	**22,2**	**26,9**	**32,1**	***44,9%***	***16,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*3,4%*	*23,1%*	*37,4%*	*80,0%*	*9,7%*	*21,0%*	*19,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*29,6%*	*30,7%*	*31,3%*	*42,2%*	*38,3%*	*39,7%*	*40,9%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,2)	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(7,6)	2,2	4,4	(1,2)	(2,6)	(2,3)	(2,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(1,0)**	**10,2**	**15,7**	**19,0**	**19,6**	**24,6**	**30,1**	***n.a.***	***16,5%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*90,8%*	*n.a.*	*53,7%*	*21,1%*	*3,2%*	*25,3%*	*22,2%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*38,3%*	*43,6%*	*39,6%*	*33,8%*	*36,3%*	*38,3%*		
- CAPEX	(5,9)	(2,2)	(15,8)	(12,4)	(5,0)	(5,5)	(5,8)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(2,3)	(4,0)	(3,6)	(4,0)	(5,1)	(4,6)	(3,8)		
- Impuestos	(1,0)	(0,7)	-	(0,8)	(3,2)	(4,5)	(6,0)		
= Free Cash Flow recurrente	**(10,1)**	**3,4**	**(3,8)**	**1,8**	**6,3**	**10,0**	**14,5**	***29,6%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*31,3%*	*133,4%*	*-211,5%*	*147,8%*	*252,5%*	*57,6%*	*45,2%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*12,6%*	*n.a.*	*3,7%*	*10,9%*	*14,7%*	*18,4%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(1,5)	(2,9)	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(10,5)	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(22,1)**	**0,5**	**(3,8)**	**1,8**	**6,3**	**10,0**	**14,5**	***27,7%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow	*-57,4%*	*102,1%*	*-898,6%*	*147,8%*	*252,5%*	*57,6%*	*45,2%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*1,1%*	*n.a.*	*0,6%*	*2,1%*	*3,3%*	*4,8%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*0,1%*	*n.a.*	*0,6%*	*2,1%*	*3,3%*	*4,8%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(14,7)**	**(10,1)**	**3,4**	**(3,8)**	**1,8**	**6,3**	**10,0**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,7	1,2	2,9	3,7	4,2	3,7	4,3
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,4)	0,3	0,2	5,3	(2,3)	0,9	0,9
= Variación EBITDA recurrente	**0,2**	**1,5**	**3,1**	**9,0**	**2,0**	**4,7**	**5,2**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,1)	0,2	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	9,6	9,7	2,3	(5,7)	(1,4)	0,3	0,3
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**9,7**	**11,2**	**5,5**	**3,3**	**0,6**	**5,0**	**5,5**
+/-Variación del CAPEX	(2,7)	3,7	(13,7)	3,4	7,4	(0,5)	(0,3)
+/- Variación del resultado financiero neto	(1,9)	(1,7)	0,4	(0,4)	(1,1)	0,5	0,9
+/- Variación de impuestos	(0,5)	0,2	0,7	(0,8)	(2,4)	(1,3)	(1,5)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**4,6**	**13,5**	**(7,1)**	**5,6**	**4,5**	**3,6**	**4,5**
Free Cash Flow Recurrente	**(10,1)**	**3,4**	**(3,8)**	**1,8**	**6,3**	**10,0**	**14,5**

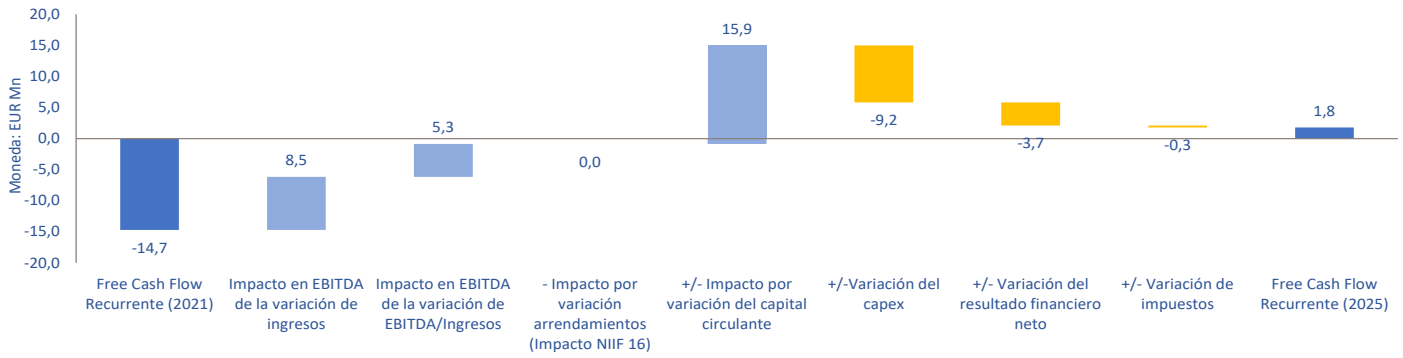
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**1,9**	**3,0**	**4,4**	**7,4**	**17,9**	**22,7**	**27,9**	***57,4%***	***55,4%***
** Tasa fiscal teórica*	*30,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*30,0%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,6)	-	-	(2,2)	(4,5)	(5,7)	(7,0)		
EBITDA recurrente	**6,7**	**8,2**	**11,3**	**20,3**	**22,2**	**26,9**	**32,1**	***44,9%***	***16,6%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,1)	(0,2)	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(7,6)	2,2	4,4	(1,2)	(2,6)	(2,3)	(2,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(1,0)**	**10,2**	**15,7**	**19,0**	**19,6**	**24,6**	**30,1**	***n.a.***	***16,5%***
- CAPEX	(5,9)	(2,2)	(15,8)	(12,4)	(5,0)	(5,5)	(5,8)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,6)	-	-	(2,2)	(4,5)	(5,7)	(7,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(7,5)**	**8,1**	**(0,1)**	**4,4**	**10,2**	**13,4**	**17,3**	***37,3%***	***57,9%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*50,9%*	*208,3%*	*-101,5%*	*n.a.*	*130,8%*	*32,4%*	*28,8%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	30,2%	n.a.	9,2%	17,5%	19,8%	22,0%		
- Gastos de reestructuración y otros	(1,5)	(2,9)	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(10,5)	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(19,4)**	**5,2**	**(0,1)**	**4,4**	**10,2**	**13,4**	**17,3**	***30,6%***	***57,9%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-34,0%*	*126,6%*	*-102,3%*	*n.a.*	*130,8%*	*32,4%*	*28,8%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*2,1%*	*n.a.*	*1,2%*	*2,7%*	*3,5%*	*4,6%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*1,4%*	*n.a.*	*1,2%*	*2,7%*	*3,5%*	*4,6%*		

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

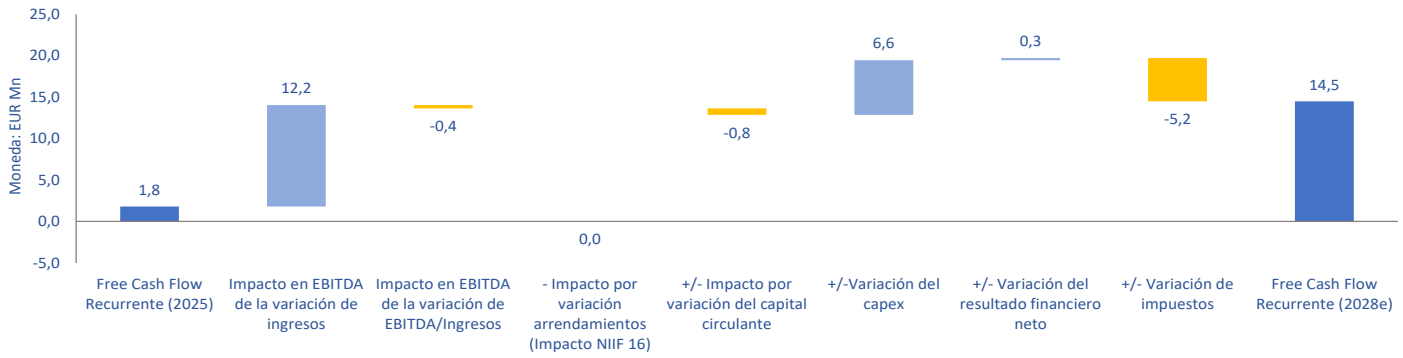
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

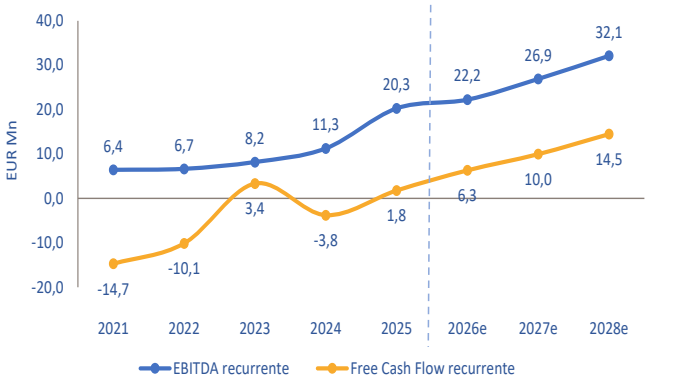
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



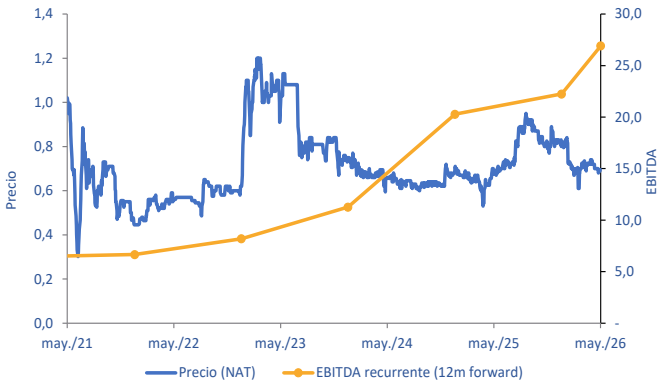
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**10,2**	**13,4**	**17,3**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**302,2**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**71,7**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta	5,8%	6,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,8%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**4,6%**	**5,0%**
Risk free rate (rf)	3,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)	1,0	1,2
Coste del Equity	**10,2%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,1%**	**11,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	80,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	19,2%	D	=	=
WACC	**9,2%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,2%**	**10,2%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	302,2	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	11,2	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	71,7	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	4,8	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**380,3**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	n.a.	2,9%	3,7%	3,9%	4,2%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-4,9%	7,2%
FCF Yield - WACC	-8,0%	-4,6%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	43,7%	29,6	12,8x
Central	39,7%	26,9	14,1x
Min	35,7%	24,2	15,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	7,3%	8,1%	8,9%
29,6	13,2	12,7	12,2
26,9	10,5	10,0	9,4
24,2	7,8	7,3	6,7

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	4,4%	4,2%	4,0%
Central	3,5%	3,3%	3,1%
Min	2,6%	2,4%	2,2%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	60,0%	28,6%	28,6%
% de consejeros dominicales	40,0%	71,4%	71,4%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en la plantilla	32,9%	36,8%	29,8%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	1,5%	3,4%	4,4%

Principales comparables 2026e

		Extractos de plantas				Omega-3				
	EUR Mn	Inter. Flavors & Fragrances	Symrise	Givaudan	Average	BASF	Kerry	Archer Daniels	Average	NAT
Datos Mercado	Ticker (Factset)	IFF	SY1G.DE	GIVN.S		BASFn.DE	KYGa.I	ADM		NAT.MC
	País	USA	Germany	Switzerland		Germany	Ireland	USA		Spain
	Market cap	16.054,0	10.347,8	27.371,9		47.147,7	11.571,6	33.332,9		302,2
	Enterprise value (EV)	20.602,9	11.934,6	31.311,8		68.652,4	13.622,3	41.078,3		380,3
Información financiera básica	Total Ingresos	9.240,7	4.968,3	8.228,7		62.283,1	6.783,5	71.752,7		58,1
	Cto.Total Ingresos	*-1,4%*	*0,8%*	*0,7%*	*0,0%*	*4,4%*	*0,4%*	*3,9%*	*2,9%*	*21,0%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*3,4%*	*5,1%*	*4,5%*	*4,3%*	*2,2%*	*4,4%*	*1,1%*	*2,6%*	*16,3%*
	EBITDA	1.812,2	1.076,4	1.932,6		7.190,5	1.246,7	3.749,9		25,0
	Cto. EBITDA	*0,9%*	*-11,1%*	*1,9%*	*-2,8%*	*7,1%*	*3,4%*	*52,3%*	*20,9%*	*74,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*5,7%*	*5,9%*	*5,3%*	*5,6%*	*7,2%*	*7,0%*	*4,0%*	*6,1%*	*18,1%*
	EBITDA/Ingresos	*19,6%*	*21,7%*	*23,5%*	*21,6%*	*11,5%*	*18,4%*	*5,2%*	*11,7%*	*43,0%*
	EBIT	1.352,0	794,3	1.536,6		3.207,0	953,8	2.544,8		17,9
	Cto. EBIT	*39,7%*	*-13,2%*	*2,9%*	*9,8%*	*8,0%*	*6,5%*	*75,9%*	*30,1%*	*141,5%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*5,9%*	*6,9%*	*6,3%*	*6,4%*	*14,3%*	*8,4%*	*4,3%*	*9,0%*	*24,7%*
	EBIT/Ingresos	*14,6%*	*16,0%*	*18,7%*	*16,4%*	*5,1%*	*14,1%*	*3,5%*	*7,6%*	*30,9%*
	Beneficio Neto	986,2	541,4	1.202,7		2.381,2	794,6	1.909,7		9,6
	Cto. Beneficio Neto	*419,3%*	*113,5%*	*2,7%*	*178,5%*	*54,6%*	*20,6%*	*106,9%*	*60,7%*	*800,5%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*7,9%*	*7,7%*	*6,3%*	*7,3%*	*15,6%*	*9,3%*	*14,2%*	*13,0%*	*37,1%*
	CAPEX/Ventas	*5,8%*	*4,8%*	*4,1%*	*4,9%*	*5,9%*	*4,3%*	*1,6%*	*3,9%*	*8,6%*
	Free Cash Flow	637,9	531,0	1.222,9		1.647,9	725,5	1.662,8		6,3
	Deuda financiera Neta	3.660,8	1.529,6	3.691,1		15.518,1	2.268,1	5.662,6		65,4
	DN/EBITDA (x)	2,0	1,4	1,9	1,8	2,2	1,8	1,5	1,8	2,6
	Pay-out	*36,6%*	*34,1%*	*61,8%*	*44,2%*	*85,4%*	*31,3%*	*45,9%*	*54,2%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	16,4	18,4	22,6	19,2	19,6	14,3	17,1	17,0	31,4
	P/BV (x)	1,3	2,6	5,0	3,0	1,4	1,9	1,8	1,7	5,5
	EV/Ingresos (x)	2,2	2,4	3,8	2,8	1,1	2,0	0,6	1,2	6,5
	EV/EBITDA (x)	11,4	11,1	16,2	12,9	9,5	10,9	11,0	10,5	15,2
	EV/EBIT (x)	15,2	15,0	20,4	16,9	21,4	14,3	16,1	17,3	21,2
	ROE	*7,4*	*13,3*	*23,0*	*14,6*	*7,5*	*12,3*	*9,4*	*9,8*	*19,3*
	FCF Yield (%)	*4,0*	*5,1*	*4,5*	*4,5*	*3,5*	*6,3*	*5,0*	*4,9*	*2,1*
	DPA	*1,41*	*1,32*	*80,55*	*27,76*	*2,28*	*1,51*	*1,81*	*1,87*	*0,00*
	Dvd Yield	*2,2%*	*1,8%*	*2,7%*	*2,3%*	*4,3%*	*2,1%*	*2,6%*	*3,0%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos							**20,4**	**22,5**	**26,7**	**36,0**	**48,0**	**58,1**	**67,8**	**78,6**	***n.a.***	***17,8%***
Cto. Total ingresos							*n.a.*	*10,2%*	*18,7%*	*35,0%*	*33,3%*	*21,0%*	*16,8%*	*15,9%*		
EBITDA							**7,4**	**5,2**	**7,1**	**9,3**	**14,3**	**25,0**	**29,7**	**34,9**	***n.a.***	***34,5%***
Cto. EBITDA							*n.a.*	*-29,9%*	*38,0%*	*31,0%*	*53,6%*	*74,2%*	*18,7%*	*17,6%*		
EBITDA/Ingresos							*36,1%*	*23,0%*	*26,7%*	*25,9%*	*29,9%*	*43,0%*	*43,7%*	*44,4%*		
Beneficio neto							**3,4**	**1,0**	**6,4**	**0,4**	**1,1**	**9,6**	**13,5**	**18,1**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Beneficio neto							*n.a.*	*-72,0%*	*569,8%*	*-94,0%*	*176,2%*	*800,5%*	*40,5%*	*33,7%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)							23,0	37,7	418,9	431,6	431,8	434,8	434,8	434,8		
BPA (EUR)							0,15	0,03	0,02	0,00	0,00	0,02	0,03	0,04	*n.a.*	*n.a.*
Cto. BPA							*n.a.*	*-82,9%*	*-39,7%*	*-94,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*40,5%*	*33,7%*		
BPA ord. (EUR)							0,12	0,07	0,00	0,01	0,01	0,02	0,03	0,04	*n.a.*	*41,0%*
Cto. BPA ord.							*n.a.*	*-43,5%*	*-99,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*32,5%*	*51,5%*	*39,8%*		
CAPEX							(3,2)	(5,9)	(2,2)	(15,8)	(12,4)	(5,0)	(5,5)	(5,8)		
CAPEX/Vtas %[1]							*15,7%*	*26,2%*	*8,1%*	*43,9%*	*25,8%*	*8,6%*	*8,1%*	*7,4%*		
Free Cash Flow							**(14,0)**	**(22,1)**	**0,5**	**(3,8)**	**1,8**	**6,3**	**10,0**	**14,5**	**n.a.**	**n.a.**
DN/EBITDA (x)[2]							*3,3x*	*13,9x*	*8,3x*	*7,1x*	*5,0x*	*2,6x*	1,9x	1,2x		
PER (x)							*3,0x*	*24,4x*	*47,7x*	*n.a.*	*n.a.*	*31,4x*	22,3x	16,7x		
EV/Vtas (x)							*1,86x*	*4,23x*	*13,93x*	*10,41x*	*8,93x*	*6,55x*	5,61x	4,84x		
EV/EBITDA (x)[2]							*5,1x*	*18,4x*	*n.a.*	*40,2x*	*29,9x*	*15,2x*	12,8x	10,9x		
Comport. Absoluto							*-73,8%*	*39,0%*	*17,7%*	*-6,2%*	*16,8%*	*-13,1%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35							*-75,7%*	*47,2%*	*-4,1%*	*-18,2%*	*-21,8%*	*-14,7%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Naturhouse Health

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Personal Products

Precio de Cierre: EUR 2,55 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Naturhouse Health (NTH) es un Grupo familiar de pequeño tamaño con sede en Madrid (España), especializado (> 30 años) en la nutrición y reeducación de los hábitos alimenticios (dietética). Con presencia internacional (c. 80% s/Ingresos en 2025; siendo Francia (40%), Italia (28%) y Polonia (10%) sus principales mercados). Está gestionada y controlada por la familia fundadora (78,2% del capital).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	153,0	177,9
EV (Mn EUR y USD)	146,0	169,7
Número de Acciones (Mn)	60,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,79 / 2,18 / 1,76	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,12	
Rotación(1)	20,5	
Refinitiv / Bloomberg	NTH.MC / NTH SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

D. F. Revuelta y familia	78,2
Autocartera	0,1
Free Float	21,7

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	59,9	60,0	60,0	60,0
Total Ingresos	48,0	46,9	46,4	46,1
EBITDA Rec.	14,4	14,0	13,7	13,5
% Var.	*-6,3*	*-2,8*	*-2,6*	*-1,1*
% EBITDA Rec./Ing.	*30,1*	*29,9*	*29,5*	*29,4*
% Var EBITDA sector (2)	*-0,6*	*10,9*	*8,2*	*6,8*
Beneficio neto	10,1	9,5	9,3	9,2
BPA (EUR)	0,17	0,16	0,15	0,15
% Var.	*2,3*	*-5,7*	*-2,8*	*-1,1*
BPA ord. (EUR)	0,17	0,16	0,15	0,15
% Var.	*1,3*	*-6,9*	*-2,8*	*-1,1*
Free Cash Flow Rec.	11,5	9,4	9,2	9,1
Pay-out (%)	*178,3*	*95,0*	*95,0*	*95,0*
DPA (EUR)	0,30	0,15	0,15	0,14
Deuda financiera neta	-12,4	-12,7	-13,1	-13,5
DN / EBITDA Rec.(x)	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0
ROE (%)	*40,8*	*52,9*	*50,2*	*48,4*
ROCE (%)	*85,0*	*88,6*	*85,4*	*83,8*

Ratios y Múltiplos (x)				
PER	15,1	16,1	16,5	16,7
PER Ordinario	15,0	16,1	16,5	16,7
P/BV	8,6	8,4	8,2	8,0
Dividend Yield (%)	*11,8*	*5,9*	*5,7*	*5,7*
EV/Ventas	3,04	3,11	3,14	3,17
EV/EBITDA Rec.	10,1	10,4	10,7	10,8
EV/EBIT	11,1	11,3	11,6	11,8
FCF Yield (%)	*7,5*	*6,2*	*6,0*	*5,9*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-2,7*	*2,4*	*42,9*	*52,7*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2025: continúa la tendencia en ingresos (-3,2% vs 2024; TACC -3y -3%), hasta EUR 48,0 Mn, debido al menor número de puntos de venta (1.241 en 2025; -6,3% vs 1.324 en 2024). Por ventas por geografías, la región más presionada fue Polonia (-8%), seguida de Italia (-7,8%) y España (-6%), mientras que Francia creció un +1,3%.

Pero se defiende la rentabilidad: EBIT de EUR 13,1 Mn (-0,1% vs 2024). El margen bruto se incrementa +0,3 p.p. vs 2024 hasta el 72,2%, reflejo de la integración vertical del modelo (c.70% de aprovisionamientos 2025 con empresas vinculadas). Adicionalmente, una reducción de los gastos de estructura (incluyendo arrendamientos) permite mantener EBIT en EUR 13,1 Mn (margen EBIT del 27,4%; +0,9 p.p. vs 2024). Lo que permite repetir beneficio neto (EUR 10,1 Mn).

2026e: continuidad de cierres, pero a menor ritmo. Y repetición de márgenes. Esperamos una reducción en el ritmo de cierres (-3,5% vs 2025), una ligera caída de ingresos (-2,3% vs 2025) y capacidad de seguir manteniendo márgenes elevados. Ingresos 2026e de EUR 46,9 Mn y EBIT de EUR 12,9 Mn (margen EBIT del 27,6%).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Diversificación internacional (c. 80%/Ventas 2025). NTH genera el c.80% de sus ingresos fuera de España, con presencia en múltiples mercados europeos. Francia (c.40%), Italia (c.28%) y Polonia (c.10%) son las principales geografías. La diversificación geográfica limita la dependencia de un único mercado.

Optimización de la red de puntos de venta. NTH ha llevado a cabo una estrategia de reducción de puntos de venta en los últimos 8 años basada en el control riguroso de costes. Desde 2017, se han cerrado +1.000 tiendas (-83 en 2025; c.-140 de media anual). Lo que ha incrementado la venta media por tienda anual hasta c. EUR 36 miles en 2025 (+15% vs ratio en 2022). Para los próximos años estimamos una reducción en el ritmo de cierres, hasta las c. 1.130 tiendas en 2028e (vs 1.241 en 2025).

Modelo de negocio: integración vertical y estructura muy eficiente. La integración vertical y una estructura de costes ligera permiten a NTH tener unos márgenes altos y resilientes (se han mantenido en un contexto de compresión de ingresos). Principalmente debido al modelo de negocio basado en franquicias. Margen EBITDA rec. del 30,1% en 2025 vs 28% en 2019, mientras los ingresos se reducen un c. -42%.

Elevada generación de caja (FCF 2026e EUR 9,4 Mn) y foco en el dividendo. NTH destaca por su capacidad de generación de caja, apoyada en reducidas necesidades de CAPEX (c.1% s/ventas) y una gestión eficiente del circulante. Esto permite convertir c. 65% del EBITDA rec. en FCF (FCF 2026e de EUR 9,4 Mn) y mantener una atractiva política de retribución al accionista. El pay-out se sitúa en c. 100%, implicando un dividend yield 2026e de c. 5,9%, (que nuestras estimaciones de beneficio para 2026e-2028e permiten mantener). Caja Neta dic-2025 de EUR 12 Mn.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

NTH opera en un sector altamente competitivo, con reducidas barreras de entrada y creciente aparición de productos sustitutivos (p. ej. fármacos antiobesidad). La principal incógnita continúa siendo la capacidad de estabilizar la caída de ingresos.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Evolución de la acción -12m: +42,9% absoluto y +58,1% vs sector. Pese al entorno adverso, NTH ha mostrado ser capaz de mantener rentabilidad, generar caja y preservar una posición de balance sana. Sin embargo, la estrategia basada en control de costes y cierre de tiendas tiene un recorrido limitado como defensa del FCF si la reducción de ingresos continúa. La (probada) resiliencia de NTH ha permitido un excelente performance de la acción -12m (c. +42,9%), batir al sector y situar el EV/EBITDA 2026 en c.10,4x. La clave ahora es muy simple: ¿cuánto vale una compañía rentable, sin riesgo de balance, pero que no crece? Los números "fríos" dicen que el VAN de un yield del 6% (sin crecer) no explica el precio. Solo el crecimiento podría "sujetar" los actuales múltiplos.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	2,5	3,4	3,1	2,9	2,2	2,1	1,9	1,7
Inmovilizado material	0,9	1,2	1,0	0,8	0,7	1,0	1,3	1,5
Otros activos no corrientes	7,0	10,7	10,0	10,3	10,3	10,3	10,3	10,3
Inmovilizado financiero	1,3	3,1	3,1	1,4	1,6	1,6	1,6	1,6
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	10,0	12,3	7,3	6,5	5,1	5,0	5,0	4,9
Total activo	**21,8**	**30,7**	**24,5**	**21,9**	**20,0**	**20,0**	**20,0**	**20,0**
Patrimonio neto	36,0	27,8	30,6	31,7	17,8	18,2	18,7	19,1
Minoritarios	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Provisiones y otros pasivos a LP	1,5	2,7	4,9	1,2	6,9	6,9	6,9	6,9
Otros pasivos no corrientes	2,2	3,3	3,2	3,0	2,4	2,4	2,4	2,4
Deuda financiera neta	(25,1)	(10,0)	(22,5)	(19,5)	(12,4)	(12,7)	(13,1)	(13,5)
Pasivo circulante	7,1	6,9	8,2	5,5	5,3	5,2	5,1	5,1
Total pasivo	**21,8**	**30,7**	**24,5**	**21,9**	**20,0**	**20,0**	**20,0**	**20,0**

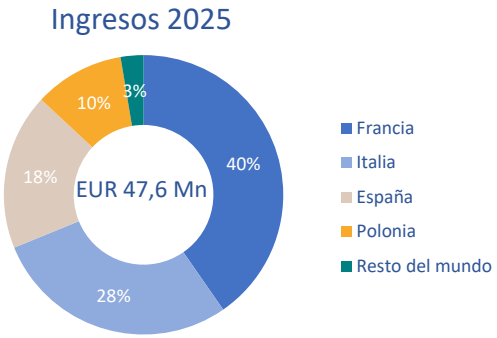
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**57,9**	**52,6**	**50,9**	**49,6**	**48,0**	**46,9**	**46,4**	**46,1**	***-4,6%***	***-1,3%***
Cto.Total Ingresos	*3,0%*	*-9,3%*	*-3,2%*	*-2,5%*	*-3,2%*	*-2,3%*	*-1,0%*	*-0,7%*		
Coste de ventas	(16,3)	(14,9)	(13,7)	(14,0)	(13,4)	(13,0)	(13,1)	(13,0)		
Margen Bruto	**41,6**	**37,7**	**37,2**	**35,6**	**34,6**	**33,9**	**33,4**	**33,1**	***-4,5%***	***-1,5%***
Margen Bruto / Ingresos	*71,8%*	*71,6%*	*73,1%*	*71,9%*	*72,2%*	*72,3%*	*71,9%*	*71,9%*		
Gastos de personal	(10,8)	(10,6)	(9,3)	(9,8)	(9,3)	(9,1)	(9,1)	(9,0)		
Otros costes de explotación	(10,3)	(11,3)	(9,3)	(10,4)	(10,9)	(10,7)	(10,6)	(10,6)		
EBITDA recurrente	**20,5**	**15,7**	**18,6**	**15,4**	**14,4**	**14,0**	**13,7**	**13,5**	***-8,4%***	***-2,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*18,1%*	*-23,4%*	*18,0%*	*-16,9%*	*-6,3%*	*-2,8%*	*-2,6%*	*-1,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*35,4%*	*29,9%*	*36,5%*	*31,1%*	*30,1%*	*29,9%*	*29,5%*	*29,4%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,6)	(0,6)	(0,0)	(0,3)	(0,2)	-	-	-		
EBITDA	**19,9**	**15,2**	**18,5**	**15,1**	**14,3**	**14,0**	**13,7**	**13,5**	***-8,0%***	***-1,8%***
Depreciación y provisiones	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,5)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,9)	(1,7)	(1,6)	(1,4)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)		
EBIT	**17,5**	**12,9**	**16,3**	**13,1**	**13,1**	**12,9**	**12,6**	**12,4**	***-6,9%***	***-1,8%***
Cto.EBIT	*23,4%*	*-26,5%*	*26,5%*	*-19,2%*	*-0,1%*	*-1,4%*	*-2,9%*	*-1,2%*		
EBIT / Ingresos	*30,2%*	*24,4%*	*32,0%*	*26,5%*	*27,4%*	*27,6%*	*27,1%*	*26,9%*		
Impacto fondo de comercio y otros	(0,1)	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	0,3	(0,1)	(0,7)	(0,1)	0,4	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	0,6	0,3	(0,2)	0,5	0,2	-	-	-		
Beneficio ordinario	**18,2**	**13,1**	**15,4**	**13,5**	**13,7**	**12,9**	**12,6**	**12,4**	***-6,9%***	***-3,2%***
Cto.Beneficio ordinario	*35,0%*	*-28,2%*	*17,6%*	*-12,2%*	*1,1%*	*-5,7%*	*-2,8%*	*-1,1%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**18,2**	**13,1**	**15,4**	**13,5**	**13,7**	**12,9**	**12,6**	**12,4**	***-6,9%***	***-3,2%***
Impuestos	(4,9)	(3,5)	(4,2)	(3,7)	(3,6)	(3,4)	(3,3)	(3,3)		
Tasa fiscal efectiva	*26,7%*	*26,6%*	*27,0%*	*27,2%*	*26,3%*	*26,3%*	*26,3%*	*26,3%*		
Minoritarios	(0,0)	0,0	0,0	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**13,4**	**9,6**	**11,3**	**9,9**	**10,1**	**9,5**	**9,3**	**9,2**	***-6,8%***	***-3,2%***
Cto.Beneficio neto	*42,5%*	*-27,9%*	*17,3%*	*-12,7%*	*2,3%*	*-5,7%*	*-2,8%*	*-1,1%*		
Beneficio ordinario neto	**13,8**	**10,0**	**11,3**	**10,1**	**10,2**	**9,5**	**9,3**	**9,2**	***-7,2%***	***-3,6%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*46,5%*	*-27,2%*	*12,6%*	*-10,8%*	*1,3%*	*-6,8%*	*-2,8%*	*-1,1%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**14,0**	**13,7**	**13,5**	***-8,4%***	***-2,1%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,7)	(0,7)	(0,7)		
Var.capital circulante						(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Cash Flow operativo recurrente						**13,3**	**13,0**	**12,8**	***-6,3%***	***-5,0%***
CAPEX						(0,5)	(0,5)	(0,5)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Impuestos						(3,4)	(3,3)	(3,3)		
Free Cash Flow Recurrente						**9,4**	**9,2**	**9,1**	***-7,3%***	***-7,6%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**9,4**	**9,2**	**9,1**	***0,4%***	***-7,8%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(9,0)	(8,8)	(8,7)		
Variación de Deuda financiera neta						**(0,4)**	**(0,4)**	**(0,4)**		

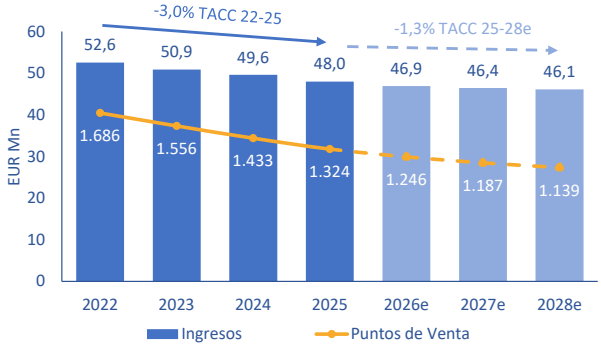
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

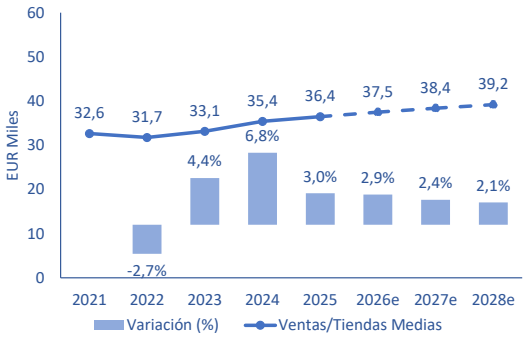
Un negocio diversificado geográficamente (especialmente en Europa)



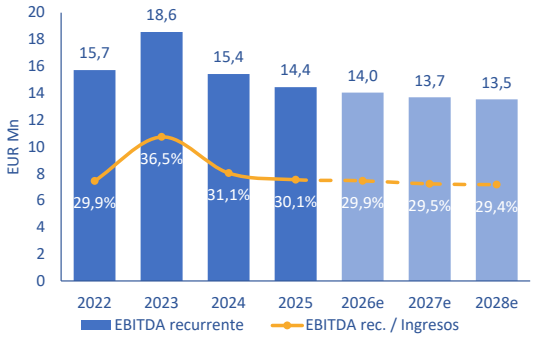
El freno en el cierre de tiendas es clave para lograr un "suelo" de ingresos de EUR c.46 Mn



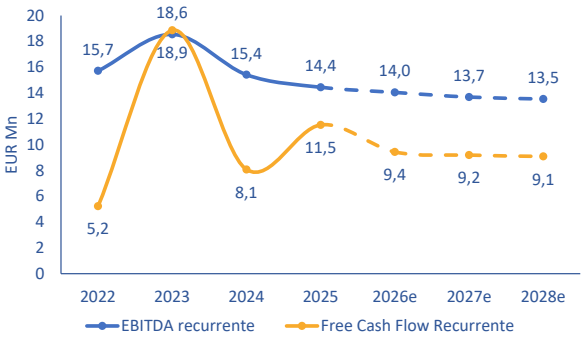
Unas ventas por tienda que esperamos que se sigan incrementando por la reestructuración comercial (+2,4% TACC 25-28e), en línea con los últimos años



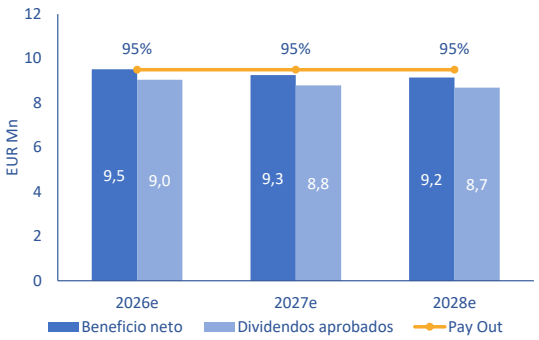
Su ligera estructura de costes permitirá mantener unos márgenes elevados (Mg. EBITDA 29%-30%)



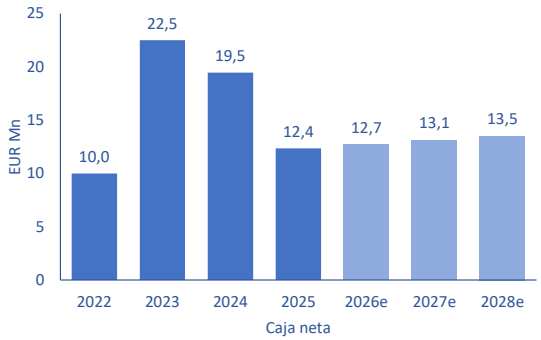
Alta capacidad de convertir el EBITDA en caja (> 65%). FCF Yield c. 6% …



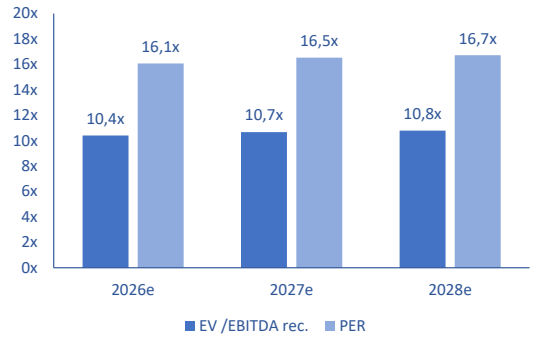
… que permitirá mantener un Pay-Out (95%) elevado y un Dividend Yield 2026e del c. 6%



Y una posición de balance robusta (Caja Neta 2026e EUR 13Mn), especialmente interesante en un entorno de tipos positivos



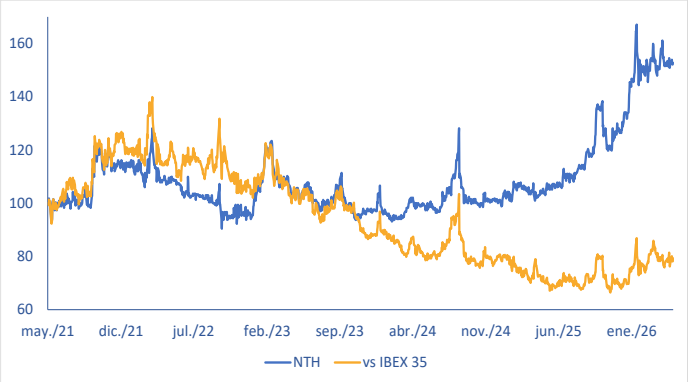
Cotizando a EV/EBITDA 2026e-2028e de 10,4x - 10,8x y un PER 2026e-2028e de 16,1x - 16,7x



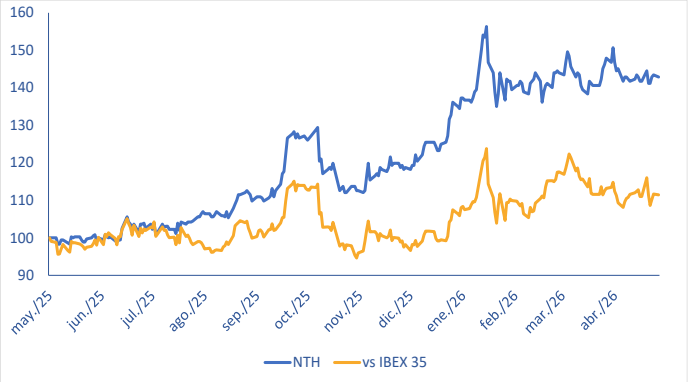
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

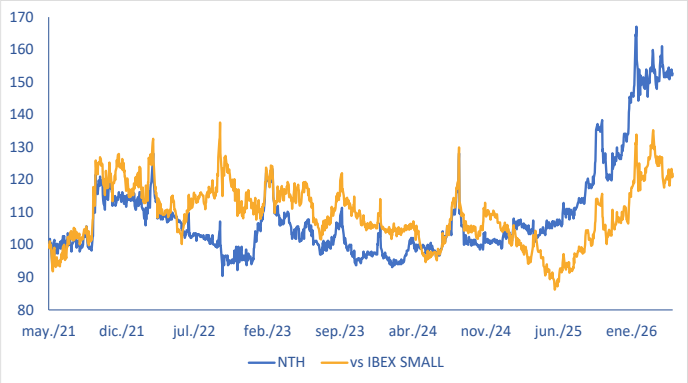
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



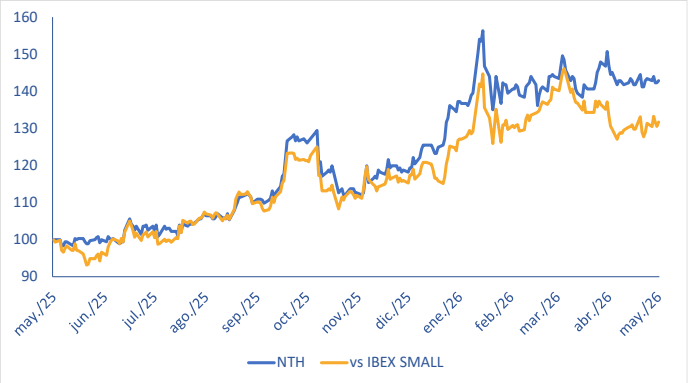
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



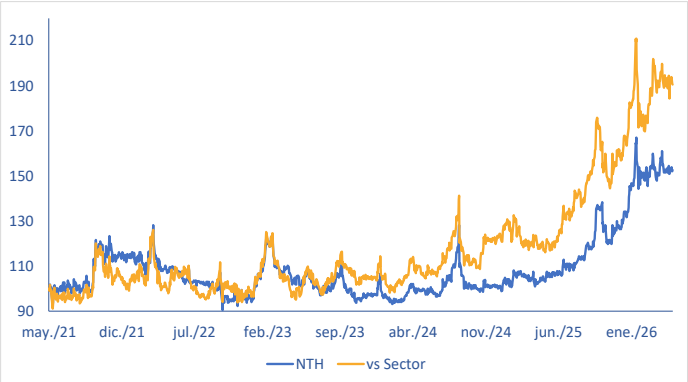
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



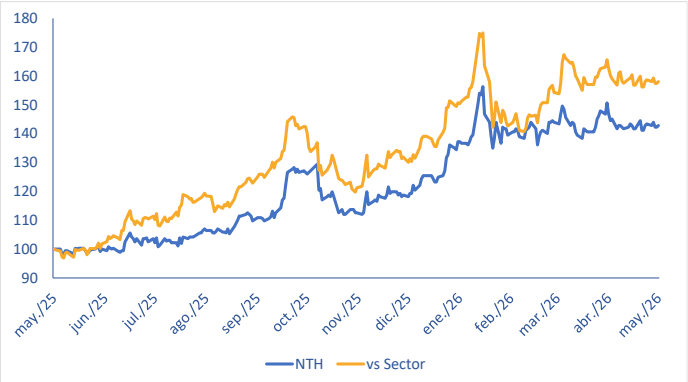
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Food & Beverage

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-2,7	2,4	42,9	15,9	44,5	52,7
vs Mercado						
vs Ibex 35	0,4	2,7	12,9	13,8	-24,6	-20,8
vs Euro STOXX 50	-0,8	5,2	32,7	15,2	7,0	5,3
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-1,1	1,5	31,7	13,0	2,9	21,9
vs Segmento Micro Cap España [1]	-4,1	1,8	25,4	13,0	10,4	48,9
vs MSCI Europe Micro Cap	-4,9	0,6	24,0	12,2	19,6	52,8
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Food & Beverage	-2,8	10,8	58,1	16,6	90,7	90,6

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**15,7**	**18,6**	**15,4**	**14,4**	**14,0**	**13,7**	**13,5**	***-2,8%***	***-2,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*-23,4%*	*18,0%*	*-16,9%*	*-6,3%*	*-2,8%*	*-2,6%*	*-1,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*29,9%*	*36,5%*	*31,1%*	*30,1%*	*29,9%*	*29,5%*	*29,4%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,7)	(1,6)	(1,4)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)		
+/- Var. Capital circulante	(2,5)	6,4	(2,0)	1,2	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	**11,6**	**23,4**	**12,0**	**15,0**	**13,3**	**13,0**	**12,8**	***8,9%***	***-5,0%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-40,3%*	*101,7%*	*-48,7%*	*24,7%*	*-11,0%*	*-2,7%*	*-1,1%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*22,0%*	*45,9%*	*24,2%*	*31,2%*	*28,4%*	*27,9%*	*27,8%*		
- CAPEX	(1,0)	(0,6)	(0,3)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	0,7	0,2	0,1	0,6	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
- Impuestos	(6,1)	(4,2)	(3,7)	(3,6)	(3,4)	(3,3)	(3,3)		
= Free Cash Flow recurrente	**5,2**	**18,9**	**8,1**	**11,5**	**9,4**	**9,2**	**9,1**	***30,1%***	***-7,6%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-66,5%*	*260,3%*	*-57,2%*	*42,8%*	*-18,2%*	*-2,6%*	*-1,0%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*10,0%*	*37,1%*	*16,3%*	*24,0%*	*20,1%*	*19,8%*	*19,7%*		
- Gastos de reestructuración y otros	1,0	(0,0)	(0,3)	(0,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(4,4)	-	1,2	0,2	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**1,8**	**18,8**	**9,0**	**11,6**	**9,4**	**9,2**	**9,1**	***85,4%***	***-7,8%***
Cto. Free Cash Flow	*-84,0%*	*934,7%*	*-52,5%*	*29,5%*	*-18,7%*	*-2,6%*	*-1,0%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*3,4%*	*12,3%*	*5,3%*	*7,5%*	*6,2%*	*6,0%*	*5,9%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*1,2%*	*12,3%*	*5,9%*	*7,6%*	*6,2%*	*6,0%*	*5,9%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**15,6**	**5,2**	**18,9**	**8,1**	**11,5**	**9,4**	**9,2**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	(1,9)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,3)	(0,1)	(0,1)
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(2,9)	3,3	(2,7)	(0,5)	(0,1)	(0,2)	(0,0)
= Variación EBITDA recurrente	**(4,8)**	**2,8**	**(3,1)**	**(1,0)**	**(0,4)**	**(0,4)**	**(0,1)**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	0,2	0,1	0,2	0,7	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(3,2)	8,9	(8,4)	3,2	(1,2)	0,0	0,0
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(7,8)**	**11,8**	**(11,4)**	**3,0**	**(1,6)**	**(0,4)**	**(0,1)**
+/-Variación del CAPEX	(0,9)	0,4	0,2	(0,1)	0,0	0,0	0,0
+/- Variación del resultado financiero neto	0,3	(0,5)	(0,1)	0,5	(0,7)	0,0	0,0
+/- Variación de impuestos	(2,0)	2,0	0,5	0,1	0,2	0,1	0,0
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(10,4)**	**13,6**	**(10,8)**	**3,5**	**(2,1)**	**(0,2)**	**(0,1)**
Free Cash Flow Recurrente	**5,2**	**18,9**	**8,1**	**11,5**	**9,4**	**9,2**	**9,1**

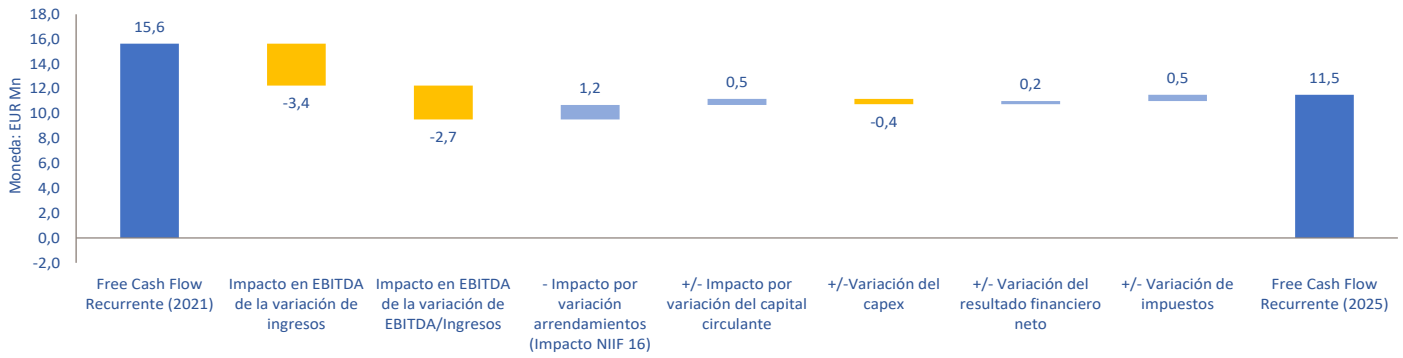
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**12,9**	**16,3**	**13,1**	**13,1**	**12,9**	**12,6**	**12,4**	***0,7%***	***-1,8%***
** Tasa fiscal teórica*	*26,6%*	*27,0%*	*27,2%*	*26,3%*	*26,3%*	*26,3%*	*26,3%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,4)	(4,4)	(3,6)	(3,5)	(3,4)	(3,3)	(3,3)		
EBITDA recurrente	**15,7**	**18,6**	**15,4**	**14,4**	**14,0**	**13,7**	**13,5**	***-2,8%***	***-2,1%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,7)	(1,6)	(1,4)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)		
+/- Var. Capital circulante	(2,5)	6,4	(2,0)	1,2	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
= Cash Flow operativo recurrente	**11,6**	**23,4**	**12,0**	**15,0**	**13,3**	**13,0**	**12,8**	***8,9%***	***-5,0%***
- CAPEX	(1,0)	(0,6)	(0,3)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,4)	(4,4)	(3,6)	(3,5)	(3,4)	(3,3)	(3,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**7,2**	**18,4**	**8,1**	**11,0**	**9,5**	**9,2**	**9,1**	***15,3%***	***-6,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-50,9%*	*155,4%*	*-56,1%*	*36,5%*	*-14,3%*	*-2,7%*	*-1,1%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	13,7%	36,1%	16,3%	23,0%	20,1%	19,8%	19,7%		
- Gastos de reestructuración y otros	1,0	(0,0)	(0,3)	(0,2)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(4,4)	-	1,2	0,2	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**3,8**	**18,4**	**9,0**	**11,1**	**9,5**	**9,2**	**9,1**	***43,1%***	***-6,4%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-63,8%*	*385,3%*	*-51,2%*	*23,8%*	*-14,9%*	*-2,7%*	*-1,1%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*4,9%*	*12,6%*	*5,5%*	*7,6%*	*6,5%*	*6,3%*	*6,2%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*2,6%*	*12,6%*	*6,1%*	*7,6%*	*6,5%*	*6,3%*	*6,2%*		

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

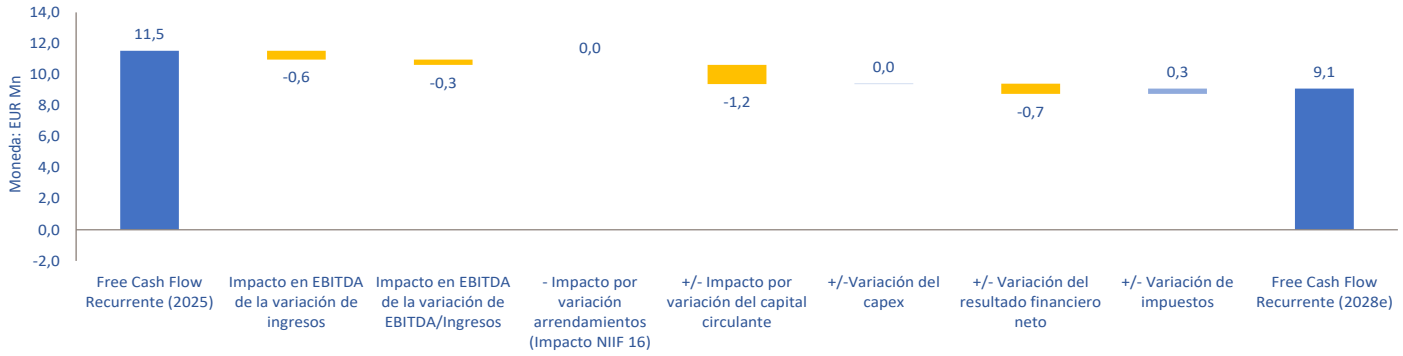
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

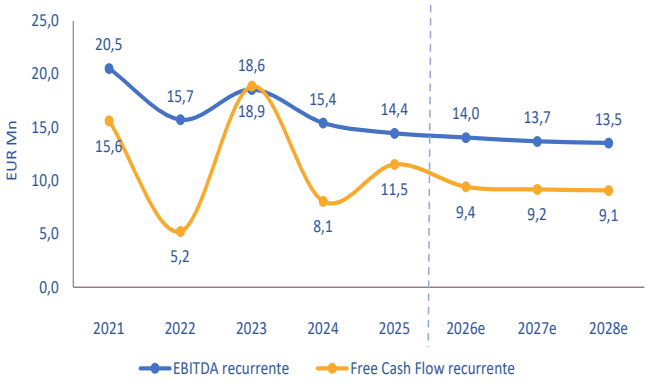
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



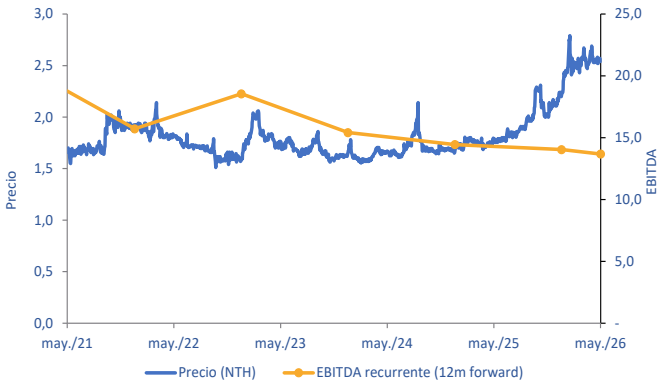
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**9,5**	**9,2**	**9,1**	**102,8**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**153,0**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**-12,4**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta	3,8%	4,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,2%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,0%**	**3,4%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,0	B (estimación propia)	0,9	1,1
Coste del Equity	**9,6%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,6%**	**10,8%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D	=	=
WACC	**9,6%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,6%**	**10,8%**
G "Razonable"	**0,0%**		**0,5%**	**-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.

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	153,0	
+ Minoritarios	0,0	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	6,9	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	(12,4)	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	1,6	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**146,0**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	130,4%	66,0%	86,6%	87,1%	85,0%

	2025	2028e
ROCE - WACC	75,4%	74,2%
FCF Yield - WACC	-2,1%	-3,4%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	**32,4%**	**15,0**	**9,7x**
Central	**29,5%**	**13,7**	**10,7x**
Min	**26,6%**	**12,3**	**11,8x**

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	0,9%	1,0%	1,1%
15,0	**10,6**	**10,5**	**10,5**
13,7	**9,2**	**9,2**	**9,1**
12,3	**7,9**	**7,8**	**7,8**

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	**6,9%**	**6,9%**	**6,9%**
Central	**6,0%**	**6,0%**	**6,0%**
Min	**5,2%**	**5,1%**	**5,1%**

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	42,9%	33,3%	33,3%
% de consejeros dominicales	57,1%	66,7%	66,7%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	14,3%	16,7%	16,7%
% de mujeres en la plantilla	81,6%	83,2%	82,2%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,4%	2,9%	2,8%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Pérdida de Peso				Suplementos Alimenticios			
	EUR Mn	Herbalife	Medifast	WW Intl.	Average	Nu Skin	Glanbia	Average	NTH
Datos Mercado	Ticker (Factset)	HLF	MED	WW.O		NUS	GL9.I		NTH.MC
	País	Cayman I.	USA	USA		USA	Ireland		Spain
	Market cap	1.144,2	119,4	91,9		255,6	4.938,8		153,0
	Enterprise value (EV)	2.475,1	n.a.	388,3		275,5	6.375,9		146,0
Información financiera básica	Total Ingresos	4.513,6	240,6	543,8		1.226,1	4.072,6		46,9
	Cto.Total Ingresos	*4,2%*	*-27,5%*	*-11,0%*	*-11,5%*	*-4,0%*	*3,2%*	*-0,4%*	*-2,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*5,0%*	*n.a.*	*-0,3%*	*2,3%*	*n.a.*	*3,8%*	*3,8%*	*-0,9%*
	EBITDA	590,8	(1,5)	92,6		n.a.	530,9		14,0
	Cto. EBITDA	*9,7%*	*n.a.*	*-10,4%*	*-0,3%*	*n.a.*	*6,2%*	*6,2%*	*-1,6%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*8,3%*	*n.a.*	*-6,9%*	*0,7%*	*n.a.*	*6,5%*	*6,5%*	*-1,8%*
	EBITDA/Ingresos	*13,1%*	*n.a.*	*17,0%*	*15,1%*	*n.a.*	*13,0%*	*13,0%*	*29,9%*
	EBIT	458,3	(19,7)	8,6		60,0	403,4		12,9
	Cto. EBIT	*5,6%*	*-61,1%*	*-82,0%*	*-45,8%*	*-23,3%*	*14,9%*	*-4,2%*	*-1,4%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*8,5%*	*n.a.*	*98,9%*	*53,7%*	*n.a.*	*7,9%*	*7,9%*	*-2,1%*
	EBIT/Ingresos	*10,2%*	*n.a.*	*1,6%*	*5,9%*	*4,9%*	*9,9%*	*7,4%*	*27,6%*
	Beneficio Neto	231,4	(15,5)	(20,7)		43,5	350,0		9,5
	Cto. Beneficio Neto	*18,1%*	*3,6%*	*-102,3%*	*-26,9%*	*-68,4%*	*90,9%*	*11,3%*	*-5,7%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*20,1%*	*n.a.*	*61,8%*	*41,0%*	*n.a.*	*8,6%*	*8,6%*	*-2,0%*
	CAPEX/Ventas	*2,1%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,7%*	*0,0%*	*2,6%*	*1,3%*	*1,0%*
	Free Cash Flow	n.a.	n.a.	24,0		n.a.	338,4		9,4
	Deuda financiera Neta	n.a.	n.a.	234,9		n.a.	516,1		(12,7)
	DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	2,5	2,5	n.a.	1,0	1,0	n.a.
	Pay-out	*0,0%*	*n.a.*	*0,0%*	*0,0%*	*n.a.*	*34,7%*	*34,7%*	*95,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	4,9	n.a.	n.a.	4,9	6,1	16,0	11,0	16,1
	P/BV (x)	n.a.	n.a.	0,4	0,4	n.a.	2,9	2,9	8,4
	EV/Ingresos (x)	0,5	n.a.	0,7	0,6	0,2	1,6	0,9	3,1
	EV/EBITDA (x)	4,2	n.a.	4,2	4,2	n.a.	12,0	12,0	10,4
	EV/EBIT (x)	5,4	n.a.	44,9	25,1	4,6	15,8	10,2	11,3
	ROE	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*17,5*	*17,5*	*52,9*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*26,1*	*26,1*	*n.a.*	*6,9*	*6,9*	*6,2*
	DPA	*0,00*	*n.a.*	*0,00*	*0,00*	*n.a.*	*0,49*	*0,49*	*0,15*
	Dvd Yield	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*2,4%*	*1,2%*	*5,9%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 19-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**96,6**	**98,3**	**95,4**	**88,7**	**82,4**	**56,2**	**57,9**	**52,6**	**50,9**	**49,6**	**48,0**	**46,9**	**46,4**	**46,1**	***-8,6%***	***-1,3%***
Cto. Total ingresos	*0,2%*	*1,8%*	*-2,9%*	*-7,1%*	*-7,1%*	*-31,7%*	*3,0%*	*-9,3%*	*-3,2%*	*-2,5%*	*-3,2%*	*-2,3%*	*-1,0%*	*-0,7%*		
EBITDA	**33,6**	**32,4**	**29,4**	**23,3**	**22,9**	**17,4**	**19,9**	**15,2**	**18,5**	**15,1**	**14,3**	**14,0**	**13,7**	**13,5**	***-7,6%***	***-1,8%***
Cto. EBITDA	*-0,2%*	*-3,7%*	*-9,3%*	*-20,8%*	*-1,4%*	*-24,0%*	*14,4%*	*-24,0%*	*22,3%*	*-18,5%*	*-5,5%*	*-1,6%*	*-2,6%*	*-1,1%*		
EBITDA/Ingresos	*34,8%*	*32,9%*	*30,8%*	*26,2%*	*27,8%*	*31,0%*	*34,4%*	*28,8%*	*36,4%*	*30,4%*	*29,7%*	*29,9%*	*29,5%*	*29,4%*		
Beneficio neto	**22,9**	**22,5**	**19,9**	**15,4**	**13,3**	**9,4**	**13,4**	**9,6**	**11,3**	**9,9**	**10,1**	**9,5**	**9,3**	**9,2**	***-4,4%***	***-3,2%***
Cto. Beneficio neto	*1,3%*	*-1,6%*	*-11,8%*	*-22,6%*	*-13,8%*	*-29,3%*	*42,5%*	*-27,9%*	*17,3%*	*-12,7%*	*2,3%*	*-5,7%*	*-2,8%*	*-1,1%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	60,0	60,0	60,0	60,0	60,0	59,9	59,9	59,9	59,9	59,9	59,9	60,0	60,0	60,0		
BPA (EUR)	0,38	0,38	0,33	0,26	0,22	0,16	0,22	0,16	0,19	0,16	0,17	0,16	0,15	0,15	*-4,4%*	*-3,2%*
Cto. BPA	*n.a.*	*-1,5%*	*-11,8%*	*-22,6%*	*-13,7%*	*-29,2%*	*42,5%*	*-27,9%*	*17,3%*	*-12,7%*	*2,3%*	*-5,7%*	*-2,8%*	*-1,1%*		
BPA ord. (EUR)	0,38	0,38	0,34	0,26	0,22	0,16	0,23	0,17	0,19	0,17	0,17	0,16	0,15	0,15	*-3,9%*	*-3,6%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*-1,3%*	*-9,7%*	*-25,2%*	*-15,0%*	*-28,2%*	*47,6%*	*-27,2%*	*12,6%*	*-10,8%*	*1,3%*	*-6,9%*	*-2,8%*	*-1,1%*		
CAPEX	(0,9)	(1,2)	(1,3)	(0,7)	(0,9)	(0,2)	(0,1)	(1,0)	(0,6)	(0,3)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)		
CAPEX/Vtas % [1]	*0,9%*	*1,2%*	*1,4%*	*0,8%*	*1,1%*	*0,4%*	*0,1%*	*1,8%*	*1,1%*	*0,7%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*	*1,0%*		
Free Cash Flow	**30,9**	**14,4**	**14,7**	**20,8**	**17,2**	**9,7**	**11,4**	**1,8**	**18,8**	**9,0**	**11,6**	**9,4**	**9,2**	**9,1**	***-6,4%***	***-7,8%***
DN/EBITDA (x) [2]	*-0,4x*	*-0,4x*	*-0,2x*	*-0,2x*	*-0,3x*	*-1,0x*	*-1,3x*	*-0,7x*	*-1,2x*	*-1,3x*	*-0,9x*	*-0,9x*	-1,0x	-1,0x		
PER (x)	*10,1x*	*12,7x*	*12,2x*	*6,2x*	*9,0x*	*9,9x*	*8,6x*	*9,8x*	*8,6x*	*10,1x*	*13,1x*	*16,1x*	16,5x	16,7x		
EV/Vtas (x)	*0,00x*	*2,78x*	*2,49x*	*1,01x*	*1,37x*	*1,34x*	*1,56x*	*1,60x*	*1,50x*	*1,61x*	*2,60x*	*3,11x*	3,14x	3,17x		
EV/EBITDA (x) [2]	*0,0x*	*8,4x*	*8,1x*	*3,9x*	*4,9x*	*4,3x*	*4,5x*	*5,6x*	*4,1x*	*5,3x*	*8,8x*	*10,4x*	10,7x	10,8x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*23,4%*	*-15,0%*	*-60,9%*	*26,5%*	*-22,3%*	*24,2%*	*-18,2%*	*2,9%*	*2,2%*	*32,9%*	*15,9%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*26,0%*	*-20,8%*	*-54,1%*	*13,1%*	*-8,2%*	*15,1%*	*-13,4%*	*-16,2%*	*-11,0%*	*-10,9%*	*13,8%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

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

Nicolás Correa (NEA) es un grupo industrial español (Burgos), dedicado al diseño y fabricación de máquina-herramienta de arranque, y especializado en fresadoras para la industria de mecánica general (destacando sectores como: aeronáutico, defensa, energías renovables y nuclear). Actualmente (2025) las ventas en España suponen el 9% del total, con una contribución del resto de Europa de c.60%.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	121,4	141,2
EV (Mn EUR y USD)	114,3	132,9
Número de Acciones (Mn)	12,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	12,30 / 10,22 / 8,90	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,06	
Rotación(1)	12,9	
Refinitiv / Bloomberg	NEA.MC / NEA SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

Familia Nicolás-Correa	29,0
Onchena	5,4
Jose María Galíndez	5,4
Consejo (Excl. Nicolás-Correa)	5,6
Free Float	48,3

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	12,2	12,3	12,3	12,3
Total Ingresos	119,5	114,4	120,2	131,0
EBITDA Rec.	15,2	13,4	13,7	17,8
% Var.	*-17,3*	*-11,5*	*2,0*	*29,6*
% EBITDA Rec./Ing.	*12,7*	*11,8*	*11,4*	*13,6*
% Var EBITDA sector (2)	*2,5*	*8,4*	*11,6*	*10,0*
Beneficio neto	12,0	9,3	8,9	11,4
BPA (EUR)	0,99	0,75	0,72	0,93
% Var.	*-12,1*	*-23,8*	*-4,5*	*28,6*
BPA ord. (EUR)	0,99	0,75	0,72	0,93
% Var.	*-12,9*	*-24,0*	*-4,5*	*28,6*
Free Cash Flow Rec.	-4,1	-0,1	2,9	9,3
Pay-out (%)	*30,4*	*39,6*	*41,5*	*32,2*
DPA (EUR)	0,30	0,30	0,30	0,30
Deuda financiera neta	-10,2	-4,8	-4,0	-9,6
DN / EBITDA Rec.(x)	-0,7	-0,4	-0,3	-0,5
ROE (%)	*13,6*	*9,7*	*8,8*	*10,6*
ROCE (%)	*15,1*	*9,8*	*8,7*	*10,9*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	10,0	13,1	13,7	10,6
PER Ordinario	9,9	13,1	13,7	10,6
P/BV	1,3	1,2	1,2	1,1
Dividend Yield (%)	*3,0*	*3,0*	*3,0*	*3,0*
EV/Ventas	0,96	1,00	0,95	0,87
EV/EBITDA Rec.	7,5	8,5	8,3	6,4
EV/EBIT	8,0	10,3	10,8	8,3
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*2,3*	*7,6*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-6,1*	*0,6*	*-11,2*	*91,1*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: TR Europe Industrial Machinery.
(3) Otros: Masaveu Finanzas 5,0%, Autocartera 1,3%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

NEA cerró 2025 con cifras cercanas a máximos históricos. NEA vuelve a situarse al 100% de ocupación de su capacidad productiva: ingresos de EUR 119,5 Mn (-2% vs máximo histórico de 2024) y EBITDA rec. de EUR 15,2 Mn (-17% vs 2024; margen del 12,7%). La compañía ha demostrado una elevada capacidad de ejecución (TACC ingresos 2021-2025 del +11,2%), apalancando eficientemente su estructura de costes al fuerte crecimiento en ventas (TACC EBITDA rec. del +13,5%).

2026e: año de transición marcado por un exigente plan inversor. La compañía está inmersa en un plan para ampliar su capacidad productiva, con un CAPEX acumulado 2023-2027e de c. EUR 41 Mn (ver pág. 260). Parte de los recursos productivos se dedicarán a fabricar internamente maquinaria que se instalará en su nueva nave de mecanizado en 2027. Esto, junto a las ineficiencias por las obras, y la incertidumbre geopolítica (Oriente Medio y presiones inflacionistas) auguran unos ingresos 2026e de 114,4 Mn (-4,3% vs 2025) y EBITDA rec. de 13,4 Mn (-11,5%; margen del 11,8% vs 12,7% en 2025; no incluye ingresos y gastos relativos a activaciones).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Posición de referencia en un nicho industrial (maquinaria de arranque y grandes fresadoras). Lo que le permite disfrutar de un "ciclo propio", relativamente ajeno a la situación macro. El modelo de negocio (desarrollo especializado, altas barreras de entrada e integración vertical) invita a pensar en la capacidad de NEA de crecer por encima de su sector y mantener unos márgenes superiores.

Diversificación geográfica y exposición a sectores con dinámicas positivas. NEA exporta el 91% s/ingresos (Europa 62% y China c. 11%; USA <1%). Destaca su exposición a distintos sectores (reduciendo riesgo comercial), especialmente aeroespacial, defensa y energía. Cartera de pedidos de EUR 87,3 Mn en 2025.

Balance hipersaneado (Caja Neta). Séptimo año consecutivo en posición de caja neta con EUR -10,2 Mn (c. 8% s/Mkt Cap), lo que avala su capacidad para afrontar el plan de inversión sin comprometer su estructura financiera.

Mayor capacidad, más FCF y creación de valor a partir de 2028e. A partir de 2028e, con las inversiones completadas, estimamos un FCF de EUR c. 9,3 Mn (FCF yield del 7,6%; vs EUR 9,3 Mn en 2024) y con una capacidad instalada significativamente superior, abriendo una nueva fase de creación de valor. Estimamos un ROCE 2028e del c. 11% (> WACC 10,8%), lo que valida económicamente el esfuerzo inversor.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo comercial: rentabilización de la nueva capacidad. La ampliación de capacidad exigirá más captación de pedidos para alcanzar una mayor utilización. Una menor contratación podría limitar la dilución de costes fijos (por ej., la amortización) y dificultar (i) la expansión de márgenes y (ii) la mejora del ROCE a medio plazo.

Riesgo de ejecución del CAPEX. El incremento del CAPEX implica riesgos operativos. La autofabricación afectará a ingresos y márgenes en 2026e-2027e, minorando la generación de caja.

Incertidumbre global. El sector de bienes de equipo está expuesto a ciclos de inversión. Un deterioro de la demanda (aranceles, presiones inflacionistas, conflicto en Oriente Medio) afectaría negativamente a la cartera de pedidos y a nuestras estimaciones.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Mirando hacia 2028e, seguimos viendo reserva de valor. Las razones: capacidad de generación de caja superior a partir de 2028e, ROCE estructuralmente superior a su WACC y múltiplos atractivos (EV/EBITDA 2028e 6,4x; PER 2028e 10,6x). La historia es clara: el corto plazo está condicionado por el esfuerzo inversor, pero éste sienta las bases para un nuevo ciclo de crecimiento rentable y generación de valor sostenible.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	1,1	1,5	1,8	1,6	1,7	1,7	1,7	1,7
Inmovilizado material	15,3	18,9	21,2	22,6	35,9	50,9	55,3	54,7
Otros activos no corrientes	11,0	11,4	11,4	9,9	8,9	8,9	8,9	8,9
Inmovilizado financiero	2,5	3,0	3,3	3,9	3,7	5,9	6,4	7,0
Fondo de comercio y otros intangibles	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5	9,5
Activo circulante	51,1	56,3	70,8	63,9	72,1	64,3	67,6	73,6
Total activo	**90,5**	**100,6**	**118,0**	**111,6**	**131,8**	**141,2**	**149,4**	**155,3**
Patrimonio neto	59,6	66,2	73,7	84,5	92,7	98,3	103,5	111,2
Minoritarios	0,4	1,0	1,1	1,2	0,7	0,8	1,0	1,1
Provisiones y otros pasivos a LP	3,7	4,6	5,0	5,5	6,2	6,2	6,2	6,2
Otros pasivos no corrientes	0,8	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9
Deuda financiera neta	(13,1)	(11,4)	(12,5)	(19,8)	(10,2)	(4,8)	(4,0)	(9,6)
Pasivo circulante	39,2	39,5	49,9	39,4	41,6	39,8	41,8	45,5
Total pasivo	**90,5**	**100,6**	**118,0**	**111,6**	**131,8**	**141,2**	**149,4**	**155,3**

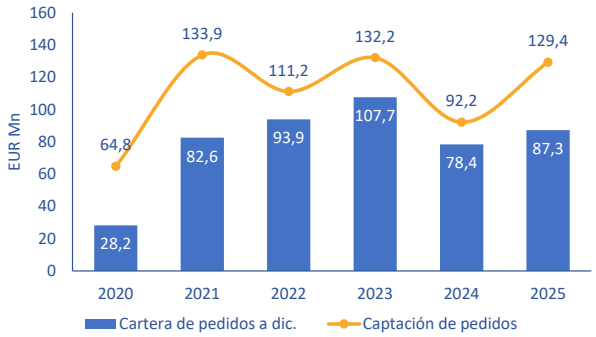
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**78,2**	**99,1**	**110,5**	**122,1**	**119,5**	**114,4**	**120,2**	**131,0**	***11,2%***	***3,1%***
Cto.Total Ingresos	*15,8%*	*26,7%*	*11,6%*	*10,5%*	*-2,2%*	*-4,3%*	*5,1%*	*9,0%*		
Coste de ventas	(34,2)	(45,9)	(49,2)	(54,0)	(54,3)	(52,7)	(55,2)	(59,1)		
Margen Bruto	**44,0**	**53,2**	**61,3**	**68,2**	**65,2**	**61,6**	**65,0**	**71,8**	***10,3%***	***3,3%***
Margen Bruto / Ingresos	*56,3%*	*53,7%*	*55,5%*	*55,8%*	*54,6%*	*53,9%*	*54,1%*	*54,9%*		
Gastos de personal	(18,8)	(21,9)	(25,8)	(28,1)	(29,1)	(27,8)	(30,1)	(31,2)		
Otros costes de explotación	(16,0)	(20,2)	(21,4)	(21,7)	(20,9)	(20,4)	(21,2)	(22,9)		
EBITDA recurrente	**9,2**	**11,1**	**14,1**	**18,4**	**15,2**	**13,4**	**13,7**	**17,8**	***13,5%***	***5,4%***
Cto.EBITDA recurrente	*12,7%*	*21,3%*	*26,6%*	*30,4%*	*-17,3%*	*-11,5%*	*2,0%*	*29,6%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*11,7%*	*11,2%*	*12,7%*	*15,0%*	*12,7%*	*11,8%*	*11,4%*	*13,6%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,1)	(0,2)	0,0	(0,2)	(0,0)	(5,2)	(0,4)	-		
EBITDA	**9,0**	**10,9**	**14,1**	**18,2**	**15,2**	**8,2**	**13,4**	**17,8**	***13,8%***	***5,4%***
Depreciación y provisiones	(1,6)	(1,7)	(1,8)	(1,8)	(1,9)	(2,1)	(2,8)	(3,6)		
Gastos capitalizados	-	-	-	0,1	1,3	5,2	0,4	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)		
EBIT	**7,3**	**9,0**	**12,1**	**16,3**	**14,3**	**11,1**	**10,6**	**13,8**	***18,3%***	***-1,2%***
Cto.EBIT	*12,0%*	*23,7%*	*34,9%*	*34,0%*	*-12,3%*	*-22,5%*	*-4,1%*	*29,8%*		
EBIT / Ingresos	*9,3%*	*9,1%*	*11,0%*	*13,3%*	*11,9%*	*9,7%*	*8,8%*	*10,5%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	1,2	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,6)	(0,4)	(0,1)	(0,0)	0,4	0,2	0,1	0,2		
Resultados por puesta en equivalencia	0,4	0,6	0,8	0,8	0,4	0,5	0,5	0,5		
Beneficio ordinario	**7,0**	**10,3**	**12,8**	**17,1**	**15,1**	**11,8**	**11,3**	**14,5**	***20,9%***	***-1,3%***
Cto.Beneficio ordinario	*8,9%*	*46,5%*	*24,0%*	*33,7%*	*-11,9%*	*-21,7%*	*-4,5%*	*28,6%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**7,0**	**10,3**	**12,8**	**17,1**	**15,1**	**11,8**	**11,3**	**14,5**	***20,9%***	***-1,3%***
Impuestos	(1,4)	(1,1)	(2,0)	(3,2)	(2,8)	(2,4)	(2,3)	(2,9)		
Tasa fiscal efectiva	*19,4%*	*11,1%*	*15,7%*	*18,8%*	*18,9%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
Minoritarios	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**5,6**	**9,0**	**10,5**	**13,7**	**12,0**	**9,3**	**8,9**	**11,4**	***21,2%***	***-1,8%***
Cto.Beneficio neto	*-3,3%*	*62,2%*	*16,6%*	*30,0%*	*-12,1%*	*-22,8%*	*-4,5%*	*28,6%*		
Beneficio ordinario neto	**5,7**	**9,2**	**10,5**	**13,9**	**12,1**	**9,3**	**8,9**	**11,4**	***20,8%***	***-1,9%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*-1,7%*	*62,4%*	*14,1%*	*31,9%*	*-12,9%*	*-23,0%*	*-4,5%*	*28,6%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**13,4**	**13,7**	**17,8**	***13,5%***	***5,4%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,3)	(0,3)	(0,4)		
Var.capital circulante						6,0	(1,2)	(2,3)		
Cash Flow operativo recurrente						**19,1**	**12,1**	**15,1**	***-15,7%***	***19,4%***
CAPEX						(17,1)	(7,1)	(3,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						0,2	0,1	0,2		
Impuestos						(2,4)	(2,3)	(2,9)		
Free Cash Flow Recurrente						**(0,1)**	**2,9**	**9,3**	***-22,8%***	***62,3%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(1,6)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(1,7)**	**2,9**	**9,3**	***-24,9%***	***53,4%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(3,7)	(3,7)	(3,7)		
Variación de Deuda financiera neta						**5,4**	**0,8**	**(5,7)**		

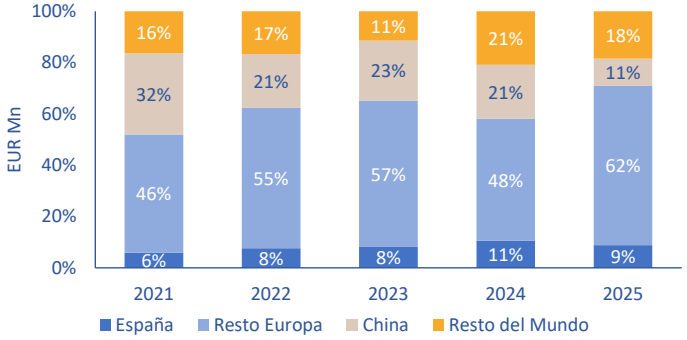
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

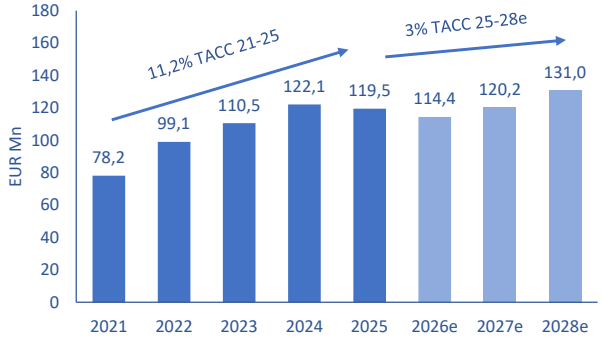
Reforzamiento de la cartera de pedidos (ofreciendo visibilidad) tras un incremento significativo de la captación de pedidos



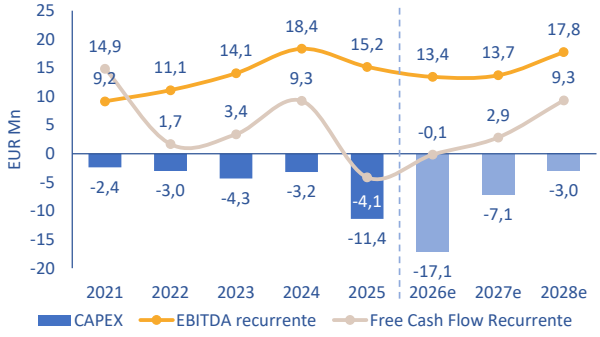
Mix de ingresos: diversificación geográfica, con exposición a mercados en crecimiento



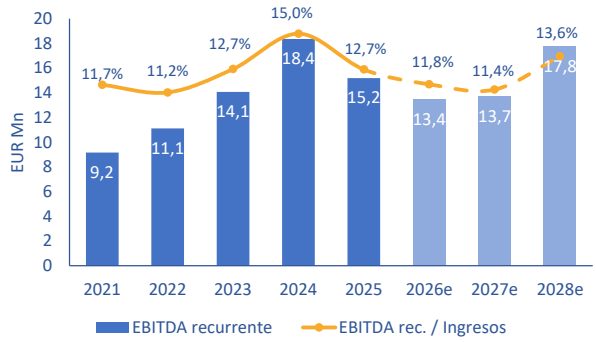
El crecimiento de los últimos años ha llevado a NEA a cifras récord y al 100% de su capacidad productiva



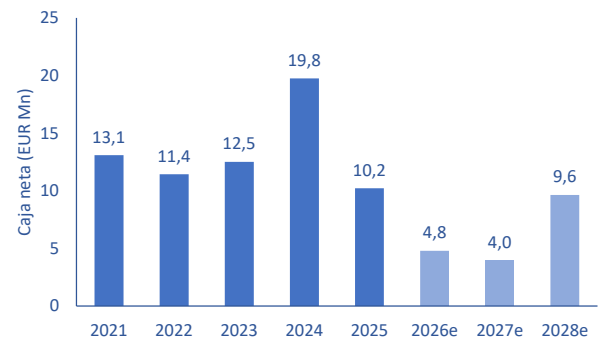
NEA ha anunciado un plan de inversión, que mermará la rentabilidad y la generación de caja durante el periodo 2026e-2027e



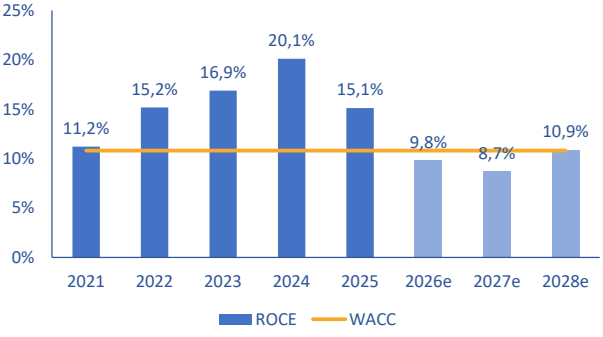
El apalancamiento operativo debería permitirle recuperar un margen EBITDA c.14% en 2028e tras la ampliación de capacidad



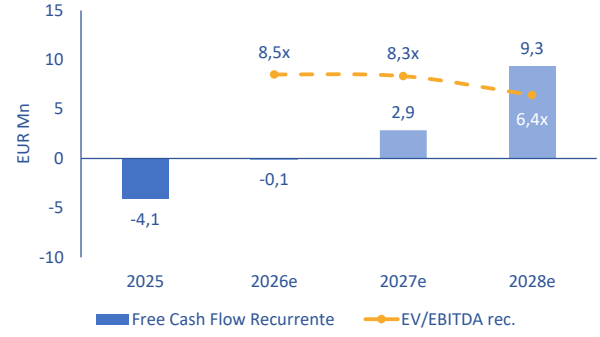
La posición de caja neta (8% s/market cap) avala la capacidad de inversión de NEA y mantiene flexibilidad financiera



En una compañía en la que la creación de valor es clara y sostenida: ROCE 2028e c. 11% (> WACC 10,8%) y con recorrido adicional



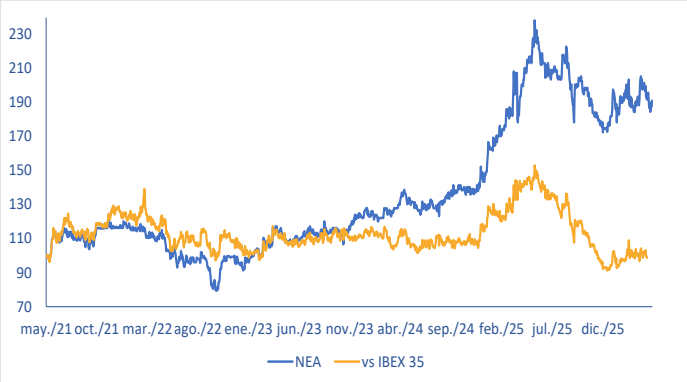
Generación de caja superior a partir de 2028e, cotizando a múltiplos (objetivamente) bajos (EV/EBITDA 2028e 6,4x)



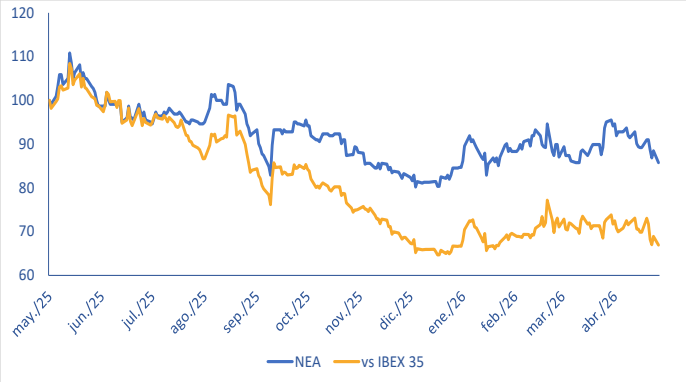
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

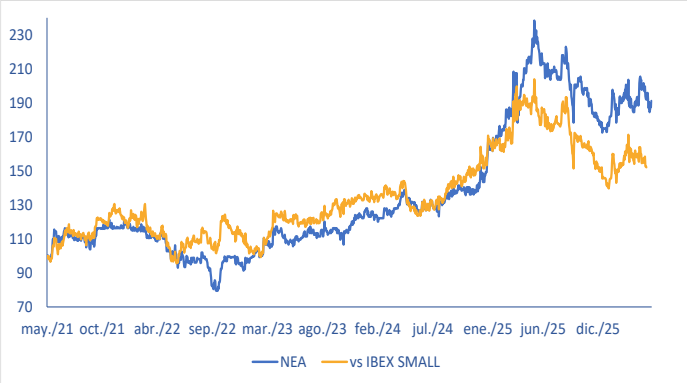
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



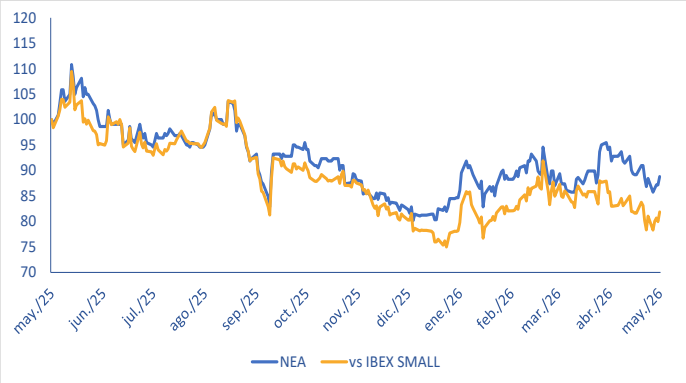
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



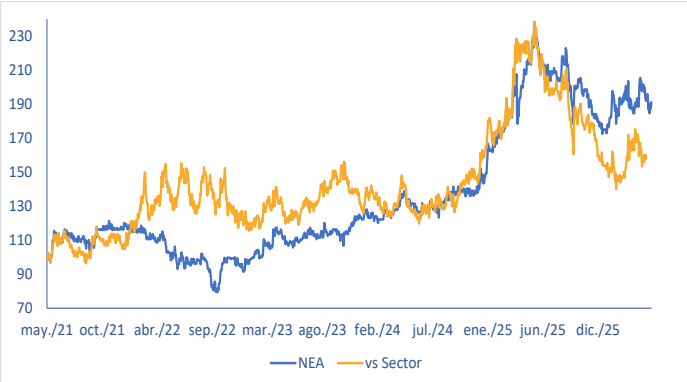
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



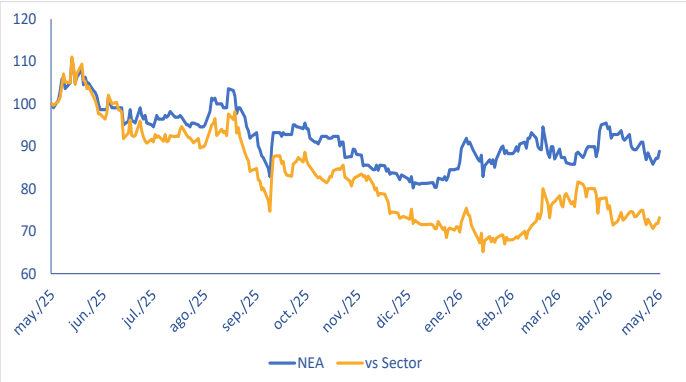
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: TR Europe Industrial Machinery

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-6,1	0,6	-11,2	10,5	79,3	91,1
vs Mercado						
vs Ibex 35	-3,1	0,9	-29,8	8,6	-6,4	-0,8
vs Euro STOXX 50	-4,3	3,3	-17,5	9,8	32,8	31,7
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-4,6	-0,2	-18,1	7,7	27,7	52,5
vs Segmento Micro Cap España [1]	-7,4	0,0	-22,0	7,8	37,0	86,3
vs MSCI Europe Micro Cap	-8,2	-1,1	-22,9	7,0	48,4	91,2
vs Sector						
vs TR Europe Industrial Machinery	-3,7	7,7	-26,8	3,6	30,6	57,1

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**11,1**	**14,1**	**18,4**	**15,2**	**13,4**	**13,7**	**17,8**	***11,0%***	***5,4%***
Cto.EBITDA recurrente	*21,3%*	*26,6%*	*30,4%*	*-17,3%*	*-11,5%*	*2,0%*	*29,6%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*11,2%*	*12,7%*	*15,0%*	*12,7%*	*11,8%*	*11,4%*	*13,6%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	(4,8)	(4,2)	(3,6)	(6,0)	6,0	(1,2)	(2,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**6,1**	**9,7**	**14,5**	**8,9**	**19,1**	**12,1**	**15,1**	***13,2%***	***19,4%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-65,2%*	*59,0%*	*49,7%*	*-39,0%*	*115,8%*	*-36,6%*	*24,4%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*6,2%*	*8,8%*	*11,9%*	*7,4%*	*16,7%*	*10,1%*	*11,5%*		
- CAPEX	(3,0)	(4,3)	(3,2)	(11,4)	(17,1)	(7,1)	(3,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,3)	0,1	0,6	0,6	0,2	0,1	0,2		
- Impuestos	(1,1)	(2,1)	(2,7)	(2,2)	(2,4)	(2,3)	(2,9)		
= Free Cash Flow recurrente	**1,7**	**3,4**	**9,3**	**(4,1)**	**(0,1)**	**2,9**	**9,3**	***-64,2%***	***62,3%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-88,6%*	*102,1%*	*170,7%*	*-144,4%*	*96,5%*	*n.a.*	*227,4%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*1,7%*	*3,1%*	*7,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*2,4%*	*7,1%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,2)	0,0	(0,2)	(0,0)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,7)	(0,8)	0,7	(0,8)	(1,6)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	1,1	1,4	0,7	(0,9)	-	-	-		
= Free Cash Flow	**0,9**	**4,0**	**10,5**	**(5,8)**	**(1,7)**	**2,9**	**9,3**	***n.a.***	***53,4%***
Cto. Free Cash Flow	*-93,6%*	*370,5%*	*161,6%*	*-155,4%*	*70,0%*	*263,8%*	*227,4%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*1,4%*	*2,8%*	*7,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*2,3%*	*7,6%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*0,7%*	*3,3%*	*8,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*2,3%*	*7,6%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**14,9**	**1,7**	**3,4**	**9,3**	**(4,1)**	**(0,1)**	**2,9**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	2,4	1,3	1,5	(0,4)	(0,6)	0,7	1,2
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,5)	1,7	2,8	(2,8)	(1,1)	(0,4)	2,8
= Variación EBITDA recurrente	**2,0**	**3,0**	**4,3**	**(3,2)**	**(1,7)**	**0,3**	**4,1**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	-	(0,0)	(0,0)
+/- Impacto por variación del capital circulante	(13,4)	0,6	0,6	(2,4)	12,0	(7,3)	(1,1)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(11,5)**	**3,6**	**4,8**	**(5,7)**	**10,3**	**(7,0)**	**3,0**
+/-Variación del CAPEX	(0,6)	(1,3)	1,1	(8,2)	(5,7)	10,0	4,1
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	0,4	0,5	0,0	(0,4)	(0,1)	0,1
+/- Variación de impuestos	(1,1)	(0,9)	(0,6)	0,5	(0,2)	0,1	(0,6)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(13,2)**	**1,7**	**5,8**	**(13,4)**	**4,0**	**3,0**	**6,5**
Free Cash Flow Recurrente	**1,7**	**3,4**	**9,3**	**(4,1)**	**(0,1)**	**2,9**	**9,3**

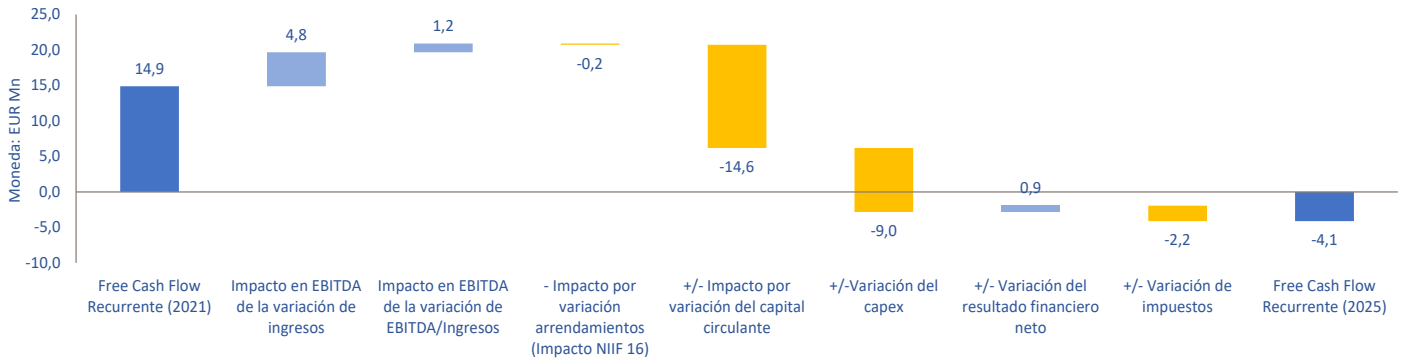
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**9,0**	**12,1**	**16,3**	**14,3**	**11,1**	**10,6**	**13,8**	***16,6%***	***-1,2%***
** Tasa fiscal teórica*	*11,1%*	*15,7%*	*18,8%*	*18,9%*	*20,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,0)	(1,9)	(3,1)	(2,7)	(2,2)	(2,1)	(2,8)		
EBITDA recurrente	**11,1**	**14,1**	**18,4**	**15,2**	**13,4**	**13,7**	**17,8**	***11,0%***	***5,4%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)		
+/- Var. Capital circulante	(4,8)	(4,2)	(3,6)	(6,0)	6,0	(1,2)	(2,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**6,1**	**9,7**	**14,5**	**8,9**	**19,1**	**12,1**	**15,1**	***13,2%***	***19,4%***
- CAPEX	(3,0)	(4,3)	(3,2)	(11,4)	(17,1)	(7,1)	(3,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(1,0)	(1,9)	(3,1)	(2,7)	(2,2)	(2,1)	(2,8)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**2,1**	**3,5**	**8,3**	**(5,2)**	**(0,2)**	**2,9**	**9,3**	***-65,0%***	***55,9%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-84,8%*	*66,1%*	*138,8%*	*-162,9%*	*96,5%*	*n.a.*	*223,5%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	2,1%	3,1%	6,8%	n.a.	n.a.	2,4%	7,1%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,2)	0,0	(0,2)	(0,0)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(1,7)	(0,8)	0,7	(0,8)	(1,6)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	1,1	1,4	0,7	(0,9)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**1,2**	**4,1**	**9,5**	**(6,9)**	**(1,8)**	**2,9**	**9,3**	***-96,2%***	***49,6%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-89,9%*	*225,5%*	*134,4%*	*-172,7%*	*74,2%*	*261,8%*	*223,5%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*1,8%*	*3,0%*	*7,2%*	*n.a.*	*n.a.*	*2,5%*	*8,2%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*1,1%*	*3,5%*	*8,3%*	*n.a.*	*n.a.*	*2,5%*	*8,2%*		

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

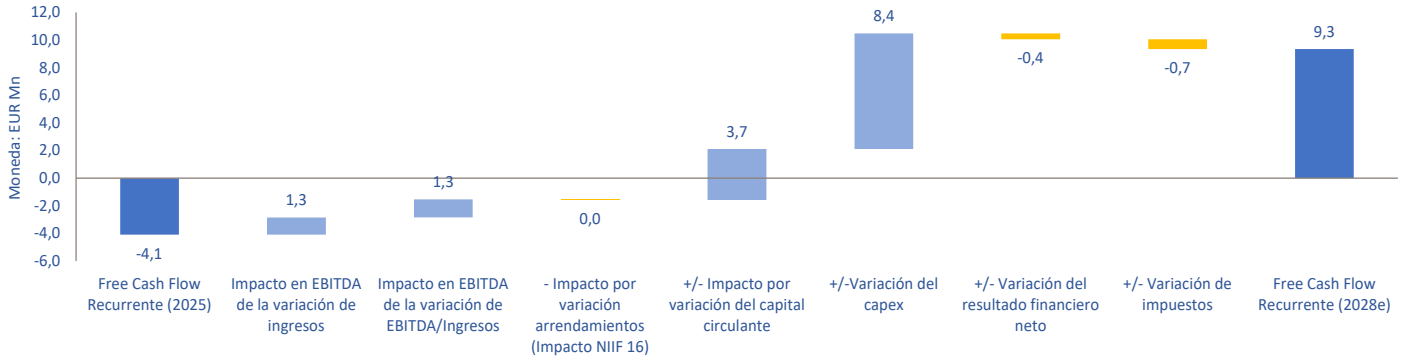
Nota: en 2025 (i) NEA prácticamente terminó la ampliación de la zona de montaje de su fábrica (+5.000 m2 y mayor capacidad en altura) y continúa con la construcción de una nueva nave anexa a las instalaciones existentes; (ii) su filial, Correa Mecanizado, continúa avanzando en la construcción de la nueva nave que se situará en la parcela adquirida en 2022 de 21.000 m2 (16.000 m2 edificables) y ha realizado nuevos pagos para la adquisición de maquinaria que instalará en sus nuevas instalaciones; (iii) su filial, Correa Electrónica, finalizó la ampliación de sus instalaciones y compró una 2ª nave adyacente; (iv) su filial, GNC Caldelería ha sustituido la máquina de corte por láser e incorporado una cabina integral de pintura.

Analítica del Free Cash Flow (II)

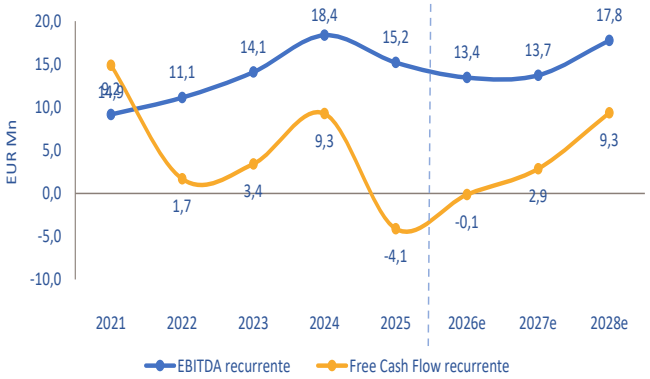
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



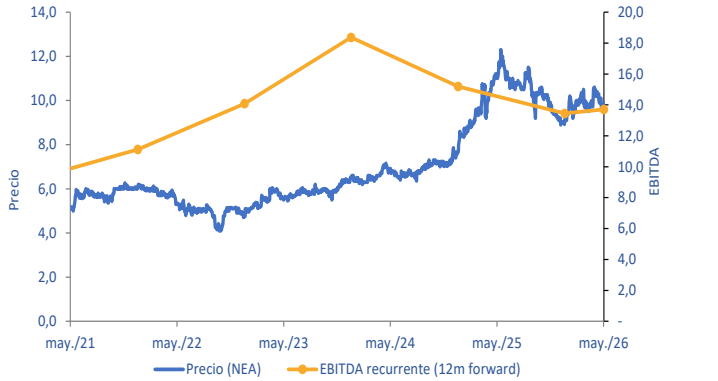
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(1,8)**	**2,9**	**9,3**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**121,4**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**-10,2**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta	3,8%	4,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,2%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,0%**	**3,4%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,2	B (estimación propia)	1,1	1,3
Coste del Equity	**10,8%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,7%**	**12,1%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D	=	=
WACC	**10,8%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,7%**	**12,1%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	121,4	
+ Minoritarios	0,7	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	6,2	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	(10,2)	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	3,7	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**114,3**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	11,2%	15,2%	16,9%	20,1%	15,1%

	2025	2028e
ROCE - WACC	4,3%	0,1%
FCF Yield - WACC	n.a.	-2,7%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	12,5%	15,0	7,6x
Central	11,4%	13,7	8,3x
Min	10,3%	12,4	9,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	5,3%	5,9%	6,5%
15,0	4,9	4,2	3,5
13,7	3,6	2,9	2,1
12,4	2,3	1,5	0,8

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	4,0%	3,4%	2,8%
Central	2,9%	2,3%	1,7%
Min	1,8%	1,3%	0,7%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	28,6%	28,6%	42,9%
% de consejeros dominicales	28,6%	28,6%	28,6%
% de consejeros ejecutivos	14,3%	14,3%	14,3%
% de otros consejeros	28,6%	28,6%	14,3%
% de mujeres en el consejo de administración	42,9%	42,9%	42,9%
% de mujeres en la plantilla	12,5%	12,4%	12,7%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	3,6%	3,3%	5,0%

Principales comparables 2026e

		Máquina-herramienta					
	EUR Mn	Georg Fischer	Makino	Starrag	Datron	Average	NEA
Datos Mercado	Ticker (Factset)	GF.S	6135.T	STGN.S	DARG.DE		NEA.MC
	País	Switzerland	Japan	Switzerland	Germany		Spain
	Market cap	3.760,5	1.841,9	193,2	39,1		121,4
	Enterprise value (EV)	5.631,4	1.720,9	186,9	64,7		114,3
Información financiera básica	Total Ingresos	3.610,5	1.470,0	512,8	60,2		114,4
	Cto.Total Ingresos	*10,1%*	*3,9%*	*3,4%*	*0,0%*	*4,4%*	*-4,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*3,0%*	*5,7%*	*4,7%*	*8,1%*	*5,4%*	*7,0%*
	EBITDA	470,0	223,8	34,7	2,6		8,2
	Cto. EBITDA	*-13,0%*	*24,1%*	*51,3%*	*n.a.*	*20,8%*	*-45,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*14,0%*	*15,6%*	*8,0%*	*91,1%*	*32,2%*	*47,0%*
	EBITDA/Ingresos	*13,0%*	*15,2%*	*6,8%*	*4,3%*	*9,8%*	*7,2%*
	EBIT	258,8	n.a.	21,8	1,9		11,1
	Cto. EBIT	*-39,0%*	*n.a.*	*144,2%*	*n.a.*	*52,6%*	*-22,5%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*36,5%*	*n.a.*	*11,0%*	*89,5%*	*45,6%*	*11,6%*
	EBIT/Ingresos	*7,2%*	*n.a.*	*4,2%*	*3,1%*	*4,8%*	*9,7%*
	Beneficio Neto	116,8	132,4	17,7	n.a.		9,3
	Cto. Beneficio Neto	*-46,6%*	*16,3%*	*223,1%*	*n.a.*	*64,3%*	*-22,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*63,9%*	*10,3%*	*11,3%*	*n.a.*	*28,5%*	*10,8%*
	CAPEX/Ventas	*4,2%*	*7,4%*	*3,1%*	*18,6%*	*8,3%*	*14,9%*
	Free Cash Flow	199,0	n.a.	15,5	n.a.		(1,7)
	Deuda financiera Neta	1.471,8	(115,4)	(32,3)	25,1		(4,8)
	DN/EBITDA (x)	3,1	n.a.	n.a.	9,7	6,4	n.a.
	Pay-out	*106,5%*	*38,3%*	*50,7%*	*n.a.*	*65,2%*	*39,6%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	24,6	13,2	11,7	n.a.	16,5	13,1
	P/BV (x)	n.a.	1,1	0,5	0,9	0,9	1,2
	EV/Ingresos (x)	1,6	1,2	0,4	1,1	1,0	1,0
	EV/EBITDA (x)	12,0	7,7	5,4	25,0	12,5	13,9
	EV/EBIT (x)	21,8	n.a.	8,6	34,8	21,7	10,3
	ROE	*107,2*	*9,0*	*5,0*	*0,2*	*30,3*	*9,7*
	FCF Yield (%)	*5,3*	*n.a.*	*8,0*	*n.a.*	*6,7*	*n.a.*
	DPA	*1,52*	*2,17*	*1,64*	*0,10*	*1,36*	*0,30*
	Dvd Yield	*3,3%*	*2,9%*	*4,6%*	*1,0%*	*3,0%*	*3,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**56,2**	**60,5**	**59,2**	**72,1**	**74,3**	**67,5**	**78,2**	**99,1**	**110,5**	**122,1**	**119,5**	**114,4**	**120,2**	**131,0**	***7,8%***	***3,1%***
Cto. Total ingresos	*-0,5%*	*7,7%*	*-2,1%*	*21,7%*	*3,0%*	*-9,1%*	*15,8%*	*26,7%*	*11,6%*	*10,5%*	*-2,2%*	*-4,3%*	*5,1%*	*9,0%*		
EBITDA	**3,7**	**5,6**	**4,3**	**8,4**	**9,3**	**8,1**	**9,0**	**10,9**	**14,1**	**18,2**	**15,2**	**8,2**	**13,4**	**17,8**	***15,1%***	***5,4%***
Cto. EBITDA	*-2,6%*	*49,3%*	*-22,1%*	*94,5%*	*11,0%*	*-13,0%*	*11,3%*	*20,8%*	*29,2%*	*28,6%*	*-16,6%*	*-45,8%*	*62,5%*	*33,0%*		
EBITDA/Ingresos	*6,6%*	*9,2%*	*7,3%*	*11,7%*	*12,6%*	*12,0%*	*11,6%*	*11,0%*	*12,8%*	*14,9%*	*12,7%*	*7,2%*	*11,1%*	*13,6%*		
Beneficio neto	**1,4**	**4,1**	**2,2**	**7,8**	**8,1**	**5,8**	**5,6**	**9,0**	**10,5**	**13,7**	**12,0**	**9,3**	**8,9**	**11,4**	***24,4%***	***-1,8%***
Cto. Beneficio neto	*0,2%*	*203,0%*	*-45,6%*	*250,0%*	*2,8%*	*-28,4%*	*-3,3%*	*62,2%*	*16,6%*	*30,0%*	*-12,1%*	*-22,8%*	*-4,5%*	*28,6%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	12,2	12,2	12,2	12,2	12,3	12,2	12,1	12,1	12,1	12,2	12,2	12,3	12,3	12,3		
BPA (EUR)	0,11	0,34	0,18	0,64	0,66	0,47	0,46	0,75	0,87	1,13	0,99	0,75	0,72	0,93	*24,5%*	*-2,2%*
Cto. BPA	*0,2%*	*n.a.*	*-45,6%*	*n.a.*	*2,6%*	*-27,8%*	*-2,8%*	*62,3%*	*16,1%*	*29,8%*	*-12,1%*	*-23,8%*	*-4,5%*	*28,6%*		
BPA ord. (EUR)	0,11	0,18	0,35	0,60	0,66	0,47	0,47	0,76	0,86	1,14	0,99	0,75	0,72	0,93	*24,5%*	*-2,3%*
Cto. BPA ord.	*0,2%*	*60,0%*	*99,7%*	*70,7%*	*8,6%*	*-27,8%*	*-1,1%*	*62,6%*	*13,6%*	*31,8%*	*-12,9%*	*-24,0%*	*-4,5%*	*28,6%*		
CAPEX	(1,5)	(0,9)	(1,0)	(1,9)	(1,8)	(2,9)	(2,4)	(3,0)	(4,3)	(3,2)	(11,4)	(17,1)	(7,1)	(3,0)		
CAPEX/Vtas %[1]	*2,6%*	*1,5%*	*1,7%*	*2,6%*	*2,4%*	*4,2%*	*3,1%*	*3,0%*	*3,9%*	*2,6%*	*9,5%*	*14,9%*	*5,9%*	*2,3%*		
Free Cash Flow	**2,3**	**3,0**	**5,3**	**5,9**	**8,3**	**(0,8)**	**13,4**	**0,9**	**4,0**	**10,5**	**(5,8)**	**(1,7)**	**2,9**	**9,3**	***-16,2%***	***53,4%***
DN/EBITDA (x) [2]	*3,9x*	*2,2x*	*1,9x*	*0,2x*	*-0,5x*	*-0,2x*	*-1,4x*	*-1,0x*	*-0,9x*	*-1,1x*	*-0,7x*	*-0,6x*	-0,3x	-0,5x		
PER (x)	*11,5x*	*5,2x*	*17,5x*	*5,1x*	*7,1x*	*10,3x*	*13,0x*	*6,4x*	*7,5x*	*6,8x*	*9,0x*	*13,1x*	13,7x	10,6x		
EV/Vtas (x)	*0,63x*	*0,55x*	*0,81x*	*0,55x*	*0,74x*	*0,90x*	*0,80x*	*0,50x*	*0,64x*	*0,64x*	*0,86x*	*1,00x*	0,95x	0,87x		
EV/EBITDA (x) [2]	*9,5x*	*6,0x*	*11,0x*	*4,7x*	*5,9x*	*7,5x*	*6,9x*	*4,5x*	*5,0x*	*4,3x*	*6,8x*	*13,9x*	8,6x	6,4x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*36,9%*	*83,1%*	*1,7%*	*44,3%*	*4,5%*	*22,4%*	*-20,8%*	*36,8%*	*18,5%*	*15,8%*	*10,5%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*39,7%*	*70,5%*	*19,6%*	*29,1%*	*23,6%*	*13,5%*	*-16,2%*	*11,5%*	*3,2%*	*-22,4%*	*8,6%*				

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

Pangaea Oncology

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Biotechnology
Precio de Cierre: EUR 1,54 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

Pangaea Oncology (PANG) es una compañía biotecnológica española (Zaragoza) de pequeño tamaño, especializada en diagnóstico y tratamiento oncológico diferenciado y servicios a empresas (diagnóstico molecular y descubrimiento de biomarcadores para la industria farmacéutica). Dirigida por un equipo médico de primer nivel y que incluye a sus fundadores (c.12% del capital). La Familia Villagrá (Vidaro) y GPI (Mayoral) son socios de referencia.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	55,7	64,8
EV (Mn EUR y USD)	56,7	65,9
Número de Acciones (Mn)	36,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,75 / 1,69 / 1,54	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	0,5	
Refinitiv / Bloomberg	PANGO.MC / PANG SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

GPI (Familia Domínguez, Mayoral)	14,7
Inv. Industriales Serpis	7,4
Vidaro Inv. (Fam. Villagrá Blanco)	7,3
Mirling Europe	7,0
Free Float	11,5

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	35,9	36,2	36,2	36,2
Total Ingresos	14,5	17,1	19,7	21,4
EBITDA Rec.	-2,7	-0,8	1,0	2,1
% Var.	*-26,0*	*69,2*	*217,0*	*112,7*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*n.a.*	*4,9*	*9,7*
% Var EBITDA sector (2)	*8,8*	*3,2*	*26,0*	*16,5*
Beneficio neto	-3,6	-1,8	0,2	1,1
BPA (EUR)	-0,10	-0,05	0,00	0,03
% Var.	*-193,0*	*50,1*	*109,1*	*586,1*
BPA ord. (EUR)	-0,09	-0,05	0,00	0,03
% Var.	*-103,0*	*48,0*	*109,3*	*586,1*
Free Cash Flow Rec.	-4,0	-1,9	0,4	1,4
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	2,8	3,1	2,7	1,3
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	2,8	0,6
ROE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*0,8*	*5,2*
ROCE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*1,4*	*5,0*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.	n.a.	49,2
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	49,2
P/BV	2,6	2,6	2,6	2,5
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	3,91	3,31	2,87	2,65
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	27,4
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	38,1
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*0,6*	*2,5*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-9,4*	*-6,7*	*-9,9*	*-21,9*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: TR Europe Biotechnology.
(3) Otros: Fundadores 11,7%, Eléctrica del Oeste 6,8%, Areyhold 6,6%, Inversiones Orensanas de Patrimonio 6,6%

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

El 2025 ha sido el año de la consolidación, tras dos años de fuertes inversiones. PANG registró unos ingresos 2025 de EUR EUR 14,5Mn, +1,8% vs 2024. Los ingresos de gestión asistencial (87% del total) crecieron un +3,4% hasta EUR 12,6Mn, basados en el crecimiento orgánico, apoyado por las sinergias intra-grupo en pruebas de alto valor añadido. Sin embargo, el OPEX para apoyar el crecimiento futuro ha impactado negativamente la rentabilidad (EBITDA rec. EUR -2,7Mn).

En 2026, PANG se focalizará en la consolidación de las sinergias del M&A y el OPEX de los últimos dos años, y el despegue de la línea de servicios a empresas, para dar un paso adicional hacia el break-even a nivel operativo (EBITDA rec**.).** Este es uno de los objetivos del modelo de negocio y clave del equity story. Estimamos unos ingresos 2026e de c.EUR 17,1 Mn y un EBITDA rec. 26e EUR -0,8Mn).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Uno de los segmentos de mayor crecimiento estructural del sector salud. PANG es una plataforma especializada en oncología de precisión que combina actividad asistencial, diagnóstico molecular y ensayos clínicos.

Modelo circular entre sus líneas de negocio y difícil de replicar. Con acceso directo a pacientes, capacidades de diagnóstico avanzado y relaciones crecientes con la industria farmacéutica, lo que le permite capturar valor en toda la cadena de la medicina personalizada**.** La combinación del equipo de su laboratorio de biología molecular con el equipo médico asistencial permite ofrecer mejoras terapéuticas para sus pacientes. Este modelo circular fomenta una constante generación de ideas innovadoras en el campo de la oncología, lo que se traduce en proyectos de I+D en oncología para la industria farmacéutica.

Comenzar a materializar el crecimiento orgánico a partir de 2026e… Esperamos que PANG muestre en el año 2026 su capacidad de acelerar el crecimiento en las líneas de mayor valor añadido (principalmente ensayos clínicos y servicios a las empresas farma), que presentan un perfil mucho más escalable y rentable que la actividad asistencial tradicional. La cartera contratada con empresas farma (>EUR 6 Mn) aporta visibilidad para 2026-2027 y podría marcar un punto de inflexión en crecimiento y márgenes si se ejecuta correctamente, lo que debería empujar los ingresos hasta EUR 21,4 Mn en 2028e (+13,9% TACC 2025-2028e).

… y las sinergias llevarán a PANG a superar break-even en EBITDA Rec. en 2027e. El reto de la rentabilidad es el principal pilar del equity story. Esperamos que para 2027 el EBITDA alcance EUR 1,0 Mn (vs EUR -2,7 Mn en 2025). Esperamos un reducido consumo de FCF en 2026e, y generación positiva de caja en 2027e y 2028e. Sin tener en cuenta posibles operaciones de crecimiento inorgánico que aceleren la obtención de EBITDA recurrente positivo.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Márgenes inestables. el principal reto sigue siendo la rentabilidad y la generación de caja, tras un 2025 impactado por inversiones en estructura y tecnología.

Riesgo de pérdida de personal clave. La capacidad de atraer y mantener personal clave es uno de los principales riesgos del modelo de negocio de PANG.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

El reto de apalancarse sobre las recientes inversiones en (M&A, tecnología, estructura organizativa) para alcanzar breakeven en EBITDA. Si la compañía consigue convertir estas inversiones en crecimiento operativo y expansión de márgenes, el mercado podría empezar a valorar PANG más como una plataforma de medicina personalizada/CRO especializada (Organización de Investigación por Contrato), que como una pequeña compañía de servicios sanitarios tradicionales. Con potencial de rerating en múltiplos.

El potencial (teórico) de crecimiento de la plataforma integrada de PANG sigue sin cotizar, dado el comportamiento -12m (-9,9%; -21,0% vs sector). La condición *sine qua non* para que esto se revierta es hacer visible en resultados operativos (EBITDA "cash") una mejora rápida de la rentabilidad. Lo que convierte los resultados y el newsflow 2026 en clave.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	8,2	9,6	12,7	13,0	12,8	12,7	12,7	12,7
Inmovilizado material	0,4	0,4	0,5	0,9	1,2	1,2	1,2	1,2
Otros activos no corrientes	4,0	4,0	2,7	2,9	3,0	2,7	2,5	2,1
Inmovilizado financiero	0,6	0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Fondo de comercio y otros intangibles	0,0	0,6	3,2	2,4	2,1	2,1	2,1	2,1
Activo circulante	4,6	4,8	6,8	8,7	9,8	11,3	12,3	13,1
Total activo	**17,9**	**19,9**	**26,0**	**28,0**	**29,0**	**30,2**	**31,0**	**31,3**
Patrimonio neto	14,1	22,9	17,8	22,1	21,3	21,1	21,2	22,4
Minoritarios	-	0,2	1,0	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Provisiones y otros pasivos a LP	0,3	0,3	1,0	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	2,4	(4,8)	2,9	1,2	2,8	3,1	2,7	1,3
Pasivo circulante	1,1	1,3	3,2	3,1	3,6	4,7	5,6	6,2
Total pasivo	**17,9**	**19,9**	**26,0**	**28,0**	**29,0**	**30,2**	**31,0**	**31,3**

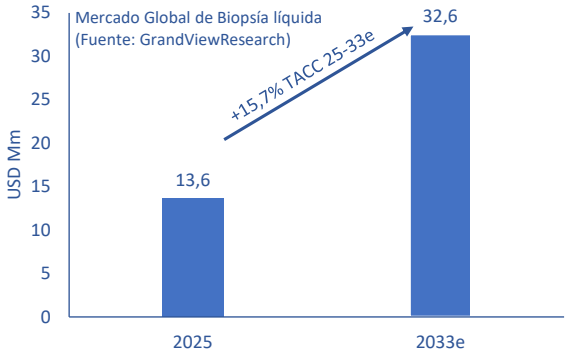
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**21-25**	**25-28e**
Total Ingresos	**4,6**	**4,4**	**8,0**	**14,6**	**14,5**	**17,1**	**19,7**	**21,4**	***33,2%***	***13,9%***
Cto.Total Ingresos	*12,3%*	*-5,1%*	*83,1%*	*83,0%*	*-1,1%*	*18,3%*	*15,3%*	*8,4%*		
Coste de ventas	(1,5)	(2,6)	(2,2)	(2,5)	(2,3)	(2,8)	(3,2)	(3,5)		
Margen Bruto	**3,1**	**1,8**	**5,8**	**12,1**	**12,2**	**14,3**	**16,5**	**17,9**	***41,1%***	***13,8%***
Margen Bruto / Ingresos	*66,6%*	*41,3%*	*72,5%*	*82,9%*	*84,0%*	*83,7%*	*83,7%*	*83,8%*		
Gastos de personal	(3,2)	(3,6)	(5,6)	(9,4)	(10,1)	(10,2)	(10,4)	(10,6)		
Otros costes de explotación	(1,5)	(1,5)	(3,2)	(4,9)	(4,7)	(4,9)	(5,1)	(5,2)		
EBITDA recurrente	**(1,6)**	**(3,3)**	**(3,0)**	**(2,1)**	**(2,7)**	**(0,8)**	**1,0**	**2,1**	***-14,3%***	***40,4%***
Cto.EBITDA recurrente	*-2,8%*	*-110,5%*	*9,5%*	*29,0%*	*-26,0%*	*69,2%*	*217,0%*	*112,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,9%*	*9,7%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,1)	(0,3)	(0,4)	(0,0)	(0,7)	-	-	-		
EBITDA	**(1,6)**	**(3,6)**	**(3,5)**	**(2,1)**	**(3,4)**	**(0,8)**	**1,0**	**2,1**	***-19,6%***	***37,8%***
Depreciación y provisiones	(1,0)	(1,2)	(2,3)	(2,4)	(2,6)	(2,6)	(2,6)	(2,6)		
Gastos capitalizados	2,1	2,3	2,0	2,5	2,2	2,0	2,0	2,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**(0,5)**	**(2,6)**	**(3,8)**	**(2,1)**	**(3,7)**	**(1,4)**	**0,4**	**1,5**	***-62,7%***	***33,8%***
Cto.EBIT	*67,1%*	*-380,1%*	*-49,3%*	*46,2%*	*-81,7%*	*61,9%*	*127,4%*	*280,9%*		
EBIT / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,0%*	*6,9%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,4)	(0,1)	0,4	0,4	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(0,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,2)	(0,2)	(0,1)	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**(1,1)**	**(2,8)**	**(3,5)**	**(1,7)**	**(4,0)**	**(1,7)**	**0,2**	**1,4**	***-38,4%***	***32,7%***
Cto.Beneficio ordinario	*41,1%*	*-158,5%*	*-23,5%*	*51,7%*	*-137,6%*	*56,6%*	*112,3%*	*535,9%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**(1,1)**	**(2,8)**	**(3,5)**	**(1,7)**	**(4,0)**	**(1,7)**	**0,2**	**1,4**	***-38,4%***	***32,7%***
Impuestos	0,5	0,1	(1,3)	0,5	0,5	(0,0)	(0,0)	(0,2)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*10,0%*	*15,0%*		
Minoritarios	-	0,0	0,1	0,1	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	(0,1)	-	-	-	-		
Beneficio neto	**(0,6)**	**(2,7)**	**(4,7)**	**(1,2)**	**(3,6)**	**(1,8)**	**0,2**	**1,1**	***-53,8%***	***32,3%***
Cto.Beneficio neto	*63,4%*	*-322,5%*	*-71,7%*	*74,9%*	*-208,3%*	*49,7%*	*109,1%*	*586,1%*		
Beneficio ordinario neto	**(1,0)**	**(2,5)**	**(2,9)**	**(1,6)**	**(3,4)**	**(1,8)**	**0,2**	**1,1**	***-34,5%***	***32,7%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*51,1%*	*-144,6%*	*-15,9%*	*45,9%*	*-113,5%*	*47,6%*	*109,3%*	*586,1%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**21-25**	**25-28e**
EBITDA recurrente						**(0,8)**	**1,0**	**2,1**	***-14,3%***	***40,4%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,5)	(0,1)	(0,1)		
Cash Flow operativo recurrente						**-1,3**	**0,9**	**2,0**	***-10,4%***	***37,3%***
CAPEX						(0,5)	(0,6)	(0,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,3)	(0,2)	(0,1)		
Impuestos						0,2	0,2	0,2		
Free Cash Flow Recurrente						**(1,9)**	**0,4**	**1,4**	***-15,8%***	***33,2%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(1,9)**	**0,4**	**1,4**	***-18,1%***	***32,2%***
Ampliaciones de capital						1,6	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**0,4**	**(0,4)**	**(1,4)**		

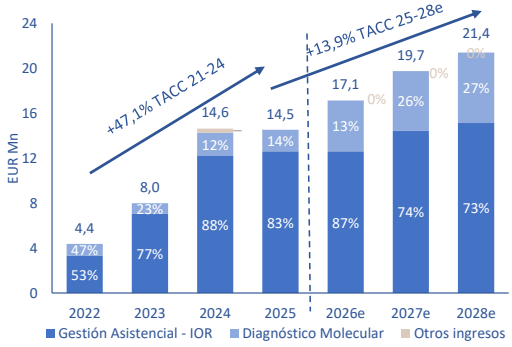
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

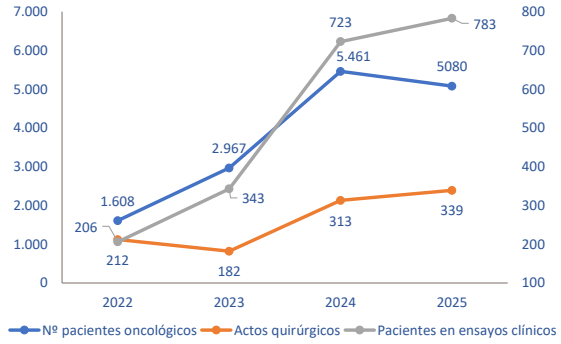
PANG apuesta por una tecnología (biopsia líquida) con expectativas racionales de alto crecimiento…



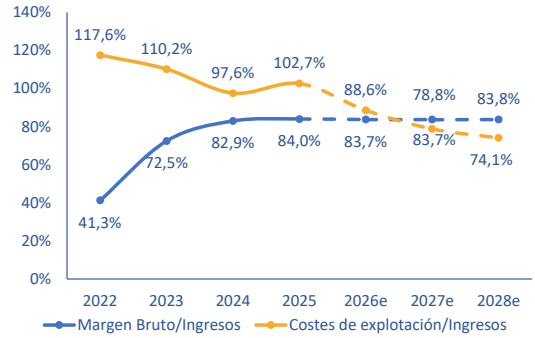
… y se encuentra bien posicionada para aprovecharlo (+13,9% TACC 25-28e)



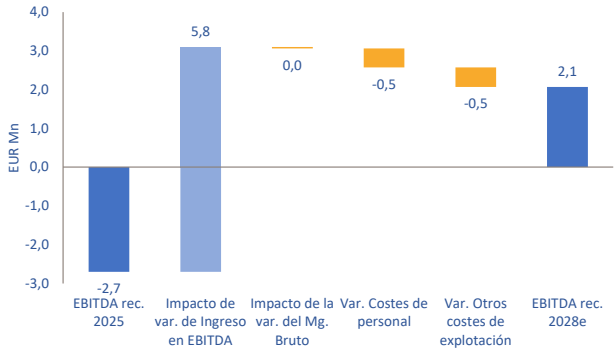
El M&A ejecutado en 2023 explicó parte del crecimiento total del 2024 y 2025



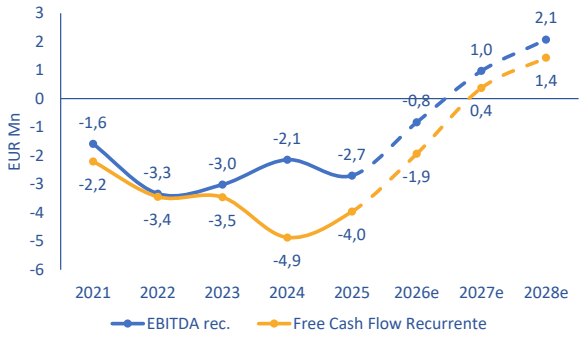
Esperamos que los márgenes permanezcan estables (Mg. Bruto c. 84% a partir de 2027e)



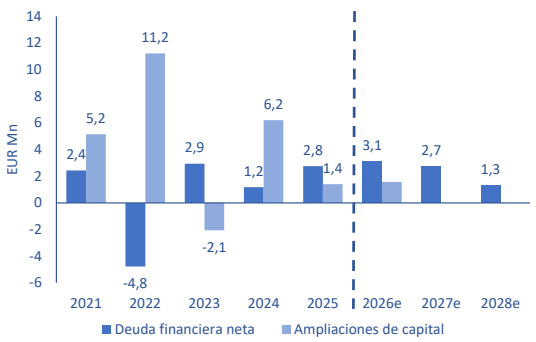
La combinación de crecimiento y mejora en márgenes apunta a sobrepasar el break-even en EBITDA en 2027e...



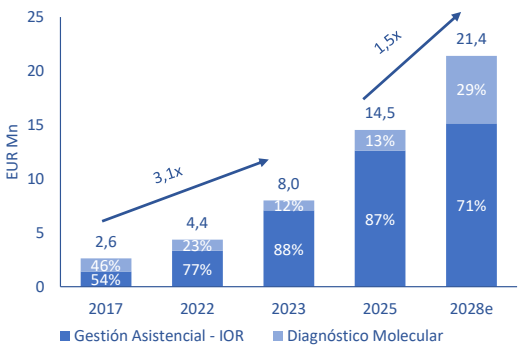
… y permitirá frenar el consumo de caja (break-even) ya en 2027e



Con una estructura de balance sólida



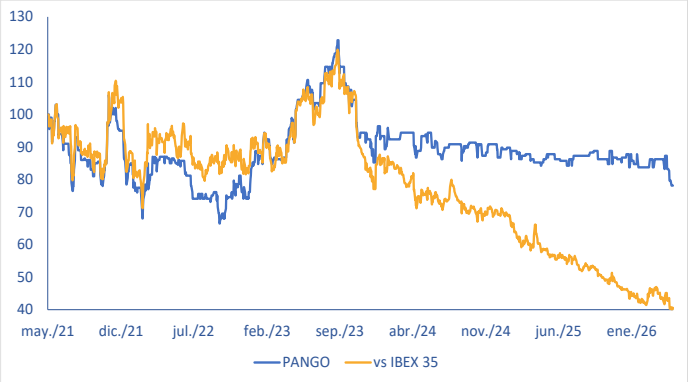
El elevado volumen de actividad permitirá aumentar la velocidad de expansión del diagnóstico molecular (biopsia líquida) en el l/p



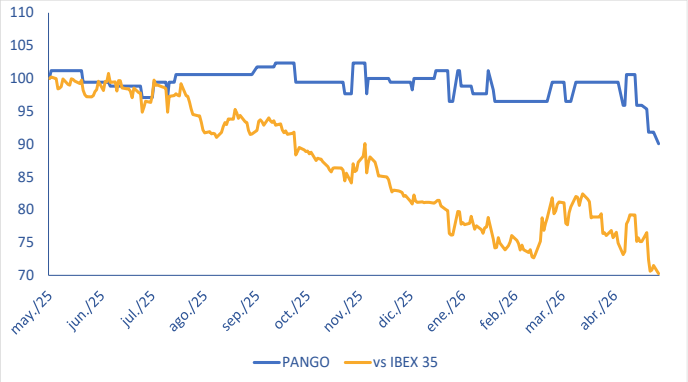
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

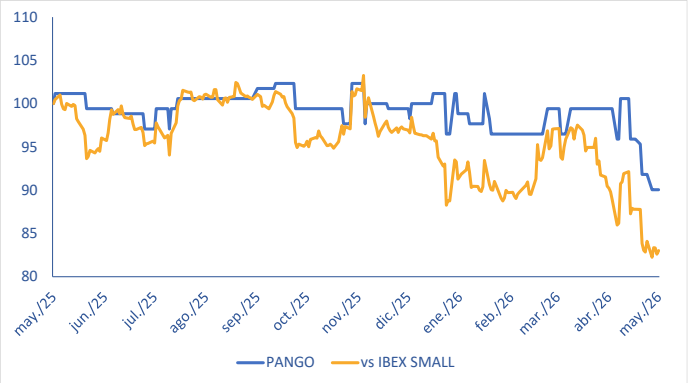


Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)

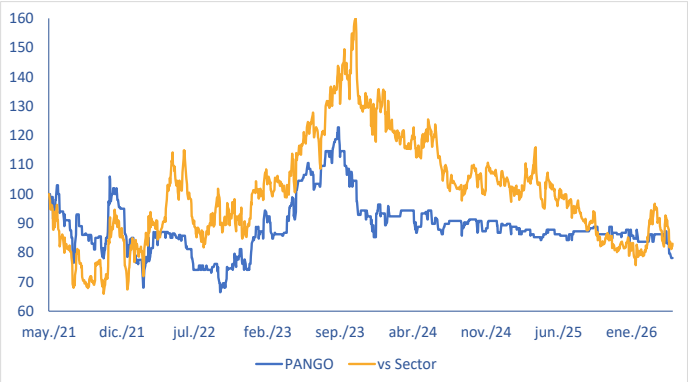


Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

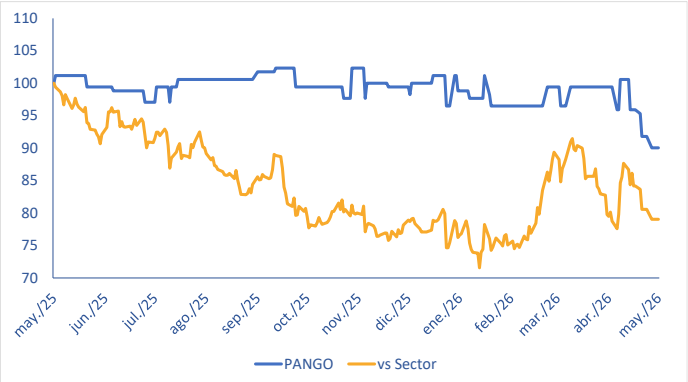
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: TR Europe Biotechnology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-9,4	-6,7	-9,9	-11,0	-25,2	-21,9
vs Mercado						
vs Ibex 35	-6,5	-6,4	-28,8	-12,6	-61,0	-59,5
vs Euro STOXX 50	-7,7	-4,1	-16,4	-11,5	-44,6	-46,1
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-8,0	-7,5	-17,0	-13,2	-46,8	-37,6
vs Segmento Micro Cap España [1]	-10,7	-7,2	-20,9	-13,2	-42,9	-23,8
vs MSCI Europe Micro Cap	-11,4	-8,3	-21,8	-13,8	-38,1	-21,8
vs Sector						
vs TR Europe Biotechnology	-0,6	5,3	-21,0	0,4	-26,4	-16,4

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**(3,3)**	**(3,0)**	**(2,1)**	**(2,7)**	**(0,8)**	**1,0**	**2,1**	***6,8%***	***40,4%***
Cto.EBITDA recurrente	*-110,5%*	*9,5%*	*29,0%*	*-26,0%*	*69,2%*	*217,0%*	*112,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,9%*	*9,7%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,0)	(0,1)	(1,9)	(0,6)	(0,5)	(0,1)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(3,4)**	**(3,1)**	**(4,1)**	**(3,3)**	**(1,3)**	**0,9**	**2,0**	***0,3%***	***37,3%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-49,7%*	*8,7%*	*-32,6%*	*18,1%*	*60,1%*	*167,8%*	*118,4%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,6%*	*9,2%*		
- CAPEX	(0,0)	(0,3)	(0,6)	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(0,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,0)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(0,1)		
- Impuestos	0,1	(0,1)	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2		
= Free Cash Flow recurrente	**(3,4)**	**(3,5)**	**(4,9)**	**(4,0)**	**(1,9)**	**0,4**	**1,4**	***-4,8%***	***33,2%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-56,4%*	*-0,5%*	*-40,8%*	*18,6%*	*51,2%*	*119,4%*	*281,2%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,9%*	*6,7%*		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,3)	(0,4)	(0,0)	(0,7)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,1)	(1,5)	0,3	0,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(3,9)**	**(5,4)**	**(4,6)**	**(4,6)**	**(1,9)**	**0,4**	**1,4**	***-6,0%***	***32,2%***
Cto. Free Cash Flow	*-63,3%*	*-39,9%*	*15,4%*	*-0,7%*	*57,9%*	*119,4%*	*281,2%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,6%*	*2,5%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,6%*	*2,5%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(2,2)**	**(3,4)**	**(3,5)**	**(4,9)**	**(4,0)**	**(1,9)**	**0,4**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,1	(2,8)	(2,5)	0,0	(0,5)	(0,1)	0,1
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(1,8)	3,1	3,4	(0,6)	2,4	1,9	1,0
= Variación EBITDA recurrente	**(1,7)**	**0,3**	**0,9**	**(0,6)**	**1,9**	**1,8**	**1,1**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,6	(0,0)	(1,9)	1,3	0,1	0,4	(0,0)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(1,1)**	**0,3**	**(1,0)**	**0,7**	**2,0**	**2,2**	**1,1**
+/-Variación del CAPEX	0,3	(0,2)	(0,3)	0,1	(0,0)	(0,0)	(0,0)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,2	0,1	(0,3)	(0,0)	(0,0)	0,1	0,1
+/- Variación de impuestos	(0,7)	(0,2)	0,2	0,1	0,1	(0,0)	(0,0)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(1,2)**	**(0,0)**	**(1,4)**	**0,9**	**2,0**	**2,3**	**1,1**
Free Cash Flow Recurrente	**(3,4)**	**(3,5)**	**(4,9)**	**(4,0)**	**(1,9)**	**0,4**	**1,4**

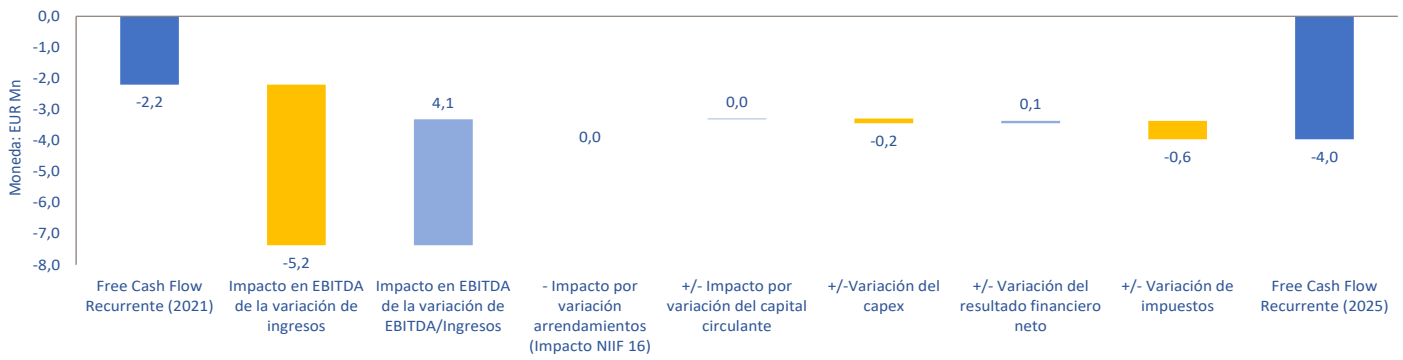
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**(2,6)**	**(3,8)**	**(2,1)**	**(3,7)**	**(1,4)**	**0,4**	**1,5**	***-13,5%***	***33,8%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*10,0%*	*15,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,0)	(0,2)		
EBITDA recurrente	**(3,3)**	**(3,0)**	**(2,1)**	**(2,7)**	**(0,8)**	**1,0**	**2,1**	***6,8%***	***40,4%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,0)	(0,1)	(1,9)	(0,6)	(0,5)	(0,1)	(0,1)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(3,4)**	**(3,1)**	**(4,1)**	**(3,3)**	**(1,3)**	**0,9**	**2,0**	***0,3%***	***37,3%***
- CAPEX	(0,0)	(0,3)	(0,6)	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(0,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,0)	(0,2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(3,4)**	**(3,3)**	**(4,7)**	**(3,8)**	**(1,8)**	**0,3**	**1,1**	***-4,0%***	***32,0%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-31,8%*	*1,7%*	*-40,0%*	*18,3%*	*51,6%*	*116,3%*	*277,9%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,5%	5,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,3)	(0,4)	(0,0)	(0,7)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(0,1)	(1,5)	0,3	0,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(3,8)**	**(5,3)**	**(4,4)**	**(4,4)**	**(1,8)**	**0,3**	**1,1**	***-5,3%***	***31,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-39,2%*	*-38,4%*	*17,3%*	*-2,0%*	*58,5%*	*116,3%*	*277,9%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,5%*	*2,0%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,5%*	*2,0%*		

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

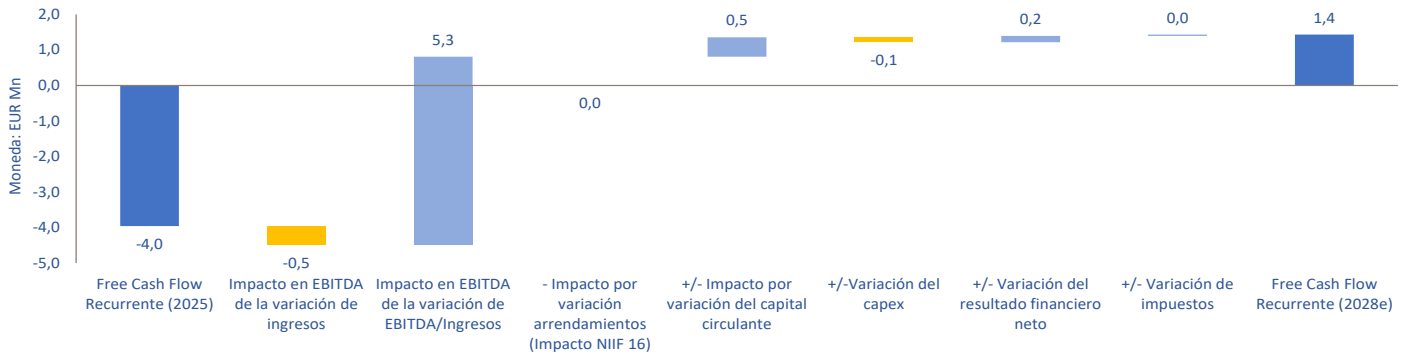
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

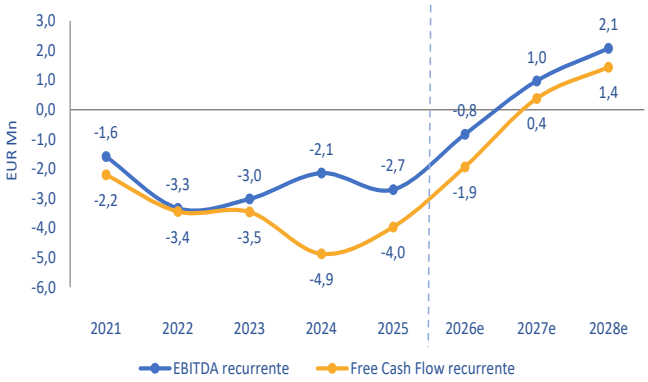
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



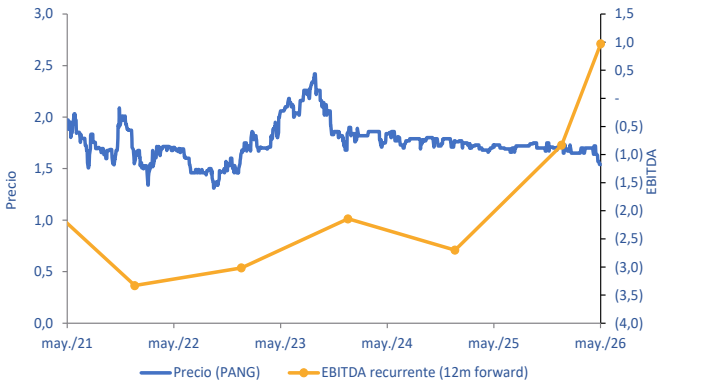
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**(1,8)**	**0,3**	**1,1**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**55,7**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**2,6**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	6,0%	Coste de la deuda neta	5,8%	6,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,8%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**4,6%**	**5,0%**
Risk free rate (rf)	3,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)	1,2	1,4
Coste del Equity	**11,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**10,2%**	**12,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	95,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	4,5%	D	=	=
WACC	**11,1%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**10,0%**	**12,4%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,5%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	55,7	
+ Minoritarios	0,8	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,6	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	2,6	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	0,1	Rdos. 12m 2025
+/- Otros[1]	(3,0)	Rdos. 12m 2025
Enterprise Value (EV)	**56,7**	

(1) Bases imponibles negativas

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

	2025	2028e
ROCE - WACC	n.a.	-6,1%
FCF Yield - WACC	n.a.	-9,1%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	5,9%	1,2	48,4x
Central	4,9%	1,0	58,2x
Min	3,9%	0,8	73,1x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	1,5%	2,9%	4,3%
1,2	0,8	0,6	0,3
1,0	0,7	0,4	0,1
0,8	0,5	0,2	(0,1)

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	1,5%	1,0%	0,5%
Central	1,1%	0,7%	0,2%
Min	0,8%	0,3%	n.a.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	15,4%	23,1%	20,0%
% de consejeros dominicales	69,2%	69,2%	73,3%
% de consejeros ejecutivos	15,4%	7,7%	6,7%
% de otros consejeros	7,1%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	14,2%	7,7%	13,3%
% de mujeres en la plantilla	75,5%	75,8%	73,8%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	4,7%	4,8%	3,0%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Laboratorios de Diagnóstico Molecular					Equipos Médicos Avanzados						Líder Global	
	EUR Mn	MDxHealth	Atrys Health	Guardant Health	Neogenomics	Average	Thermo Fisher	Qiagen	Danaher	Agilent	Becton Dickinson	Average	Roche	PANG
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MDXH.O	ATRY.MC	GH.O	NEO.O		TMO	QGEN.K	DHR	A	BDX		ROG.S	PANGO.MC
	País	Belgium	Spain	USA	USA		USA	Netherlands	USA	USA	USA		Switzerland	Spain
	Market cap	43,3	204,9	11.212,1	932,9		142.752,4	5.884,5	99.807,9	27.431,7	34.116,5		286.796,4	55,7
	Enterprise value (EV)	92,7	445,1	11.555,5	1.101,0		177.062,3	6.741,8	110.770,3	28.799,6	48.225,9		310.635,0	56,7
Información financiera básica	Total Ingresos	107,3	177,0	1.122,5	686,0		40.958,4	1.844,3	21.841,8	6.329,2	16.467,5		68.763,7	17,1
	Cto.Total Ingresos	*16,1%*	*25,5%*	*33,4%*	*10,1%*	*21,3%*	*7,3%*	*3,0%*	*3,7%*	*6,3%*	*-12,0%*	*1,6%*	*2,2%*	*18,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*5,9%*	*8,1%*	*27,8%*	*9,8%*	*12,9%*	*5,8%*	*5,5%*	*6,3%*	*6,4%*	*3,2%*	*5,5%*	*4,8%*	*11,8%*
	EBITDA	3,8	27,5	(149,0)	48,8		10.543,6	672,0	7.012,5	1.853,6	4.774,2		27.478,1	(0,8)
	Cto. EBITDA	*185,8%*	*51,2%*	*56,3%*	*n.a.*	*97,7%*	*13,0%*	*9,1%*	*4,5%*	*13,9%*	*-12,3%*	*5,7%*	*0,7%*	*75,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*59,2%*	*18,6%*	*87,1%*	*35,4%*	*50,1%*	*7,2%*	*7,8%*	*7,7%*	*8,9%*	*4,6%*	*7,3%*	*6,3%*	*n.a.*
	EBITDA/Ingresos	*3,6%*	*15,5%*	*n.a.*	*7,1%*	*8,7%*	*25,7%*	*36,4%*	*32,1%*	*29,3%*	*29,0%*	*30,5%*	*40,0%*	*n.a.*
	EBIT	(4,7)	11,7	(184,1)	(49,8)		9.371,4	503,9	6.251,2	1.636,6	4.120,3		23.885,9	(1,4)
	Cto. EBIT	*62,0%*	*229,3%*	*50,9%*	*12,0%*	*88,5%*	*34,9%*	*6,4%*	*35,5%*	*18,6%*	*23,6%*	*23,8%*	*1,3%*	*61,9%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*51,2%*	*6,9%*	*71,2%*	*41,5%*	*42,7%*	*7,8%*	*9,3%*	*7,4%*	*16,1%*	*4,5%*	*9,0%*	*7,4%*	*74,5%*
	EBIT/Ingresos	*n.a.*	*6,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*6,6%*	*22,9%*	*27,3%*	*28,6%*	*25,9%*	*25,0%*	*25,9%*	*34,7%*	*n.a.*
	Beneficio Neto	(23,5)	5,0	(163,0)	19,8		7.929,6	437,5	5.163,3	1.447,1	3.016,8		17.380,5	(1,8)
	Cto. Beneficio Neto	*18,1%*	*109,0%*	*54,3%*	*121,4%*	*75,7%*	*36,8%*	*20,1%*	*67,3%*	*29,6%*	*109,8%*	*52,7%*	*15,1%*	*49,7%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*35,9%*	*65,9%*	*68,0%*	*70,4%*	*60,0%*	*8,8%*	*9,1%*	*8,8%*	*9,9%*	*6,1%*	*8,6%*	*8,7%*	*62,0%*
	CAPEX/Ventas	*2,4%*	*5,9%*	*3,4%*	*3,2%*	*3,7%*	*4,0%*	*8,8%*	*4,7%*	*6,4%*	*3,9%*	*5,6%*	*7,3%*	*3,0%*
	Free Cash Flow	(3,8)	8,7	(196,9)	n.a.		6.023,7	443,9	4.831,7	982,2	1.613,2		16.661,5	(1,9)
	Deuda financiera Neta	97,7	120,0	398,9	n.a.		28.051,1	566,3	9.130,8	909,2	13.260,1		13.916,3	3,1
	DN/EBITDA (x)	25,6	4,4	n.a.	n.a.	15,0	2,7	0,8	1,3	0,5	2,8	1,6	0,5	n.a.
	Pay-out	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*7,5%*	*8,9%*	*16,1%*	*16,9%*	*34,7%*	*16,8%*	*50,4%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	n.a.	44,9	n.a.	46,4	45,6	18,0	13,4	19,5	19,0	11,5	16,3	16,2	n.a.
	P/BV (x)	n.a.	1,2	n.a.	n.a.	1,2	3,0	1,8	2,1	4,1	1,5	2,5	6,3	2,6
	EV/Ingresos (x)	0,9	2,5	10,3	1,6	3,8	4,3	3,7	5,1	4,6	2,9	4,1	4,5	3,3
	EV/EBITDA (x)	24,2	16,2	n.a.	22,6	21,0	16,8	10,0	15,8	15,5	10,1	13,7	11,3	n.a.
	EV/EBIT (x)	n.a.	38,1	n.a.	n.a.	38,1	18,9	13,4	17,7	17,6	11,7	15,9	13,0	n.a.
	ROE	*n.a.*	*1,4*	*62,4*	*2,6*	*22,2*	*16,3*	*13,1*	*10,5*	*22,7*	*12,8*	*15,1*	*42,6*	*n.a.*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*4,2*	*n.a.*	*n.a.*	*4,2*	*4,2*	*7,5*	*4,8*	*3,6*	*4,7*	*5,0*	*5,8*	*n.a.*
	DPA	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*1,57*	*0,18*	*1,16*	*0,86*	*3,64*	*1,48*	*11,00*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,4%*	*0,6%*	*0,8%*	*0,9%*	*2,9%*	*1,1%*	*3,1%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 17-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**1,9**	**2,5**	**2,6**	**3,1**	**3,3**	**4,1**	**4,6**	**4,4**	**8,0**	**14,6**	**14,5**	**17,1**	**19,7**	**21,4**	***23,8%***	***13,9%***
Cto. Total ingresos	*13,5%*	*29,1%*	*4,1%*	*16,7%*	*8,4%*	*23,6%*	*12,3%*	*-5,1%*	*83,1%*	*83,0%*	*-1,1%*	*18,3%*	*15,3%*	*8,4%*		
EBITDA	**(2,0)**	**(3,3)**	**(4,5)**	**(2,1)**	**(1,4)**	**(1,3)**	**(1,6)**	**(3,6)**	**(3,5)**	**(2,1)**	**(3,4)**	**(0,8)**	**1,0**	**2,1**	***3,6%***	***37,8%***
Cto. EBITDA	*-22,1%*	*-69,4%*	*-37,0%*	*54,0%*	*32,7%*	*8,1%*	*-27,6%*	*-120,3%*	*4,8%*	*37,8%*	*-56,6%*	*75,3%*	*217,0%*	*112,7%*		
EBITDA/Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*4,9%*	*9,7%*		
Beneficio neto	**(0,5)**	**(0,6)**	**(1,6)**	**(1,3)**	**(4,8)**	**(1,8)**	**(0,6)**	**(2,7)**	**(4,7)**	**(1,2)**	**(3,6)**	**(1,8)**	**0,2**	**1,1**	***-10,3%***	***32,3%***
Cto. Beneficio neto	*-147,7%*	*-22,2%*	*-177,0%*	*23,9%*	*-286,4%*	*63,8%*	*63,4%*	*-322,5%*	*-71,7%*	*74,9%*	*-208,3%*	*49,7%*	*109,1%*	*586,1%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	0,2	0,2	11,9	14,5	17,1	18,9	22,8	30,4	30,4	34,1	35,9	36,2	36,2	36,2		
BPA (EUR)	-2,66	-3,25	-0,14	-0,09	-0,28	-0,09	-0,03	-0,09	-0,15	-0,03	-0,10	-0,05	0,00	0,03	*4,0%*	*32,2%*
Cto. BPA	*n.a.*	*-22,2%*	*95,7%*	*37,9%*	*n.a.*	*67,2%*	*69,7%*	*n.a.*	*-71,9%*	*77,7%*	*n.a.*	*50,1%*	*n.a.*	*n.a.*		
BPA ord. (EUR)	-2,95	-3,29	-0,14	-0,10	-0,30	-0,11	-0,05	-0,08	-0,10	-0,05	-0,09	-0,05	0,00	0,03	*4,5%*	*32,6%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*-11,5%*	*95,9%*	*29,2%*	*n.a.*	*65,2%*	*56,9%*	*-83,3%*	*-16,0%*	*51,8%*	*n.a.*	*48,0%*	*n.a.*	*n.a.*		
CAPEX	(0,2)	(0,5)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,3)	(0,6)	(0,5)	(0,5)	(0,6)	(0,6)		
CAPEX/Vtas %[1]	*12,0%*	*21,8%*	*5,9%*	*0,9%*	*0,0%*	*1,7%*	*7,0%*	*0,5%*	*3,2%*	*4,0%*	*3,3%*	*3,0%*	*2,9%*	*2,9%*		
Free Cash Flow	**(2,8)**	**(2,8)**	**(5,8)**	**(2,7)**	**(1,7)**	**(2,3)**	**(2,4)**	**(3,9)**	**(5,4)**	**(4,6)**	**(4,6)**	**(1,9)**	**0,4**	**1,4**	**2,9%**	**32,2%**
DN/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	2,8x	0,6x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	n.a.	49,2x		
EV/Vtas (x)	*4,30x*	*14,57x*	*13,67x*	*12,24x*	*10,38x*	*8,04x*	*8,15x*	*10,34x*	*7,62x*	*4,34x*	*4,39x*	*3,31x*	2,87x	2,65x		
EV/EBITDA (x) [2]	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	n.a.	27,4x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*n.a.*	*-22,0%*	*-4,3%*	*-16,3%*	*-5,9%*	*-1,9%*	*6,0%*	*12,2%*	*-3,8%*	*-2,3%*	*-11,0%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*n.a.*	*-27,4%*	*12,6%*	*-25,2%*	*11,3%*	*-9,1%*	*12,2%*	*-8,6%*	*-16,2%*	*-34,5%*	*-12,6%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 7,90 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

Miguel Medina Sivilotti – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Redegal (RDG) es una consultora digital española fundada en 2004 enfocada en el comercio electrónico. Sus servicios abarcan el marketing digital y el desarrollo e implementación de soluciones tecnológicas (de terceros y desde 2024 también de software desarrollado por RDG). RDG empezó a cotizar en BME SCALEUP en octubre de 2024 y se incorporó a BME Growth en julio de 2025.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	18,8	21,9
EV (Mn EUR y USD)	23,0	26,7
Número de Acciones (Mn)	2,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	9,20 / 7,53 / 6,45	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	6,3	
Refinitiv / Bloomberg	RDGL.MC / RDG SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

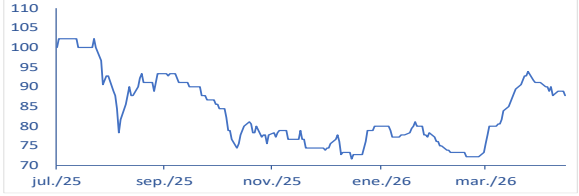
Lino de Prado	35,5
Jorge Vázquez	22,1
Isetec V FCR (Axon Partners)	19,1
Axouxere Inv(60% Jorge Vázquez)	10,5
Free Float	10,0

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	2,2	2,3	2,4	2,4
Total Ingresos	16,8	18,4	19,9	21,5
EBITDA Rec.	0,7	1,4	2,1	3,4
% Var.	*310,8*	*106,1*	*53,8*	*62,9*
% EBITDA Rec./Ing.	*3,9*	*7,4*	*10,6*	*15,9*
% Var EBITDA sector (2)	*8,1*	*19,8*	*18,2*	*12,7*
Beneficio neto	-0,8	0,6	1,2	2,3
BPA (EUR)	-0,36	0,27	0,48	0,96
% Var.	*67,4*	*175,7*	*76,6*	*99,5*
BPA ord. (EUR)	0,14	0,27	0,48	0,96
% Var.	*133,8*	*99,0*	*76,6*	*99,5*
Free Cash Flow Rec.	-1,0	0,5	1,6	3,3
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	3,6	2,2	0,6	-2,7
DN / EBITDA Rec.(x)	5,4	1,6	0,3	-0,8
ROE (%)	*n.a.*	*124,5*	*52,6*	*58,7*
ROCE (%)	*n.a.*	*33,0*	*53,1*	*141,4*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	28,8	16,3	8,2
PER Ordinario	57,4	28,8	16,3	8,2
P/BV	n.a.	11,6	6,8	3,7
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	1,37	1,25	1,16	1,07
EV/EBITDA Rec.	34,7	16,8	11,0	6,7
EV/EBIT	n.a.	27,7	14,7	8,0
FCF Yield (%)	*n.a.*	*2,6*	*8,6*	*17,5*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*0,6*	*12,9*	*n.a.*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(3) Otros: Autocartera 2,8%
(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

Más visibilidad de ingresos por producto… RDG ha hecho una apuesta importante por el desarrollo de producto propio (BINNACLE y BOOSTIC: inversión de EUR 2,8Mn en 2022-2025). Con poco "peso" todavía en la cuenta de resultados (4% de ingresos 2025) pero que estimamos crecerá a una TACC 2025-2028e del +22%.

… y recuperación de la actividad en México. La estructura se mantiene, pero los ingresos han caído (EUR 1,8Mn 2023 a EUR 0,3Mn 2025).

2026e: "despegue" del EBITDA (2x vs 2025). Crecimiento de ingresos del c.+9% que permite un salto en márgenes y EBITDA. Y reforzar el balance. La componente" inorgánica" de ese fortalecimiento ya es efectiva (ampliaciones: dineraria de EUR 0,8Mn marzo 2026 y capitalización de préstamos de accionistas de EUR 0,8Mn mayo 2026). La componente "orgánica" (generación de FCF recurrente) se visibiliza en 2027e (EUR 1,6Mn) y 2028e (EUR 3,3Mn). FCF 2026e, en break even.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Desarrollo de producto propio (de mayor margen). RDG, ha lanzado una nueva línea de negocio (producto propio). El CAPEX ya está invertido (y capitalizado). El modelo SaaS (Software As A Service) incrementa la recurrencia y el margen bruto sin penalizar los gastos de estructura (uso de "partners", especialmente en internacional, evitando gastos en red comercial y acelerando el "time to market").

Internacionalización como vía de crecimiento. Tanto vía M&A como recuperando la actividad en Mexico tras el cambio de Administración y solventando los problemas de cobro de clientes. México pasa a ser una potencial "palanca" crecimiento a corto/medio plazo.

"Señales" de accionistas. Como la entrada en el accionariado del fondo ISETEC V FCR gestionado por Axon Partners en diciembre 2024 (participación del 16,4%), e incrementando su participación hasta el 19,1% en marzo 2026. Dado su conocimiento del sector TMT/IT (actividad de consultoría) y del "private equity", "valida" el modelo de negocio de RDG.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Elevado apalancamiento. La apuesta por producto propio y la "desaparición" del mercado mexicano en 2024-2025 estresó el balance de RDG (DN EUR 3,6Mn; 2,5x vs 2024) recurriendo a fuentes de financiación (incluyendo retrasos acordados en los pagos a la Hacienda Pública) "caras". Nuestras estimaciones muestran un fuerte desapalancamiento que exige "cumplir" con la generación de FCF esperada.

La IA como amenaza. El mercado en el último año ha penalizado sectores percibidos como amenazados por IA (ciberseguridad, desarrollo de software y transformación digital) y "premiado" sectores beneficiados por IA (centros de datos, semiconductores, componentes electrónicos). RDG "cae" entre los primeros. Creemos que el mercado eventualmente discriminará y valorará la IA como una oportunidad y no como una amenaza para una empresa como RDG ya que los clientes tienen que incorporar la IA a su estrategia de marketing. Pero hoy en día, el subsector de RDG no tiene "viento de cola".

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

2026: año clave para testar la capacidad de RDG de ejecutar. RDG tiene que mostrar generación orgánica de caja y que el modelo "funciona", desde el punto de vista de financiación, sin apoyo de los accionistas vía equity (y dilución). La expectativa de un "salto" claro en EBITDA que debe materializarse.

Múltiplos exigentes que demandan crecimiento en ingresos. La cotización con prima vs sector (EV/Vtas 2026e de c.1,2x, sector cotizando por debajo de 1,1x) hace clave ganar masa crítica en ingresos por tres motivos: 1) Mejora de margen EBITDA/Vtas, 2) llevar el FCF por encima de break even (autofinanciando el modelo) y 3) una vía para "sujetar" los múltiplos a estos niveles. Por eso los resultados 2026e son esenciales.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	2,3	2,7	3,3	3,4	3,2	2,6	2,1	1,6
Inmovilizado material	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros activos no corrientes	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Inmovilizado financiero	0,3	0,2	0,2	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-
Activo circulante	4,5	3,1	3,8	3,8	5,1	5,2	5,2	5,2
Total activo	**7,7**	**6,4**	**7,6**	**8,4**	**9,2**	**8,7**	**8,2**	**7,7**
Patrimonio neto	0,1	(1,2)	(2,4)	0,8	(0,6)	1,6	2,8	5,1
Minoritarios	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Provisiones y otros pasivos a LP	0,0	0,0	-	-	-	(0,6)	(0,6)	(0,6)
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	6,3	5,0	6,8	1,4	3,6	2,2	0,6	(2,7)
Pasivo circulante	1,3	2,6	3,3	6,2	6,2	5,6	5,6	6,0
Total pasivo	**7,7**	**6,4**	**7,6**	**8,4**	**9,2**	**8,7**	**8,2**	**7,7**

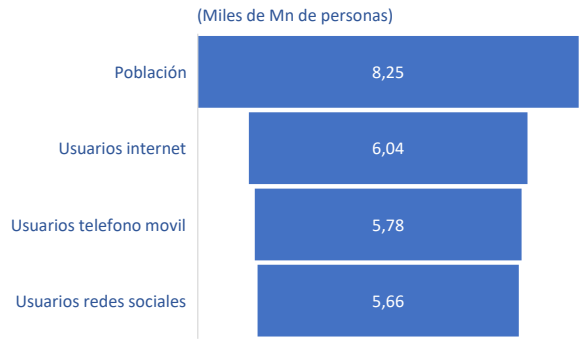
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**6,0**	**6,1**	**10,1**	**13,8**	**16,8**	**18,4**	**19,9**	**21,5**	***29,5%***	***8,5%***
Cto.Total Ingresos	*18,4%*	*1,3%*	*66,3%*	*36,6%*	*22,4%*	*9,3%*	*8,0%*	*8,3%*		
Coste de ventas	(1,8)	(1,5)	(3,3)	(8,3)	(9,9)	(10,4)	(10,9)	(10,9)		
Margen Bruto	**4,1**	**4,6**	**6,8**	**5,5**	**7,0**	**8,0**	**9,0**	**10,6**	***13,9%***	***15,1%***
Margen Bruto / Ingresos	*69,3%*	*75,6%*	*67,2%*	*39,8%*	*41,4%*	*43,4%*	*45,2%*	*49,4%*		
Gastos de personal	(3,6)	(4,0)	(5,6)	(5,1)	(5,2)	(5,5)	(5,7)	(6,0)		
Otros costes de explotación	(0,6)	(0,7)	(1,1)	(0,7)	(1,1)	(1,1)	(1,2)	(1,3)		
EBITDA recurrente	**0,0**	**(0,1)**	**0,1**	**(0,3)**	**0,7**	**1,4**	**2,1**	**3,4**	***n.a.***	***72,8%***
Cto.EBITDA recurrente	*-85,6%*	*n.a.*	*186,5%*	*-412,9%*	*310,8%*	*106,1%*	*53,8%*	*62,9%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*0,1%*	*n.a.*	*1,0%*	*n.a.*	*3,9%*	*7,4%*	*10,6%*	*15,9%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	0,0	(0,6)	(1,2)	(1,0)	-	-	-		
Gastos capitalizados	0,8	0,5	0,9	0,8	0,6	0,3	0,3	0,3		
EBITDA	**0,9**	**0,4**	**0,4**	**(0,7)**	**0,3**	**1,7**	**2,4**	**3,7**	***-27,3%***	***n.a.***
Depreciación y provisiones	(0,4)	(0,3)	(0,3)	(0,8)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(0,8)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**0,5**	**0,1**	**0,1**	**(1,5)**	**(0,5)**	**0,8**	**1,6**	**2,9**	***-31,2%***	***99,7%***
Cto.EBIT	*58,9%*	*-84,8%*	*42,5%*	*n.a.*	*68,1%*	*271,5%*	*88,4%*	*84,4%*		
EBIT / Ingresos	*8,4%*	*1,3%*	*1,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*4,5%*	*7,9%*	*13,4%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,4)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,0)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**0,3**	**(0,0)**	**(0,0)**	**(1,9)**	**(0,7)**	**0,6**	**1,4**	**2,9**	***-41,1%***	***85,3%***
Cto.Beneficio ordinario	*604,1%*	*-112,4%*	*-15,4%*	*n.a.*	*65,3%*	*196,6%*	*126,3%*	*99,5%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**0,3**	**(0,0)**	**(0,0)**	**(1,9)**	**(0,7)**	**0,6**	**1,4**	**2,9**	***-41,1%***	***85,3%***
Impuestos	0,0	(0,1)	(0,1)	0,1	(0,1)	-	(0,3)	(0,6)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20,0%*	*20,0%*		
Minoritarios	-	(0,0)	(0,0)	0,0	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**0,4**	**(0,1)**	**(0,1)**	**(1,8)**	**(0,8)**	**0,6**	**1,2**	**2,3**	***-42,8%***	***70,0%***
Cto.Beneficio neto	*-27,8%*	*-128,3%*	*-9,5%*	*n.a.*	*55,6%*	*180,6%*	*81,1%*	*99,5%*		
Beneficio ordinario neto	**0,2**	**(0,1)**	**0,6**	**(0,7)**	**0,3**	**0,6**	**1,2**	**2,3**	***6,2%***	***97,1%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*494,7%*	*-124,6%*	*n.a.*	*-215,9%*	*146,0%*	*112,0%*	*81,1%*	*99,5%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**1,4**	**2,1**	**3,4**	***n.a.***	***72,8%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,7)	(0,1)	0,5		
Cash Flow operativo recurrente						**0,7**	**2,0**	**3,9**	***-41,8%***	***n.a.***
CAPEX						(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,2)	(0,1)	(0,0)		
Impuestos						-	(0,3)	(0,6)		
Free Cash Flow Recurrente						**0,5**	**1,6**	**3,3**	***-19,0%***	***75,1%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(0,6)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(0,1)**	**1,6**	**3,3**	***-59,1%***	***54,0%***
Ampliaciones de capital						1,6	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**(1,4)**	**(1,6)**	**(3,3)**		

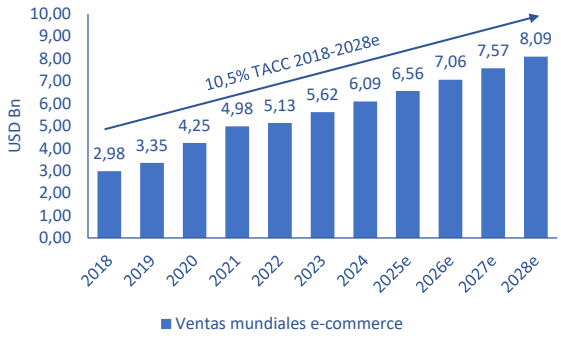
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

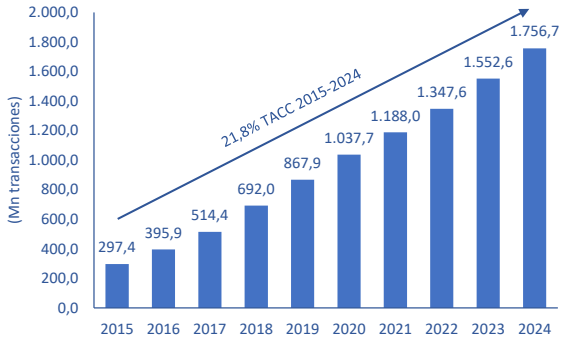
El mundo es digital



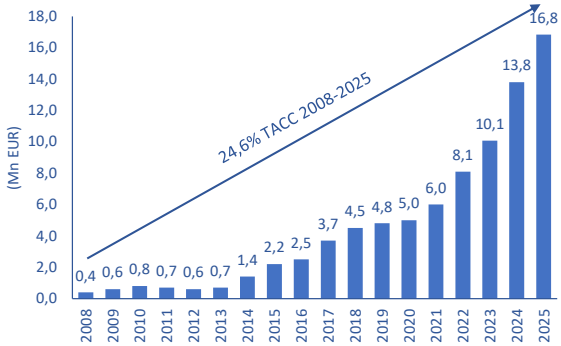
El comercio es cada vez más digital...



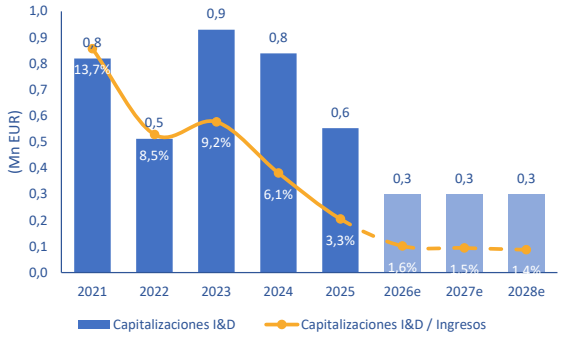
... y España no es una excepción



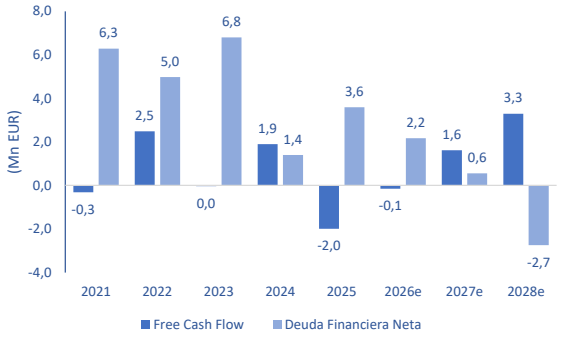
REDEGAL está aprovechando este cambio estructural (24,6% TACC 2008-2025)



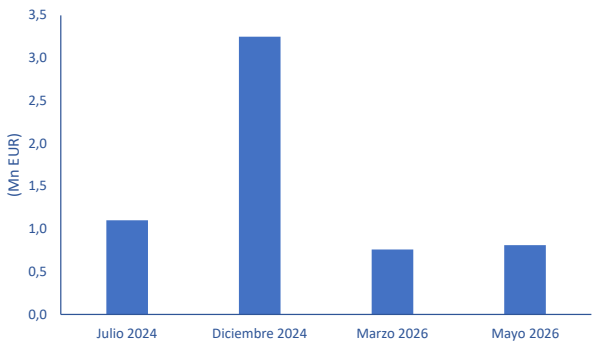
... invirtiendo fuertemente para desarrollar producto propio...



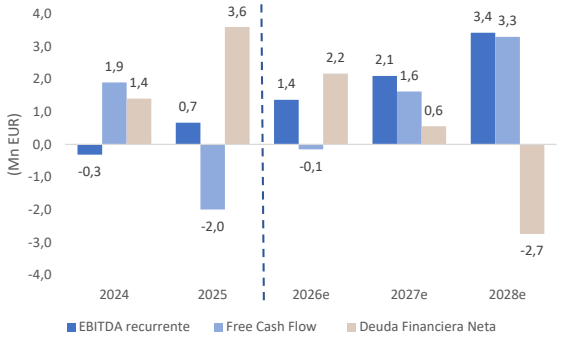
...impactando la generación de caja y la solidez del balance



Solidez financiera reforzada (ampliaciones de capital) con el apoyo de accionistas fundadores y nuevos accionistas



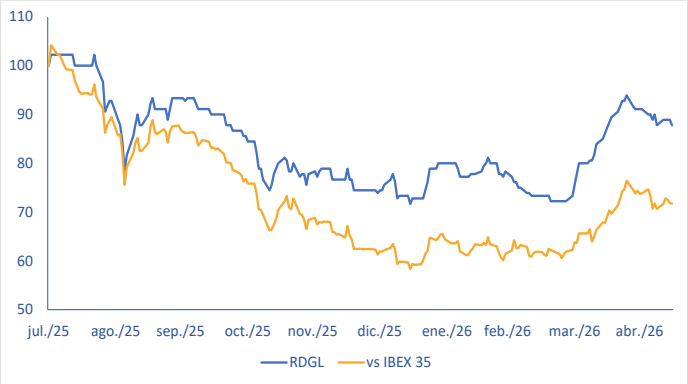
Apalancamiento operativo y normalización del CAPEX mejoran margen operativo y generación de caja abriendo la puerta a posible M&A



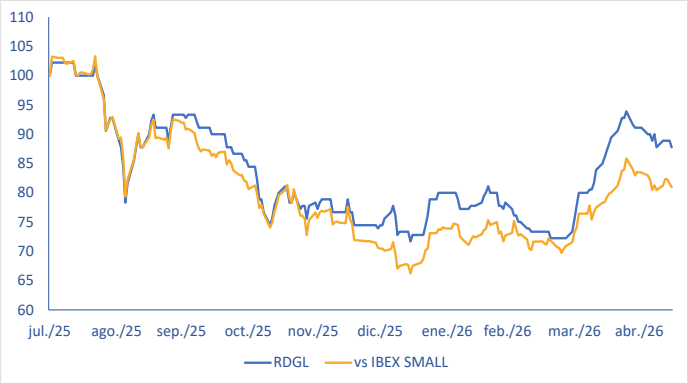
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

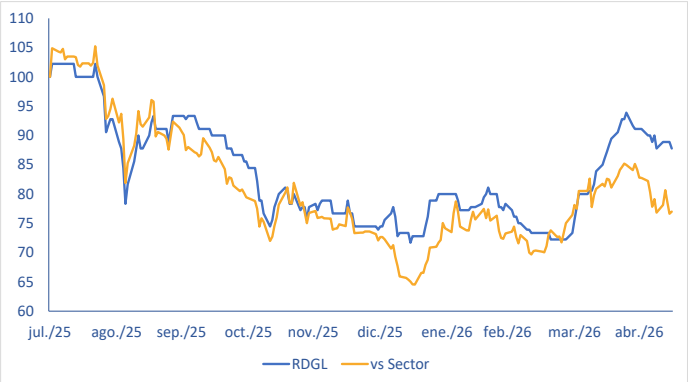
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,6	12,9	n.a.	17,9	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	3,9	13,2	n.a.	15,8	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	2,6	15,9	n.a.	17,2	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	2,2	11,9	n.a.	14,9	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	-0,8	12,2	n.a.	14,9	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-1,6	10,9	n.a.	14,1	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-6,8	1,8	n.a.	6,0	n.a.	n.a.

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**(0,1)**	**0,1**	**(0,3)**	**0,7**	**1,4**	**2,1**	**3,4**	***97,5%***	***72,8%***
Cto.EBITDA recurrente	*n.a.*	*186,5%*	*-412,9%*	*310,8%*	*106,1%*	*53,8%*	*62,9%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*1,0%*	*n.a.*	*3,9%*	*7,4%*	*10,6%*	*15,9%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,7	0,1	2,9	(1,3)	(0,7)	(0,1)	0,5		
= Cash Flow operativo recurrente	**2,5**	**0,2**	**2,5**	**(0,6)**	**0,7**	**2,0**	**3,9**	***-31,1%***	***n.a.***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*n.a.*	*-93,7%*	*n.a.*	*-125,4%*	*207,0%*	*194,4%*	*90,8%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*41,9%*	*1,6%*	*18,5%*	*n.a.*	*3,8%*	*10,2%*	*18,0%*		
- CAPEX	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,2)	(0,3)	(0,3)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,0)		
- Impuestos	(0,0)	(0,0)	0,1	(0,1)	-	(0,3)	(0,6)		
= Free Cash Flow recurrente	**2,3**	**(0,2)**	**2,4**	**(1,0)**	**0,5**	**1,6**	**3,3**	***-34,3%***	***75,1%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*576,5%*	*-109,8%*	*n.a.*	*-141,2%*	*150,4%*	*228,3%*	*103,5%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*38,5%*	*n.a.*	*17,3%*	*n.a.*	*2,7%*	*8,1%*	*15,3%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(0,2)	(0,3)	(0,2)	(0,6)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	0,3	(0,2)	(0,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,1	0,1	0,1	(0,4)	-	-	-		
= Free Cash Flow	**2,5**	**(0,0)**	**1,9**	**(2,0)**	**(0,1)**	**1,6**	**3,3**	***-41,0%***	***54,0%***
Cto. Free Cash Flow	*898,8%*	*-101,4%*	*n.a.*	*-205,0%*	*92,6%*	*n.a.*	*103,5%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*12,4%*	*n.a.*	*12,6%*	*n.a.*	*2,6%*	*8,6%*	*17,5%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*13,2%*	*n.a.*	*10,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*8,6%*	*17,5%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(0,5)**	**2,3**	**(0,2)**	**2,4**	**(1,0)**	**0,5**	**1,6**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,0	(0,1)	0,0	(0,1)	0,1	0,1	0,2
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(0,1)	0,3	(0,5)	1,0	0,6	0,6	1,1
= Variación EBITDA recurrente	**(0,1)**	**0,2**	**(0,4)**	**1,0**	**0,7**	**0,7**	**1,3**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	2,8	(2,6)	2,8	(4,2)	0,6	0,6	0,5
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**2,7**	**(2,4)**	**2,4**	**(3,2)**	**1,3**	**1,3**	**1,8**
+/-Variación del CAPEX	0,1	0,0	(0,0)	(0,0)	0,0	-	-
+/- Variación del resultado financiero neto	0,0	(0,2)	0,1	0,1	(0,0)	0,1	0,1
+/- Variación de impuestos	(0,0)	(0,0)	0,2	(0,3)	0,1	(0,3)	(0,3)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**2,8**	**(2,6)**	**2,6**	**(3,4)**	**1,5**	**1,1**	**1,7**
Free Cash Flow Recurrente	**2,3**	**(0,2)**	**2,4**	**(1,0)**	**0,5**	**1,6**	**3,3**

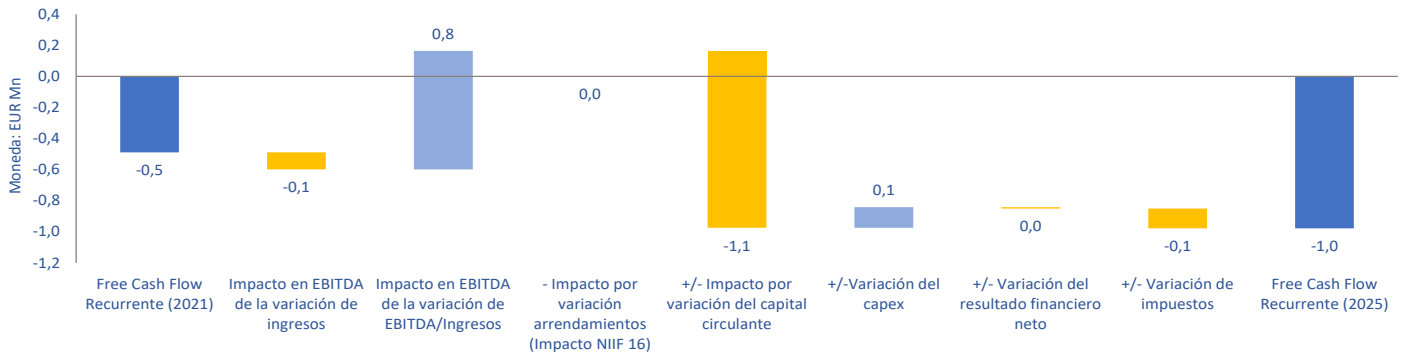
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**0,1**	**0,1**	**(1,5)**	**(0,5)**	**0,8**	**1,6**	**2,9**	***n.a.***	***99,7%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*20,0%*	*20,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,3)	(0,6)		
EBITDA recurrente	**(0,1)**	**0,1**	**(0,3)**	**0,7**	**1,4**	**2,1**	**3,4**	***97,5%***	***72,8%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	2,7	0,1	2,9	(1,3)	(0,7)	(0,1)	0,5		
= Cash Flow operativo recurrente	**2,5**	**0,2**	**2,5**	**(0,6)**	**0,7**	**2,0**	**3,9**	***-31,1%***	***n.a.***
- CAPEX	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	(0,3)	(0,6)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**2,5**	**0,2**	**2,5**	**(0,7)**	**0,7**	**1,7**	**3,3**	***-31,2%***	***91,5%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*935,9%*	*-93,7%*	*n.a.*	*-125,9%*	*204,3%*	*150,2%*	*92,3%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	41,8%	1,6%	18,4%	n.a.	3,7%	8,6%	15,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	(0,2)	(0,3)	(0,2)	(0,6)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	0,3	(0,2)	(0,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,1	0,1	0,1	(0,4)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**2,7**	**0,4**	**2,1**	**(1,7)**	**0,0**	**1,7**	**3,3**	***-37,9%***	***58,4%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*n.a.*	*-86,9%*	*483,7%*	*-181,1%*	*102,6%*	*n.a.*	*92,3%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*11,0%*	*0,7%*	*11,0%*	*n.a.*	*3,0%*	*7,5%*	*14,3%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*11,7%*	*1,5%*	*8,9%*	*n.a.*	*0,2%*	*7,5%*	*14,3%*		

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

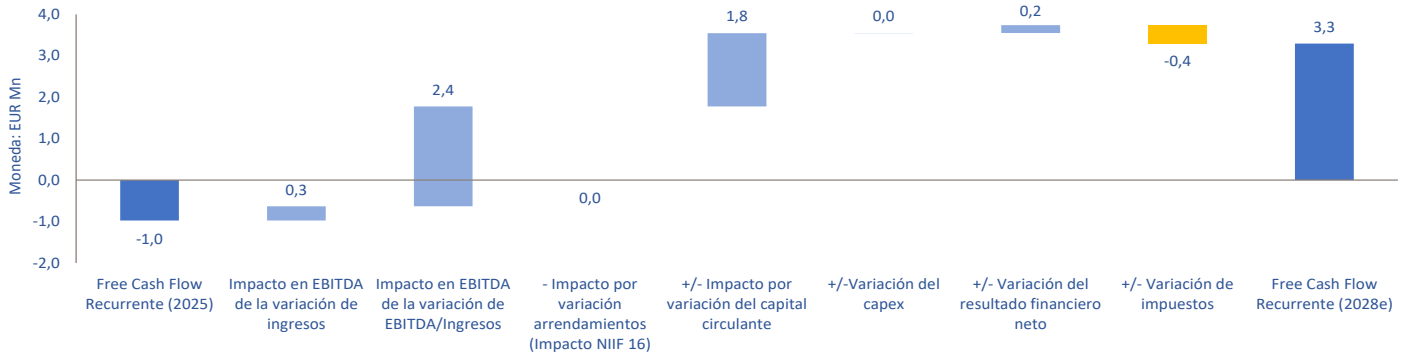
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

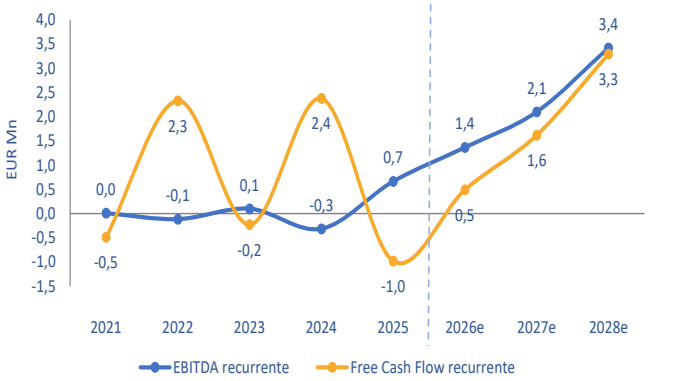
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



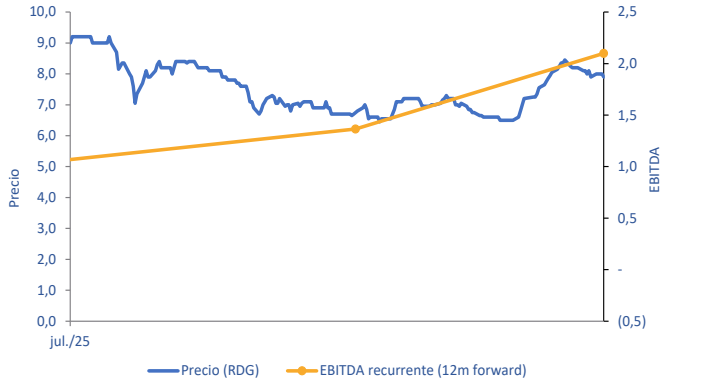
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**0,0**	**1,7**	**3,3**	**41,5**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**18,8**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**3,6**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m)		
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta	3,8%	4,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,2%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,0%**	**3,4%**
Risk free rate (rf)	3,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)	1,2	1,4
Coste del Equity	**11,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**10,2%**	**12,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	83,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	16,1%	D	=	=
WACC	**10,1%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,1%**	**11,2%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,5%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	18,8	
+ Minoritarios	(0,0)	Rdos. 12m
+ Provisiones y otros pasivos a LP		Rdos. 12m
+ Deuda financiera neta	3,6	Rdos. 12m
- Inmovilizado financiero		Rdos. 12m
+/- Otros(1)	0,6	Rdos. 12m
Enterprise Value (EV)	**23,0**	

(1) provisión a CP deuda con AAPP

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	8,7%	1,6%	2,8%	n.a.	n.a.

	2025	2028e
ROCE - WACC	n.a.	131,3%
FCF Yield - WACC	n.a.	4,2%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	11,7%	2,3	9,9x
Central	10,6%	2,1	11,0x
Min	9,5%	1,9	12,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	0,0%	0,0%	0,0%
2,3	1,8	1,8	1,8
2,1	1,6	1,6	1,6
1,9	1,4	1,4	1,4

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	9,8%	9,8%	9,8%
Central	8,6%	8,6%	8,6%
Min	7,4%	7,4%	7,4%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	0,0%	40,0%	40,0%
% de consejeros dominicales	0,0%	20,0%	20,0%
% de consejeros ejecutivos	100,0%	40,0%	40,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	20,0%	20,0%
% de mujeres en la plantilla	42,1%	47,8%	48,5%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	5,8%	5,4%	7,9%

Principales comparables 2026e

		Tecnología						Marketing digital			
	EUR Mn	Capgemini	Sopra Steria	Izertis	Knowmad Mood	480	Average	S4Capital	Making Science	Average	RDG
Datos Mercado	Ticker (Factset)	CAPP.PA	SOPR.PA	IZER.MC	ATSI.MC	480S.MC		SFOR.L	MAKS.MC		RDGL.MC
	País	France	France	Spain	Spain	Spain		UK	Spain		Spain
	Market cap	17.055,9	2.644,2	311,4	215,8	46,9		310,1	72,1		18,8
	Enterprise value (EV)	23.442,9	3.366,8	379,2	218,3	54,0		440,2	84,1		23,0
Información financiera básica	Total Ingresos	24.000,4	5.763,7	217,3	343,6	43,0		758,5	442,1		18,4
	Cto.Total Ingresos	*6,8%*	*2,0%*	*34,6%*	*27,2%*	*14,2%*	*17,0%*	*-12,3%*	*26,9%*	*7,3%*	*9,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*4,1%*	*3,2%*	*25,1%*	*27,3%*	*-41,4%*	*3,7%*	*2,6%*	*-41,4%*	*-19,4%*	*8,1%*
	EBITDA	3.714,5	686,0	32,0	25,9	5,0		97,3	14,1		1,7
	Cto. EBITDA	*16,1%*	*-1,5%*	*39,9%*	*39,6%*	*n.a.*	*23,5%*	*-3,4%*	*84,4%*	*40,5%*	*542,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*5,7%*	*4,4%*	*24,5%*	*32,1%*	*-41,4%*	*5,1%*	*7,6%*	*-41,4%*	*-16,9%*	*49,5%*
	EBITDA/Ingresos	*15,5%*	*11,9%*	*14,7%*	*7,5%*	*11,6%*	*12,3%*	*12,8%*	*3,2%*	*8,0%*	*9,0%*
	EBIT	2.873,2	494,4	21,0	23,1	4,0		88,5	5,4		0,8
	Cto. EBIT	*14,9%*	*-1,4%*	*77,7%*	*48,0%*	*n.a.*	*34,8%*	*286,0%*	*n.a.*	*286,0%*	*271,5%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*6,8%*	*5,7%*	*6,9%*	*20,6%*	*-41,4%*	*-0,3%*	*-2,4%*	*-41,4%*	*-21,9%*	*86,4%*
	EBIT/Ingresos	*12,0%*	*8,6%*	*9,7%*	*6,7%*	*9,3%*	*9,2%*	*11,7%*	*1,2%*	*6,4%*	*4,5%*
	Beneficio Neto	2.126,3	343,6	8,6	16,5	3,0		45,3	1,0		0,6
	Cto. Beneficio Neto	*30,0%*	*12,2%*	*93,3%*	*50,0%*	*n.a.*	*46,4%*	*259,6%*	*113,2%*	*186,4%*	*180,6%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*6,7%*	*7,1%*	*43,3%*	*21,6%*	*-41,4%*	*7,5%*	*11,8%*	*-41,4%*	*-14,8%*	*90,1%*
	CAPEX/Ventas	*1,6%*	*2,0%*	*7,4%*	*0,5%*	*4,7%*	*3,2%*	*1,3%*	*1,3%*	*1,3%*	*0,0%*
	Free Cash Flow	2.039,0	306,2	25,0	(30,5)	n.a.		30,2	2,9		(0,1)
	Deuda financiera Neta	4.384,0	363,3	13,3	41,6	n.a.		79,3	13,0		2,2
	DN/EBITDA (x)	1,2	0,5	0,4	1,6	n.a.	0,9	0,8	0,9	0,9	1,3
	Pay-out	*27,8%*	*29,6%*	*0,0%*	*6,0%*	*0,0%*	*12,7%*	*26,0%*	*0,0%*	*13,0%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	7,9	7,6	28,6	13,0	16,0	14,6	6,8	71,8	39,3	28,8
	P/BV (x)	1,4	1,1	3,2	3,5	n.a.	2,3	0,5	1,6	1,1	11,6
	EV/Ingresos (x)	1,0	0,6	1,7	0,6	1,3	1,0	0,6	0,2	0,4	1,2
	EV/EBITDA (x)	6,3	4,9	11,9	8,4	10,8	8,5	4,5	6,0	5,2	13,8
	EV/EBIT (x)	8,2	6,8	18,1	9,5	13,5	11,2	5,0	15,6	10,3	27,7
	ROE	*16,8*	*15,4*	*8,5*	*25,9*	*18,3*	*17,0*	*3,2*	*2,3*	*2,7*	*124,5*
	FCF Yield (%)	*12,0*	*11,6*	*8,0*	*n.a.*	*n.a.*	*10,5*	*9,8*	*4,0*	*6,9*	*2,6*
	DPA	*3,50*	*5,23*	*0,00*	*0,02*	*0,00*	*1,75*	*0,02*	*0,00*	*0,01*	*0,00*
	Dvd Yield	*3,5%*	*3,9%*	*0,0%*	*0,5%*	*0,0%*	*1,6%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos							**6,0**	**6,1**	**10,1**	**13,8**	**16,8**	**18,4**	**19,9**	**21,5**	***n.a.***	***8,5%***
Cto. Total ingresos							*18,4%*	*1,3%*	*66,3%*	*36,6%*	*22,4%*	*9,3%*	*8,0%*	*8,3%*		
EBITDA							**0,9**	**0,4**	**0,4**	**(0,7)**	**0,3**	**1,7**	**2,4**	**3,7**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. EBITDA							*451,7%*	*-55,6%*	*1,4%*	*-271,6%*	*136,1%*	*542,2%*	*44,1%*	*55,0%*		
EBITDA/Ingresos							*15,5%*	*6,8%*	*4,2%*	*n.a.*	*1,5%*	*9,0%*	*12,1%*	*17,3%*		
Beneficio neto							**0,4**	**(0,1)**	**(0,1)**	**(1,8)**	**(0,8)**	**0,6**	**1,2**	**2,3**	***n.a.***	***70,0%***
Cto. Beneficio neto							*-27,8%*	*-128,3%*	*-9,5%*	*n.a.*	*55,6%*	*180,6%*	*81,1%*	*99,5%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)							0,5	1,3	1,5	1,6	2,2	2,3	2,4	2,4		
BPA (EUR)							0,73	-0,08	-0,08	-1,11	-0,36	0,27	0,48	0,96	*n.a.*	*67,1%*
Cto. BPA							*n.a.*	*n.a.*	*8,7%*	*n.a.*	*67,4%*	*n.a.*	*76,6%*	*99,5%*		
BPA ord. (EUR)							0,47	-0,05	0,37	-0,41	0,14	0,27	0,48	0,96	*n.a.*	*91,4%*
Cto. BPA ord.							*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*99,0%*	*76,6%*	*99,5%*		
CAPEX							(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
CAPEX/Vtas %[1]							*2,4%*	*0,1%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,1%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
Free Cash Flow							**(0,3)**	**2,5**	**(0,0)**	**1,9**	**(2,0)**	**(0,1)**	**1,6**	**3,3**	**n.a.**	**54,0%**
DN/EBITDA (x) [2]							*6,8x*	*12,1x*	*16,3x*	*n.a.*	*13,9x*	*1,3x*	0,2x	-0,7x		
PER (x)							*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*28,8x*	16,3x	8,2x		
EV/Vtas (x)							*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,32x*	*1,25x*	1,16x	1,07x		
EV/EBITDA (x) [2]							*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*13,8x*	9,6x	6,2x		
Comport. Absoluto							*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*17,9%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35							*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*15,8%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 6,50 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

Miguel Medina Sivilotti – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Seresco (SCO), es una compañía tecnológica española altamente diversificada -gestión de nóminas y personal, consultoría/desarrollo de software, infraestructuras y sistemas de IT, transformación digital, cartografía y catastro- con presencia internacional (23% s/ingresos 2025). Cotiza en BME Growth desde diciembre 2022.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	58,7	68,3
EV (Mn EUR y USD)	70,9	82,4
Número de Acciones (Mn)	9,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	9,00 / 7,01 / 5,75	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación(1)	9,9	
Refinitiv / Bloomberg	SCO.MC / SCO SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(3)

Familia Suárez García	56,4
Directivos	7,6
Tomás Reinares Fernández	6,3
Manuel Angel Busto Riego	6,3
Free Float	23,5

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	9,2	9,0	9,0	9,0
Total Ingresos	56,3	58,3	63,4	69,2
EBITDA Rec.	9,1	8,6	10,2	12,3
% Var.	*10,6*	*-5,6*	*19,4*	*20,7*
% EBITDA Rec./Ing.	*16,1*	*14,7*	*16,1*	*17,8*
% Var EBITDA sector (2)	*8,1*	*19,8*	*18,2*	*12,7*
Beneficio neto	4,0	4,3	5,7	7,5
BPA (EUR)	0,43	0,47	0,63	0,83
% Var.	*-6,3*	*9,9*	*33,0*	*31,6*
BPA ord. (EUR)	0,44	0,45	0,61	0,81
% Var.	*1,8*	*1,8*	*34,6*	*32,7*
Free Cash Flow Rec.	5,0	5,9	6,1	8,0
Pay-out (%)	*15,3*	*14,2*	*10,5*	*8,0*
DPA (EUR)	0,07	0,07	0,07	0,07
Deuda financiera neta	11,6	6,4	1,0	-6,2
DN / EBITDA Rec.(x)	1,3	0,7	0,1	-0,5
ROE (%)	*34,6*	*29,3*	*30,6*	*30,9*
ROCE (%)	*21,4*	*21,1*	*27,4*	*35,0*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	15,1	13,7	10,3	7,8
PER Ordinario	14,6	14,4	10,7	8,0
P/BV	4,5	3,6	2,8	2,1
Dividend Yield (%)	*1,0*	*1,0*	*1,0*	*1,0*
EV/Ventas	1,26	1,22	1,12	1,02
EV/EBITDA Rec.	7,8	8,3	6,9	5,7
EV/EBIT	9,8	10,8	8,7	7,0
FCF Yield (%)	*8,4*	*9,9*	*10,1*	*13,3*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*4,8*	*-4,4*	*8,3*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(3) Otros: Autocartera 1,7%%
(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

Ligera ralentización en ingresos en 2026e. El contrato de cartografía/geoinformación en Perú llega a su fin en 2026. Hay contratos en esta unidad de negocio que empiezan a contribuir en 2026 (con más recurrencia e inferior perfil de riesgo) pero que no suplen el declive de Perú. Nuestras estimaciones (+7,1% TACC 2025-2028e) excluyen la contribución del M&A y están ligeramente por debajo del rango de crecimiento orgánico (8%-10%) publicado por SCO.

Caída en márgenes 2026e (con recuperación en 2027e). La ralentización en el crecimiento de ingresos 2026e (+3,5% vs +5,1% 2025), el esfuerzo en internacionalización y en la estrategia IA penalizan el EBITDA rec. (-5,6%) y el margen (14,7%; -1,4 p.p. vs 2025), que se recupera en 2027 con la maduración de estas inversiones, recuperando el nivel de 2025.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Recurrencia de ingresos. Más de 50 años de presencia en el mercado y una cartera de 3.000 clientes con un "churn" inferior al 5% permite conseguir que los ingresos recurrentes representaran el 70% s/ingresos 2025 y que la cartera de pedidos 2026-2028e (EUR 125 Mn) cubra 2/3 de nuestra estimación de ingresos para el periodo.

M&A como driver creíble de crecimiento. El carácter de empresa "familiar", la disciplina financiera y el buen "track record" dan un sesgo positivo al M&A. La adquisición de CIES es un buen ejemplo. SCO compró el 75% en octubre 2023 por EUR 3,4 MN y ha pagado EUR 5 Mn por el restante 25% (en julio 2025 y en abril 2026) por la excelente evolución de CIES minimizando el riesgo inicial y compartiendo el "upside" con los fundadores de CIES que siguen vinculados a SCO.

Solidez de balance. Que permite absorber EUR 7,1 Mn en pagos por M&A en 2025 (F5IT y CIES) y mantener unos ratios adecuados de endeudamiento (1,3x DN/EBITDA Rec. 2025) que vuelven rápidamente a estar por debajo de 1x (0,7x 2026e).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

LATAM. SCO tiene dos arbitrajes abiertos en LATAM (Colombia y Perú) por ingresos no recibidos y en disputa. La disputa en Colombia (EUR 2,2 Mn) se remonta a 2023 y la primera vista del arbitraje está prevista para julio de 2026 mientras que la de Perú (contrato de cartografía) es más reciente (finales de 2025) y por un importe de EUR 2,1 Mn. SCO no ha provisionado ni deteriorado ninguno de estos importes.

La IA como amenaza del sector software. El mercado en el último año ha penalizado fuertemente sectores percibidos como amenazados por la IA (ciberseguridad, desarrollo de software y transformación digital) y "premiado" sectores beneficiados por la IA (centros de datos, semiconductores, componentes electrónicos). SCO "cae" en el grupo de los primeros. Creemos que el mercado ha reaccionado binariamente y que eventualmente discriminará y valorará la oportunidad que la IA representa para empresas como SCO que llevan tiempo incorporando la IA (y que ahora visibiliza más con la creación de su filial SERDATIA, plenamente dedicada a la IA).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Pese a la debilidad del momentum 2026e, FCF yield del c.10%. 2026 no es un año de crecimiento para SCO, y el momentum sectorial es débil. Pero los "números" dicen que el riesgo es muy limitado (esencialmente por recurrencia en ingresos). Y que las fortalezas tradicionales de la compañía (gestión, balance, opción de crecimiento vía M&A) no han desaparecido.

Descuento sobre comparables en año "valle". Tras el underperformance -12m (-14,4% vs Ibex 35; -0,9% vs sector) los múltiplos relativos son objetivamente bajos. Tanto frente a otras compañías de IT (descuento del 15% en EV/EBITDA 2026e) como frente a compañías de gestión de nóminas y RRHH (descuento del 31% en EV/EBITDA 2026e). Y refuerzan la idea de compañía tecnológica teóricamente "barata" y con menor riesgo (operativo, comercial, financiero).

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	0,2	0,3	0,3	1,2	0,8	0,6	0,5	0,3
Inmovilizado material	1,2	1,2	2,1	1,7	2,1	2,2	2,3	2,4
Otros activos no corrientes	0,6	0,6	0,3	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0
Inmovilizado financiero	0,6	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Fondo de comercio y otros intangibles	3,7	4,2	8,0	10,3	11,5	9,7	8,0	6,2
Activo circulante	8,9	9,6	17,1	20,4	21,7	23,6	24,9	26,7
Total activo	**15,2**	**16,3**	**28,3**	**34,9**	**37,5**	**37,6**	**37,2**	**37,2**
Patrimonio neto	3,9	5,4	7,0	10,0	13,0	16,3	21,0	27,5
Minoritarios	-	-	0,5	0,1	0,1	0,3	0,5	0,7
Provisiones y otros pasivos a LP	-	0,0	0,0	0,4	0,9	0,9	0,9	0,9
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	5,0	4,5	7,6	12,3	11,6	6,4	1,0	(6,2)
Pasivo circulante	6,2	6,4	13,1	12,2	11,9	13,7	13,8	14,3
Total pasivo	**15,2**	**16,3**	**28,3**	**34,9**	**37,5**	**37,6**	**37,2**	**37,2**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**30,6**	**34,0**	**42,2**	**53,6**	**56,3**	**58,3**	**63,4**	**69,2**	***16,4%***	***7,1%***
Cto.Total Ingresos	*6,7%*	*10,9%*	*24,0%*	*27,1%*	*5,1%*	*3,5%*	*8,8%*	*9,2%*		
Coste de ventas	(4,2)	(4,7)	(7,3)	(8,3)	(5,1)	(5,9)	(6,4)	(7,0)		
Margen Bruto	**26,5**	**29,3**	**34,8**	**45,3**	**51,2**	**52,4**	**57,0**	**62,2**	***17,9%***	***6,7%***
Margen Bruto / Ingresos	*86,4%*	*86,2%*	*82,6%*	*84,4%*	*90,9%*	*89,9%*	*89,9%*	*89,9%*		
Gastos de personal	(22,1)	(23,9)	(27,4)	(32,2)	(36,2)	(37,3)	(39,5)	(41,9)		
Otros costes de explotación	(2,1)	(2,0)	(3,9)	(4,9)	(5,9)	(6,5)	(7,2)	(8,0)		
EBITDA recurrente	**2,3**	**3,4**	**3,5**	**8,2**	**9,1**	**8,6**	**10,2**	**12,3**	***41,2%***	***10,8%***
Cto.EBITDA recurrente	*13,4%*	*49,0%*	*2,1%*	*136,6%*	*10,6%*	*-5,6%*	*19,4%*	*20,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*7,4%*	*10,0%*	*8,2%*	*15,3%*	*16,1%*	*14,7%*	*16,1%*	*17,8%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,1	0,1	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3		
Gastos capitalizados	0,3	0,2	0,7	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4		
EBITDA	**2,6**	**3,7**	**4,6**	**8,6**	**9,9**	**9,2**	**10,9**	**13,0**	***39,4%***	***9,6%***
Depreciación y provisiones	(1,0)	(1,0)	(1,3)	(2,2)	(2,6)	(2,6)	(2,7)	(2,8)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**1,6**	**2,7**	**3,3**	**6,4**	**7,2**	**6,6**	**8,1**	**10,2**	***45,9%***	***12,0%***
Cto.EBIT	*70,4%*	*67,6%*	*23,2%*	*94,1%*	*13,1%*	*-9,3%*	*24,1%*	*24,9%*		
EBIT / Ingresos	*5,2%*	*7,9%*	*7,8%*	*11,9%*	*12,9%*	*11,3%*	*12,9%*	*14,7%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,6)	(0,1)	(0,3)	(0,5)	(0,9)	(0,9)	(0,6)	(0,3)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**1,0**	**2,6**	**3,0**	**5,9**	**6,3**	**5,7**	**7,5**	**9,9**	***60,2%***	***15,8%***
Cto.Beneficio ordinario	*76,4%*	*165,4%*	*16,4%*	*98,3%*	*7,7%*	*-10,0%*	*31,9%*	*30,9%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**1,0**	**2,6**	**3,0**	**5,9**	**6,3**	**5,7**	**7,5**	**9,9**	***60,2%***	***15,8%***
Impuestos	(0,5)	(0,7)	(0,8)	(1,0)	(2,3)	(1,3)	(1,7)	(2,2)		
Tasa fiscal efectiva	*52,0%*	*26,9%*	*28,1%*	*16,4%*	*36,5%*	*22,0%*	*22,0%*	*22,0%*		
Minoritarios	-	-	(0,1)	(0,5)	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**0,5**	**1,9**	**2,1**	**4,4**	**4,0**	**4,3**	**5,7**	**7,5**	***71,3%***	***23,5%***
Cto.Beneficio neto	*20,3%*	*303,6%*	*10,0%*	*114,9%*	*-9,8%*	*7,8%*	*32,9%*	*31,6%*		
Beneficio ordinario neto	**0,6**	**1,8**	**1,7**	**4,2**	**4,1**	**4,1**	**5,5**	**7,3**	***60,6%***	***21,2%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*106,4%*	*193,7%*	*-3,9%*	*140,2%*	*-2,0%*	*-0,2%*	*34,4%*	*32,7%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**8,6**	**10,2**	**12,3**	***41,2%***	***10,8%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(0,0)	(1,3)	(1,2)		
Cash Flow operativo recurrente						**8,6**	**8,9**	**11,1**	***43,4%***	***14,6%***
CAPEX						(0,5)	(0,6)	(0,6)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,9)	(0,6)	(0,3)		
Impuestos						(1,3)	(1,7)	(2,2)		
Free Cash Flow Recurrente						**5,9**	**6,1**	**8,0**	***n.a.***	***17,1%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						0,3	0,3	0,3		
Free Cash Flow						**6,2**	**6,3**	**8,2**	***-2,7%***	***n.a.***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						0,6	0,6	0,6		
Variación de Deuda financiera neta						**(6,8)**	**(6,9)**	**(8,8)**		

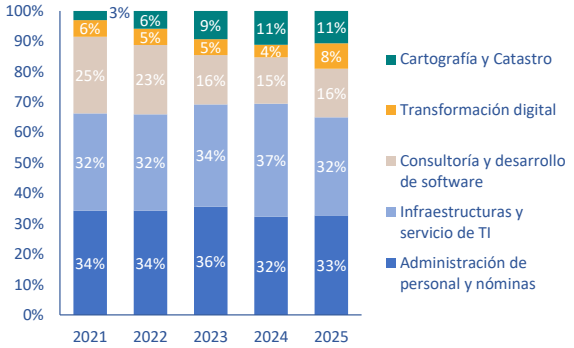
La compañía en 8 gráficos

Presente en mercados en crecimiento

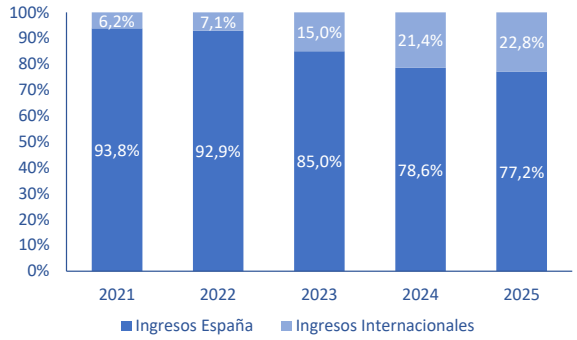
(USD Bn)	2023	2030	2030 TACC	2032	2032 TACC
TIC	871			1.984	9,6%
Outsourcing	343			771	9,4%
Digitalización	1.100	3.700	18,9%		
Ciberseguridad	172	425	13,8%		

Fuente: Globalnewswire.com

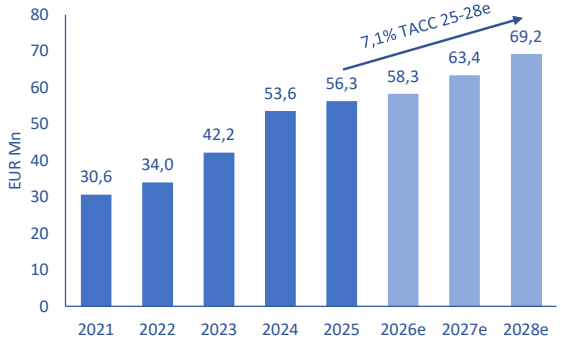
SCO: un negocio diversificado, tanto por línea de actividad (con foco en producto propio bajo modalidad SaaS) …



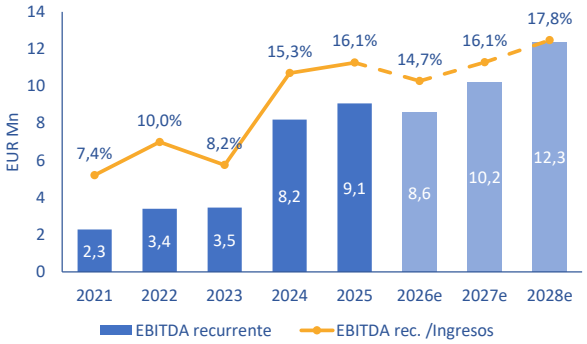
… con creciente presencia internacional



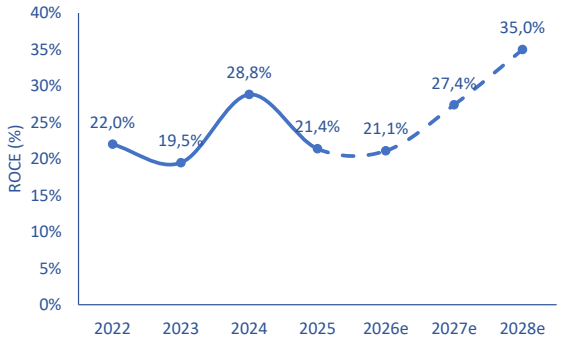
Con capacidad para crecer en ingresos hasta EUR 69,2Mn en 2028e (7,1% TACC 25-28e)



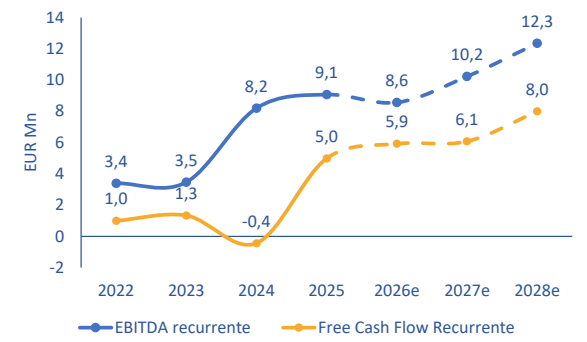
con margen EBITDA Rec. estable (ajustando por impacto de cartografía y catastro) en el periodo 2025 – 2028e…



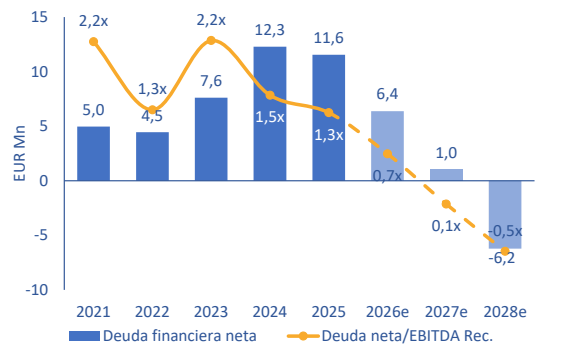
… que sostiene un muy respetable ROCE superior al 25%



Y empujando la generación del flujo de caja recurrente hasta EUR 8,0Mn en 2028e …



… que dejaría a la compañía en posición de caja neta en 2028e y con recursos para repetir exitosas operaciones de M&A

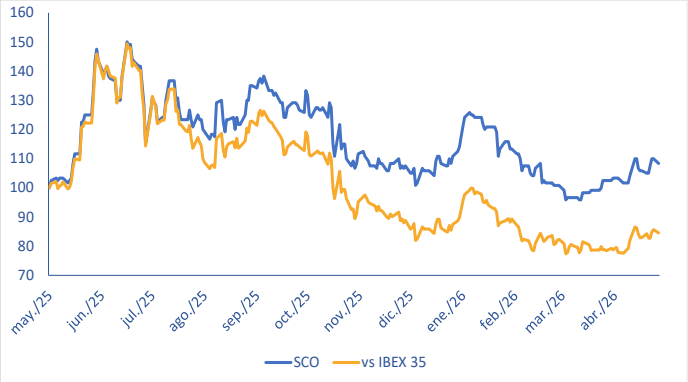


IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

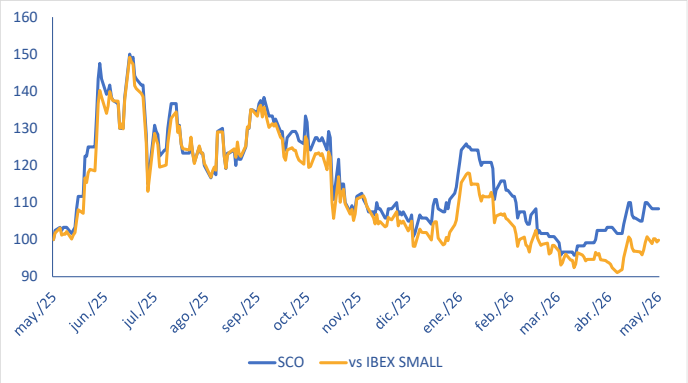
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



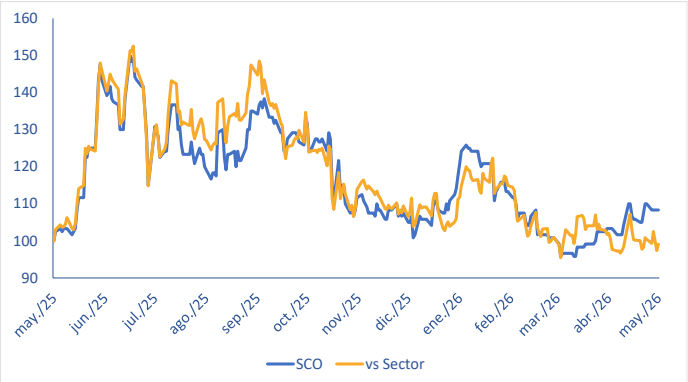
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)

Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	4,8	-4,4	8,3	-2,3	79,6	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	8,2	-4,1	-14,4	-4,0	-6,2	n.a.
vs Euro STOXX 50	6,9	-1,8	0,6	-2,9	33,0	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	6,5	-5,2	-0,1	-4,7	27,9	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	3,4	-5,0	-4,9	-4,7	37,2	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	2,5	-6,1	-6,0	-5,4	48,6	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-2,9	-13,8	-0,9	-12,1	30,0	n.a.

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**3,4**	**3,5**	**8,2**	**9,1**	**8,6**	**10,2**	**12,3**	***38,7%***	***10,8%***
Cto.EBITDA recurrente	*49,0%*	*2,1%*	*136,6%*	*10,6%*	*-5,6%*	*19,4%*	*20,7%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*10,0%*	*8,2%*	*15,3%*	*16,1%*	*14,7%*	*16,1%*	*17,8%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,6)	(0,8)	(4,1)	(1,7)	(0,0)	(1,3)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**2,8**	**2,6**	**4,1**	**7,4**	**8,6**	**8,9**	**11,1**	***38,4%***	***14,6%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*59,4%*	*-4,8%*	*54,4%*	*80,3%*	*16,0%*	*4,2%*	*24,6%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*8,2%*	*6,3%*	*7,6%*	*13,1%*	*14,7%*	*14,1%*	*16,0%*		
- CAPEX	(1,0)	(0,2)	(2,7)	(0,3)	(0,5)	(0,6)	(0,6)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,1)	(0,3)	(0,5)	(0,8)	(0,9)	(0,6)	(0,3)		
- Impuestos	(0,7)	(0,8)	(1,4)	(1,3)	(1,3)	(1,7)	(2,2)		
= Free Cash Flow recurrente	**1,0**	**1,3**	**(0,4)**	**5,0**	**5,9**	**6,1**	**8,0**	***71,5%***	***17,1%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*405,2%*	*34,3%*	*-133,5%*	*n.a.*	*18,8%*	*2,6%*	*31,6%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*2,9%*	*3,1%*	*n.a.*	*8,8%*	*10,2%*	*9,6%*	*11,5%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	(3,9)	0,5	(4,6)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,2)	-	-	0,4	0,3	0,3	0,3		
= Free Cash Flow	**0,9**	**(2,6)**	**0,0**	**0,8**	**6,2**	**6,3**	**8,2**	***-4,8%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow	*3,9%*	*-395,7%*	*100,4%*	*n.a.*	*717,1%*	*2,5%*	*30,4%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*1,7%*	*2,1%*	*n.a.*	*8,4%*	*9,9%*	*10,1%*	*13,3%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*1,5%*	*n.a.*	*0,0%*	*1,3%*	*10,3%*	*10,5%*	*13,7%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**0,2**	**1,0**	**1,3**	**(0,4)**	**5,0**	**5,9**	**6,1**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,2	0,8	0,9	0,4	0,3	0,7	0,9
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,9	(0,7)	3,8	0,5	(0,8)	0,9	1,2
= Variación EBITDA recurrente	**1,1**	**0,1**	**4,7**	**0,9**	**(0,5)**	**1,7**	**2,1**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(0,1)	(0,2)	(3,3)	2,4	1,7	(1,3)	0,1
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**1,0**	**(0,1)**	**1,4**	**3,3**	**1,2**	**0,4**	**2,2**
+/-Variación del CAPEX	(0,4)	0,8	(2,4)	2,4	(0,2)	(0,0)	(0,1)
+/- Variación del resultado financiero neto	0,5	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,1)	0,2	0,3
+/- Variación de impuestos	(0,3)	(0,1)	(0,5)	0,1	0,0	(0,4)	(0,5)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**0,8**	**0,3**	**(1,8)**	**5,4**	**0,9**	**0,2**	**1,9**
Free Cash Flow Recurrente	**1,0**	**1,3**	**(0,4)**	**5,0**	**5,9**	**6,1**	**8,0**

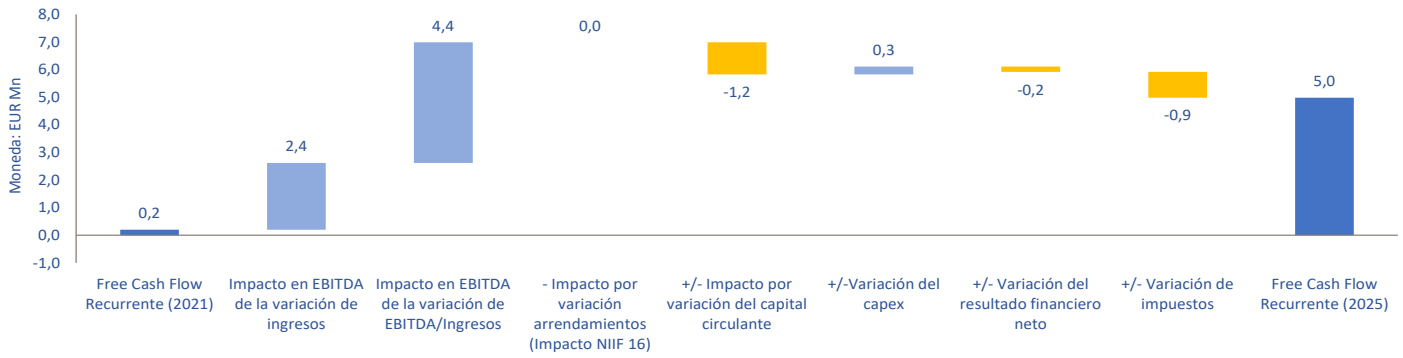
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**2,7**	**3,3**	**6,4**	**7,2**	**6,6**	**8,1**	**10,2**	***39,4%***	***12,0%***
** Tasa fiscal teórica*	*26,9%*	*28,1%*	*16,4%*	*30,0%*	*22,0%*	*22,0%*	*22,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,7)	(0,9)	(1,1)	(2,2)	(1,4)	(1,8)	(2,2)		
EBITDA recurrente	**3,4**	**3,5**	**8,2**	**9,1**	**8,6**	**10,2**	**12,3**	***38,7%***	***10,8%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(0,6)	(0,8)	(4,1)	(1,7)	(0,0)	(1,3)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**2,8**	**2,6**	**4,1**	**7,4**	**8,6**	**8,9**	**11,1**	***38,4%***	***14,6%***
- CAPEX	(1,0)	(0,2)	(2,7)	(0,3)	(0,5)	(0,6)	(0,6)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,7)	(0,9)	(1,1)	(2,2)	(1,4)	(1,8)	(2,2)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**1,1**	**1,5**	**0,4**	**4,9**	**6,6**	**6,6**	**8,2**	***65,9%***	***18,8%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*55,0%*	*39,6%*	*-74,8%*	*n.a.*	*34,0%*	*-0,5%*	*25,8%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	3,2%	3,6%	0,7%	8,7%	11,3%	10,3%	11,9%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	0,1	(3,9)	0,5	(4,6)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(0,2)	-	-	0,4	0,3	0,3	0,3		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**1,0**	**(2,4)**	**0,8**	**0,7**	**6,8**	**6,8**	**8,5**	***-10,6%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-28,1%*	*-350,5%*	*134,6%*	*-17,5%*	*892,5%*	*-0,5%*	*24,9%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*1,5%*	*2,1%*	*0,5%*	*6,9%*	*9,3%*	*9,2%*	*11,6%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*1,4%*	*n.a.*	*1,2%*	*1,0%*	*9,6%*	*9,6%*	*12,0%*		

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

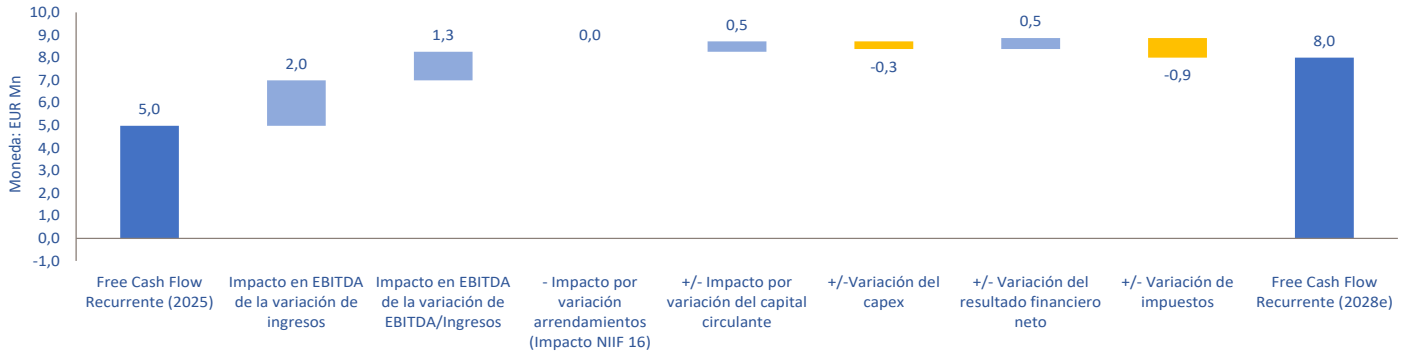
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

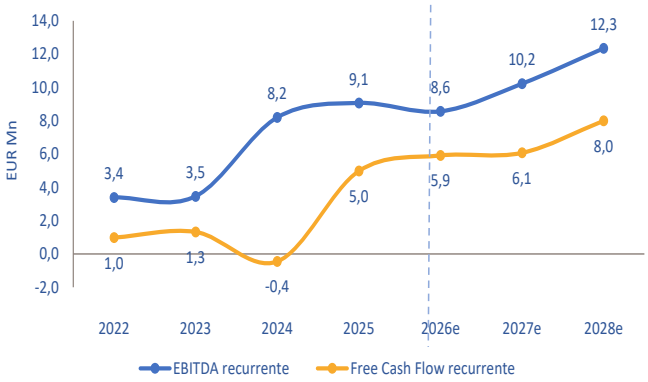
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



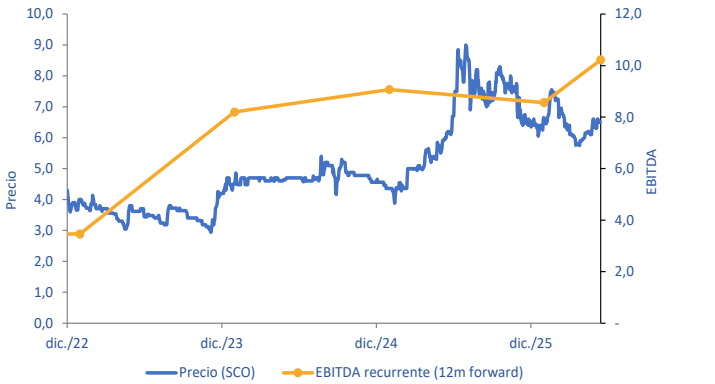
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**6,8**	**6,8**	**8,5**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**58,7**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**11,4**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	4,4%	Coste de la deuda neta	4,4%	4,9%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,7%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,5%**	**3,9%**
Risk free rate (rf)	3,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)	1,2	1,4
Coste del Equity	**11,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**10,2%**	**12,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	83,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	16,2%	D	=	=
WACC	**10,2%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,1%**	**11,3%**
G "Razonable"	**2,5%**		**3,0%**	**2,0%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	58,7	
+ Minoritarios	0,1	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,9	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	11,4	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	0,3	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**70,9**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	13,3%	22,0%	19,5%	28,8%	21,4%

	2025	2028e
ROCE - WACC	11,2%	24,8%
FCF Yield - WACC	-3,2%	1,5%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	17,7%	11,2	6,3x
Central	16,1%	10,2	6,9x
Min	14,5%	9,2	7,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	0,8%	0,9%	1,0%
11,2	7,2	7,1	7,0
10,2	6,1	6,1	6,0
9,2	5,1	5,1	5,0

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	11,9%	11,8%	11,7%
Central	10,2%	10,1%	10,0%
Min	8,5%	8,4%	8,3%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	28,6%	25,0%	25,0%
% de consejeros dominicales	28,6%	25,0%	25,0%
% de consejeros ejecutivos	14,3%	12,5%	12,5%
% de otros consejeros	28,6%	37,5%	37,5%
% de mujeres en el consejo de administración	14,3%	12,5%	12,5%
% de mujeres en la plantilla	42,3%	34,8%	41,7%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	1,4%	2,2%	2,1%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Europa						EE.UU. soluciones nominas y RRHH				
	EUR Mn	Sopra Steria	Indra	Izertis	Capgemini	SAP	Average	ADP	Paychex	Paylocity	Average	SCO
Datos Mercado	Ticker (Factset)	SOPR.PA	IDR.MC	IZER.MC	CAPP.PA	SAPG.DE		ADP.O	PAYX.O	PCTY.O		SCO.MC
	País	France	Spain	Spain	France	Germany		USA	USA	USA		Spain
	Market cap	2.644,2	8.760,3	311,4	17.055,9	177.635,0		73.751,0	28.213,5	4.933,9		58,7
	Enterprise value (EV)	3.366,8	8.219,7	380,4	23.442,9	175.957,0		74.396,1	30.943,4	4.746,0		70,9
Información financiera básica	Total Ingresos	5.763,7	6.807,5	217,3	24.000,4	40.176,8		18.849,3	5.907,8	1.516,2		58,3
	Cto.Total Ingresos	*2,0%*	*23,4%*	*34,6%*	*6,8%*	*9,2%*	*15,2%*	*6,6%*	*5,5%*	*10,5%*	*7,5%*	*3,5%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*3,2%*	*12,4%*	*25,1%*	*4,1%*	*11,7%*	*11,3%*	*5,7%*	*5,3%*	*7,9%*	*6,3%*	*9,0%*
	EBITDA	686,0	946,0	32,0	3.714,5	13.011,5		5.537,2	2.787,5	548,5		9,2
	Cto. EBITDA	*-1,5%*	*39,9%*	*39,9%*	*16,1%*	*10,9%*	*21,1%*	*7,1%*	*7,5%*	*53,7%*	*22,8%*	*-6,7%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*4,4%*	*15,2%*	*24,5%*	*5,7%*	*14,5%*	*12,9%*	*7,1%*	*6,8%*	*9,2%*	*7,7%*	*18,8%*
	EBITDA/Ingresos	*11,9%*	*13,9%*	*14,7%*	*15,5%*	*32,4%*	*17,7%*	*29,4%*	*47,2%*	*36,2%*	*37,6%*	*15,8%*
	EBIT	494,4	694,2	21,0	2.873,2	11.793,6		5.041,9	2.540,1	468,1		6,6
	Cto. EBIT	*-1,4%*	*24,5%*	*77,7%*	*14,9%*	*13,2%*	*25,8%*	*8,0%*	*8,8%*	*72,6%*	*29,8%*	*-9,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*5,7%*	*16,6%*	*6,9%*	*6,8%*	*15,2%*	*10,3%*	*8,1%*	*5,8%*	*10,5%*	*8,1%*	*24,5%*
	EBIT/Ingresos	*8,6%*	*10,2%*	*9,7%*	*12,0%*	*29,4%*	*14,0%*	*26,7%*	*43,0%*	*30,9%*	*33,5%*	*11,3%*
	Beneficio Neto	343,6	464,2	8,6	2.126,3	8.300,9		3.846,7	1.819,2	377,3		4,3
	Cto. Beneficio Neto	*12,2%*	*5,7%*	*93,3%*	*30,0%*	*13,3%*	*30,9%*	*9,6%*	*6,8%*	*93,1%*	*36,5%*	*7,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*7,1%*	*17,2%*	*43,3%*	*6,7%*	*16,0%*	*18,1%*	*7,8%*	*-41,4%*	*9,0%*	*-8,2%*	*32,2%*
	CAPEX/Ventas	*2,0%*	*3,0%*	*7,4%*	*1,6%*	*2,3%*	*3,3%*	*1,1%*	*3,3%*	*1,4%*	*2,0%*	*0,9%*
	Free Cash Flow	306,2	389,9	25,0	2.039,0	10.003,3		4.692,0	2.047,2	365,2		6,2
	Deuda financiera Neta	363,3	(61,3)	13,3	4.384,0	(4.692,3)		94,9	3.033,6	(247,5)		6,4
	DN/EBITDA (x)	0,5	n.a.	0,4	1,2	n.a.	0,7	0,0	1,1	n.a.	0,6	0,7
	Pay-out	*29,6%*	*14,3%*	*0,0%*	*27,8%*	*37,9%*	*21,9%*	*59,5%*	*80,2%*	*0,0%*	*46,6%*	*14,2%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	7,6	18,8	28,6	7,9	20,0	16,6	19,4	15,5	13,3	16,1	13,7
	P/BV (x)	1,1	4,3	3,2	1,4	3,5	2,7	13,3	7,2	4,5	8,3	3,6
	EV/Ingresos (x)	0,6	1,2	1,8	1,0	4,4	1,8	3,9	5,2	3,1	4,1	1,2
	EV/EBITDA (x)	4,9	8,7	11,9	6,3	13,5	9,1	13,4	11,1	8,7	11,1	7,7
	EV/EBIT (x)	6,8	11,8	18,1	8,2	14,9	12,0	14,8	12,2	10,1	12,4	10,8
	ROE	*15,4*	*25,2*	*8,5*	*16,8*	*18,1*	*16,8*	*67,2*	*48,8*	*31,1*	*49,0*	*29,3*
	FCF Yield (%)	*11,6*	*4,5*	*8,0*	*12,0*	*5,6*	*8,3*	*6,4*	*7,3*	*7,4*	*7,0*	*9,9*
	DPA	*5,23*	*0,38*	*0,00*	*3,50*	*2,70*	*2,36*	*5,62*	*4,05*	*0,00*	*3,22*	*0,07*
	Dvd Yield	*3,9%*	*0,8%*	*0,0%*	*3,5%*	*1,9%*	*2,0%*	*3,0%*	*5,1%*	*0,0%*	*2,7%*	*1,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos				**30,8**	**30,6**	**28,7**	**30,6**	**34,0**	**42,2**	**53,6**	**56,3**	**58,3**	**63,4**	**69,2**	***n.a.***	***7,1%***
Cto. Total ingresos				*n.a.*	*-0,6%*	*-6,1%*	*6,7%*	*10,9%*	*24,0%*	*27,1%*	*5,1%*	*3,5%*	*8,8%*	*9,2%*		
EBITDA				**2,2**	**2,3**	**2,1**	**2,6**	**3,7**	**4,6**	**8,6**	**9,9**	**9,2**	**10,9**	**13,0**	***n.a.***	***9,6%***
Cto. EBITDA				*n.a.*	*6,7%*	*-7,2%*	*22,8%*	*41,9%*	*22,7%*	*89,7%*	*14,2%*	*-6,7%*	*18,0%*	*19,5%*		
EBITDA/Ingresos				*7,0%*	*7,5%*	*7,4%*	*8,5%*	*10,9%*	*10,8%*	*16,1%*	*17,5%*	*15,8%*	*17,2%*	*18,8%*		
Beneficio neto				**1,3**	**0,9**	**0,4**	**0,5**	**1,9**	**2,1**	**4,4**	**4,0**	**4,3**	**5,7**	**7,5**	***n.a.***	***23,5%***
Cto. Beneficio neto				*n.a.*	*-28,8%*	*-58,1%*	*20,3%*	*303,6%*	*10,0%*	*114,9%*	*-9,8%*	*7,8%*	*32,9%*	*31,6%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)				-	-	-	-	9,6	9,6	9,6	9,2	9,0	9,0	9,0		
BPA (EUR)				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,19	0,21	0,46	0,43	0,47	0,63	0,83	*n.a.*	*24,4%*
Cto. BPA				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*10,0%*	*n.a.*	*-6,3%*	*9,9%*	*33,0%*	*31,6%*		
BPA ord. (EUR)				n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,19	0,18	0,44	0,44	0,45	0,61	0,81	*n.a.*	*22,0%*
Cto. BPA ord.				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-3,9%*	*n.a.*	*1,8%*	*1,8%*	*34,6%*	*32,7%*		
CAPEX				(0,5)	(1,4)	(0,6)	(0,6)	(1,0)	(0,2)	(2,7)	(0,3)	(0,5)	(0,6)	(0,6)		
CAPEX/Vtas %[1]				*1,6%*	*4,5%*	*2,2%*	*1,9%*	*2,9%*	*0,5%*	*5,0%*	*0,5%*	*0,9%*	*0,9%*	*0,9%*		
Free Cash Flow				**(4,5)**	**(6,4)**	**5,4**	**0,8**	**0,9**	**(2,6)**	**0,0**	**0,8**	**6,2**	**6,3**	**8,2**	**n.a.**	**n.a.**
DN/EBITDA (x) [2]				*2,0x*	*4,6x*	*2,5x*	*1,9x*	*1,2x*	*1,7x*	*1,4x*	*1,2x*	*0,7x*	0,1x	-0,5x		
PER (x)				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20,5x*	*21,0x*	*9,5x*	*15,4x*	*13,7x*	10,3x	7,8x		
EV/Vtas (x)				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*1,25x*	*1,21x*	*1,01x*	*1,29x*	*1,22x*	1,12x	1,02x		
EV/EBITDA (x) [2]				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*11,4x*	*11,2x*	*6,3x*	*7,4x*	*7,7x*	6,5x	5,5x		
Comport. Absoluto				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*12,5%*	*-3,1%*	*52,5%*	*-2,3%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35				*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-8,4%*	*-15,6%*	*2,2%*	*-4,0%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Squirrel Media

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Media

Precio de Cierre: EUR 2,43 (15 may 2026)
Fecha del informe: 26 may 2026

Squirrel Media (SQRL), es un Grupo español con presencia a lo largo de toda la cadena de valor del sector de entretenimiento y medios a través de sus negocios de: (i) Publicidad (74% s/ingresos), (ii) Contenidos (con la producción y distribución de contenidos audiovisuales; 15%), (iii) Network (11%).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	233,2	271,1
EV (Mn EUR y USD)	281,2	326,9
Número de Acciones (Mn)	96,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	2,86 / 2,35 / 1,87	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,08	
Rotación(1)	9,0	
Refinitiv / Bloomberg	SQRL.MC / SQRL SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Squirrel Capital	85,4
Free Float	14,6

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	96,0	96,0	96,0	96,0
Total Ingresos	244,5	313,2	344,9	361,4
EBITDA Rec.	26,0	39,5	46,2	48,6
% Var.	*31,6*	*51,8*	*16,8*	*5,1*
% EBITDA Rec./Ing.	*10,7*	*12,6*	*13,4*	*13,4*
% Var EBITDA sector (2)	*2,1*	*3,0*	*8,8*	*3,3*
Beneficio neto	6,1	12,3	14,9	15,5
BPA (EUR)	0,06	0,13	0,16	0,16
% Var.	*95,2*	*103,2*	*21,0*	*4,1*
BPA ord. (EUR)	0,06	0,13	0,16	0,16
% Var.	*164,0*	*123,8*	*21,0*	*4,1*
Free Cash Flow Rec.	14,4	-0,3	5,6	7,3
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	38,7	39,1	33,5	26,2
DN / EBITDA Rec.(x)	1,5	1,0	0,7	0,5
ROE (%)	*9,2*	*15,9*	*16,3*	*14,6*
ROCE (%)	*10,1*	*15,9*	*16,6*	*15,5*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	38,5	18,9	15,7	15,0
PER Ordinario	42,4	18,9	15,7	15,0
P/BV	3,3	2,8	2,4	2,0
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	1,15	0,90	0,82	0,78
EV/EBITDA Rec.	10,8	7,1	6,1	5,8
EV/EBIT	17,9	10,3	8,7	8,4
FCF Yield (%)	*5,3*	*n.a.*	*1,9*	*2,5*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*0,4*	*-2,8*	*-1,2*	*-37,5*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Media.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

Las tendencias operativas de 2025 sugieren continuidad en el crecimiento de Media en 2026 y una mejora en Contenidos, con un mayor número de estrenos. El crecimiento del +70% en ventas estuvo sustentado en el impacto del M&A en Media, (74% de ingresos totales), que ha reportado un incremento del +142% en ingresos por la consolidación de la compra de IKI y el crecimiento orgánico (+40%). La vertical de Contenidos, ha incrementado los ingresos un +14%, incluyendo 26 estrenos en el año. El EBITDA subió un +32%, impulsado por la contribución de Media (+290%), que tiene una menor rentabilidad estructural (10,8% margen EBITDA), y una menor aportación coyuntural de Contenidos (-6,6%), pero con mayor margen (30,5%).

2026e: crecimiento (+52% en EBITDA en 2026e), pero con riesgo de ejecución. Los motores de crecimiento del negocio incluyen: i) los nuevos contratos en la vertical de Media (acuerdo multi país con Restaurants Brands Europe), ii) el crecimiento en Contenidos tras la creación de Squirrel Studios y Squirrel Influencers, unido al impacto asociado con una inversión superior a €20m en 2026, y iii) el crecimiento en ingresos y la mejora en rentabilidad por las mejoras de eficiencia en las operaciones junto con el acuerdo de comercialización publicitaria con Mediaset en Network.

El crecimiento de Contenidos debería apuntalar el margen EBITDA de SQRL (+1,9 p.p en 2026e). Los ingresos de contenidos (+29% en 2026e) deberían seguir creciendo a ritmos elevados, fruto del esfuerzo inversor realizado por SQRL para ampliar su catálogo, acumulando una inversión de c. EUR 84Mn en el período 2021-2025 (a cierre de 2025 cuenta con 56 estrenos comprometidos para 2026). Esta vertical, la de mayor rentabilidad del grupo (margen EBITDA Rec del 30,5% en 2026e vs 12,6% de margen consolidado) debería ser el principal vector de crecimiento.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

La presentación del plan estratégico 2026-2027 constató la existencia de un modelo de negocio singular, diversificado, con cierta visibilidad de crecimiento, potencial de escalabilidad, y con la expectativa de ser autosuficiente en el largo plazo. Tiene un foco relevante en contenido de calidad, por su reserva de valor y menor volatilidad, dentro de un sector en expansión por su alta demanda y consumo.

El reto (y equity story) de SQRL es consolidar/rentabilizar las adquisiciones tras la agresiva estrategia de M&A que le ha llevado a convertirse en un jugador de referencia en el sector media en España. Los catalizadores son: i) mejora de margen por el mayor peso en el mix de Contenidos, ii) obtención de sinergias en costes y ventas cruzadas que puedan confirmar la robustez del modelo de negocio, iii) crecimiento orgánico visible y contrastable, apalancado sobre todo en los nuevos contratos de Media, y iv) rentabilización del contenido propio.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Riesgo de ejecución e integración del M&A, lo que podría derivar en una potencial destrucción de valor, mayores costes de los esperados y/o incumplimiento de las previsiones de beneficios esperadas.

Nivel de apalancamiento, fondo de maniobra negativo y riesgo de refinanciación. Dado el modelo de crecimiento inorgánico, que esperamos continue, el próximo reto es la digestión de la deuda, la subsecuente refinanciación/restructuración, así como la gestión del fondo de maniobra negativo (EUR 18,2Mn) al cierre de 2025.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Tras el comportamiento de la acción (+5,2% YTD; +18,8% vs sector), SQRL cotiza a un EV/EBITDA 2026e de 7,1x, por encima de su sector (grandes empresas globales de publicidad 5,6x EV/EBITDA 2026e), por encima del sector Media en España (6,3x) y por debajo sector Media global que cotiza a 14,1x. Aunque la total atipicidad (*rara avis*) del modelo de negocio de SQRL dificulta la comparación y la obtención de una conclusión objetiva. En definitiva, SQRL ofrece una expectativa de que el crecimiento se mantenga muy alto en 2026e-2028e (TACC EBITDA 2025-2028e, *+23,1%*) pero con riesgo de ejecución. El excelente momentum operativo (crecimiento orgánico en Media, el impacto de nuevos estrenos en contenidos y el acuerdo con Mediaset) lleva a un elevado diferencial de crecimiento vs sector, lo que explicaría una prima teórica en múltiplos. Aunque dicha prima debe ajustarse a la baja por el riesgo de ejecución asociado al modelo de negocio.

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	31,3	70,7	88,9	108,1	106,9	106,9	106,9	106,9
Inmovilizado material	2,2	2,3	3,3	3,1	3,8	16,7	27,6	39,5
Otros activos no corrientes	0,8	4,8	8,8	8,7	7,9	7,9	7,9	7,9
Inmovilizado financiero	12,9	12,0	12,6	15,7	19,5	19,5	19,5	19,5
Fondo de comercio y otros intangibles	2,3	5,0	11,1	23,1	30,9	30,9	30,9	30,9
Activo circulante	11,4	18,6	34,1	42,5	78,0	98,4	109,0	115,5
Total activo	**61,0**	**113,4**	**158,9**	**201,2**	**247,0**	**280,3**	**301,8**	**320,2**
Patrimonio neto	29,9	43,0	55,7	60,4	71,4	83,7	98,6	114,1
Minoritarios	0,5	5,0	9,6	11,8	12,4	17,6	23,8	30,3
Provisiones y otros pasivos a LP	5,5	18,6	18,0	17,4	17,3	17,3	17,3	17,3
Otros pasivos no corrientes	0,7	1,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Deuda financiera neta	7,2	23,4	24,0	42,4	38,7	39,1	33,5	26,2
Pasivo circulante	17,1	22,1	49,3	67,1	104,9	120,4	126,3	130,0
Total pasivo	**61,0**	**113,4**	**158,9**	**201,2**	**247,0**	**280,3**	**301,8**	**320,2**

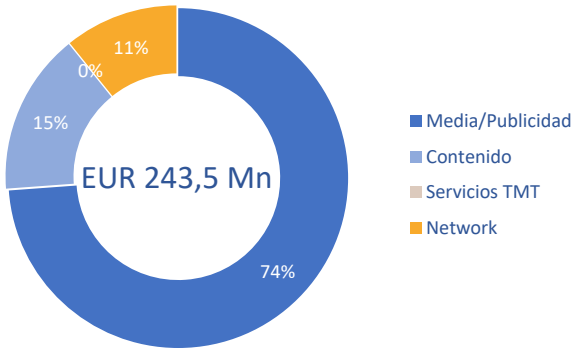
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**70,0**	**79,1**	**129,6**	**144,5**	**244,5**	**313,2**	**344,9**	**361,4**	***36,7%***	***13,9%***
Cto.Total Ingresos	*114,7%*	*13,0%*	*63,8%*	*11,5%*	*69,2%*	*28,1%*	*10,1%*	*4,8%*		
Coste de ventas	(53,4)	(56,2)	(88,1)	(102,3)	(186,6)	(236,0)	(256,0)	(267,1)		
Margen Bruto	**16,6**	**22,9**	**41,5**	**42,2**	**57,9**	**77,1**	**88,9**	**94,3**	***36,7%***	***17,6%***
Margen Bruto / Ingresos	*23,7%*	*29,0%*	*32,0%*	*29,2%*	*23,7%*	*24,6%*	*25,8%*	*26,1%*		
Gastos de personal	(5,3)	(6,0)	(13,1)	(14,3)	(19,5)	(22,9)	(26,1)	(27,9)		
Otros costes de explotación	(3,8)	(3,2)	(6,4)	(8,2)	(12,4)	(14,6)	(16,6)	(17,8)		
EBITDA recurrente	**7,4**	**13,8**	**22,0**	**19,8**	**26,0**	**39,5**	**46,2**	**48,6**	***36,8%***	***23,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*177,6%*	*85,3%*	*59,7%*	*-10,1%*	*31,6%*	*51,8%*	*16,8%*	*5,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*10,6%*	*17,4%*	*17,0%*	*13,7%*	*10,7%*	*12,6%*	*13,4%*	*13,4%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,5	0,7	2,0	2,0	0,7	-	-	-		
EBITDA	**8,0**	**14,5**	**24,0**	**21,8**	**26,8**	**39,5**	**46,2**	**48,6**	***35,4%***	***21,9%***
Depreciación y provisiones	(2,5)	(6,5)	(8,8)	(9,4)	(11,0)	(12,2)	(13,9)	(15,2)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	**5,5**	**8,0**	**15,2**	**12,4**	**15,7**	**27,4**	**32,2**	**33,4**	***30,0%***	***28,5%***
Cto.EBIT	*248,3%*	*44,5%*	*91,6%*	*-18,8%*	*27,1%*	*73,8%*	*17,9%*	*3,5%*		
EBIT / Ingresos	*7,9%*	*10,1%*	*11,8%*	*8,6%*	*6,4%*	*8,7%*	*9,3%*	*9,2%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,1)	(1,4)	(1,5)	(4,2)	(1,6)	(4,1)	(4,1)	(4,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**5,4**	**6,5**	**13,8**	**8,1**	**14,1**	**23,3**	**28,2**	**29,3**	***27,2%***	***27,7%***
Cto.Beneficio ordinario	*266,4%*	*21,7%*	*110,0%*	*-40,9%*	*73,3%*	*65,3%*	*21,0%*	*4,1%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**5,4**	**6,5**	**13,8**	**8,1**	**14,1**	**23,3**	**28,2**	**29,3**	***27,2%***	***27,7%***
Impuestos	0,2	(1,9)	(0,4)	(2,9)	(3,4)	(5,8)	(7,0)	(7,3)		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*29,0%*	*3,0%*	*35,3%*	*24,3%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
Minoritarios	(0,0)	(1,1)	(3,0)	(2,4)	(4,6)	(5,2)	(6,2)	(6,5)		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**5,6**	**3,5**	**10,3**	**2,9**	**6,1**	**12,3**	**14,9**	**15,5**	***2,2%***	***36,8%***
Cto.Beneficio neto	*298,0%*	*-36,3%*	*190,7%*	*-72,0%*	*110,4%*	*103,2%*	*21,0%*	*4,1%*		
Beneficio ordinario neto	**4,8**	**3,0**	**8,4**	**1,9**	**5,5**	**12,3**	**14,9**	**15,5**	***3,3%***	***41,2%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*246,4%*	*-37,3%*	*175,3%*	*-76,9%*	*184,6%*	*123,8%*	*21,0%*	*4,1%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**39,5**	**46,2**	**48,6**	***36,8%***	***23,1%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(5,0)	(4,7)	(2,8)		
Cash Flow operativo recurrente						**34,6**	**41,5**	**45,8**	***25,4%***	***17,2%***
CAPEX						(25,1)	(24,8)	(27,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(4,1)	(4,1)	(4,1)		
Impuestos						(5,8)	(7,0)	(7,3)		
Free Cash Flow Recurrente						**(0,3)**	**5,6**	**7,3**	***n.a.***	***-20,4%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(0,3)**	**5,6**	**7,3**	***74,4%***	***-28,8%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**0,3**	**(5,6)**	**(7,3)**		

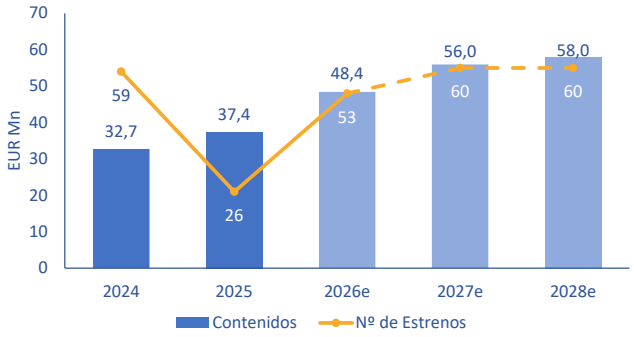
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

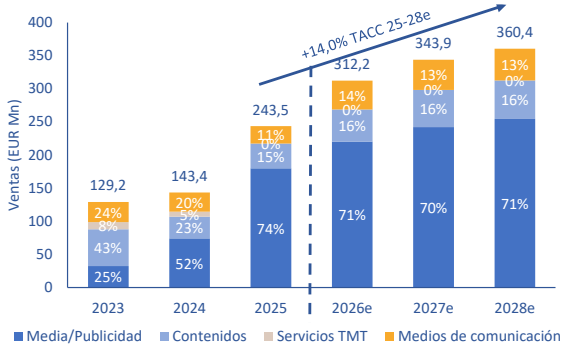
El modelo de negocio de SQRL se encuentra bien diversificado (% s/Ingresos 2025)



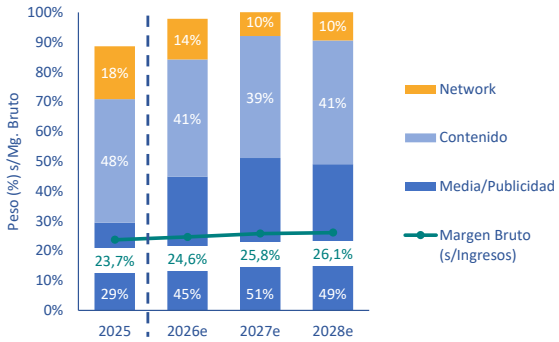
Esperamos un fuerte despegue del negocio de contenidos (explicado por el mayor número de estrenos)…



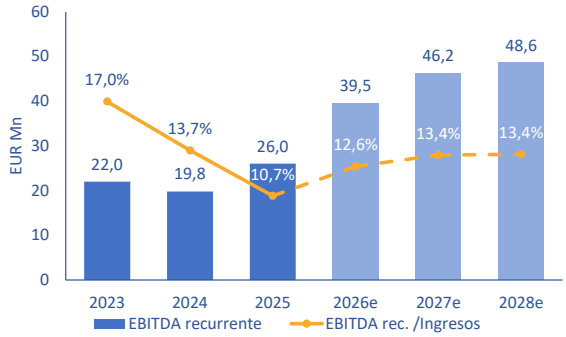
… lo que permitirá a SQRL aspirar a unos Ingresos 2028e de EUR 360,4Mn (+14,0% TACC 25-28e)



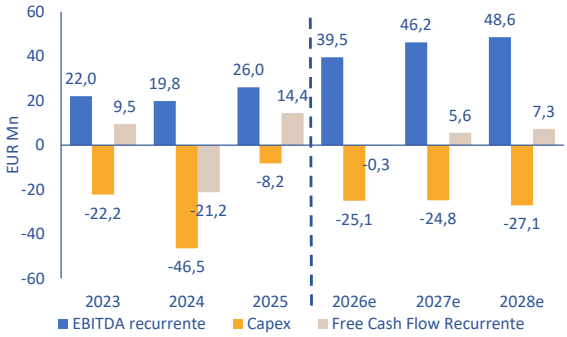
Con un margen bruto del 26,1% en 2028e (vs. 23,7% en 2025) por el incremento de peso en el mix de los negocios más rentables



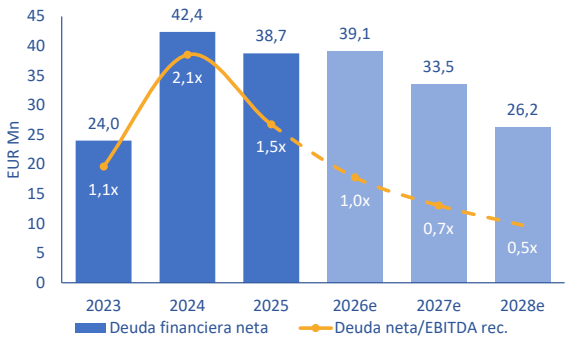
El mayor peso de Contenidos en el mix empujará el EBITDA 2028e hasta EUR 48,6Mn (vs EUR 26,0Mn en 2025)…



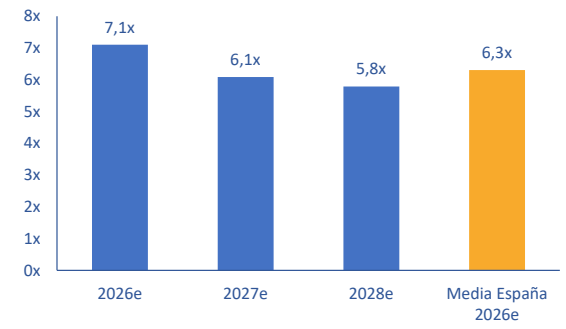
… lo que se traduce en un FCF positivo (FCF Rec. 2028e: EUR 7,3Mn), pese al elevado CAPEX (necesario para la renovación de contenidos)



La generación de caja mantendrá el nivel de endeudamiento bajo control (DN/EBITDA 2028e 0,5x)



EV/EBITDA 2026e 7,1x vs 6,3x del sector en España

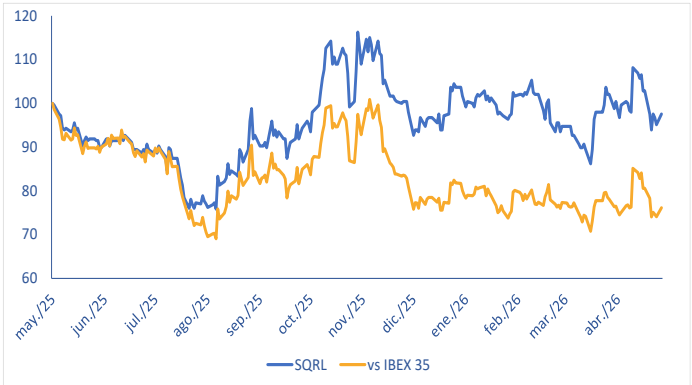


IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

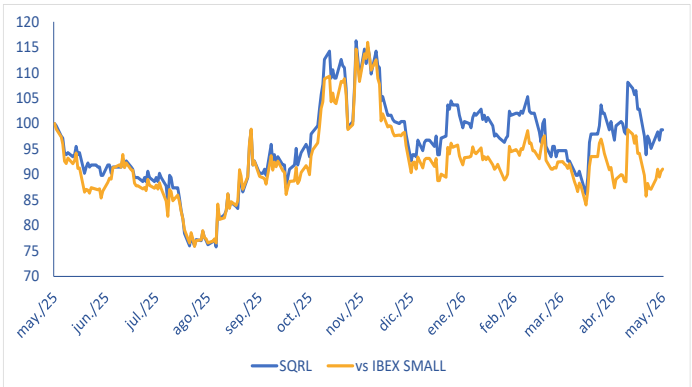
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)

Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)

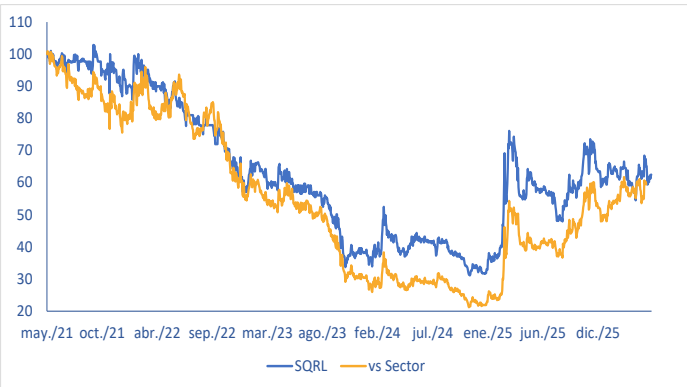


Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

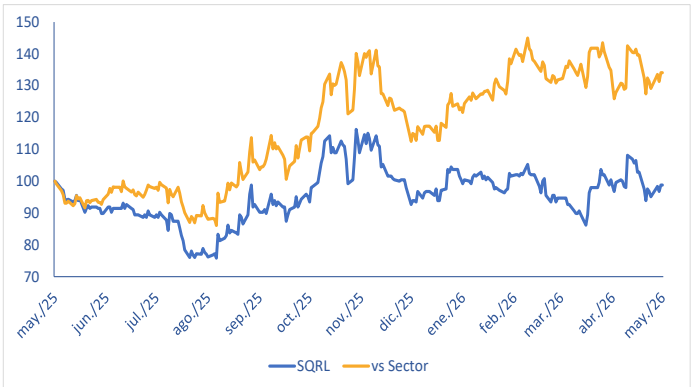
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Media

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,4	-2,8	-1,2	5,2	3,8	-37,5
vs Mercado						
vs Ibex 35	3,6	-2,5	-21,9	3,3	-45,8	-67,6
vs Euro STOXX 50	2,4	-0,2	-8,3	4,5	-23,1	-56,9
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	2,0	-3,6	-8,9	2,5	-26,0	-50,1
vs Segmento Micro Cap España [1]	-1,0	-3,4	-13,3	2,5	-20,7	-39,1
vs MSCI Europe Micro Cap	-1,8	-4,5	-14,3	1,8	-14,1	-37,5
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Media	3,1	-2,1	34,1	18,8	2,0	-42,9

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**13,8**	**22,0**	**19,8**	**26,0**	**39,5**	**46,2**	**48,6**	***23,7%***	***23,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*85,3%*	*59,7%*	*-10,1%*	*31,6%*	*51,8%*	*16,8%*	*5,1%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*17,4%*	*17,0%*	*13,7%*	*10,7%*	*12,6%*	*13,4%*	*13,4%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(2,2)	11,7	9,4	2,4	(5,0)	(4,7)	(2,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	**11,6**	**33,7**	**29,2**	**28,4**	**34,6**	**41,5**	**45,8**	***35,0%***	***17,2%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*0,6%*	*190,9%*	*-13,4%*	*-2,4%*	*21,6%*	*20,0%*	*10,2%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*14,6%*	*26,0%*	*20,2%*	*11,6%*	*11,0%*	*12,0%*	*12,7%*		
- CAPEX	(22,8)	(22,2)	(46,5)	(8,2)	(25,1)	(24,8)	(27,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,8)	(0,8)	(2,4)	(3,2)	(4,1)	(4,1)	(4,1)		
- Impuestos	(1,2)	(1,2)	(1,5)	(2,7)	(5,8)	(7,0)	(7,3)		
= Free Cash Flow recurrente	**(13,1)**	**9,5**	**(21,2)**	**14,4**	**(0,3)**	**5,6**	**7,3**	***45,7%***	***-20,4%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*n.a.*	*172,2%*	*-323,4%*	*167,9%*	*-102,4%*	*n.a.*	*30,4%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*7,3%*	*n.a.*	*5,9%*	*n.a.*	*1,6%*	*2,0%*		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(12,2)	(5,7)	-	5,8	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**(25,3)**	**3,8**	**(21,2)**	**20,2**	**(0,3)**	**5,6**	**7,3**	***40,9%***	***-28,8%***
Cto. Free Cash Flow	*-810,3%*	*114,9%*	*-662,4%*	*195,2%*	*-101,7%*	*n.a.*	*30,4%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*3,5%*	*n.a.*	*5,3%*	*n.a.*	*1,9%*	*2,5%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*1,4%*	*n.a.*	*7,4%*	*n.a.*	*1,9%*	*2,5%*		

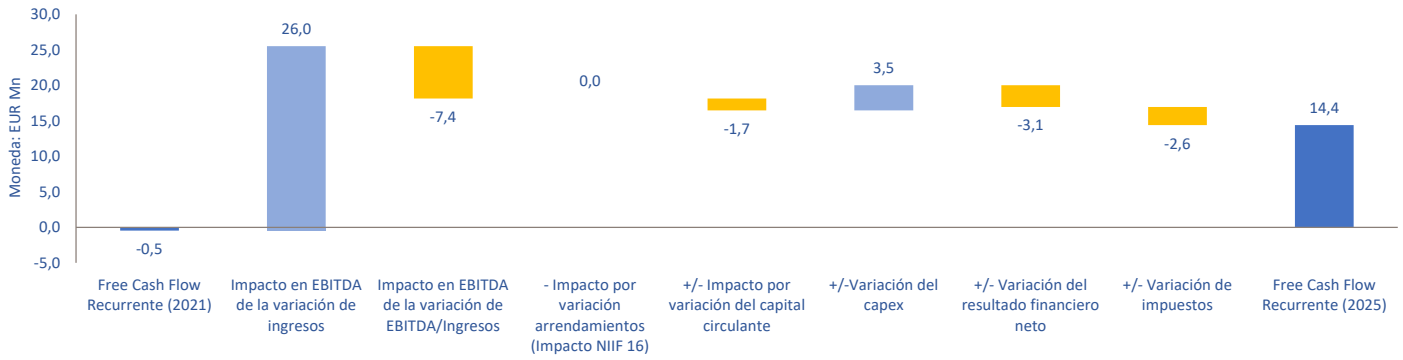
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**(0,5)**	**(13,1)**	**9,5**	**(21,2)**	**14,4**	**(0,3)**	**5,6**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,0	8,8	2,5	13,7	7,3	4,0	2,2
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	5,4	(0,6)	(4,7)	(7,4)	6,2	2,6	0,2
= Variación EBITDA recurrente	**6,3**	**8,2**	**(2,2)**	**6,3**	**13,5**	**6,6**	**2,4**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	(6,3)	13,9	(2,3)	(7,0)	(7,3)	0,3	1,9
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**0,1**	**22,1**	**(4,5)**	**(0,7)**	**6,1**	**6,9**	**4,3**
+/-Variación del CAPEX	(11,0)	0,5	(24,2)	38,3	(16,9)	0,2	(2,3)
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,6)	-	(1,6)	(0,8)	(0,9)	-	-
+/- Variación de impuestos	(1,1)	-	(0,3)	(1,2)	(3,2)	(1,2)	(0,3)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(12,7)**	**22,6**	**(30,7)**	**35,6**	**(14,7)**	**5,9**	**1,7**
Free Cash Flow Recurrente	**(13,1)**	**9,5**	**(21,2)**	**14,4**	**(0,3)**	**5,6**	**7,3**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**8,0**	**15,2**	**12,4**	**15,7**	**27,4**	**32,2**	**33,4**	***25,5%***	***28,5%***
** Tasa fiscal teórica*	*29,0%*	*3,0%*	*30,0%*	*24,3%*	*25,0%*	*25,0%*	*25,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,3)	(0,5)	(3,7)	(3,8)	(6,8)	(8,1)	(8,3)		
EBITDA recurrente	**13,8**	**22,0**	**19,8**	**26,0**	**39,5**	**46,2**	**48,6**	***23,7%***	***23,1%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	(2,2)	11,7	9,4	2,4	(5,0)	(4,7)	(2,8)		
= Cash Flow operativo recurrente	**11,6**	**33,7**	**29,2**	**28,4**	**34,6**	**41,5**	**45,8**	***35,0%***	***17,2%***
- CAPEX	(22,8)	(22,2)	(46,5)	(8,2)	(25,1)	(24,8)	(27,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(2,3)	(0,5)	(3,7)	(3,8)	(6,8)	(8,1)	(8,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(13,5)**	**11,0**	**(21,0)**	**16,4**	**2,7**	**8,6**	**10,3**	***47,6%***	***-14,3%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*n.a.*	*181,1%*	*-291,8%*	*178,1%*	*-83,6%*	*219,5%*	*19,7%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	8,5%	n.a.	6,7%	0,9%	2,5%	2,9%		
- Gastos de reestructuración y otros	-	-	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(12,2)	(5,7)	-	5,8	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(25,7)**	**5,2**	**(21,0)**	**22,2**	**2,7**	**8,6**	**10,3**	***42,0%***	***-22,5%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-902,5%*	*120,4%*	*-501,2%*	*205,6%*	*-87,8%*	*219,5%*	*19,7%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*3,9%*	*n.a.*	*5,8%*	*1,0%*	*3,1%*	*3,7%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*1,9%*	*n.a.*	*7,9%*	*1,0%*	*3,1%*	*3,7%*		

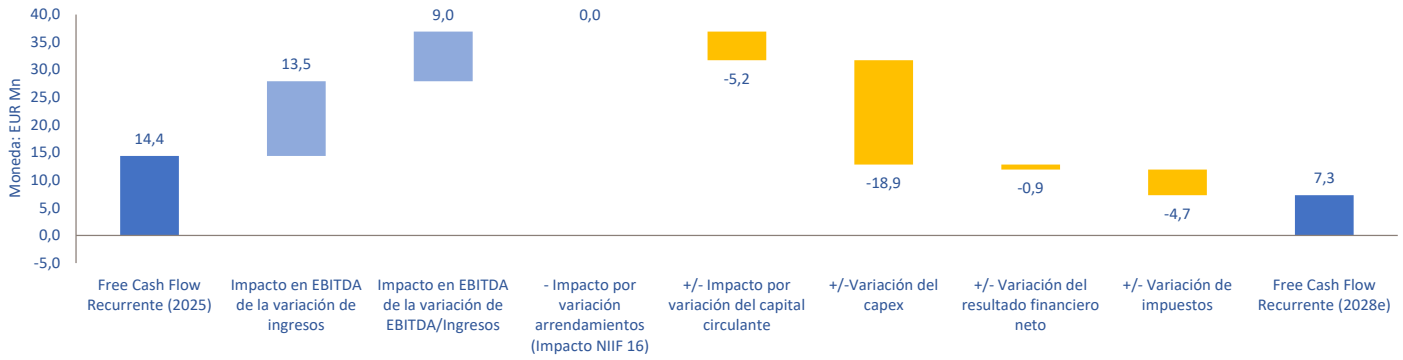
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Analítica del Free Cash Flow (II)

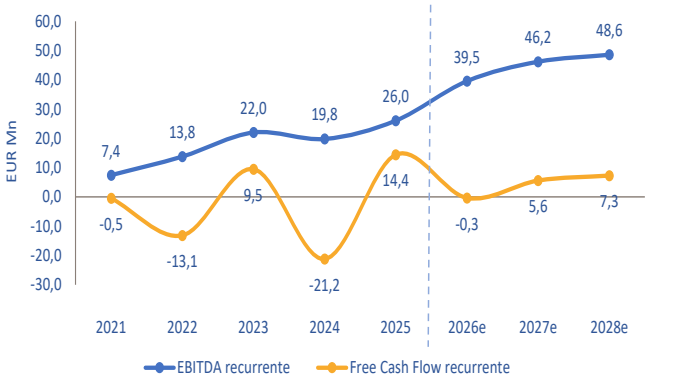
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



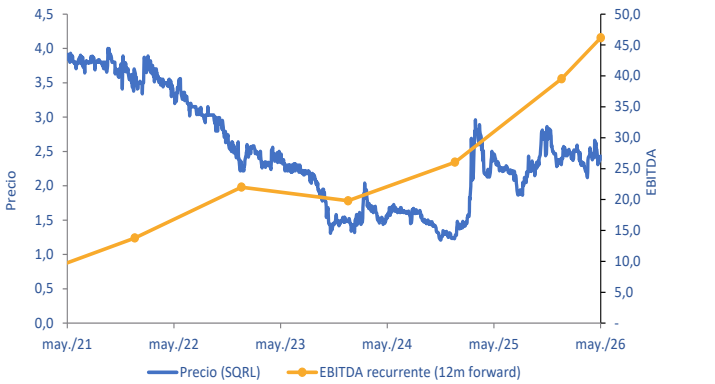
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**2,7**	**8,6**	**10,3**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**233,2**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**36,3**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	7,5%	Coste de la deuda neta	7,3%	7,8%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**6,0%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**5,8%**	**6,2%**
Risk free rate (rf)	3,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)	1,0	1,2
Coste del Equity	**10,2%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**9,1%**	**11,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	86,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	13,5%	D	=	=
WACC	**9,6%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,7%**	**10,7%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,5%**	**2,0%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	233,2	
+ Minoritarios	12,4	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	16,2	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	36,3	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	16,9	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**281,2**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	20,9%	10,4%	17,1%	8,2%	10,1%

	2022	2028e
ROCE - WACC	0,4%	5,9%
FCF Yield - WACC	-3,8%	-6,0%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	14,7%	50,7	5,5x
Central	13,4%	46,2	6,1x
Min	12,1%	41,7	6,7x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	6,5%	7,2%	7,9%
50,7	12,5	10,1	7,6
46,2	8,0	5,6	3,2
41,7	3,5	1,1	(1,3)

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	4,4%	3,5%	2,6%
Central	2,8%	1,9%	1,1%
Min	1,2%	0,4%	n.a.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	57,1%	40,0%	40,0%
% de consejeros dominicales	28,6%	40,0%	40,0%
% de consejeros ejecutivos	14,3%	20,0%	20,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	28,6%	40,0%	40,0%
% de mujeres en la plantilla	47,7%	55,2%	55,2%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	5,4%	4,9%	5,6%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Publicidad (Grandes players)				Sector Media en España				Grandes Jugadores mundiales de media				
	EUR Mn	Omnicom	WPP	Publicis	Average	Atresmedia	Prisa	Vocento	Average	Netflix	Paramount	Vivendi	Average	SQRL
Datos Mercado	Ticker (Factset)	OMC	WPP.L	PUBP.PA		A3M.MC	PRS.MC	VOC.MC		NFLX.O	PSKY.O	VIV.PA		SQRL.MC
	País	USA	UK	France		Spain	Spain	Spain		USA	USA	France		Spain
	Market cap	17.885,3	3.388,3	20.733,8		1.150,5	399,6	103,1		323.893,4	9.429,7	2.287,1		233,2
	Enterprise value (EV)	23.663,9	8.453,4	22.340,8		1.085,7	1.118,4	204,4		325.671,2	21.944,4	3.821,0		281,2
Información financiera básica	Total Ingresos	21.825,2	12.052,3	15.027,8		1.075,7	1.020,5	339,0		44.129,7	25.633,6	307,2		313,2
	Cto.Total Ingresos	*47,3%*	*-22,8%*	*-13,6%*	*3,6%*	*7,3%*	*15,5%*	*0,3%*	*7,7%*	*13,8%*	*3,4%*	*0,1%*	*5,8%*	*28,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*1,4%*	*0,4%*	*5,5%*	*2,4%*	*3,0%*	*3,5%*	*1,5%*	*2,7%*	*10,9%*	*3,1%*	*2,5%*	*5,5%*	*7,4%*
	EBITDA	4.106,5	1.740,3	3.339,4		157,1	207,0	30,7		14.714,6	3.243,3	0,2		39,5
	Cto. EBITDA	*67,2%*	*-11,9%*	*0,6%*	*18,7%*	*79,1%*	*29,3%*	*32,4%*	*46,9%*	*-43,0%*	*24,5%*	*100,2%*	*27,2%*	*47,7%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*7,1%*	*3,6%*	*5,7%*	*5,4%*	*3,7%*	*4,7%*	*7,9%*	*5,4%*	*17,7%*	*5,7%*	*n.a.*	*11,7%*	*10,8%*
	EBITDA/Ingresos	*18,8%*	*14,4%*	*22,2%*	*18,5%*	*14,6%*	*20,3%*	*9,0%*	*14,6%*	*33,3%*	*12,7%*	*0,1%*	*15,3%*	*12,6%*
	EBIT	3.511,2	1.262,5	2.687,7		138,0	130,5	9,6		13.984,6	1.800,9	(3,4)		27,4
	Cto. EBIT	*58,2%*	*-13,5%*	*3,9%*	*16,2%*	*96,7%*	*43,5%*	*516,1%*	*218,8%*	*22,3%*	*-6,3%*	*96,8%*	*37,6%*	*73,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*6,7%*	*3,3%*	*6,1%*	*5,4%*	*2,5%*	*6,0%*	*31,0%*	*13,2%*	*18,3%*	*20,7%*	*n.a.*	*19,5%*	*10,5%*
	EBIT/Ingresos	*16,1%*	*10,5%*	*17,9%*	*14,8%*	*12,8%*	*12,8%*	*2,8%*	*9,5%*	*31,7%*	*7,0%*	*n.a.*	*19,4%*	*8,7%*
	Beneficio Neto	2.605,3	625,0	2.020,0		102,6	12,5	1,5		13.184,3	609,1	68,5		12,3
	Cto. Beneficio Neto	*n.a.*	*415,3%*	*21,6%*	*218,5%*	*65,3%*	*146,9%*	*161,2%*	*124,5%*	*39,9%*	*382,9%*	*280,4%*	*234,4%*	*103,2%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*6,0%*	*10,2%*	*6,1%*	*7,4%*	*2,6%*	*32,7%*	*84,4%*	*39,9%*	*11,4%*	*39,7%*	*41,9%*	*31,0%*	*12,2%*
	CAPEX/Ventas	*1,1%*	*2,3%*	*1,8%*	*1,7%*	*4,5%*	*5,0%*	*2,9%*	*4,1%*	*1,4%*	*1,1%*	*1,2%*	*1,2%*	*8,0%*
	Free Cash Flow	1.925,2	(5,9)	2.404,1		100,2	15,0	n.a.		9.669,6	(478,2)	97,1		(0,3)
	Deuda financiera Neta	2.853,0	3.648,0	(980,4)		20,7	732,7	23,0		757,4	12.276,2	1.389,1		39,1
	DN/EBITDA (x)	0,7	2,1	n.a.	1,4	0,1	3,5	0,8	1,5	0,1	3,8	n.a.	1,9	1,0
	Pay-out	*22,9%*	*29,3%*	*48,3%*	*33,5%*	*90,2%*	*0,0%*	*0,0%*	*30,1%*	*0,0%*	*31,0%*	*69,6%*	*33,6%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	6,7	5,4	10,2	7,4	11,2	29,7	82,6	41,2	25,0	17,2	37,5	26,6	18,9
	P/BV (x)	1,9	1,0	1,8	1,6	1,5	n.a.	1,0	1,2	10,2	0,9	0,5	3,9	2,8
	EV/Ingresos (x)	1,1	0,7	1,5	1,1	1,0	1,1	0,6	0,9	7,4	0,9	12,4	6,9	0,9
	EV/EBITDA (x)	5,8	4,9	6,7	5,8	6,9	5,4	6,7	6,3	22,1	6,8	n.a.	14,4	7,1
	EV/EBIT (x)	6,7	6,7	8,3	7,2	7,9	8,6	21,4	12,6	23,3	12,2	n.a.	17,7	10,3
	ROE	*24,1*	*14,7*	*18,2*	*19,0*	*13,2*	*1,5*	*0,4*	*5,0*	*47,0*	*4,8*	*1,4*	*17,7*	*15,9*
	FCF Yield (%)	*10,8*	*n.a.*	*11,6*	*11,2*	*8,7*	*3,8*	*n.a.*	*6,2*	*3,0*	*n.a.*	*4,2*	*3,6*	*n.a.*
	DPA	*2,91*	*0,17*	*3,88*	*2,32*	*0,41*	*0,00*	*0,00*	*0,14*	*0,00*	*0,17*	*0,05*	*0,07*	*0,00*
	Dvd Yield	*4,6%*	*0,1%*	*4,7%*	*3,1%*	*8,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*2,7%*	*0,0%*	*2,0%*	*2,1%*	*1,4%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**3,0**	**4,0**	**3,9**	**6,4**	**10,8**	**32,6**	**70,0**	**79,1**	**129,6**	**144,5**	**244,5**	**313,2**	**344,9**	**361,4**	***55,2%***	***13,9%***
Cto. Total ingresos	*n.a.*	*33,3%*	*-3,5%*	*66,2%*	*67,3%*	*203,0%*	*114,7%*	*13,0%*	*63,8%*	*11,5%*	*69,2%*	*28,1%*	*10,1%*	*4,8%*		
EBITDA	**(1,8)**	**(0,3)**	**0,6**	**2,5**	**1,4**	**2,7**	**8,0**	**14,5**	**24,0**	**21,8**	**26,8**	**39,5**	**46,2**	**48,6**	***33,0%***	***21,9%***
Cto. EBITDA	*n.a.*	*82,8%*	*307,3%*	*292,9%*	*-44,8%*	*98,0%*	*197,2%*	*81,9%*	*65,7%*	*-9,3%*	*23,1%*	*47,7%*	*16,8%*	*5,1%*		
EBITDA/Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*16,1%*	*38,1%*	*12,6%*	*8,2%*	*11,4%*	*18,3%*	*18,5%*	*15,1%*	*11,0%*	*12,6%*	*13,4%*	*13,4%*		
Beneficio neto	**(4,1)**	**(1,2)**	**27,9**	**1,8**	**(1,5)**	**1,4**	**5,6**	**3,5**	**10,3**	**2,9**	**6,1**	**12,3**	**14,9**	**15,5**	***13,2%***	***36,8%***
Cto. Beneficio neto	*n.a.*	*70,6%*	*n.a.*	*-93,5%*	*-182,6%*	*193,8%*	*298,0%*	*-36,3%*	*190,7%*	*-72,0%*	*110,4%*	*103,2%*	*21,0%*	*4,1%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	7,9	7,9	7,8	15,1	18,9	85,9	85,9	89,0	85,9	89,0	96,0	96,0	96,0	96,0		
BPA (EUR)	-0,53	-0,15	3,57	0,12	-0,08	0,02	0,06	0,04	0,12	0,03	0,06	0,13	0,16	0,16	*7,8%*	*36,8%*
Cto. BPA	*n.a.*	*70,6%*	*n.a.*	*-96,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-38,6%*	*n.a.*	*-73,0%*	*95,2%*	*n.a.*	*21,0%*	*4,1%*		
BPA ord. (EUR)	-0,53	-0,15	0,23	0,12	-0,08	0,02	0,06	0,03	0,10	0,02	0,06	0,13	0,16	0,16	*7,7%*	*41,2%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*70,6%*	*n.a.*	*-48,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-39,5%*	*n.a.*	*-77,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*21,0%*	*4,1%*		
CAPEX	(0,4)	(0,7)	(1,7)	(1,1)	(5,9)	(5,8)	(11,7)	(22,8)	(22,2)	(46,5)	(8,2)	(25,1)	(24,8)	(27,1)		
CAPEX/Vtas %[1]	*13,5%*	*16,4%*	*43,1%*	*17,7%*	*54,8%*	*17,7%*	*16,8%*	*28,8%*	*17,2%*	*32,2%*	*3,4%*	*8,0%*	*7,2%*	*7,5%*		
Free Cash Flow	**4,4**	**(1,6)**	**(9,2)**	**(1,5)**	**(5,4)**	**(0,6)**	**(2,8)**	**(25,3)**	**3,8**	**(21,2)**	**20,2**	**(0,3)**	**5,6**	**7,3**	***16,3%***	***-28,8%***
DN/EBITDA (x)[2]	*n.a.*	*n.a.*	*8,4x*	*1,6x*	*0,8x*	*0,5x*	*0,9x*	*1,6x*	*1,0x*	*1,9x*	*1,4x*	*1,0x*	0,7x	0,5x		
PER (x)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20,9x*	*n.a.*	*n.a.*	*57,2x*	*59,4x*	*12,4x*	*38,3x*	*36,6x*	*18,9x*	15,7x	15,0x		
EV/Vtas (x)	*11,23x*	*5,16x*	*1,19x*	*6,46x*	*5,19x*	*10,06x*	*4,55x*	*3,10x*	*1,34x*	*1,16x*	*1,11x*	*0,90x*	0,82x	0,78x		
EV/EBITDA (x)[2]	*n.a.*	*n.a.*	*7,4x*	*16,9x*	*41,3x*	*n.a.*	*40,0x*	*16,9x*	*7,3x*	*7,7x*	*10,1x*	*7,1x*	6,1x	5,8x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*23,7%*	*24,8%*	*-4,4%*	*-36,2%*	*-36,9%*	*-16,8%*	*86,3%*	*5,2%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*10,6%*	*47,7%*	*-11,4%*	*-32,5%*	*-48,6%*	*-27,5%*	*24,8%*	*3,3%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Substrate Artificial Intelligence

Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Substrate AI (SAI), es una startup tecnológica española de inteligencia artificial basada en aprendizaje reforzado. Desarrolla y comercializa sus propios productos y soluciones bajo un modelo SaaS. Cotiza en BME Growth desde mayo de 2022.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	9,0	10,5
EV (Mn EUR y USD)	16,8	19,6
Número de Acciones (Mn)	203,2	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,13 / 0,08 / 0,04	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,21	
Rotación(1)	603,1	
Refinitiv / Bloomberg	SAI.MC / SAI SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Subgen AI AB(3)	37,1
Free Float	62,9

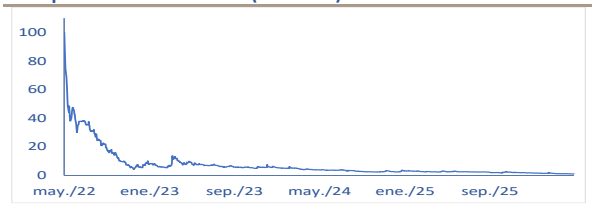
Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	111,2	141,5	203,2	203,2
Total Ingresos	18,0	19,9	22,3	25,3
EBITDA Rec.	-3,0	-2,8	-1,3	-0,3
% Var.	*-34,0*	*6,4*	*53,5*	*78,0*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
% Var EBITDA sector (2)	*8,1*	*19,8*	*18,2*	*12,7*
Beneficio neto	-7,5	-2,1	-1,5	-1,1
BPA (EUR)	-0,07	-0,02	-0,01	-0,01
% Var.	*-129,3*	*77,6*	*52,0*	*22,4*
BPA ord. (EUR)	0,00	-0,02	-0,01	-0,01
% Var.	*-99,1*	*n.a.*	*52,0*	*22,4*
Free Cash Flow Rec.	-5,7	-5,3	-2,6	-1,8
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	5,2	10,5	13,1	15,0
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
ROCE (%)	*5,3*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
PER Ordinario	61,0	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	0,2	0,2	0,3	0,3
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	0,93	0,85	0,76	0,67
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	12,1	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-8,1*	*-22,4*	*-58,5*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(3) Subgen AI AB está controlada por los fundadores de SAI (entre otros Lorenzo Serratosa y Jose Iván García).

(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

Rdos. 2025: los ingresos crecen +2,6% gracias al M&A. Y con caída del crecimiento orgánico (-6,2%). Mix de ingresos esencialmente internacional (65%; 29% Latam y 18% USA). Desde un punto de vista de producto, el ingreso se concentra en dos líneas de negocio: Serenity Teams (c.42% del mix ex M&A; servicios de RRHH como reclutamiento y contratación de trabajadores temporales) y Substrate AI Health (c.36%; servicios al sector salud; que incluye venta de equipos de radiodiagnóstico). Estas dos líneas de negocio explican c.80% del ingreso ex M&A. Sin desglose de ingresos asociados a productos/servicios IA, que seguirían siendo poco materiales a nivel consolidado.

Y gran mejora del margen bruto que no impide pérdidas en EBITDA. Gran "salto" del margen bruto, hasta el 90% (+13,2 p.p. vs 2024), una mejora significativa que no llega al EBITDA Rec. (sin incluir activaciones), que cae a EUR -3,0 Mn (EUR -2,3 Mn 2024). Una caída motivada por el incremento de los costes de estructura que crecen +22,3% hasta EUR 19,2 Mn.

2026e: la ("pesada") estructura seguirá llevando a perdidas en EBITDA y FCF negativo. En 2026e esperamos una repetición de las dinámicas de 2025. Crecimiento en ingresos (c.+10%) todavía insuficiente para llevar el EBITDA rec. por encima de break even (pérdidas estimadas de EUR -2,8Mn). El ingreso procedente de la comercialización de productos/servicios IA no será visible hasta (al menos) 2027. El entorno en ese ámbito es hipercompetitivo. Y el FCF se mantiene negativo (EUR -5,3 Mn).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Driver sectorial: la inteligencia artificial. SAI opera en el sector de la IA. Que se ha visto beneficiado por la pandemia y empujado por los procesos de transformación digital. Hoy una prioridad para muchas organizaciones, acelerando la implantación de la IA.

Potencial teórico de mejora de márgenes en el l/p. SAI cuenta con soluciones de software propio (bajo modelo SaaS). Algunas de las soluciones están desarrolladas y otras no. Aunque dado que el entrenamiento de la IA requiere de tiempo y recursos, el negocio no es fácilmente escalable y requiere de un periodo considerable para su desarrollo. Y ese desarrollo implica estructuras de costes muy "pesadas" (haya o no activaciones") e inevitables. Las mejoras de márgenes "sobre el papel" son potencialmente muy elevadas, pero difíciles de ejecutar, y pueden tardar (mucho) en llegar.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Sector muy competitivo y en fase incipiente de desarrollo. La industria de IA se encuentra de por sí muy fragmentada, lo que puede suponer para SAI un riesgo comercial de pérdida de clientes y de aparición de competidores con una tecnología más atractiva, implicando una reducción de los ingresos esperados. E incluso haciendo que sus desarrollos puedan quedar obsoletos antes de su comercialización.

Falta de masa crítica y FCF estructuralmente negativo. El desarrollo de una plataforma competitiva de productos/servicios IA es muy caro. Y esa estructura (EUR c.19Mn 2025) es imprescindible (no hay "atajos") y creciente (EUR 14Mn 2023). Solo con "masa" crítica en ingresos se puede alcanzar break even en EBITDA. Sin esa masa crítica el FCF es necesariamente negativo.

DN elevada y creciente. Estimamos FCF negativo hasta, al menos, 2028. Ya que la comercialización de las soluciones IA es lenta. Y sin ella no cabe esperar un verdadero "salto" en ingresos. Todo ello implica una DN creciente (EUR 10,5Mn 2026e; c. 2x 2025). Y necesidades de financiación potencialmente dilutivas.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

A la espera de los ingresos IA. 2026 seguirá penalizado por la falta de masa crítica. El esperado "salto" en rentabilidad y EBITDA solo es posible con una elevada aportación de ingresos de producto IA. Algo que no esperamos hasta (al menos) 2027. Lo que implicará un 2026 con EBITDA rec. negativo y similar a 2025. El performance de la acción -12m refleja el débil momentum (-60,4%; -64,4% vs sector). El catalizador para el precio de la acción solo puede ser la mejora del EBITDA y alcanzar break even.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

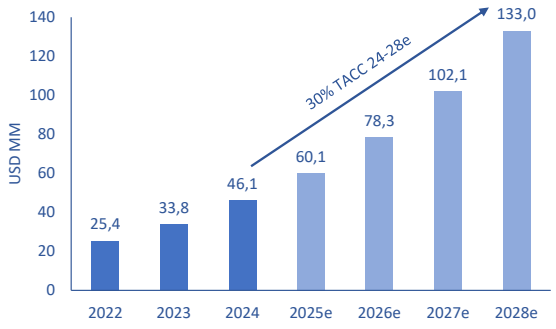
Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial			8,7	17,6	22,2	23,6	24,4	24,7
Inmovilizado material			0,2	0,8	0,4	0,6	0,7	0,8
Otros activos no corrientes			2,0	1,2	1,4	1,4	1,4	1,4
Inmovilizado financiero			1,0	28,1	22,8	22,8	22,8	22,8
Fondo de comercio y otros intangibles			22,5	6,6	7,4	7,4	7,4	7,4
Activo circulante			5,6	6,1	10,2	8,7	9,7	10,9
Total activo			**40,0**	**60,2**	**64,5**	**64,6**	**66,5**	**68,0**
Patrimonio neto			22,9	41,1	39,5	37,3	35,9	34,7
Minoritarios			0,9	0,6	3,1	3,1	3,1	3,1
Provisiones y otros pasivos a LP			4,3	4,9	4,3	4,3	4,3	4,3
Otros pasivos no corrientes			0,6	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5
Deuda financiera neta			5,7	4,2	5,2	10,5	13,1	15,0
Pasivo circulante			5,7	8,7	11,8	8,7	9,4	10,3
Total pasivo			**40,0**	**60,2**	**64,5**	**64,6**	**66,5**	**68,0**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos			**8,6**	**17,6**	**18,0**	**19,9**	**22,3**	**25,3**	***n.a.***	***11,9%***
Cto.Total Ingresos			*n.a.*	*103,9%*	*2,6%*	*10,4%*	*11,9%*	*13,5%*		
Coste de ventas			(2,9)	(4,0)	(1,8)	(4,4)	(4,5)	(4,6)		
Margen Bruto			**5,8**	**13,5**	**16,3**	**15,5**	**17,8**	**20,7**	***n.a.***	***8,4%***
Margen Bruto / Ingresos			*66,9%*	*76,9%*	*90,2%*	*77,9%*	*79,9%*	*81,9%*		
Gastos de personal			(4,0)	(5,5)	(3,3)	(3,9)	(4,0)	(4,4)		
Otros costes de explotación			(10,1)	(10,2)	(15,9)	(14,3)	(15,1)	(16,6)		
EBITDA recurrente			**(8,3)**	**(2,2)**	**(3,0)**	**(2,8)**	**(1,3)**	**(0,3)**	***n.a.***	***54,3%***
Cto.EBITDA recurrente			*n.a.*	*73,2%*	*-34,0%*	*6,4%*	*53,5%*	*78,0%*		
EBITDA rec. / Ingresos			*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.			(0,7)	(0,0)	-	-	-	-		
Gastos capitalizados			5,2	7,9	6,0	3,0	2,5	2,0		
EBITDA			**(3,7)**	**5,7**	**3,0**	**0,2**	**1,2**	**1,7**	***n.a.***	***-16,9%***
Depreciación y provisiones			(0,6)	(1,8)	(1,4)	(1,6)	(1,7)	(1,7)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
EBIT			**(4,9)**	**3,7**	**1,4**	**(1,6)**	**(0,7)**	**(0,2)**	***n.a.***	***-29,0%***
Cto.EBIT			*n.a.*	*176,3%*	*-62,4%*	*-212,1%*	*57,3%*	*69,2%*		
EBIT / Ingresos			*n.a.*	*21,1%*	*7,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Impacto fondo de comercio y otros			(2,6)	(0,3)	-	-	-	-		
Resultado financiero neto			(0,7)	(0,4)	(1,2)	(0,6)	(0,8)	(0,9)		
Resultados por puesta en equivalencia			-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario			**(8,2)**	**3,0**	**0,2**	**(2,1)**	**(1,5)**	**(1,1)**	***n.a.***	***n.a.***
Cto.Beneficio ordinario			*n.a.*	*137,0%*	*-94,5%*	*n.a.*	*31,0%*	*22,4%*		
Extraordinarios			-	5,6	(7,7)	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos			**(8,2)**	**8,7**	**(7,5)**	**(2,1)**	**(1,5)**	**(1,1)**	***n.a.***	***46,7%***
Impuestos			(0,3)	(1,3)	0,1	-	-	-		
Tasa fiscal efectiva			*n.a.*	*15,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Minoritarios			(0,3)	0,1	(0,1)	-	-	-		
Actividades discontinuadas			-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto			**(8,7)**	**7,4**	**(7,5)**	**(2,1)**	**(1,5)**	**(1,1)**	***n.a.***	***46,6%***
Cto.Beneficio neto			*n.a.*	*184,5%*	*-201,3%*	*71,6%*	*31,0%*	*22,4%*		
Beneficio ordinario neto			**(7,8)**	**2,6**	**0,1**	**(2,1)**	**(1,5)**	**(1,1)**	***n.a.***	***n.a.***
Cto. Beneficio ordinario neto			*n.a.*	*133,9%*	*-96,9%*	*n.a.*	*31,0%*	*22,4%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**(2,8)**	**(1,3)**	**(0,3)**	***n.a.***	***54,3%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(0,2)	(0,2)	(0,2)		
Var.capital circulante						(1,6)	(0,2)	(0,3)		
Cash Flow operativo recurrente						**-4,5**	**-1,7**	**-0,8**	***n.a.***	***42,5%***
CAPEX						(0,2)	(0,1)	(0,1)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,6)	(0,8)	(0,9)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						**(5,3)**	**(2,6)**	**(1,8)**	***n.a.***	***31,4%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(5,3)**	**(2,6)**	**(1,8)**	***n.a.***	***38,0%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						**5,3**	**2,6**	**1,8**		

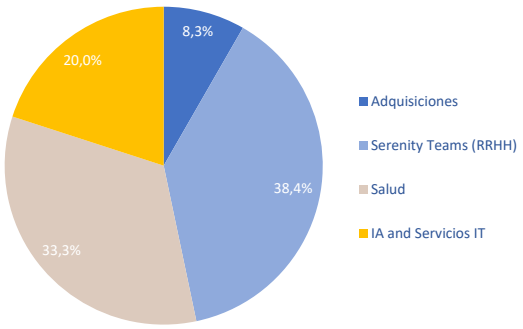
La compañía en 8 gráficos

Inteligencia Artificial: Un sector con alto potencial de crecimiento (30% TACC 24-28e en Europa)

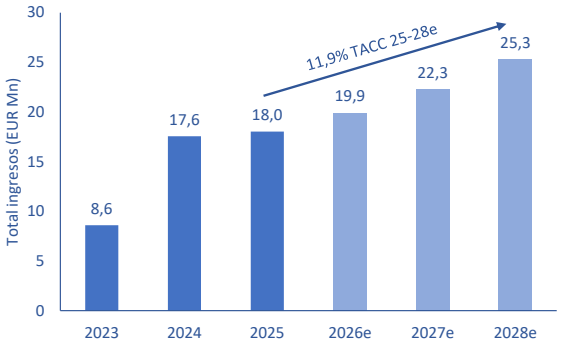


Fuente: IDC (International Data Corporation)

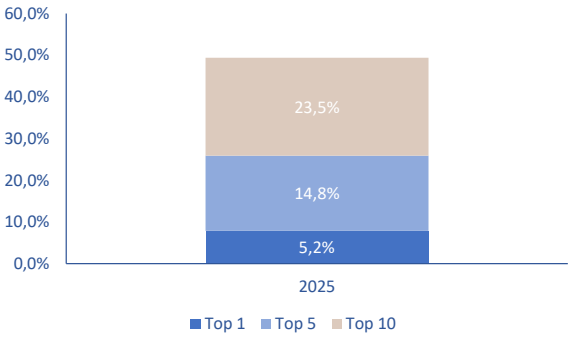
Aunque el mix de ingresos de Substrate (SAI) está todavía explicado (en más de un 70%) por negocios (todavía) no IA (RRHH y Salud)



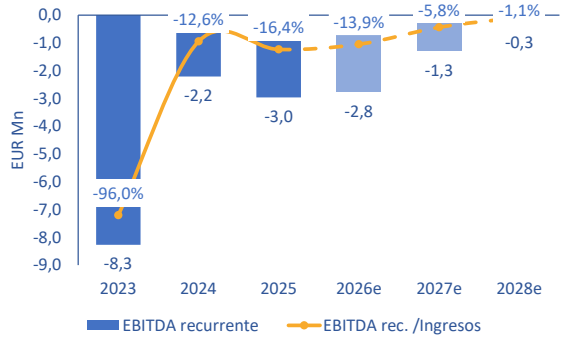
Substrate (SAI): start-up de IA con capacidad de crecimiento (orgánico e inorgánico M&A) (11,9% TACC 25-28e orgánico) …



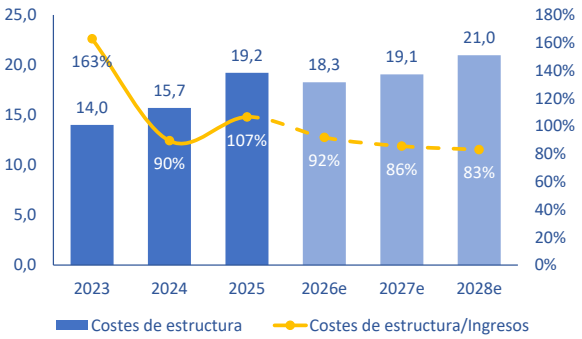
… y con bajo riesgo de concentración de clientes



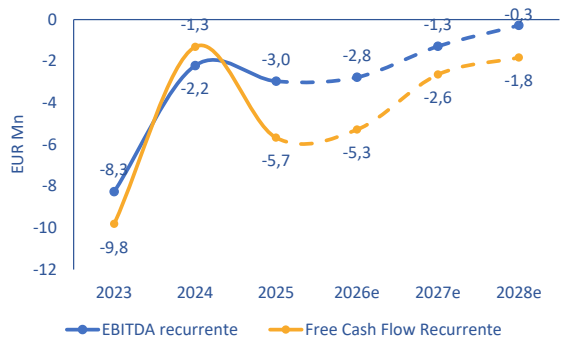
Aunque habrá que esperar para alcanzar break-even en EBITDA Rec., al menos, hasta después de 2027e…



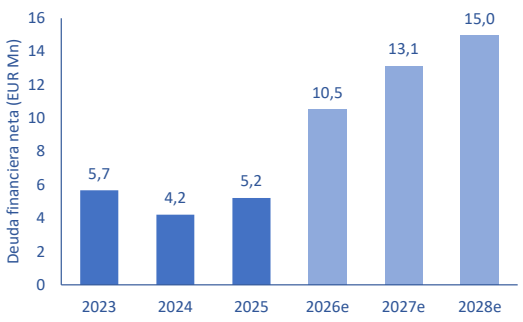
… debido a unos gastos de estructura dimensionados para unos niveles de ingresos superiores…



… empujando la compañía a un flujo de caja recurrente estructuralmente negativo…



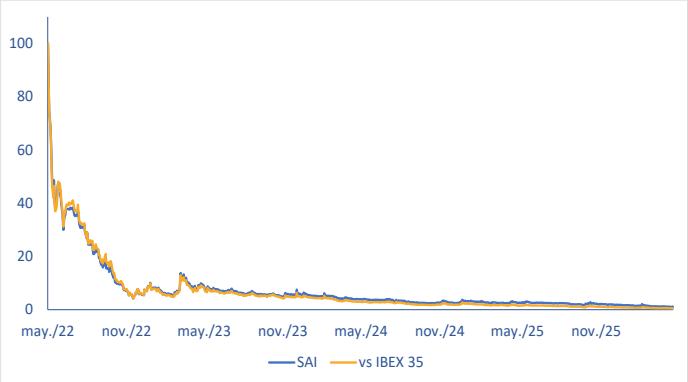
… que implica un apalancamiento creciente, con DN 2028e de EUR 15,0Mn.



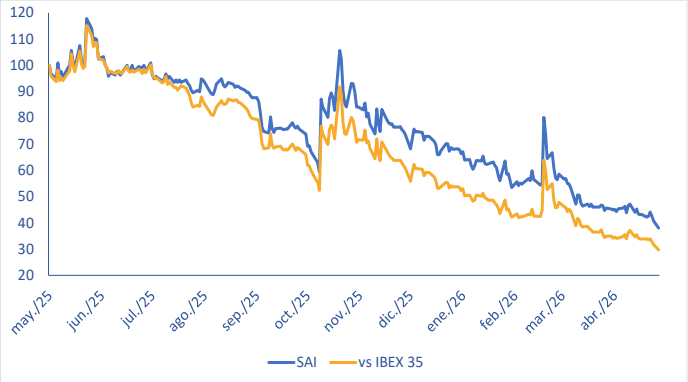
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

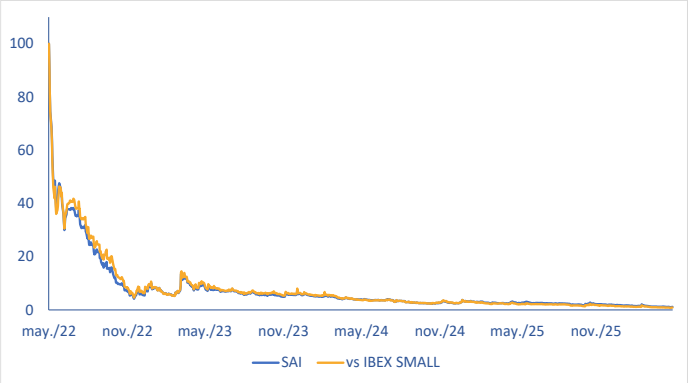
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)

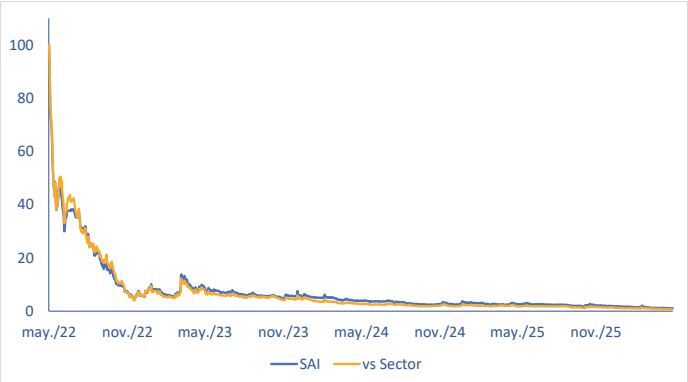


Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)

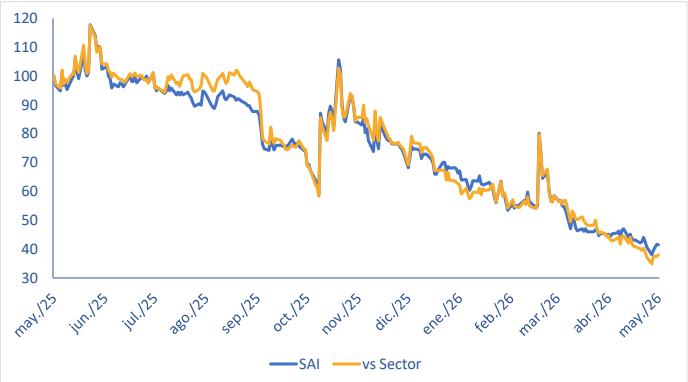


Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)

Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-8,1	-22,4	-58,5	-37,1	-88,2	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-5,1	-22,2	-67,2	-38,2	-93,8	n.a.
vs Euro STOXX 50	-6,3	-20,3	-61,5	-37,5	-91,3	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-6,6	-23,0	-61,7	-38,7	-91,6	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	-9,4	-22,9	-63,6	-38,7	-91,0	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-10,1	-23,7	-64,0	-39,1	-90,2	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-14,8	-30,0	-62,0	-43,5	-91,4	n.a.

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente		**(8,3)**	**(2,2)**	**(3,0)**	**(2,8)**	**(1,3)**	**(0,3)**	***n.a.***	***54,3%***
Cto.EBITDA recurrente		*n.a.*	*73,2%*	*-34,0%*	*6,4%*	*53,5%*	*78,0%*		
EBITDA rec. / Ingresos		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante		0,1	2,5	(1,0)	(1,6)	(0,2)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente		**(8,7)**	**0,2**	**(4,2)**	**(4,5)**	**(1,7)**	**(0,8)**	***n.a.***	***42,5%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente		*n.a.*	*101,7%*	*n.a.*	*-7,9%*	*61,6%*	*54,2%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos		*n.a.*	*0,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- CAPEX		(0,9)	(1,0)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,1)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow		(0,2)	(0,4)	(1,2)	(0,6)	(0,8)	(0,9)		
- Impuestos		-	(0,1)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente		**(9,8)**	**(1,3)**	**(5,7)**	**(5,3)**	**(2,6)**	**(1,8)**	***n.a.***	***31,4%***
Cto. Free Cash Flow recurrente		*n.a.*	*86,6%*	*-332,8%*	*6,8%*	*50,1%*	*30,7%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Gastos de reestructuración y otros		0,5	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones		0,3	(1,2)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	-	(2,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow		**(9,0)**	**(2,5)**	**(7,7)**	**(5,3)**	**(2,6)**	**(1,8)**	***n.a.***	***38,0%***
Cto. Free Cash Flow		*n.a.*	*71,7%*	*-202,1%*	*31,1%*	*50,1%*	*30,7%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

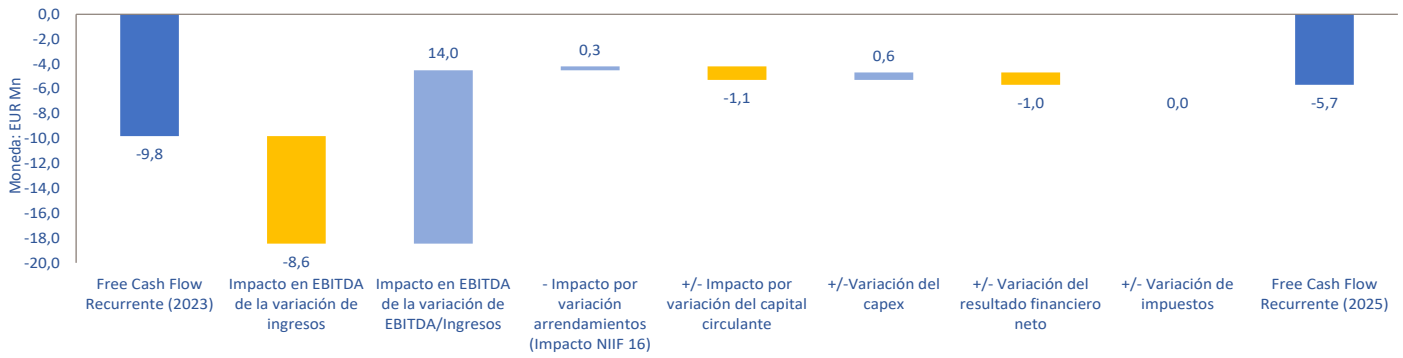
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)			**(9,8)**	**(1,3)**	**(5,7)**	**(5,3)**	**(2,6)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos			(8,6)	(0,1)	(0,3)	(0,3)	(0,2)
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos			14,6	(0,7)	0,5	1,8	1,2
= Variación EBITDA recurrente			**6,1**	**(0,8)**	**0,2**	**1,5**	**1,0**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)			0,3	(0,0)	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante			2,5	(3,6)	(0,5)	1,3	(0,1)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente			**8,9**	**(4,3)**	**(0,3)**	**2,8**	**0,9**
+/-Variación del CAPEX			(0,1)	0,7	0,1	0,1	-
+/- Variación del resultado financiero neto			(0,1)	(0,9)	0,7	(0,2)	(0,1)
+/- Variación de impuestos			(0,1)	0,1	-	-	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente			**8,5**	**(4,4)**	**0,4**	**2,6**	**0,8**
Free Cash Flow Recurrente			**(1,3)**	**(5,7)**	**(5,3)**	**(2,6)**	**(1,8)**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT		**(4,9)**	**3,7**	**1,4**	**(1,6)**	**(0,7)**	**(0,2)**	***n.a.***	***-29,0%***
** Tasa fiscal teórica*		*0,0%*	*15,6%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	(0,6)	-	-	-	-		
EBITDA recurrente		**(8,3)**	**(2,2)**	**(3,0)**	**(2,8)**	**(1,3)**	**(0,3)**	***n.a.***	***54,3%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		(0,5)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)		
+/- Var. Capital circulante		0,1	2,5	(1,0)	(1,6)	(0,2)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente		**(8,7)**	**0,2**	**(4,2)**	**(4,5)**	**(1,7)**	**(0,8)**	***n.a.***	***42,5%***
- CAPEX		(0,9)	(1,0)	(0,3)	(0,2)	(0,1)	(0,1)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)		-	(0,6)	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente		**(9,6)**	**(1,4)**	**(4,4)**	**(4,7)**	**(1,8)**	**(0,9)**	***n.a.***	***41,3%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente		*n.a.*	*85,4%*	*-216,8%*	*-6,4%*	*61,1%*	*51,2%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros		0,5	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones		0,3	(1,2)	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow		-	-	(2,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"		**(8,7)**	**(2,6)**	**(6,4)**	**(4,7)**	**(1,8)**	**(0,9)**	***n.a.***	***48,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)		*n.a.*	*69,9%*	*-144,9%*	*26,7%*	*61,1%*	*51,2%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		

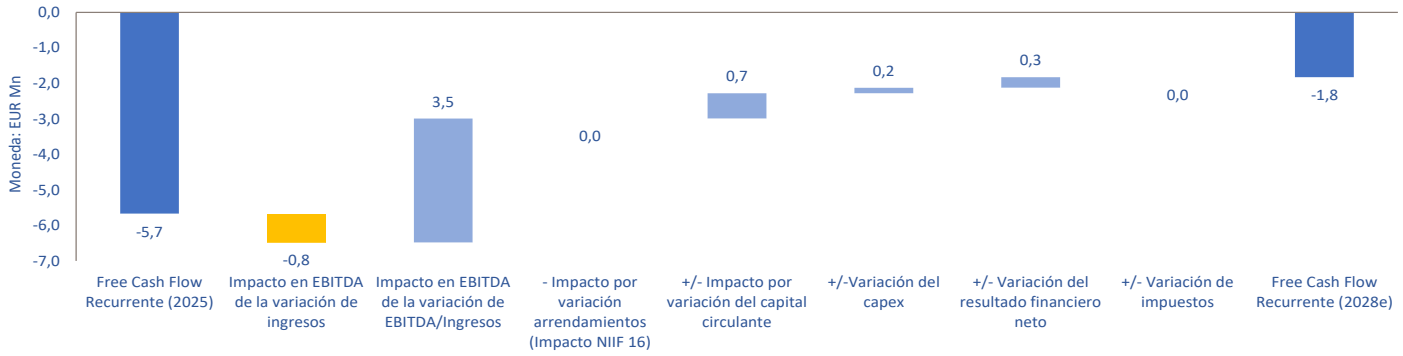
Nota: Free Cash Flow Yield (s/Market Cap) estimado ajustado por intereses minoritarios.

Analítica del Free Cash Flow (II)

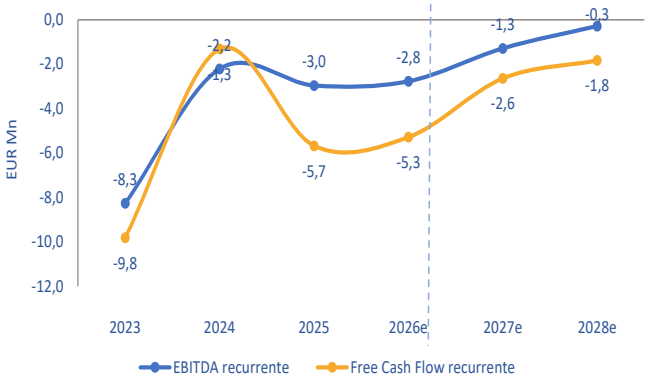
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



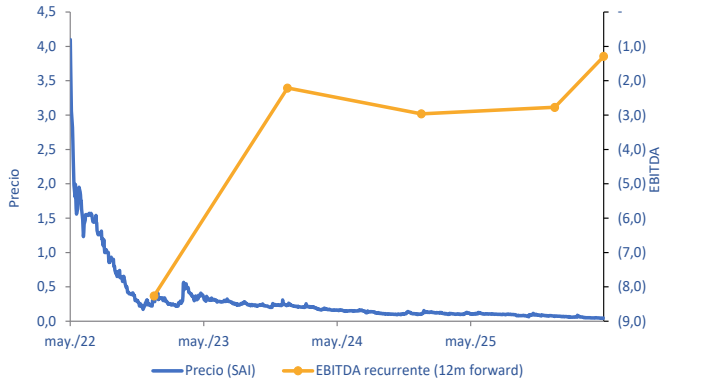
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(4,7)**	**(1,8)**	**(0,9)**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**9,0**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**5,2**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	7,0%	Coste de la deuda neta	6,8%	7,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**5,6%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**5,4%**	**5,8%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,6	B (estimación propia)	1,5	1,7
Coste del Equity	**13,2%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**11,9%**	**14,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	63,4%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	36,6%	D	=	=
WACC	**10,4%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,5%**	**11,4%**
G "Razonable"	**3,0%**		**3,0%**	**2,0%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	9,0	
+ Minoritarios	3,1	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	4,3	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	5,2	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	4,8	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**16,8**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	11,3%	5,3%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-5,1%	n.a.
FCF Yield - WACC	n.a.	n.a.

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	-15,3%	(3,4)	-4,9x
Central	-13,9%	(3,1)	-5,4x
Min	-12,5%	(2,8)	-6,0x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	0,4%	0,4%	0,4%
(3,4)	(4,8)	(4,8)	(4,8)
(3,1)	(4,4)	(4,4)	(4,4)
(2,8)	(4,1)	(4,1)	(4,1)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	40,0%	60,0%	60,0%
% de consejeros dominicales	20,0%	0,0%	0,0%
% de consejeros ejecutivos	40,0%	40,0%	40,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	20,0%	20,0%
% de mujeres en la plantilla	34,1%	36,4%	34,2%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	14,0%	19,5%	15,4%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Europa				Estados Unidos			
	EUR Mn	Sidetrade	Median Technologies	Lectra	Average	C3.ai	Palantir Technologies	Average	SAI
Datos Mercado	Ticker (Factset)	ALBFR.PA	ALMDT.PA	LECS.PA		AI	PLTR.O		SAI.MC
	País	France	France	France		USA	USA		Spain
	Market cap	248,0	187,3	607,6		1.081,1	276.316,3		9,0
	Enterprise value (EV)	261,5	214,1	667,6		546,1	269.503,5		16,8
Información financiera básica	Total Ingresos	71,5	27,9	498,1		193,4	6.730,9		19,9
	Cto.Total Ingresos	*16,3%*	*19,4%*	*-1,7%*	*11,4%*	*-9,7%*	*74,8%*	*32,6%*	*10,4%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*11,0%*	*-41,4%*	*6,3%*	*-8,1%*	*-41,4%*	*42,6%*	*0,6%*	*12,7%*
	EBITDA	11,0	(17,4)	75,0		(117,9)	3.830,1		0,2
	Cto. EBITDA	*33,2%*	*n.a.*	*-5,6%*	*13,8%*	*34,5%*	*209,2%*	*121,8%*	*-92,4%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*13,1%*	*41,4%*	*19,9%*	*24,8%*	*41,4%*	*50,0%*	*45,7%*	*n.a.*
	EBITDA/Ingresos	*15,3%*	*n.a.*	*15,1%*	*15,2%*	*n.a.*	*56,9%*	*56,9%*	*1,1%*
	EBIT	10,8	(19,7)	38,3		(128,4)	3.778,6		(1,6)
	Cto. EBIT	*58,4%*	*-301,3%*	*0,3%*	*-80,8%*	*33,0%*	*210,6%*	*121,8%*	*-212,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*22,0%*	*41,4%*	*35,4%*	*32,9%*	*41,4%*	*44,8%*	*43,1%*	*63,7%*
	EBIT/Ingresos	*15,0%*	*n.a.*	*7,7%*	*11,4%*	*n.a.*	*56,1%*	*56,1%*	*n.a.*
	Beneficio Neto	9,3	(10,1)	28,0		(107,9)	3.242,1		(2,1)
	Cto. Beneficio Neto	*3,0%*	*n.a.*	*9,3%*	*6,1%*	*35,5%*	*130,6%*	*83,0%*	*71,6%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*18,2%*	*41,4%*	*34,7%*	*31,5%*	*41,4%*	*42,4%*	*41,9%*	*26,8%*
	CAPEX/Ventas	*1,7%*	*5,9%*	*1,8%*	*3,1%*	*1,3%*	*0,6%*	*0,9%*	*1,0%*
	Free Cash Flow	11,2	(13,0)	54,6		(105,7)	3.488,0		(5,3)
	Deuda financiera Neta	0,4	31,4	47,3		(441,6)	(8.127,2)		10,5
	DN/EBITDA (x)	0,0	n.a.	0,6	0,3	n.a.	n.a.	n.a.	46,1
	Pay-out	*0,0%*	*0,0%*	*46,4%*	*15,5%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	26,4	n.a.	21,8	24,1	n.a.	91,8	91,8	n.a.
	P/BV (x)	4,1	n.a.	1,7	2,9	2,3	n.a.	2,3	0,2
	EV/Ingresos (x)	3,7	7,7	1,3	4,2	2,8	n.a.	2,8	0,8
	EV/EBITDA (x)	23,9	n.a.	8,9	16,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	EV/EBIT (x)	24,3	n.a.	17,4	20,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	ROE	*16,3*	*20,9*	*7,1*	*14,8*	*n.a.*	*36,6*	*36,6*	*n.a.*
	FCF Yield (%)	*4,5*	*n.a.*	*9,0*	*6,7*	*n.a.*	*1,3*	*1,3*	*n.a.*
	DPA	*0,00*	*0,00*	*0,34*	*0,11*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,0%*	*0,0%*	*2,1%*	*0,7%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Roberto Barrio Hernando – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Treelogic (TRTK), constituida en 2018 con sede en Oviedo, es una pyme tecnológica española en transición desde un modelo de servicios de I+D financiado hacia un modelo de producto propio en IA, ciberseguridad y salud digital. En 2025 facturó EUR 7,24Mn con 113 empleados (+10% PhDs) y más de 40 proyectos europeos de I+D acreditados. Cotiza en BME Growth desde enero de 2026.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	13,4	15,6
EV (Mn EUR y USD)	14,2	16,6
Número de Acciones (Mn)	6,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,00 / 2,41 / 2,22	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(1)	3,9	
Refinitiv / Bloomberg	TRTK.MC / TRTK SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

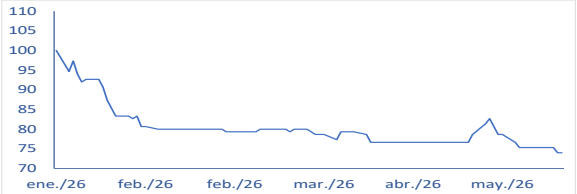
Fundadores(3)	47,3
Equipo directivo	33,5
Mirlng Europe SL	5,8
Autocartera	2,0
Free Float	11,4

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	6,0	6,0	6,0	6,0
Total Ingresos	7,2	5,6	6,2	7,7
EBITDA Rec.	-0,6	-1,6	-1,2	-0,7
% Var.	*-62,4*	*-160,9*	*24,1*	*46,4*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
% Var EBITDA sector (2)	*8,1*	*19,8*	*18,2*	*12,7*
Beneficio neto	0,3	0,3	0,3	0,8
BPA (EUR)	0,05	0,05	0,06	0,13
% Var.	*3,2*	*3,1*	*9,0*	*127,0*
BPA ord. (EUR)	-0,07	-0,19	-0,18	-0,09
% Var.	*12,8*	*-153,1*	*3,1*	*49,7*
Free Cash Flow Rec.	0,7	-0,6	-1,5	-1,2
Pay-out (%)	*5,0*	*4,8*	*4,4*	*1,9*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	0,7	-0,2	-0,2	-0,5
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	*15,0*	*9,2*	*9,1*	*18,1*
ROCE (%)	*10,6*	*12,3*	*13,1*	*25,3*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	44,3	43,0	39,4	17,4
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	4,1	3,8	3,5	2,9
Dividend Yield (%)	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*
EV/Ventas	1,97	2,54	2,29	1,84
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	28,5	30,6	29,7	14,0
FCF Yield (%)	*5,0*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-3,5*	*-7,5*	*n.a.*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(3) Fundadores: Antonio Rivela 18.47%, Javier Rivela 14.43% y Manu Argadi 14.43%
(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2026e: año de transición con caída mecánica de ingresos por el fin de los CPI INCIBE (Instituto Nacional de Ciberseguridad). Ingresos 2026e de EUR 5,6Mn (-22,7% vs 2025) por la finalización de los contratos CPI (Compra Pública de Innovación) en junio 2026. Los CPI se ejecutaban a margen cero, la caída no implica destrucción de valor. El dilema del equipo gestor: ajustar plantilla para proteger el EBITDA en 2026, o retener capacidad técnica (pese a la caída de ingresos) ya que es necesaria de cara al crecimiento esperado en 2027e-2028e. Estimamos un ajuste moderado (de EUR 5,9Mn a EUR 5,5Mn en gastos de personal) que preserva el núcleo técnico de cara a 2027-28 pero lleva el EBITDA rec. a EUR -1,6Mn (EUR 0,7Mn incl. subvenciones y gastos capitalizados).

...pero con liberación de circulante y buena generación de caja. La liberación de los activos por contrato INCIBE (c.15 meses de ciclo de pago) genera una caída de circulante de EUR -1,1Mn. FCF rec. de EUR 0,9Mn. Caja Neta positiva a cierre de 2026e (EUR 0,2Mn).

Junio 2026 – diciembre 2027: 18 meses decisivos en dos frentes, para reemplazar el ingreso INCIBE. En eHealth expansión de Latam, penetración de Sepsis IA, piloto de optimización de listas de espera quirúrgicas en Asturias. En ciberseguridad posible monetización de las 6 certificaciones INCIBE vía licitaciones y lanzamiento comercial de producto propio. Ingresos 2027e de EUR 6,2Mn (+11,1% a/a). Mejora en márgenes por mix de producto pero dependiente de subvenciones europeas financiando el I+D. Riesgo obvio/inevitable de ejecución.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Producto propio con I+D ya financiado. >EUR 18Mn captados en financiación pública desde 2018. Pipeline: SET (c.70% cuota triaje España, +200 hospitales, validado por OMS), Sepsis IA (reducción constatada de mortalidad), WalletHound (forense cripto), SECAP (protección de datos AAPP), Hércules SGI (9 de 90 universidades en 2025, TRTK desarrollador e integrador único). El I+D está hecho; el reto es comercializarlo.

Tres mercados de crecimiento estructural. Ciberseguridad España CAGR +14,3%, eHealth +10,2%, TIC +8,0%. Todos 2-3x PIB nominal. La Directiva NIS2 obliga a AAPP y empresas esenciales a reforzar ciberseguirdad y acelera la demanda en el sector.

eHealth como línea de mayor visibilidad. SET es el único triaje validado por la OMS en español. Latam 30x mercado español, apenas explotado. Sepsis IA en expansión hospitalaria nacional. En desarrollo: solución de optimización de listas de espera hospitalarias (piloto en Hospital de Oviedo).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Ejecución comercial. Consejo con sólido perfil financiero y corporativo, pero a nivel operativo la función comercial ha sido históricamente reducida. La transición de I+D financiado a producto comercial exige capacidad de venta aún no demostrada. La inversión prevista de EUR 0,3Mn en gasto comercial en 2026 es solo un primer paso.

Crecimiento inorgánico. Adquisición prevista en ciberseguridad en 2027, que se financiaría vía ampliación de capital. Riesgo de dilución para el accionista vía pago de un precio excesivo, fallos de integración, pérdida de talento clave de la adquirida o desviación de la atención del equipo directivo respecto del negocio orgánico.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

EV/Ventas 2028e de 1,8x: prima vs IT services españolas (1,1x), fuerte descuento vs software de producto internacional en ciber/eHealth (2,9x). La prima respecto a IT services español se explicaría por el perfil diferencial de producto propio (pero pendiente de ejecución…). Descuento respecto a empresas de software de producto comparable, por tamaño, iliquidez e incertidumbre de ejecución. Pero hablamos de múltiplos de TRTK 2028.... Solo la demostración de ingresos recurrentes por producto propio (ejecución) en 2026-2027 puede sujetar la cotización actual.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

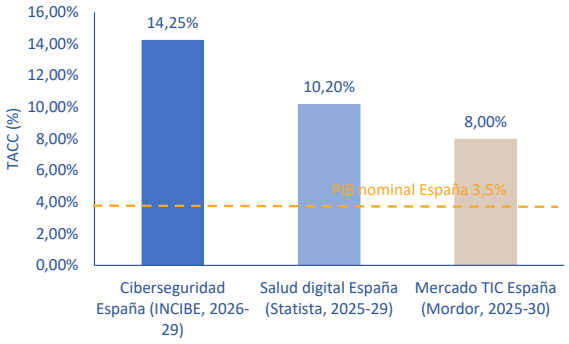
Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial		0,5	0,4	0,5	0,9	1,7	2,2	2,7
Inmovilizado material		0,1	0,0	0,0	0,0	(0,2)	(0,5)	(0,9)
Otros activos no corrientes		0,9	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Inmovilizado financiero		0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Fondo de comercio y otros intangibles		0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Activo circulante		2,3	3,2	7,1	5,1	3,3	3,6	4,5
Total activo		**4,0**	**4,3**	**8,8**	**6,9**	**5,7**	**6,3**	**7,3**
Patrimonio neto		0,4	0,5	0,8	3,3	3,6	3,9	4,6
Minoritarios		-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP		0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros pasivos no corrientes		(0,0)	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta		0,8	1,8	4,5	0,7	(0,2)	(0,2)	(0,5)
Pasivo circulante		2,7	2,0	3,3	2,9	2,2	2,5	3,0
Total pasivo		**4,0**	**4,3**	**8,8**	**6,9**	**5,7**	**6,3**	**7,3**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos		**4,0**	**4,7**	**7,1**	**7,2**	**5,6**	**6,2**	**7,7**	***n.a.***	***2,2%***
Cto.Total Ingresos		*n.a.*	*17,9%*	*53,0%*	*1,5%*	*-22,7%*	*11,1%*	*24,2%*		
Coste de ventas		(0,9)	(0,8)	(1,3)	(1,1)	(0,8)	(0,9)	(1,1)		
Margen Bruto		**3,1**	**3,9**	**5,8**	**6,2**	**4,8**	**5,3**	**6,6**	***n.a.***	***2,2%***
Margen Bruto / Ingresos		*77,3%*	*83,4%*	*81,5%*	*85,3%*	*85,3%*	*85,3%*	*85,3%*		
Gastos de personal		(3,7)	(4,4)	(5,4)	(5,9)	(5,5)	(5,6)	(6,3)		
Otros costes de explotación		(0,6)	(0,7)	(0,8)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(1,0)		
EBITDA recurrente		**(1,3)**	**(1,3)**	**(0,4)**	**(0,6)**	**(1,6)**	**(1,2)**	**(0,7)**	***n.a.***	***-2,1%***
Cto.EBITDA recurrente		*n.a.*	*-2,2%*	*70,2%*	*-62,4%*	*-160,9%*	*24,1%*	*46,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.		1,7	1,7	0,8	0,8	1,5	1,5	1,5		
Gastos capitalizados		-	-	0,2	0,5	0,8	0,5	0,5		
EBITDA		**0,4**	**0,4**	**0,7**	**0,6**	**0,7**	**0,8**	**1,4**	***n.a.***	***28,3%***
Depreciación y provisiones		(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,4)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-	-		
EBIT		**0,3**	**0,2**	**0,6**	**0,5**	**0,5**	**0,5**	**1,0**	***n.a.***	***26,6%***
Cto.EBIT		*n.a.*	*-11,4%*	*143,4%*	*-9,0%*	*-7,1%*	*3,1%*	*112,1%*		
EBIT / Ingresos		*6,5%*	*4,8%*	*7,7%*	*6,9%*	*8,3%*	*7,7%*	*13,2%*		
Impacto fondo de comercio y otros		-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto		(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,0)		
Resultados por puesta en equivalencia		-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario		**0,2**	**0,2**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**1,0**	***n.a.***	***42,9%***
Cto.Beneficio ordinario		*n.a.*	*-38,2%*	*115,3%*	*3,0%*	*18,0%*	*9,0%*	*127,0%*		
Extraordinarios		-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos		**0,2**	**0,2**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**1,0**	***n.a.***	***42,9%***
Impuestos		(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
Tasa fiscal efectiva		*25,3%*	*25,2%*	*9,7%*	*9,5%*	*21,0%*	*21,0%*	*21,0%*		
Minoritarios		-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas		-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto		**0,2**	**0,1**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,8**	***n.a.***	***36,6%***
Cto.Beneficio neto		*n.a.*	*-38,2%*	*159,9%*	*3,2%*	*3,1%*	*9,0%*	*127,0%*		
Beneficio ordinario neto		**(1,4)**	**(1,5)**	**(0,5)**	**(0,4)**	**(1,1)**	**(1,1)**	**(0,6)**	***n.a.***	***-7,3%***
Cto. Beneficio ordinario neto		*n.a.*	*-5,4%*	*66,0%*	*12,8%*	*-153,1%*	*3,1%*	*49,7%*		

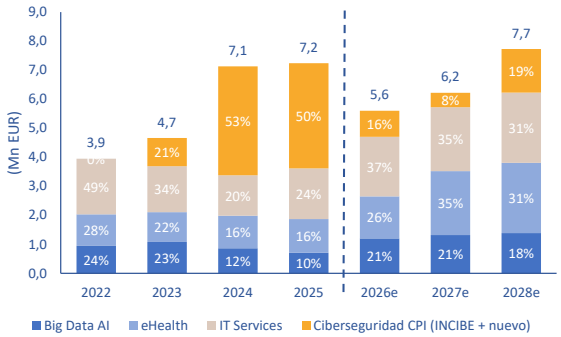
Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**(1,6)**	**(1,2)**	**(0,7)**	***n.a.***	***-2,1%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						1,1	(0,1)	(0,3)		
Cash Flow operativo recurrente						**-0,5**	**-1,4**	**-0,9**	***n.a.***	***-44,8%***
CAPEX						-	-	-		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,0)	(0,0)		
Impuestos						(0,1)	(0,1)	(0,2)		
Free Cash Flow Recurrente						**(0,6)**	**(1,5)**	**(1,2)**	***n.a.***	***-55,9%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						1,5	1,5	1,5		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**0,9**	**0,0**	**0,3**	***n.a.***	***-38,5%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Variación de Deuda financiera neta						**(0,9)**	**(0,0)**	**(0,3)**		

La compañía en 8 gráficos

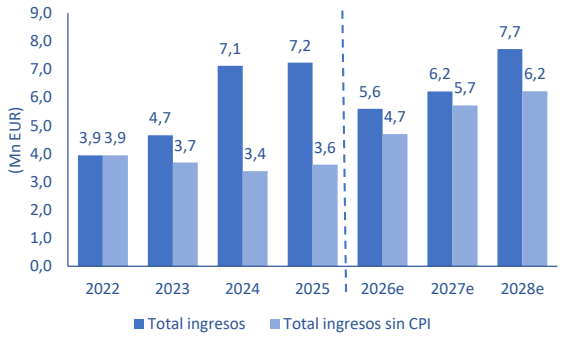
Tres mercados con crecimiento estructural muy por encima del PIB español ...



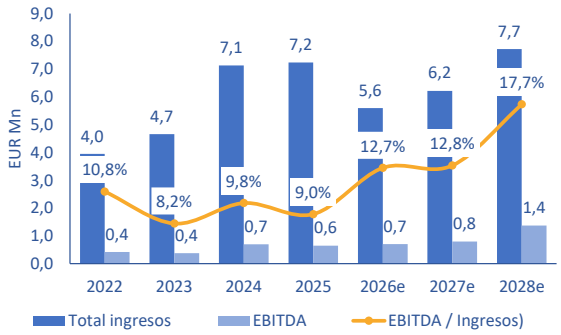
... sobre los que TRTK opera con un mix de negocio diversificado en cuatro líneas...



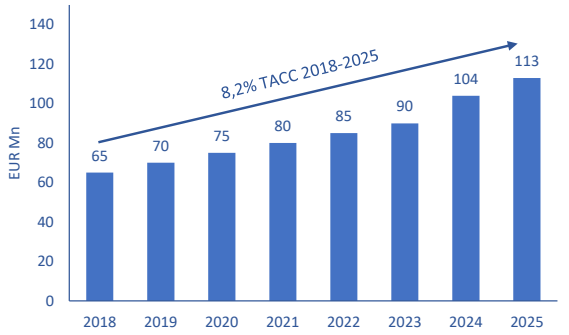
...donde el fin del CPI INCIBE (jun-26) revela un negocio ex-CPI ya creciente...



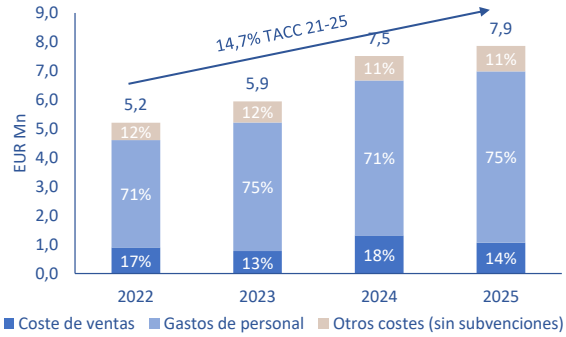
...que sostiene la cifra de negocios y permite la mejora del margen EBITDA total hacia el 18% en 2028e...



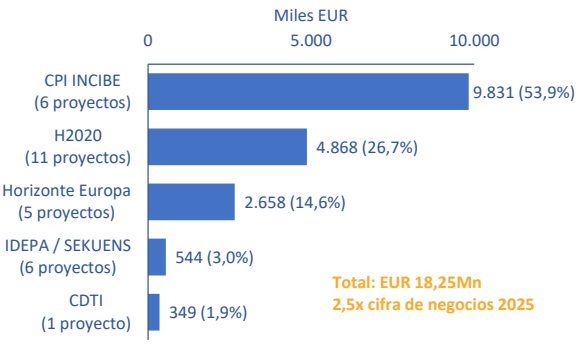
...apoyado en una plantilla técnica que ha crecido a +8% anual desde el rescate de 2018...



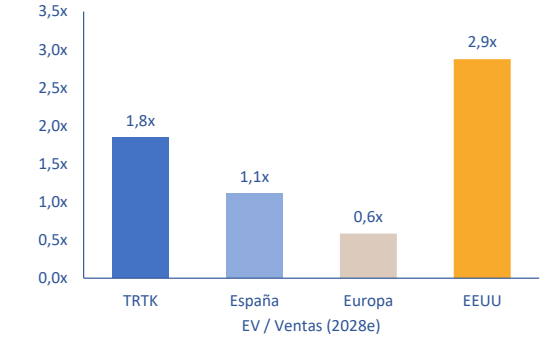
...con una estructura de costes dominada por el personal (75% s/total 2025), palanca clave del apalancamiento operativo...



...y respaldado por 18,25 M€ de financiación pública captada desde 2018 (2,5x cifra de negocios 2025)...

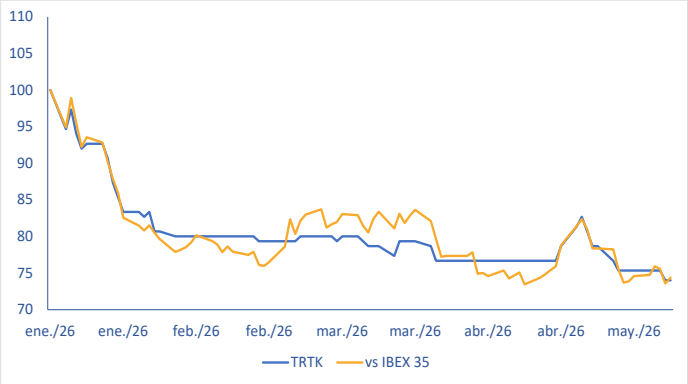


..donde TRTK cotiza a 1,8x EV/Ventas 2028e, en línea con IT services españolas pero fuerte descuento vs software de producto internacional en ciberseguridad y salud digital a 2,9x

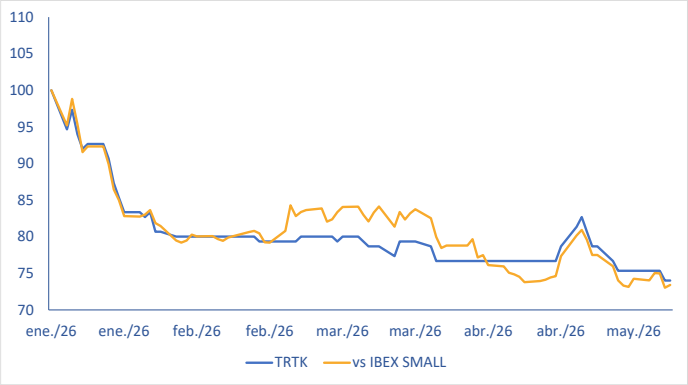


Evolución de la cotización

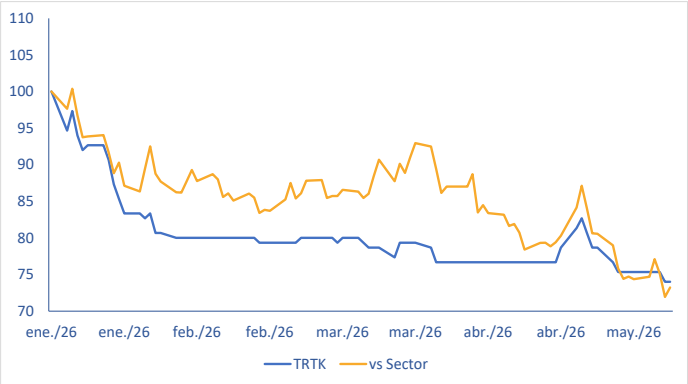
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Technology

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-3,5	-7,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-0,4	-7,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-1,6	-5,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-1,9	-8,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	-4,8	-8,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-5,6	-9,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Technology	-10,6	-16,6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(1) Detalles constituyentes en Pág. xx

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**(1,3)**	**(1,3)**	**(0,4)**	**(0,6)**	**(1,6)**	**(1,2)**	**(0,7)**	***20,9%***	***-2,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*n.a.*	*-2,2%*	*70,2%*	*-62,4%*	*-160,9%*	*24,1%*	*46,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,4	(1,5)	(2,6)	1,5	1,1	(0,1)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(0,9)**	**(2,8)**	**(3,0)**	**0,9**	**(0,5)**	**(1,4)**	**(0,9)**	***44,9%***	***-44,8%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*n.a.*	*-220,1%*	*-5,5%*	*130,8%*	*-153,8%*	*-174,8%*	*29,7%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*12,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- CAPEX	(0,0)	(0,0)	-	-	-	-	-		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,0)		
- Impuestos	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
= Free Cash Flow recurrente	**(0,9)**	**(2,9)**	**(3,1)**	**0,7**	**(0,6)**	**(1,5)**	**(1,2)**	***39,4%***	***-55,9%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*n.a.*	*-210,9%*	*-6,7%*	*121,4%*	*-196,5%*	*-131,2%*	*19,9%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*9,2%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Gastos de reestructuración y otros	1,7	1,7	0,8	0,8	1,5	1,5	1,5		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**0,7**	**(1,3)**	**(2,3)**	**1,5**	**0,9**	**0,0**	**0,3**	***25,1%***	***-38,5%***
Cto. Free Cash Flow	*n.a.*	*-269,6%*	*-81,4%*	*163,7%*	*-38,9%*	*-95,3%*	*717,3%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*5,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*5,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*10,8%*	*6,6%*	*0,3%*	*2,5%*		

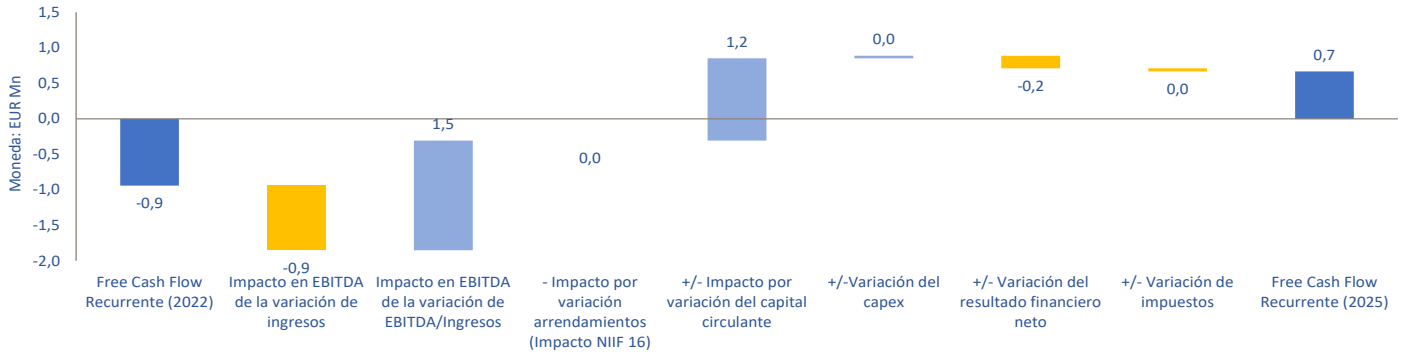
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)		**(0,9)**	**(2,9)**	**(3,1)**	**0,7**	**(0,6)**	**(1,5)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos		(0,2)	(0,7)	(0,0)	0,1	(0,2)	(0,3)
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos		0,2	1,6	(0,2)	(1,1)	0,6	0,9
= Variación EBITDA recurrente		**(0,0)**	**0,9**	**(0,2)**	**(1,0)**	**0,4**	**0,6**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante		(1,9)	(1,1)	4,1	(0,4)	(1,2)	(0,2)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente		**(1,9)**	**(0,2)**	**3,9**	**(1,4)**	**(0,9)**	**0,4**
+/-Variación del CAPEX		0,0	0,0	-	-	-	-
+/- Variación del resultado financiero neto		(0,0)	(0,1)	(0,1)	0,1	0,0	0,0
+/- Variación de impuestos		(0,0)	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)
= Variación del Free Cash Flow recurrente		**(2,0)**	**(0,2)**	**3,8**	**(1,3)**	**(0,8)**	**0,3**
Free Cash Flow Recurrente		**(2,9)**	**(3,1)**	**0,7**	**(0,6)**	**(1,5)**	**(1,2)**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**0,3**	**0,2**	**0,6**	**0,5**	**0,5**	**0,5**	**1,0**	***25,2%***	***26,6%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	**(1,3)**	**(1,3)**	**(0,4)**	**(0,6)**	**(1,6)**	**(1,2)**	**(0,7)**	***20,9%***	***-2,1%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,4	(1,5)	(2,6)	1,5	1,1	(0,1)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(0,9)**	**(2,8)**	**(3,0)**	**0,9**	**(0,5)**	**(1,4)**	**(0,9)**	***44,9%***	***-44,8%***
- CAPEX	(0,0)	(0,0)	-	-	-	-	-		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(0,9)**	**(2,8)**	**(3,0)**	**0,9**	**(0,5)**	**(1,4)**	**(0,9)**	***44,2%***	***-44,8%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*n.a.*	*-211,1%*	*-4,2%*	*130,8%*	*-153,8%*	*-174,8%*	*29,7%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	12,6%	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	1,7	1,7	0,8	0,8	1,5	1,5	1,5		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**0,8**	**(1,2)**	**(2,1)**	**1,7**	**1,0**	**0,2**	**0,6**	***30,4%***	***-30,0%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*n.a.*	*-254,2%*	*-80,2%*	*179,7%*	*-38,7%*	*-82,6%*	*222,4%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*5,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*11,9%*	*7,3%*	*1,3%*	*4,1%*		

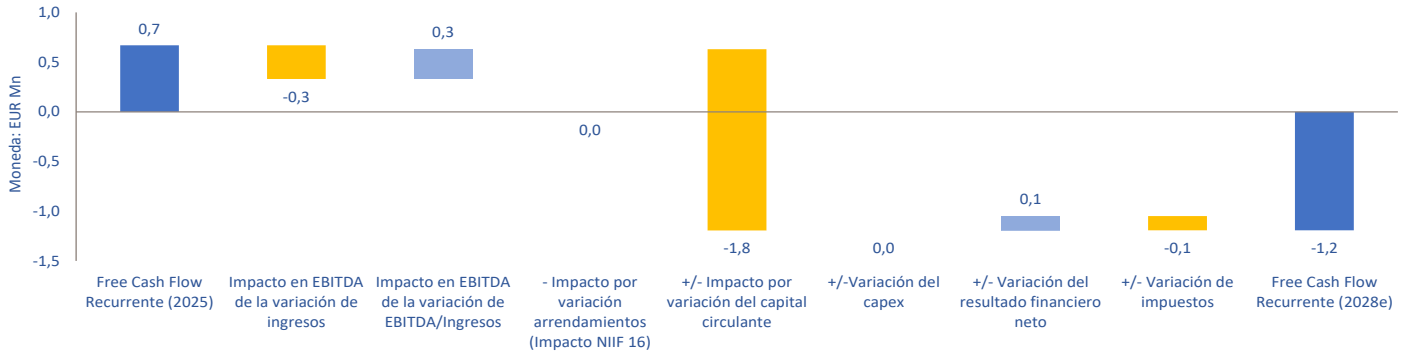
Nota: Free Cash Flow Yield (s/Market Cap) estimado ajustado por intereses minoritarios.

Analítica del Free Cash Flow (II)

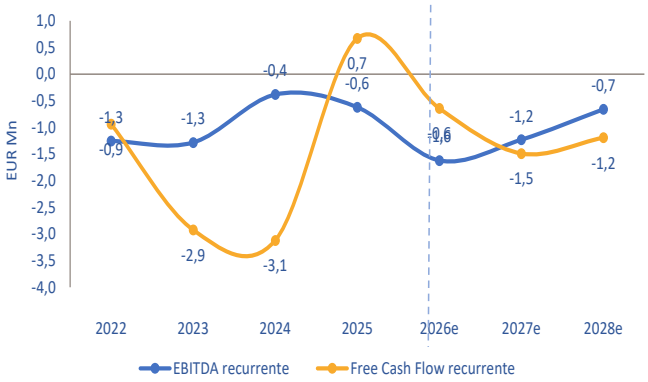
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



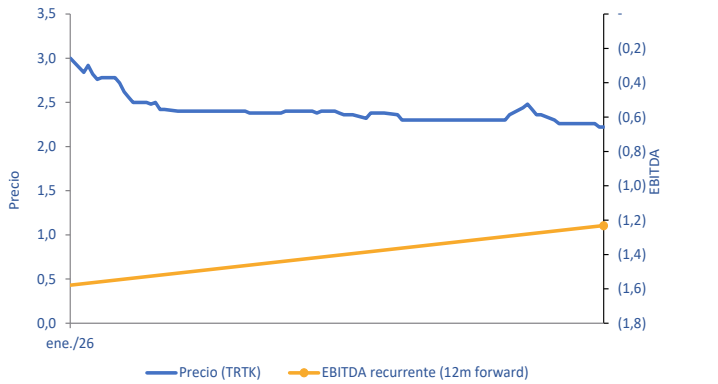
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**1,0**	**0,2**	**0,6**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**13,4**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**0,7**	Deuda bancaria neta de Caja ( )		
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta	3,8%	4,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,2%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,0%**	**3,4%**
Risk free rate (rf)	3,6%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)	1,2	1,4
Coste del Equity	**11,4%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**10,2%**	**12,7%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	95,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	5,0%	D	=	=
WACC	**11,0%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,8%**	**12,2%**
G "Razonable"	**2,5%**		**3,0%**	**2,0%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	13,4	
+ Minoritarios	-	
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	
+ Deuda financiera neta	0,7	
- Inmovilizado financiero	(0,0)	
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**14,2**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	12,7%	14,5%	10,6%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-0,4%	14,3%
FCF Yield - WACC	-4,6%	n.a.

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	**-21,8%**	**(1,4)**	**-10,5x**
Central	**-19,8%**	**(1,2)**	**-11,6x**
Min	**-17,8%**	**(1,1)**	**-12,9x**

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	-1,0%	0,0%	1,0%
(1,4)	(1,6)	(1,6)	(1,7)
(1,2)	(1,4)	(1,5)	(1,6)
(1,1)	(1,3)	(1,4)	(1,4)

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes		28,6%	28,6%
% de consejeros dominicales		57,1%	57,1%
% de consejeros ejecutivos		14,3%	14,3%
% de otros consejeros		0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración		28,6%	28,6%
% de mujeres en la plantilla		29,5%	34,8%
Remuneración del Consejo /gastos de personal		0,3%	1,6%

Principales comparables 2026e

		Tecnológicas españolas					Europeas medianas de IT services / IA				EEUU ciberseguridad y salud digital					
	EUR Mn	Izertis	Indra	Seresco	Gigas	Average	Sopra	Capgemini	Atos	Average	SentinelOne	Qualys	Phreesia	Veeva Systems	Average	TRTK
Datos Mercado	Ticker (Factset)	IZER.MC	IDR.MC	SCO.MC	GIGAH.MC		SOPR.PA	CAPP.PA	ATOS.PA		S	QLYS.O	PHR	VEEV.K		TRTK.MC
	País	Spain	Spain	Spain	Spain		France	France	France		USA	USA	USA	USA		Spain
	Market cap	303,0	9.027,0	59,0	37,9		2.648,5	16.921,7	707,8		4.563,3	2.704,1	497,5	22.166,9		13,4
	Enterprise value (EV)	370,8	8.453,9	67,9	105,2		3.380,8	23.306,9	2.219,1		4.027,7	2.302,5	519,9	16.577,0		14,2
Información financiera básica	Total Ingresos	219,0	6.807,2	58,3	70,0		5.763,7	24.000,4	6.796,2		1.027,2	615,7	439,6	3.054,1		5,6
	Cto.Total Ingresos	*35,7%*	*23,4%*	*3,5%*	*-5,9%*	*14,2%*	*2,0%*	*6,8%*	*-15,1%*	*-2,1%*	*20,4%*	*8,0%*	*7,4%*	*12,2%*	*12,0%*	*-22,7%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*24,6%*	*12,4%*	*9,0%*	*4,2%*	*12,5%*	*3,2%*	*4,1%*	*2,2%*	*3,2%*	*17,0%*	*6,9%*	*6,3%*	*12,1%*	*10,6%*	*17,5%*
	EBITDA	33,0	944,9	9,2	17,0		686,0	3.714,5	614,7		134,3	272,4	110,0	1.378,9		0,7
	Cto. EBITDA	*44,2%*	*39,7%*	*-6,7%*	*25,0%*	*25,6%*	*-1,5%*	*16,1%*	*-12,8%*	*0,6%*	*162,2%*	*35,2%*	*278,9%*	*64,3%*	*135,2%*	*9,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*22,6%*	*15,2%*	*18,8%*	*-3,0%*	*13,4%*	*4,4%*	*5,7%*	*21,8%*	*10,6%*	*38,6%*	*7,3%*	*10,7%*	*11,2%*	*17,0%*	*39,0%*
	EBITDA/Ingresos	*15,0%*	*13,9%*	*15,8%*	*24,3%*	*17,3%*	*11,9%*	*15,5%*	*9,0%*	*12,1%*	*13,1%*	*44,3%*	*25,0%*	*45,1%*	*31,9%*	*12,7%*
	EBIT	18,5	694,7	6,6	1,0		494,4	2.873,2	282,5		97,3	260,4	29,0	1.352,6		0,5
	Cto. EBIT	*56,6%*	*24,6%*	*-9,3%*	*151,5%*	*55,8%*	*-1,4%*	*14,9%*	*-1,6%*	*4,0%*	*137,0%*	*37,7%*	*n.a.*	*67,6%*	*80,8%*	*-7,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*13,9%*	*16,6%*	*24,5%*	*0,0%*	*13,8%*	*5,7%*	*6,8%*	*34,2%*	*15,6%*	*48,1%*	*6,1%*	*39,3%*	*11,4%*	*26,2%*	*47,9%*
	EBIT/Ingresos	*8,4%*	*10,2%*	*11,3%*	*1,4%*	*7,8%*	*8,6%*	*12,0%*	*4,2%*	*8,2%*	*9,5%*	*42,3%*	*6,6%*	*44,3%*	*25,7%*	*8,3%*
	Beneficio Neto	9,4	463,8	4,3	(3,0)		343,6	2.126,3	50,1		102,5	224,1	22,0	1.246,0		0,3
	Cto. Beneficio Neto	*111,3%*	*5,7%*	*7,8%*	*71,8%*	*49,1%*	*12,2%*	*30,0%*	*103,6%*	*48,6%*	*126,7%*	*32,6%*	*n.a.*	*60,9%*	*73,4%*	*3,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*37,0%*	*17,2%*	*32,2%*	*18,4%*	*26,2%*	*7,1%*	*6,7%*	*76,8%*	*30,2%*	*38,5%*	*7,2%*	*56,1%*	*10,5%*	*28,1%*	*57,3%*
	CAPEX/Ventas	*7,3%*	*3,0%*	*0,9%*	*0,0%*	*2,8%*	*2,0%*	*1,6%*	*2,7%*	*2,1%*	*1,3%*	*1,7%*	*2,5%*	*0,8%*	*1,6%*	*0,0%*
	Free Cash Flow	25,0	389,9	6,2	n.a.		306,2	2.039,0	(8,8)		98,7	244,2	70,9	1.309,4		0,9
	Deuda financiera Neta	13,3	(61,3)	6,4	51,0		363,3	4.384,0	1.223,3		(566,8)	(612,0)	(90,8)	(5.609,6)		(0,2)
	DN/EBITDA (x)	0,4	n.a.	0,7	3,0	1,4	0,5	1,2	2,0	1,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Pay-out	*0,0%*	*14,3%*	*14,2%*	*0,0%*	*7,1%*	*29,6%*	*27,8%*	*0,0%*	*19,2%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*4,8%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	22,2	19,4	13,7	n.a.	18,4	7,6	7,8	n.a.	7,7	46,2	12,1	32,2	18,1	27,1	43,0
	P/BV (x)	3,1	4,5	3,6	1,0	3,0	1,1	1,3	n.a.	1,2	3,8	4,5	1,4	3,2	3,2	3,8
	EV/Ingresos (x)	1,7	1,2	1,2	1,5	1,4	0,6	1,0	0,3	0,6	3,9	3,7	1,2	5,4	3,6	2,5
	EV/EBITDA (x)	11,3	8,9	7,7	6,2	8,5	4,9	6,3	3,6	4,9	30,0	8,5	4,7	12,0	13,8	20,1
	EV/EBIT (x)	20,0	12,2	10,8	n.a.	14,3	6,8	8,1	7,9	7,6	41,4	8,8	17,9	12,3	20,1	30,6
	ROE	*8,5*	*25,2*	*29,3*	*n.a.*	*21,0*	*15,4*	*16,8*	*12,7*	*15,0*	*1,0*	*38,3*	*16,1*	*17,6*	*18,2*	*9,2*
	FCF Yield (%)	*8,3*	*4,3*	*9,9*	*n.a.*	*7,5*	*11,6*	*12,0*	*n.a.*	*11,8*	*2,2*	*9,0*	*14,2*	*5,9*	*7,8*	*n.a.*
	DPA	*0,00*	*0,38*	*0,07*	*0,00*	*0,11*	*5,23*	*3,50*	*0,00*	*2,91*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,0%*	*0,7%*	*1,0%*	*0,0%*	*0,4%*	*3,9%*	*3,5%*	*0,0%*	*2,5%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,1%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Vanadi Coffee

ANÁLISIS INDEPENDIENTE DE COMPAÑÍAS
Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com

Vanadi Coffee (VANA) , compañía de inversión en bitcoin ("bitcoin treasury company") dedicada originalmente a la restauración (cadena de cafeterías en Alicante). Fundada en nov-21, VANA anunció en may-25 el cambio en su modelo de negocio a una bitcoin treasury company. Actualmente tiene en cartera 213 BTC. Cotiza en BME Growth desde 2023. Su nombre actual (Vanadi Coffee) cambiará a corto/medio plazo a Vanadi Treasury.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	5,1	5,9
EV (Mn EUR y USD)	8,6	10,0
Número de Acciones (Mn)	149,1	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,09 / 0,28 / 0,03	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,55	
Rotación(1)	2.737,4	
Refinitiv / Bloomberg	VANA.MC / VANA SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Patblasc Software Consulting SL	17,0
Vallecid	8,7
Alpha Blue Ocean	6,9
Free Float	67,4

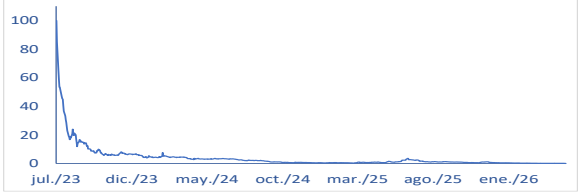
Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

	2025	2026e
Nº Acc. ajustado (Mn)	1,9	27,8
Total Ingresos	1,8	1,4
EBITDA Rec.	-1,8	-1,6
% Var.	*-3,0*	*9,8*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*n.a.*
% Var EBITDA sector (2)	*7,2*	*4,2*
Beneficio neto	-6,7	-3,9
BPA (EUR)	-3,59	-0,14
% Var.	*23,3*	*96,1*
BPA ord. (EUR)	-2,62	-0,08
% Var.	*30,1*	*96,9*
Free Cash Flow Rec.	-2,0	-2,3
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00
Deuda financiera neta	7,9	11,3
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.
ROE (%)	*n.a.*	*n.a.*
ROCE (%)	*n.a.*	*n.a.*

Ratios y Múltiplos (x)

PER	n.a.	n.a.
PER Ordinario	n.a.	n.a.
P/BV	0,6	0,3
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	4,81	5,95
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	n.a.	n.a.
FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*

Comportamiento histórico (base 100)



(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*-16,8*	*-62,0*	*-82,1*	*n.a.*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Financial Services.

Sin visibilidad a partir de 2027, ceñimos nuestras proyecciones financieras al ejercicio 2026e.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

2025: reducción del número de cafeterías y consolidación del giro estratégico hacia BTC. VANA cerró 2025 con ingresos de EUR 1,8 Mn (-12% vs 2024), reflejando la reducción progresiva del negocio original de cafeterías (5 locales operativos vs 6 en 2024). El EBITDA rec. alcanzó EUR -1,8 Mn (vs EUR -1,7 Mn en 2024). Costes asociados al cambio de modelo (honorarios legales y financieros, costes de estructura, patrocinio deportivo de CF Intercity e indemnizaciones por cierres) de EUR 1,8 Mn arrastran el EBITDA a EUR -3,6 Mn (vs -2,2 Mn en 2024). Adicionalmente, el deterioro de la cartera de BTC (EUR -2,7 Mn) arrastra el Beneficio Neto hasta EUR -6,7 Mn.

2026e: el foco deja de estar en el P&L y pivota hacia el balance (cartera de bitcoins/BTC). Tras el cambio estratégico de 2025, VANA se transforma en una Bitcoin Treasury Company cuyo objetivo es la acumulación de BTC. VANA alcanzó 161 BTC en 2025 y 213 BTC a mayo de 2026, financiados principalmente mediante convertibles y deuda colateralizada (EUR 5,8 Mn). Estimamos una cartera de c. 320 BTC a dic-26e (c. +50% vs posición a may-25), en línea con el ritmo de adquisición visto en el 1T26. En ausencia de ingresos asociados a la cartera de BTC, esperamos EBITDA y FCF rec. negativos también en 2026e, desplazando completamente el foco del equity story hacia la evolución del BTC y la capacidad de acceso a financiación.

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

BTC: descentralización, escasez y potencial como reserva de valor. BTC es un activo digital descentralizado cuya oferta está limitada por protocolo a 21 Mn de unidades. Su carácter global, verificable y resistente a la intervención de terceros ha favorecido que parte del mercado lo considere una alternativa a activos tradicionalmente utilizados como reserva de valor.

Exposición indirecta a BTC vía equity cotizado. VANA es la única Bitcoin Treasury Company cotizada en España, ofreciendo exposición indirecta a BTC via equity convencional.

La tesis depende esencialmente del BTC. El modelo no genera ingresos operativos asociados a la cartera de BTC, por lo que la creación de valor depende exclusivamente de la apreciación del BTC a medio y largo plazo. El negocio de cafeterías ha pasado a ser residual y el análisis pivota principalmente sobre métricas vinculadas al valor de la cartera de BTC (múltiplos sobre NAV).

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Dependencia total del precio del BTC. La viabilidad económica del modelo depende de forma casi exclusiva de la evolución del BTC. La ausencia de generación recurrente de ingresos, EBITDA y FCF convierte a VANA en un vehículo altamente sensible a la volatilidad del activo subyacente.

Elevado riesgo de dilución y necesidad permanente de financiación. El crecimiento del balance y el mantenimiento de la estructura corporativa requieren acceso continuado a capital (vía deuda, convertibles o ampliaciones). Un deterioro de la cotización o de la liquidez del valor podría dificultar la financiación, limitar la capacidad de acumulación de BTC o generar tensiones de liquidez.

Track record todavía muy limitado. El nuevo modelo apenas acumula 12 meses de historia operativa. Además, la correlación de VANA con el BTC (-3m: -0,7; -6m: 0,7) continúa por debajo de la observada en comparables maduros como Strategy (>0,9), lo que limita, por el momento, su capacidad de actuar como réplica eficiente del BTC.

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

Performance -3m de la acción: -62,0%, lejos del comportamiento del BTC (+14,8%). La correlación de VANA vs BTC sigue lejos de comparables más maduros y limita su capacidad de réplica, condicionando su posicionamiento dentro del sector. Todo ello ha cristalizado en una evolución de la acción que ilustra las dificultades actuales del modelo de negocio (que genera, estructuralmente, FCF negativo). En este contexto, la inversión en VANA se transforma en una apuesta (de alto riesgo) por el BTC.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

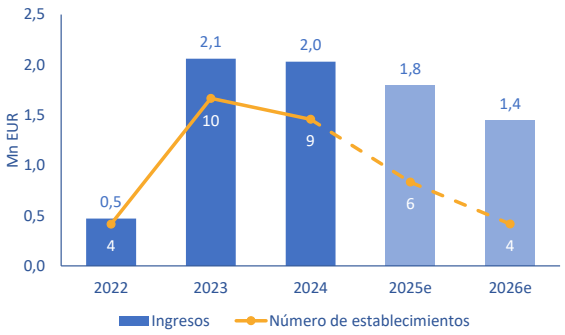
Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e
Inmovilizado inmaterial		0,3	0,2	0,1	12,0	22,5
Inmovilizado material		1,0	1,6	1,0	0,8	0,6
Otros activos no corrientes		0,2	0,2	-	-	-
Inmovilizado financiero		0,2	0,3	0,4	4,5	4,5
Fondo de comercio y otros intangibles		-	0,4	0,4	0,3	0,3
Activo circulante		0,4	0,7	0,4	0,2	0,2
Total activo		**2,2**	**3,5**	**2,3**	**17,7**	**28,1**
Patrimonio neto		0,5	0,6	(0,6)	8,3	15,5
Minoritarios		-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP		0,7	0,4	0,4	0,1	0,1
Otros pasivos no corrientes		-	-	-	-	-
Deuda financiera neta		0,1	1,0	0,9	7,9	11,3
Pasivo circulante		0,8	1,5	1,6	1,4	1,3
Total pasivo		**2,2**	**3,5**	**2,3**	**17,7**	**28,1**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e
Total Ingresos		**0,5**	**2,1**	**2,0**	**1,8**	**1,4**
Cto.Total Ingresos		*n.a.*	*336,9%*	*-1,4%*	*-11,7%*	*-19,3%*
Coste de ventas		(0,2)	(0,9)	(0,7)	(0,6)	(0,5)
Margen Bruto		**0,2**	**1,2**	**1,3**	**1,2**	**1,0**
Margen Bruto / Ingresos		*50,7%*	*56,2%*	*63,3%*	*65,9%*	*68,8%*
Gastos de personal		(0,6)	(1,8)	(1,8)	(1,6)	(1,4)
Otros costes de explotación		(0,8)	(1,4)	(1,2)	(1,4)	(1,2)
EBITDA recurrente		**(1,2)**	**(2,0)**	**(1,7)**	**(1,8)**	**(1,6)**
Cto.EBITDA recurrente		*n.a.*	*-66,3%*	*14,4%*	*-3,0%*	*9,8%*
EBITDA rec. / Ingresos		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
Gastos de reestructuración y otros no rec.		-	(0,5)	(0,5)	(1,8)	(1,6)
EBITDA		**(1,2)**	**(2,5)**	**(2,2)**	**(3,6)**	**(3,2)**
Depreciación y provisiones		(0,1)	(0,2)	(0,4)	(2,9)	(0,2)
Gastos capitalizados		-	-	-	-	-
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-
EBIT		**(1,3)**	**(2,7)**	**(2,6)**	**(6,4)**	**(3,4)**
Cto.EBIT		*n.a.*	*-112,8%*	*3,8%*	*-145,9%*	*47,2%*
EBIT / Ingresos		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
Impacto fondo de comercio y otros		-	-	-	-	-
Resultado financiero neto		(0,0)	(0,2)	(0,5)	(0,2)	(0,5)
Resultados por puesta en equivalencia		-	-	-	-	-
Beneficio ordinario		**(1,3)**	**(2,9)**	**(3,1)**	**(6,7)**	**(3,9)**
Cto.Beneficio ordinario		*n.a.*	*-124,2%*	*-8,9%*	*-113,8%*	*41,9%*
Extraordinarios		-	-	-	-	-
Beneficio antes de impuestos		**(1,3)**	**(2,9)**	**(3,1)**	**(6,7)**	**(3,9)**
Impuestos		0,2	-	(0,2)	-	-
Tasa fiscal efectiva		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
Minoritarios		-	-	-	-	-
Actividades discontinuadas		-	-	-	-	-
Beneficio neto		**(1,1)**	**(2,9)**	**(3,3)**	**(6,7)**	**(3,9)**
Cto.Beneficio neto		*n.a.*	*-163,7%*	*-15,8%*	*-100,9%*	*41,9%*
Beneficio ordinario neto		**(1,3)**	**(2,4)**	**(2,7)**	**(4,9)**	**(2,3)**
Cto. Beneficio ordinario neto		*n.a.*	*-86,9%*	*-11,4%*	*-83,1%*	*53,6%*

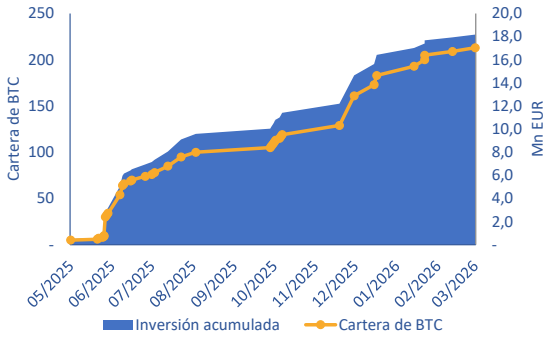
Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e
EBITDA recurrente						**(1,6)**
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-
Var.capital circulante						(0,1)
Cash Flow operativo recurrente						**-1,7**
CAPEX						(0,0)
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,5)
Impuestos						-
Free Cash Flow Recurrente						**(2,3)**
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(1,6)
- Adquisiciones / + Desinversiones						(10,6)
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-
Free Cash Flow						**(14,5)**
Ampliaciones de capital						11,1
Dividendos						-
Variación de Deuda financiera neta						**3,4**

La compañía en 8 gráficos

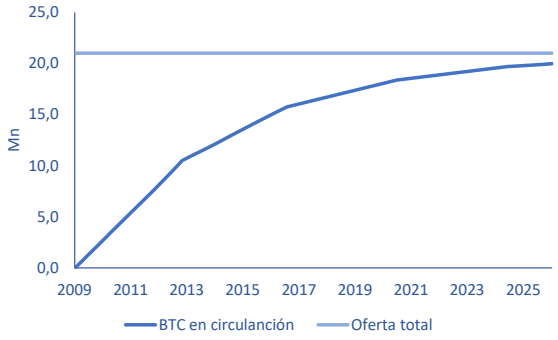
El negocio original de cafeterías se reduce progresivamente y deja de ser el eje de la compañía



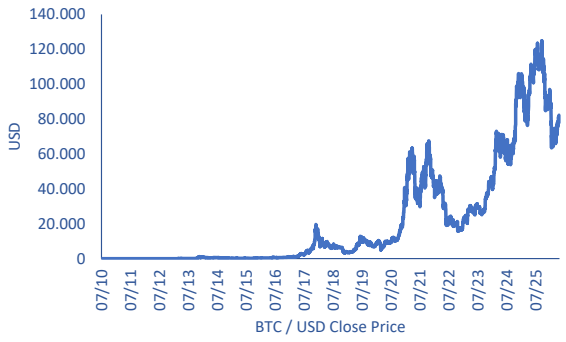
VANA pivota hacia un modelo basado exclusivamente en la acumulación de BTC



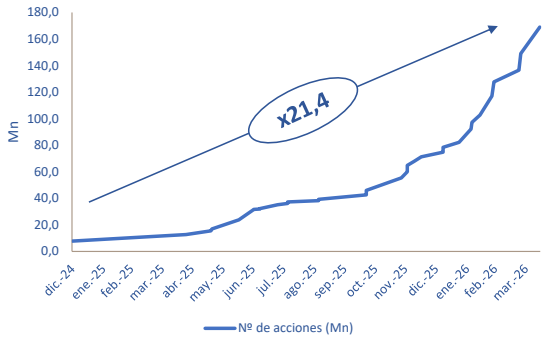
La tesis de inversión se apoya en un activo de oferta limitada



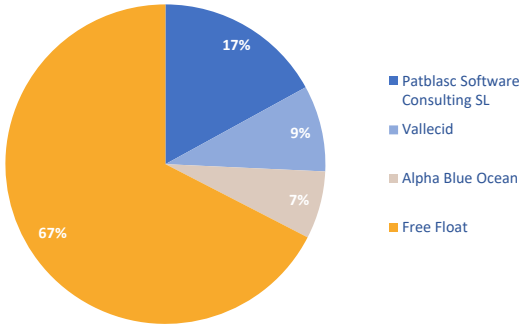
La evolución del BTC ha sido positiva, aunque con elevada volatilidad



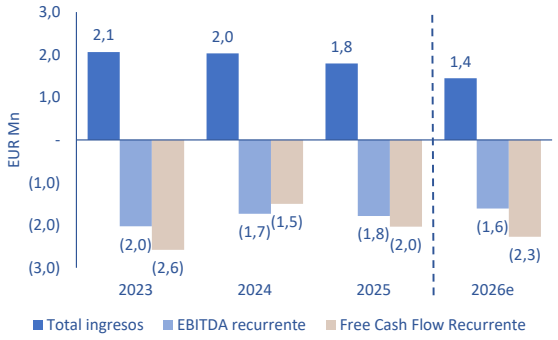
La adquisición de BTC se financia principalmente vía convertibles, configurando un modelo de crecimiento altamente dilutivo



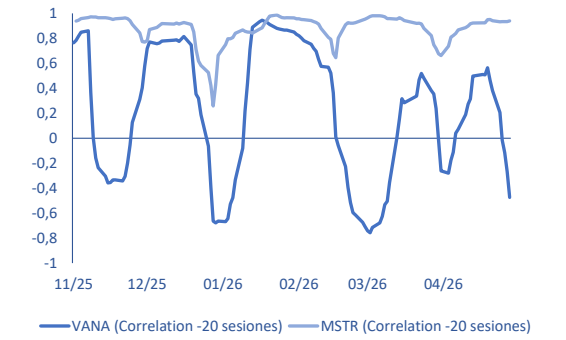
Patblasc actúa como accionista de referencia (17,0%). Free float significativo (6,7%)



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

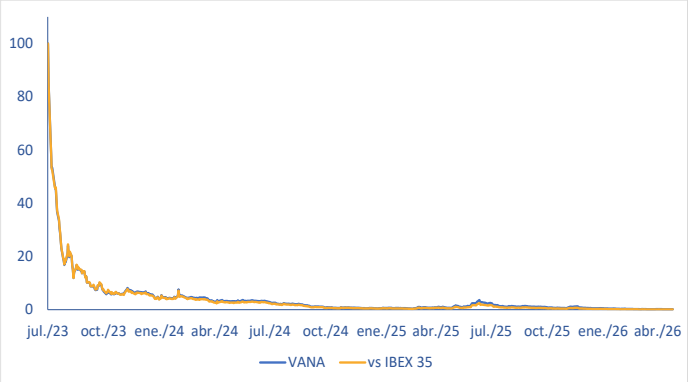


Hasta la fecha, la correlación de VANA con el BTC ha sido inestable e inferior a la de comparables

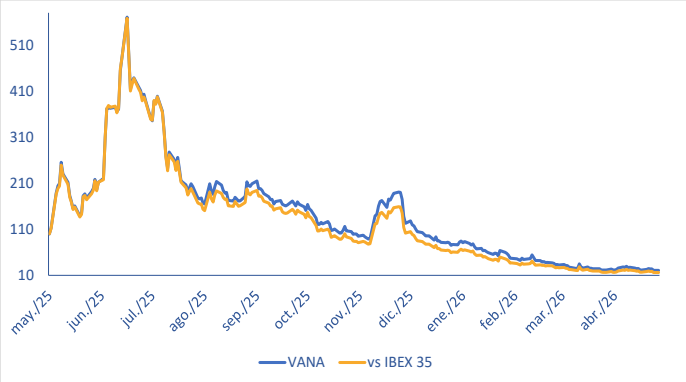


Evolución de la cotización

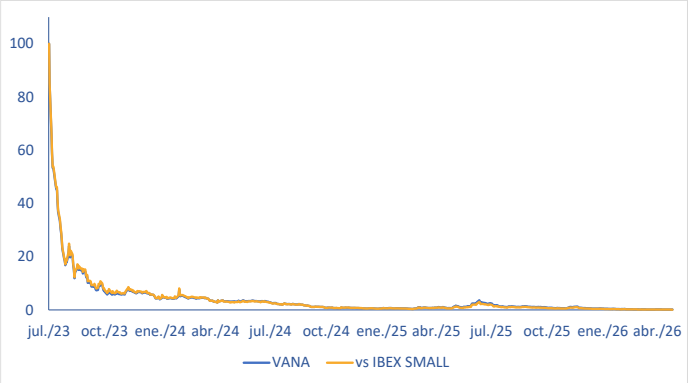
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



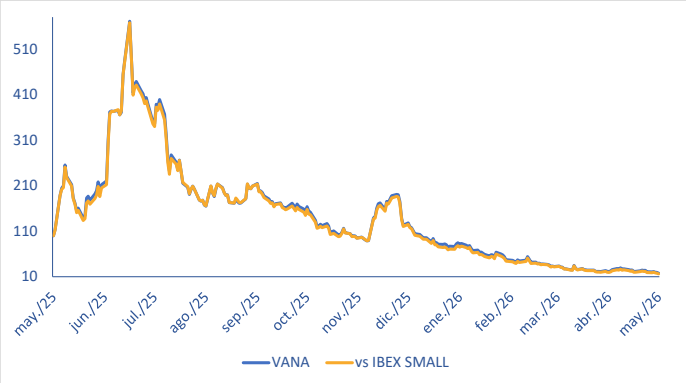
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



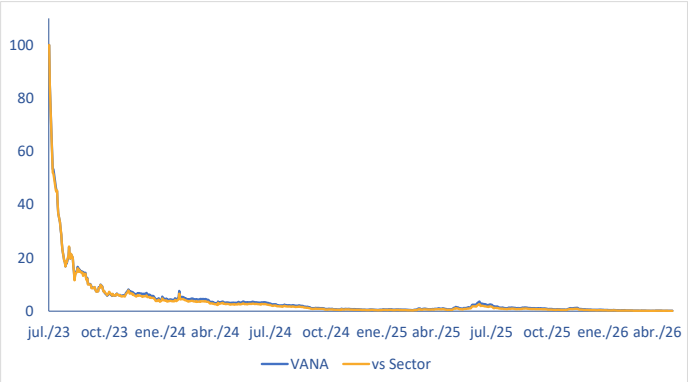
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



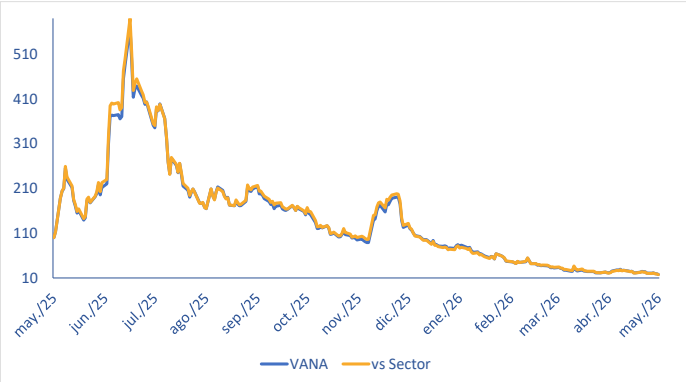
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Financial Services

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-16,8	-62,0	-82,1	-79,0	n.a.	n.a.
vs Mercado						
vs Ibex 35	-14,2	-61,9	-85,9	-79,3	n.a.	n.a.
vs Euro STOXX 50	-15,2	-61,0	-83,4	-79,1	n.a.	n.a.
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	-15,5	-62,3	-83,5	-79,5	n.a.	n.a.
vs Segmento Micro Cap España [1]	-18,0	-62,3	-84,3	-79,5	n.a.	n.a.
vs MSCI Europe Micro Cap	-18,7	-62,7	-84,5	-79,6	n.a.	n.a.
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Financial Services	-15,6	-62,9	-82,3	-78,7	n.a.	n.a.

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	TACC 22-25
EBITDA recurrente	**(1,2)**	**(2,0)**	**(1,7)**	**(1,8)**	**(1,6)**	***-13,6%***
Cto.EBITDA recurrente	*n.a.*	*-66,3%*	*14,4%*	*-3,0%*	*9,8%*	
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	
+/- Var. Capital circulante	0,4	0,3	0,5	(0,0)	(0,1)	
= Cash Flow operativo recurrente	**(0,8)**	**(1,7)**	**(1,3)**	**(1,8)**	**(1,7)**	***-32,1%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*n.a.*	*-121,1%*	*27,0%*	*-42,9%*	*3,0%*	
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
- CAPEX	(1,4)	(0,8)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,5)	
- Impuestos	-	-	-	-	-	
= Free Cash Flow recurrente	**(2,1)**	**(2,6)**	**(1,5)**	**(2,0)**	**(2,3)**	***1,6%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*n.a.*	*-20,8%*	*41,8%*	*-35,8%*	*-11,5%*	
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
- Gastos de reestructuración y otros	-	(0,5)	(0,5)	(1,8)	(1,6)	
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(0,6)	0,3	(19,5)	(10,6)	
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,1	-	-	-	-	
= Free Cash Flow	**(2,0)**	**(3,7)**	**(1,7)**	**(23,4)**	**(14,5)**	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow	*-452,2%*	*-79,3%*	*54,8%*	*n.a.*	*38,2%*	
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	

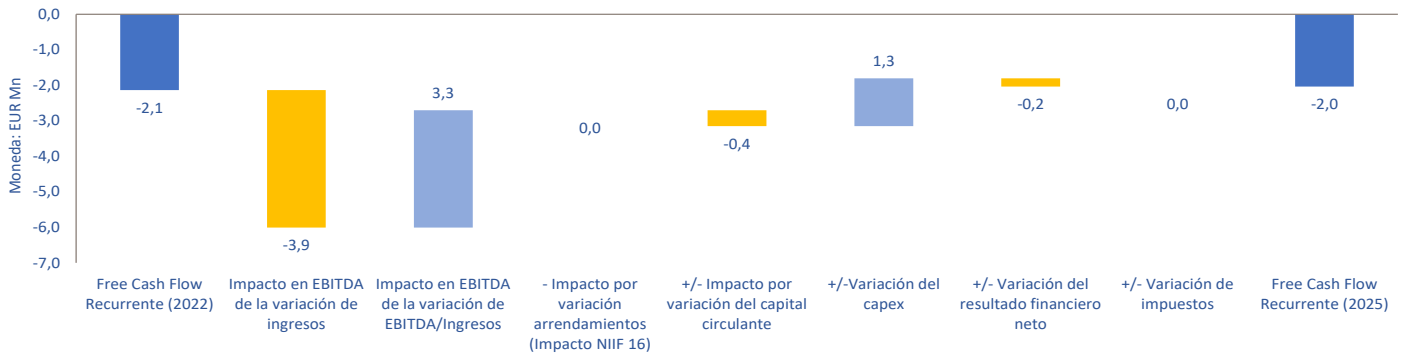
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)		**(2,1)**	**(2,6)**	**(1,5)**	**(2,0)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos		(4,1)	0,0	0,2	0,3
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos		3,3	0,3	(0,3)	(0,2)
= Variación EBITDA recurrente		**(0,8)**	**0,3**	**(0,1)**	**0,2**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante		(0,1)	0,2	(0,5)	(0,1)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente		**(0,9)**	**0,5**	**(0,5)**	**0,1**
+/-Variación del CAPEX		0,6	0,6	0,1	(0,0)
+/- Variación del resultado financiero neto		(0,1)	0,0	(0,1)	(0,2)
+/- Variación de impuestos		-	-	-	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente		**(0,4)**	**1,1**	**(0,5)**	**(0,2)**
Free Cash Flow Recurrente		**(2,6)**	**(1,5)**	**(2,0)**	**(2,3)**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	TACC 22-25
EBIT	**(1,3)**	**(2,7)**	**(2,6)**	**(6,4)**	**(3,4)**	***-71,4%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	
EBITDA recurrente	**(1,2)**	**(2,0)**	**(1,7)**	**(1,8)**	**(1,6)**	***-13,6%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	
+/- Var. Capital circulante	0,4	0,3	0,5	(0,0)	(0,1)	
= Cash Flow operativo recurrente	**(0,8)**	**(1,7)**	**(1,3)**	**(1,8)**	**(1,7)**	***-32,1%***
- CAPEX	(1,4)	(0,8)	(0,2)	(0,0)	(0,0)	
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(2,1)**	**(2,5)**	**(1,4)**	**(1,8)**	**(1,8)**	***5,5%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*n.a.*	*-16,4%*	*43,1%*	*-27,5%*	*0,8%*	
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
- Gastos de reestructuración y otros	-	(0,5)	(0,5)	(1,8)	(1,6)	
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	(0,6)	0,3	(19,5)	(10,6)	
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	0,1	-	-	-	-	
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(2,0)**	**(3,6)**	**(1,6)**	**(23,1)**	**(14,0)**	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-450,1%*	*-74,8%*	*56,1%*	*n.a.*	*39,6%*	
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	

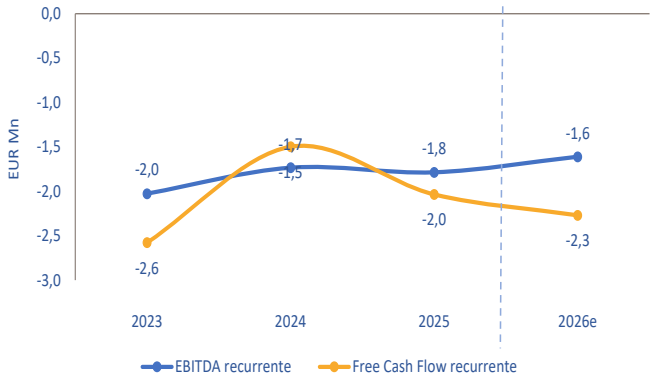
Nota: Free Cash Flow Yield (s/Market Cap) estimado ajustado por intereses minoritarios.

Analítica del Free Cash Flow (II)

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



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo (1)
Free Cash Flow "To the Firm"	**(14,0)**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**5,1**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**7,9**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	8,0%	Coste de la deuda neta	7,7%	8,2%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**6,4%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**6,2%**	**6,6%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,4	B (estimación propia)	1,3	1,5
Coste del Equity	**12,0%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**10,8%**	**13,4%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	39,2%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	60,8%	D	=	=
WACC	**8,6%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,0%**	**9,2%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,5%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	5,1	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	7,9	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	4,5	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**8,6**	

Métricas de creación de valor del negocio (1)

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

	2025	2028e
ROCE - WACC	n.a.	n.a.
FCF Yield - WACC	n.a.	n.a.

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	40,0%	33,3%	60,0%
% de consejeros dominicales	60,0%	0,0%	20,0%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	66,7%	20,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	0,0%	0,0%	20,0%
% de mujeres en la plantilla	62,2%	63,3%	52,1%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	21,9%	19,5%	63,8%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Compañías de tesorería de bitcoin			
	EUR Mn	Strategy	Metaplanet	Capital B	VANA
Datos Mercado	Ticker (Refinitiv)	MSTR.O	3350.T	ALCPB.PA	VANA.MC
	País	USA	Japan	France	Spain
	Market cap	50.734,9	2.164,1	165,9	5,1
	Enterprise value (EV)	63.582,8	2.366,6	261,2	8,6
	Número de acciones (basic - Mn)	358,2	1.303,5	277,2	149,1
	Free float (%)	99,8	95,4	61,0	*67,4*
	Volumen medio diario (-30d - Mn)	*17,4*	32,2	2,1	5,0
	Mn EUR medio diario (-30d)	*2.623,3*	58,8	1,4	0,2
	Volumen medio diario (-6m- Mn)	*21,0*	27,5	2,1	3,9
	Mn EUR medio diario (-6m)	*2.773,4*	58,1	1,5	0,4
	Volatilidad (30d)	*70,7*	*66,5*	*61,8*	111,5
	Volatilidad (180d)	*74,2*	*94,0*	*99,3*	122,3
Información de BTC	BTC holdings	818.334	40.177	2.943	213
	Valor de BTC (Mn EUR)	*55.664,7*	*2.732,9*	*200,2*	14,5
	Precio medio de adquisición (EUR)	*64.974,1*	*83.951,5*	*90.323,1*	85.677,9
	BTC por 100k acción (non-diluted)	228,459	3,082	1,062	0,1
Múltiplos y Ratios	Market cap/Valor BTC en cartera	0,9	0,8	0,8	0,4
	EV/Valor BTC en cartera	*1,1*	*0,9*	*1,3*	*0,6*
	-3m return	*32,5%*	*0,9%*	*5,5%*	*-62,0%*
	-6m return	*-11,2%*	*-18,0%*	*-26,9%*	*-81,2%*
	Correlación vs Bitcoin (-3m)	*0,94*	*0,35*	*0,20*	*-0,66*
	Correlación vs Bitcoin (-6m)	*0,81*	*0,76*	*0,82*	*0,70*
	Correlación vs Bitcoin (-12m)	*0,90*	*0,62*	*0,56*	*0,71*
	Beta vs Bitcoin (-6m)	*1,16*	*0,81*	*1,34*	*0,27*

Daniel Gandoy López – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Vitruvio (YVIT) es una inmobiliaria "clásica" que se dedica a la adquisición y promoción de bienes inmuebles de naturaleza urbana para su arrendamiento con un enfoque patrimonialista de gestión, principalmente, en Madrid (donde concentra c. 87% de su GAV). Dispone de una cartera diversificada con exposición a residencial (26%), comercial (39%), oficinas (26%) y logístico (8%). Cotiza en BME Growth desde 2016 en régimen de SOCIMI (free float: 93,5%).

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	262,2	304,9
EV (Mn EUR y USD)	332,9	387,0
Número de Acciones (Mn)	14,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	17,60 / 16,31 / 15,40	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,07	
Rotación(1)	6,5	
Refinitiv / Bloomberg	YVIT.MC / YVIT SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Onchena	5,0
Basilio Rueda	1,5
Free Float	93,5

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	12,1	14,9	14,9	14,9
Total Ingresos	14,4	19,5	23,3	24,4
EBITDA Rec.	7,3	11,7	14,0	14,6
% Var.	*28,7*	*60,5*	*19,1*	*4,8*
% EBITDA Rec./Ing.	*50,9*	*60,1*	*60,1*	*60,1*
% Var EBITDA sector (2)	*8,9*	*9,9*	*4,2*	*6,2*
Beneficio neto	10,7	6,2	7,2	7,8
BPA (EUR)	0,89	0,42	0,49	0,53
% Var.	*84,9*	*-53,2*	*16,9*	*8,5*
BPA ord. (EUR)	0,24	0,40	0,47	0,51
% Var.	*-23,3*	*70,0*	*17,5*	*8,7*
Free Cash Flow Rec.	-2,7	7,0	7,1	7,8
Pay-out (%)	*54,1*	*139,7*	*125,7*	*121,7*
DPA (EUR)	0,48	0,58	0,61	0,64
Deuda financiera neta	59,6	100,5	102,5	104,2
DN / EBITDA Rec.(x)	8,2	8,6	7,3	7,1
ROE (%)	*6,8*	*3,0*	*3,6*	*3,9*
ROCE (%)	*6,2*	*3,2*	*3,6*	*3,8*
Ratios y Múltiplos (x)				
PER	19,9	42,4	36,3	33,4
PER Ordinario	74,6	43,9	37,4	34,4
P/BV	1,3	1,3	1,3	1,3
Dividend Yield (%)	*2,7*	*3,3*	*3,5*	*3,6*
EV/Ventas	n.a.	17,05	14,32	13,66
EV/EBITDA Rec.	45,6	28,4	23,8	22,7
EV/EBIT	25,5	35,8	29,7	28,0
FCF Yield (%)	*n.a.*	*2,7*	*2,7*	*3,0*

Comportamiento histórico (base 100)

(%)	-1m	-3m	-12m	-5Y
Absoluto	*1,1*	*6,7*	*12,8*	*46,7*

(1) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(2) Sector: Stoxx Europe 600 Real State.

MOMENTUM: ¿QUÉ ESPERAMOS EN 2026E?

Los resultados 2025 confirman la eficacia del modelo de negocio, que esperamos que continúe en 2026. YVIT cerró 2025 con unos ingresos por rentas de EUR 14,4Mn (+45,7% vs 2024), justificado por: (i) una mayor cartera (GAV 2025 EUR 330Mn vs EUR 183Mn en 2024) y (ii) un nivel de ocupación medio del 99,4% (+2,4 p.p. vs 2024). YVIT demuestra la capacidad de subir las rentas, aunque el incremento en el gasto por servicios exteriores, afectado por los gastos asociados a las operaciones corporativas, impactó negativamente el EBITDA rec, cuyo margen cayó -6,7p.p. (vs 2024) hasta el 50,9%. Aunque esperamos que se normalice en 2026, hasta alcanzar un margen del 60,1%.

Tras el anuncio en febrero del incremento de la cartera en EUR 40Mn por la compra de un edificio de oficinas y un parque de medianas comerciales en Madrid, esperamos crecimiento inorgánico adicional en 2026. La mejora en el precio de la acción en los últimos doce meses (+12,8%) ha supuesto la reactivación de la principal vía de crecimiento para YVIT. Como botón de muestra, YVIT realizó tres operaciones de fusión por absorción en 2025 (Mercal, Alkigar y Polígono Garza) con un aumento de capital conjunto de 4,9Mn de acciones nuevas (+53% del capital). El 5 de mayo anunció una ampliación de capital dineraria de hasta EUR 37Mn (EUR 18,0/acción).

PILARES DEL EQUITY STORY: ¿EN QUÉ HAY QUE "FIJARSE"?

Una cartera diversificada (370Mn) que favorece la reducción del riesgo. La cartera está compuesta por las siguientes tipologías: residencial (26,2%), comercial (39,3%), oficinas (26,4%) y logístico (9,1%). Además, los inquilinos están diversificados, ninguno representando más del 5% de las rentas totales. Madrid representa el 86% del GAV, principalmente en zonas estratégicas y bien localizadas.

La elevada visibilidad (ocupación del 99,7% a marzo 2026) del modelo de negocio, con unas rentas anualizadas de EUR 20,2Mn, y el mayor tamaño, soportan el pago de un dividendo creciente. La sólida generación de caja y la posibilidad de crecimiento ordenado y rentable, que está demostrada, explica el pago de un dividendo creciente (DPA 2026e: EUR 0,58/acc.: +21% vs 2025) que a precios actuales implicaría un Dividend Yield 2026e del 3,3%.

Apalancamiento un poco menor que la media del sector. Con una DN de c.EUR 102,5Mn a marzo 2026 (tras la compra de dos activos ya en 2026) y un apalancamiento (LTV) del 27,7%, el endeudamiento de YVIT está por debajo de comparables (c.30-35%) y del nivel objetivo de los estatutos de la compañía (33%).

Crecimiento rentable y no diluvito vía ampliaciones de capital. La principal vía de crecimiento de YVIT es la actividad inorgánica vía aportaciones patrimoniales. Esperamos que la actividad inorgánica continúe durante los próximos meses. Adicionalmente, hay que señalar el impacto por la consolidación de dos nuevos activos desde febrero 2026 (inversión de EUR 40Mn) y por el impacto de la consolidación durante todo el año de las compras del año 2025, que solo se consolidaron en la segunda mitad del año 2025.

RIESGOS: ¿QUÉ NO HAY QUE PASAR POR ALTO?

Menor ocupación. Cambios en los niveles de ocupación en los inmuebles, principalmente en las oficinas, locales comerciales o naves logísticas, pueden reducir los ingresos de YVIT y disminuir la rentabilidad de la cartera.

Volatilidad en la demanda de alquileres, por cambios en las tendencias de largo plazo (trabajo desde casa, la penetración del comercio electrónico, etc).

INDICADORES DE VALOR: ¿QUÉ NOS DICE LA COTIZACIÓN?

La cotización cerca del NAV (EUR 18,14/acc. a marzo 2025) apoya la reactivación del M&A. Tras el comportamiento de la acción en los últimos 12 meses en términos absolutos (12,8%; +16,5% vs sector) el descuento frente al NAV se ha reducido por debajo del -10% y, por lo tanto, la estrategia de crecimiento vía aportaciones patrimoniales se ha reactivado y esperamos que vaya a continuar. YVIT ha demostrado ser una historia de crecimiento rentable, no dilutiva para sus accionistas, y con un nivel de riesgo/apalancamiento razonable. El modelo de negocio de YVIT bate sistemáticamente a su sector (+12,8%, -12m; +33,3%, -3y; +46,7% -5y). Algo especialmente significativo.

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	1,9	1,9	1,6	1,4	1,3	1,2	1,0	0,9
Inmovilizado material	142,2	133,7	135,8	146,6	269,4	308,9	309,0	309,1
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	0,2	0,2	0,2	0,2
Inmovilizado financiero	3,4	3,7	3,0	3,0	3,3	3,4	3,5	3,6
Fondo de comercio y otros intangibles	0,6	0,5	0,4	0,2	5,0	5,0	5,0	5,0
Activo circulante	2,7	1,1	4,0	1,0	3,3	3,3	3,6	3,7
Total activo	**151,0**	**140,9**	**144,9**	**152,2**	**282,6**	**322,0**	**322,4**	**322,6**
Patrimonio neto	96,8	97,5	110,6	111,1	204,9	202,5	200,6	198,9
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP	8,3	7,5	7,0	5,7	14,4	14,3	14,2	14,0
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta	44,2	34,8	26,7	30,1	59,6	100,5	102,5	104,2
Pasivo circulante	1,7	1,1	0,5	5,4	3,7	4,7	5,1	5,4
Total pasivo	**151,0**	**140,9**	**144,9**	**152,2**	**282,6**	**322,0**	**322,4**	**322,6**

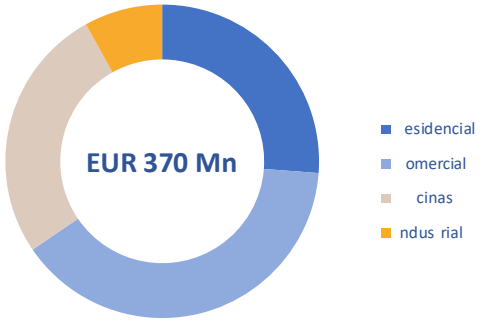
									TACC	
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**21-25**	**25-28e**
Total rentas brutas (GRI)	**7,9**	**8,2**	**8,6**	**9,9**	**14,4**	**19,5**	**23,3**	**24,4**	***16,1%***	***19,3%***
Cto.Total Ingresos	*4,0%*	*4,1%*	*4,6%*	*14,6%*	*45,7%*	*36,0%*	*19,1%*	*4,8%*		
Gastos de explotación	(1,7)	(1,9)	(1,5)	(1,8)	(2,6)	(3,6)	(4,3)	(4,5)		
Ingresos Operativos Netos (NOI)	**6,2**	**6,3**	**7,1**	**8,0**	**11,7**	**15,9**	**19,0**	**19,9**	***17,0%***	***19,3%***
Ingresos Operativos Netos / Ingresos	*78,9%*	*77,1%*	*82,5%*	*81,3%*	*81,6%*	*81,6%*	*81,6%*	*81,6%*		
Gastos de personal	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)		
Otros costes de explotación	(1,7)	(1,4)	(2,1)	(2,2)	(4,2)	(4,0)	(4,8)	(5,0)		
EBITDA recurrente	**4,4**	**4,8**	**4,9**	**5,7**	**7,3**	**11,7**	**14,0**	**14,6**	***13,5%***	***26,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*8,0%*	*8,7%*	*1,9%*	*16,5%*	*28,7%*	*60,5%*	*19,1%*	*4,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*55,6%*	*58,1%*	*56,7%*	*57,6%*	*50,9%*	*60,1%*	*60,1%*	*60,1%*		
Otros ingresos y gastos no recurrentes	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1		
Resultado de Enajenaciones	(0,2)	1,9	0,6	0,7	7,4	-	-	-		
EBITDA	**4,4**	**6,9**	**5,7**	**6,6**	**14,9**	**11,8**	**14,1**	**14,8**	***35,5%***	***-0,2%***
Depreciación y provisiones	(1,3)	(1,3)	(1,2)	(1,4)	(1,9)	(2,6)	(2,9)	(2,9)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Variación de valor de los inmuebles	(0,5)	(1,9)	(0,4)	0,5	0,1	-	-	-		
EBIT	**2,6**	**3,7**	**4,1**	**5,7**	**13,1**	**9,3**	**11,2**	**11,9**	***49,7%***	***-3,1%***
Cto.EBIT	*13,9%*	*42,0%*	*10,2%*	*40,4%*	*128,8%*	*-28,9%*	*20,5%*	*6,1%*		
EBIT / Ingresos	*32,9%*	*44,8%*	*47,3%*	*57,9%*	*91,0%*	*47,6%*	*48,1%*	*48,7%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(1,0)	(0,8)	(1,0)	(2,0)	(2,7)	(3,2)	(4,1)	(4,1)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	**1,6**	**2,9**	**3,0**	**3,7**	**10,4**	**6,1**	**7,1**	**7,7**	***59,3%***	***-9,4%***
Cto.Beneficio ordinario	*30,7%*	*78,6%*	*5,6%*	*21,7%*	*180,4%*	*-41,5%*	*17,1%*	*8,6%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**1,6**	**2,9**	**3,0**	**3,7**	**10,4**	**6,1**	**7,1**	**7,7**	***59,3%***	***-9,4%***
Impuestos	0,1	(0,2)	0,3	0,7	0,3	0,1	0,1	0,1		
Tasa fiscal efectiva	*n.a.*	*7,8%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	**1,7**	**2,7**	**3,4**	**4,4**	**10,7**	**6,2**	**7,2**	**7,8**	***58,2%***	***-9,9%***
Cto.Beneficio neto	*120,9%*	*55,5%*	*26,5%*	*30,8%*	*143,2%*	*-42,3%*	*16,9%*	*8,5%*		
Beneficio ordinario neto	**1,6**	**0,7**	**2,2**	**2,8**	**2,9**	**6,0**	**7,0**	**7,6**	***15,5%***	***38,8%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*40,6%*	*-54,6%*	*205,2%*	*27,1%*	*0,8%*	*109,6%*	*17,5%*	*8,7%*		

									TACC	
Cash Flow (EUR Mn)	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026e**	**2027e**	**2028e**	**21-25**	**25-28e**
EBITDA recurrente						**11,7**	**14,0**	**14,6**	***13,5%***	***26,1%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						1,0	0,1	0,2		
Cash Flow operativo recurrente						**12,8**	**14,1**	**14,8**	***-9,3%***	***65,5%***
CAPEX						(2,6)	(2,9)	(2,9)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(3,2)	(4,1)	(4,1)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						**7,0**	**7,1**	**7,8**	***-30,6%***	***69,9%***
Resultado de enajenaciones						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						(39,3)	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(32,3)**	**7,1**	**7,8**	***-67,5%***	***31,3%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(8,6)	(9,1)	(9,5)		
Variación de Deuda financiera neta						**41,0**	**1,9**	**1,8**		

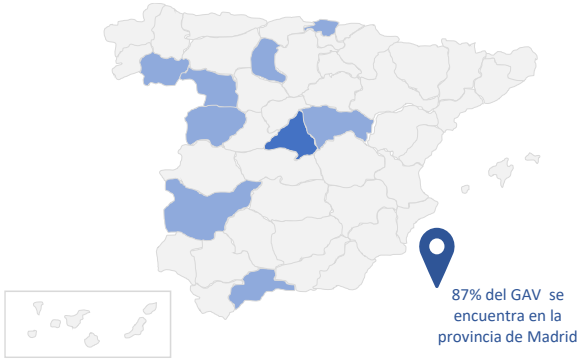
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

La compañía en 8 gráficos

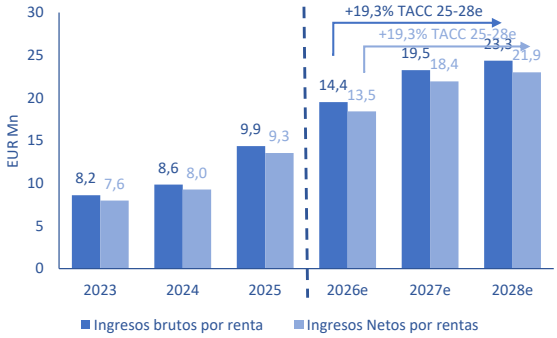
La cartera de YVIT (Marzo 2026) se encuentra bien diversificada por tipo de activo entre residencial, comercial, oficinas y logístico…



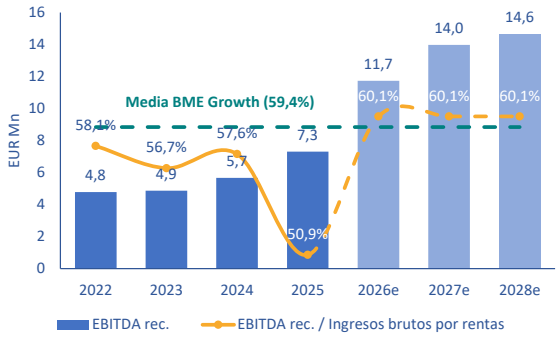
… concentrando la mayor parte del GAV en zonas de alto crecimiento (87% del GAV en Madrid)



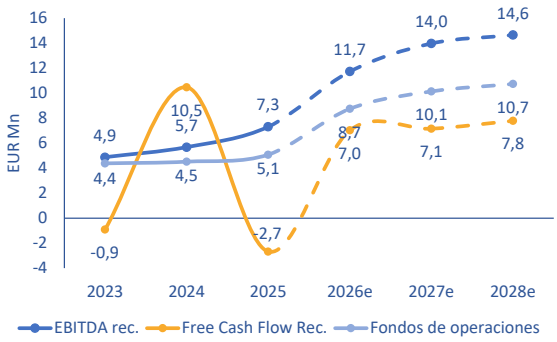
La subida de las rentas es el catalizador del crecimiento en ingresos hasta 2028e (+19,3% TACC 25-28e; 6,6% GRI Yield 2028e)…



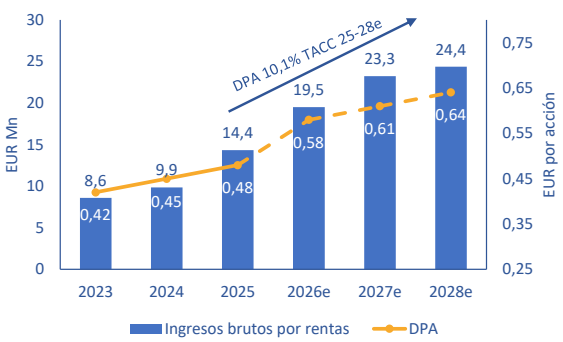
… manteniendo unos márgenes en línea con sus comparables (Mg. EBITDA >60%)



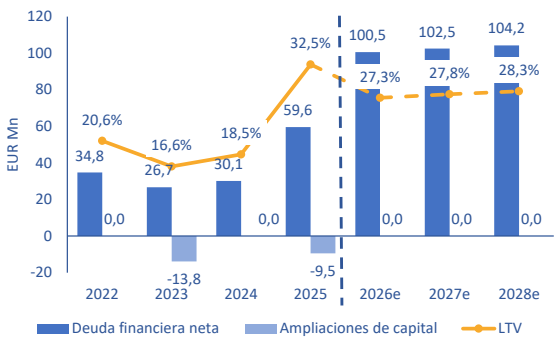
El negocio patrimonialista y las bajas necesidades de CAPEX permiten convertir >50% de EBITDA rec. en caja



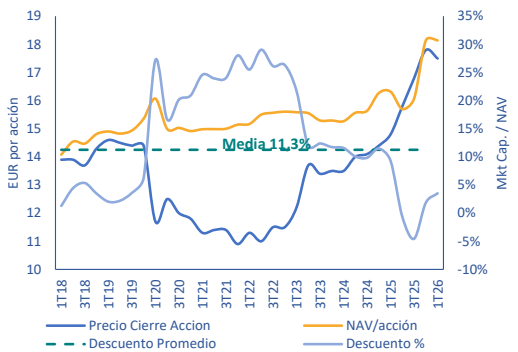
El dividendo creciente (DPA 10,1% TACC 25-28e) es uno de los principales atractivos (3,3% Dividend Yield 2026e)



Una posición financiera holgada (LTV 2026 < 30%), incluyendo ampliaciones de capital, compra y rotación de activos



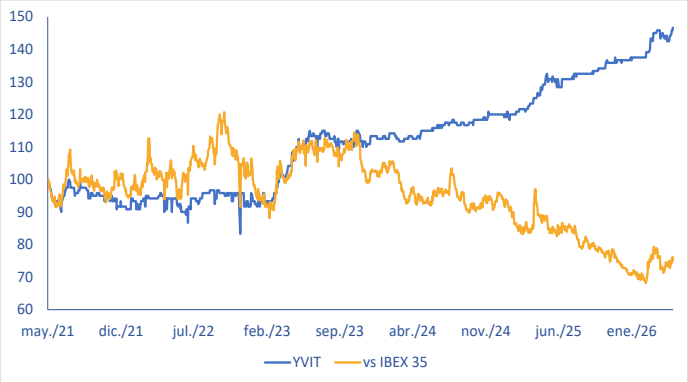
YVIT cotiza con un descuento cercano al 3% frente al Valor Neto de los Activos (NAV)



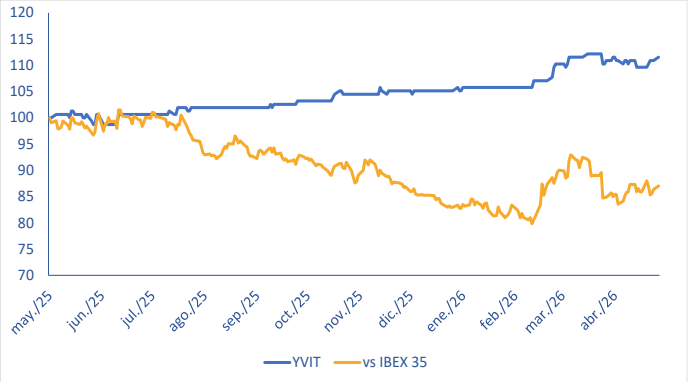
IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Evolución de la cotización

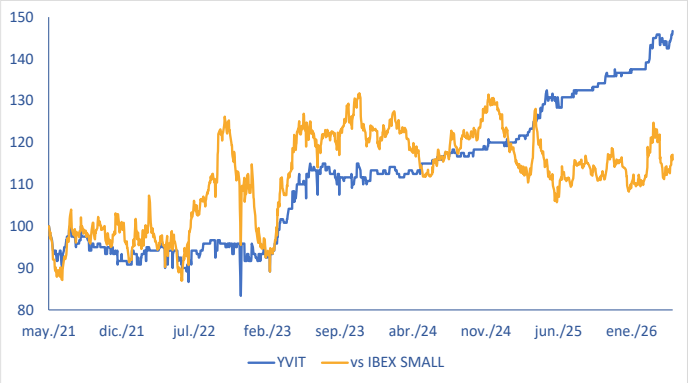
Comportamiento histórico vs Ibex 35 (base 100)



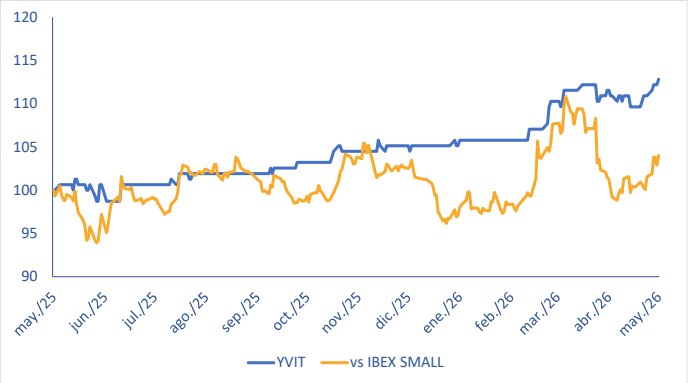
Comportamiento -1a vs Ibex 35 (base 100)



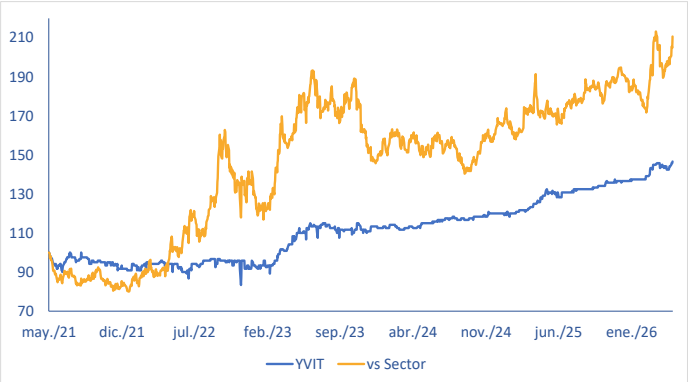
Comportamiento histórico vs Ibex Small Cap (base 100)



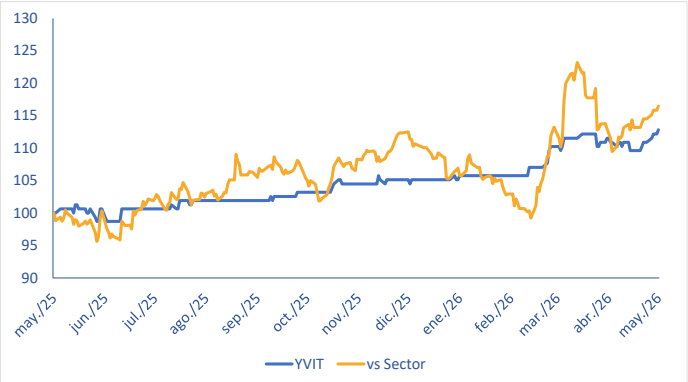
Comportamiento -1a vs Ibex Small Cap (base 100)



Comportamiento histórico vs Sector[1] (base 100)



Comportamiento -1a vs Sector[1] (base 100)



(1) Sector: Stoxx Europe 600 Real State

Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	1,1	6,7	12,8	7,3	33,3	46,7
vs Mercado						
vs Ibex 35	4,4	7,0	-10,8	5,4	-30,4	-23,9
vs Euro STOXX 50	3,1	9,5	4,8	6,6	-1,2	1,1
vs Referencias de Small Cap						
vs Ibex Small Cap Index	2,8	5,8	4,0	4,6	-5,1	17,1
vs Segmento Micro Cap España [1]	-0,3	6,0	-1,0	4,6	1,9	43,0
vs MSCI Europe Micro Cap	-1,1	4,8	-2,1	3,9	10,3	46,8
vs Sector						
vs Stoxx Europe 600 Real State	3,7	13,2	16,5	7,4	17,6	101,7

(1) Detalle de las compañías del Segmento Micro Cap España en pg. 13

Analítica del Free Cash Flow (I)

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**4,8**	**4,9**	**5,7**	**7,3**	**11,7**	**14,0**	**14,6**	***15,2%***	***26,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*8,7%*	*1,9%*	*16,5%*	*28,7%*	*60,5%*	*19,1%*	*4,8%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*58,1%*	*56,7%*	*57,6%*	*50,9%*	*60,1%*	*60,1%*	*60,1%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	1,0	(3,4)	7,8	(4,0)	1,0	0,1	0,2		
= Cash Flow operativo recurrente	**5,8**	**1,5**	**13,5**	**3,3**	**12,8**	**14,1**	**14,8**	***-17,5%***	***65,5%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*20,4%*	*-74,8%*	*820,4%*	*-75,7%*	*291,3%*	*10,4%*	*5,0%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*70,7%*	*17,0%*	*n.a.*	*22,8%*	*65,5%*	*60,7%*	*60,7%*		
- CAPEX	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,9)	(2,6)	(2,9)	(2,9)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,8)	(1,0)	(1,9)	(2,6)	(3,2)	(4,1)	(4,1)		
- Impuestos	(0,7)	(0,4)	(0,0)	(1,5)	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	**3,4**	**(0,9)**	**10,5**	**(2,7)**	**7,0**	**7,1**	**7,8**	***-40,7%***	***69,9%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*15,8%*	*-126,8%*	*n.a.*	*-125,6%*	*361,9%*	*1,8%*	*8,9%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*41,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*36,0%*	*30,7%*	*31,9%*		
+/- Resultado de enajenaciones	1,9	0,6	-	-	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	7,6	(2,4)	(7,9)	(26,9)	(39,3)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	0,2	0,2	-	-	-		
= Free Cash Flow	**12,9**	**(2,7)**	**2,8**	**(29,4)**	**(32,3)**	**7,1**	**7,8**	***-62,5%***	***31,3%***
Cto. Free Cash Flow	*156,4%*	*-120,6%*	*203,8%*	*n.a.*	*-9,8%*	*122,1%*	*8,9%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*1,3%*	*n.a.*	*4,0%*	*n.a.*	*2,7%*	*2,7%*	*3,0%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*4,9%*	*n.a.*	*1,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*2,7%*	*3,0%*		

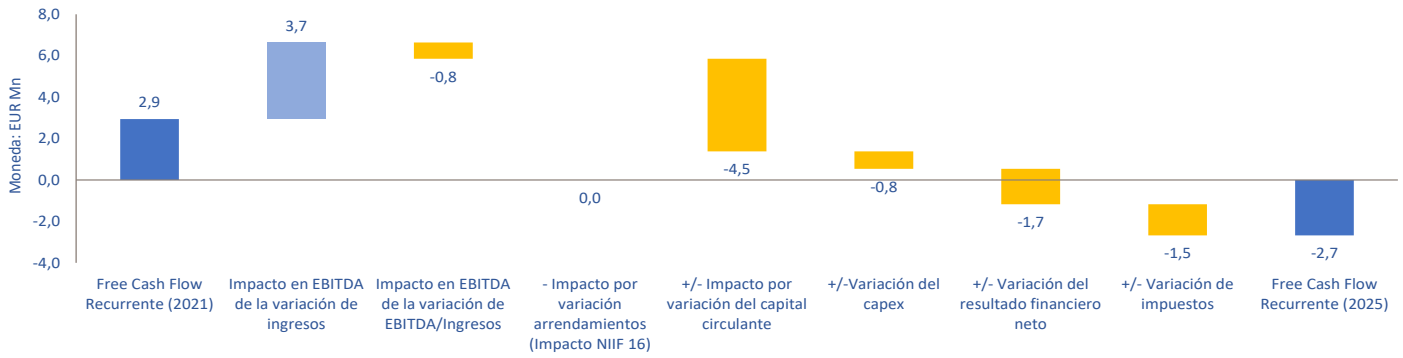
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	**2,9**	**3,4**	**(0,9)**	**10,5**	**(2,7)**	**7,0**	**7,1**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,2	0,2	0,7	2,6	2,6	2,2	0,7
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	0,2	(0,1)	0,1	(1,0)	1,8	-	-
= Variación EBITDA recurrente	**0,4**	**0,1**	**0,8**	**1,6**	**4,4**	**2,2**	**0,7**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante	0,6	(4,4)	11,2	(11,8)	5,1	(0,9)	0,0
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**1,0**	**(4,3)**	**12,0**	**(10,2)**	**9,5**	**1,3**	**0,7**
+/-Variación del CAPEX	0,1	(0,0)	(0,0)	(0,9)	(0,7)	(0,3)	0,0
+/- Variación del resultado financiero neto	0,1	(0,2)	(0,9)	(0,7)	(0,6)	(0,9)	(0,1)
+/- Variación de impuestos	(0,7)	0,3	0,3	(1,4)	1,5	-	-
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**0,5**	**(4,3)**	**11,4**	**(13,1)**	**9,7**	**0,1**	**0,6**
Free Cash Flow Recurrente	**3,4**	**(0,9)**	**10,5**	**(2,7)**	**7,0**	**7,1**	**7,8**

C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**3,7**	**4,1**	**5,7**	**13,1**	**9,3**	**11,2**	**11,9**	***52,4%***	***-3,1%***
** Tasa fiscal teórica*	*7,8%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	**4,8**	**4,9**	**5,7**	**7,3**	**11,7**	**14,0**	**14,6**	***15,2%***	***26,1%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	1,0	(3,4)	7,8	(4,0)	1,0	0,1	0,2		
= Cash Flow operativo recurrente	**5,8**	**1,5**	**13,5**	**3,3**	**12,8**	**14,1**	**14,8**	***-17,5%***	***65,5%***
- CAPEX	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,9)	(2,6)	(2,9)	(2,9)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(0,3)	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**4,6**	**0,5**	**12,5**	**1,4**	**10,2**	**11,2**	**11,9**	***-32,9%***	***n.a.***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*20,9%*	*-89,6%*	*n.a.*	*-88,9%*	*637,4%*	*9,7%*	*6,4%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	55,7%	5,6%	n.a.	9,7%	52,4%	48,2%	48,9%		
+/- Resultado de enajenaciones	189,8%	62,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	7,6	(2,4)	(7,9)	(26,9)	(39,3)	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	0,2	0,2	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**14,0**	**(1,3)**	**4,7**	**(25,3)**	**(29,1)**	**11,2**	**11,9**	***-56,1%***	***35,2%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*139,3%*	*-109,0%*	*476,3%*	*-634,0%*	*-14,8%*	*138,5%*	*6,4%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*1,4%*	*0,1%*	*3,7%*	*0,4%*	*3,1%*	*3,4%*	*3,6%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*4,2%*	*n.a.*	*1,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*3,4%*	*3,6%*		
Flujo de caja operativo (FFO)	**4,0**	**4,4**	**4,5**	**5,1**	**8,7**	**10,1**	**10,7**		
Mkt Cap/Flujo de caja operativo (FFO)	*23,8x*	*28,6x*	*29,4x*	*48,1x*	*30,0x*	*25,9x*	*24,4x*		
Flujo de caja operativo ajustado (AFFO)	**3,0**	**3,4**	**3,5**	**3,2**	**6,2**	**7,2**	**7,8**		
Mkt Cap/Flujo de caja operativo ajustado (AFFO)	*31,3x*	*36,9x*	*37,7x*	*76,4x*	*42,4x*	*36,3x*	*33,4x*		

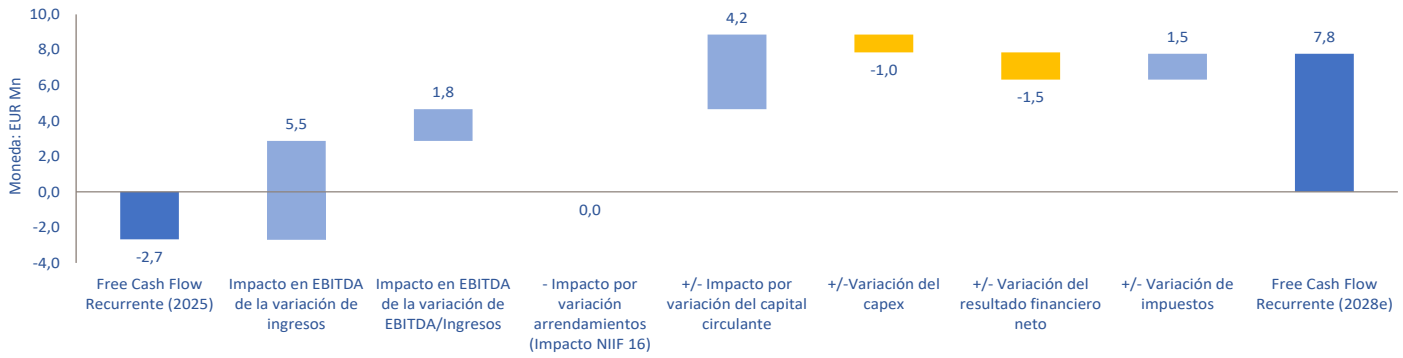
Nota: Free Cash Flow Yield (s/Market Cap) estimado ajustado por intereses minoritarios.

Analítica del Free Cash Flow (II)

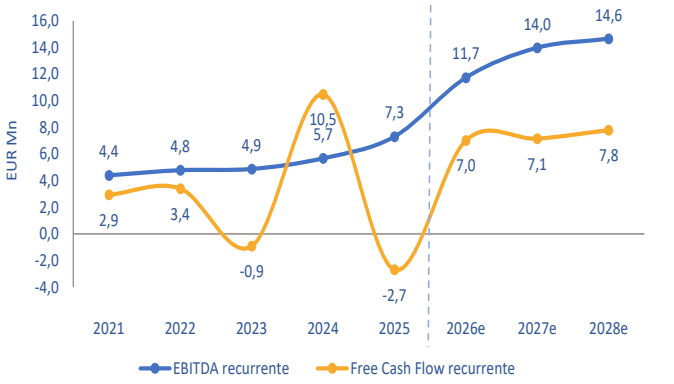
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



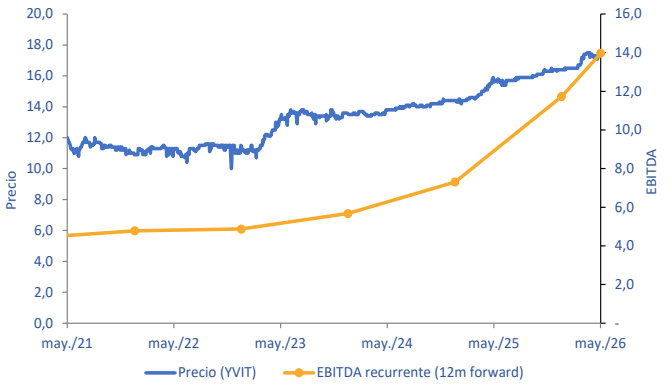
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**(29,1)**	**11,2**	**11,9**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**262,2**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**59,6**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)		
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta	3,8%	4,3%
Tasa fiscal (T)	0,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**4,0%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,8%**	**4,3%**
Risk free rate (rf)	3,6%	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)	1,0	B (estimación propia)	0,9	1,1
Coste del Equity	**9,6%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,6%**	**10,8%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	81,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	18,5%	D	=	=
WACC	**8,6%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**7,7%**	**9,6%**
G "Razonable"	**2,0%**		**2,0%**	**1,5%**

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

Detalle del cálculo del EV a fecha de este informe

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	262,2	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	14,4	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	59,6	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	3,3	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**332,9**	

Métricas de creación de valor del negocio [1]

	2021	2022	2023	2024	2025
ROCE (evolución -5y)	1,7%	2,4%	2,9%	4,0%	6,2%

	2025	2028e
ROCE - WACC	-2,3%	-4,8%
FCF Yield - WACC	-8,2%	-5,0%

(1) FCF Yield to the Firm (ver Analitica Free Cash Flow (I)). Detalle del WACC en esta misma página.

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	66,1%	15,4	21,7x
Central	60,1%	14,0	23,8x
Min	54,1%	12,6	26,5x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	11,3%	12,5%	13,7%
15,4	8,8	8,5	8,3
14,0	7,4	7,1	6,9
12,6	6,0	5,8	5,5

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	3,4%	3,3%	3,2%
Central	2,8%	2,7%	2,6%
Min	2,3%	2,2%	2,1%

Principales indicadores Gobierno Corporativo

KPI	2023	2024	2025
% de consejeros independientes	22,2%	50,0%	20,0%
% de consejeros dominicales	77,8%	30,0%	50,0%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	30,0%
% de otros consejeros	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el consejo de administración	11,1%	20,0%	30,0%
% de mujeres en la plantilla	21,4%	26,7%	37,5%
Remuneración del Consejo /gastos de personal	n.a.	39,4%	28,6%

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

Principales comparables 2026e

		Mercado Continuo			Europa				
	EUR Mn	Merlin Properties	Colonial	Average	SEGRO	Land Securities	Icade	Average	YVIT
Datos Mercado	Ticker (Factset)	MRL.MC	COL.MC		SGRO.L	LAND.L	ICAD.PA		YVIT.MC
	País	Spain	Spain		UK	UK	France		Spain
	Market cap	9.073,1	3.371,9		10.641,7	4.976,4	1.525,0		262,2
	Enterprise value (EV)	12.584,8	9.267,9		16.218,8	9.978,0	4.827,2		332,9
Información financiera básica	Total Ingresos	599,0	418,9		860,6	793,5	325,6		19,5
	Cto.Total Ingresos	*11,1%*	*-1,2%*	*5,0%*	*3,4%*	*-22,4%*	*-77,5%*	*-32,2%*	*36,0%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*18,0%*	*6,9%*	*12,5%*	*4,7%*	*0,8%*	*0,2%*	*1,9%*	*11,7%*
	EBITDA	448,5	347,2		751,3	597,3	288,8		11,8
	Cto. EBITDA	*12,1%*	*8,4%*	*10,2%*	*27,1%*	*14,1%*	*-2,0%*	*13,1%*	*-20,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*17,4%*	*8,1%*	*12,7%*	*5,4%*	*6,0%*	*0,3%*	*3,9%*	*11,6%*
	EBITDA/Ingresos	*74,9%*	*82,9%*	*78,9%*	*87,3%*	*75,3%*	*88,7%*	*83,8%*	*60,7%*
	EBIT	607,0	388,9		776,1	617,3	209,0		9,3
	Cto. EBIT	*53,6%*	*22,2%*	*37,9%*	*35,7%*	*18,7%*	*-24,4%*	*10,0%*	*-28,9%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*0,9%*	*12,4%*	*6,6%*	*7,2%*	*15,4%*	*20,9%*	*14,5%*	*13,1%*
	EBIT/Ingresos	*n.a.*	*92,8%*	*92,8%*	*90,2%*	*77,8%*	*64,2%*	*77,4%*	*47,6%*
	Beneficio Neto	510,0	216,1		612,6	452,9	209,4		6,2
	Cto. Beneficio Neto	*-35,1%*	*-44,6%*	*-39,9%*	*-3,0%*	*14,9%*	*266,2%*	*92,7%*	*-42,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*17,2%*	*10,4%*	*13,8%*	*9,3%*	*2,7%*	*-2,1%*	*3,3%*	*12,6%*
	CAPEX/Ventas	*154,6%*	*34,3%*	*94,4%*	*62,3%*	*31,3%*	*71,3%*	*54,9%*	*13,1%*
	Free Cash Flow	(277,4)	292,6		115,5	141,1	525,4		(32,3)
	Deuda financiera Neta	4.187,2	4.936,4		6.125,5	4.072,4	3.095,3		100,5
	DN/EBITDA (x)	9,3	14,2	11,8	8,2	6,8	10,7	8,6	8,5
	Pay-out	*46,8%*	*89,5%*	*68,2%*	*82,3%*	*79,0%*	*79,6%*	*80,3%*	*139,7%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	27,1	15,7	21,4	17,4	11,2	7,2	11,9	42,4
	P/BV (x)	0,9	0,6	0,8	0,7	0,6	0,4	0,6	1,3
	EV/Ingresos (x)	n.a.	n.a.	n.a.	18,8	12,6	14,8	15,4	17,1
	EV/EBITDA (x)	28,1	26,7	27,4	21,6	16,7	16,7	18,3	28,1
	EV/EBIT (x)	20,7	23,8	22,3	20,9	16,2	23,1	20,1	35,8
	ROE	*5,8*	*4,2*	*5,0*	*4,6*	*6,8*	*4,0*	*5,1*	*3,0*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*8,7*	*8,7*	*1,1*	*2,8*	*34,4*	*12,8*	*2,7*
	DPA	*0,42*	*0,31*	*0,37*	*0,37*	*0,48*	*2,20*	*1,02*	*0,58*
	Dvd Yield	*2,9%*	*5,9%*	*4,4%*	*0,0%*	*0,1%*	*11,0%*	*3,7%*	*3,3%*

(1) Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
(2) Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Comportamiento histórico

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos		**2,1**	**4,1**	**5,8**	**7,8**	**7,6**	**7,9**	**8,2**	**8,6**	**9,9**	**14,4**	**19,5**	**23,3**	**24,4**	***n.a.***	***19,3%***
Cto. Total ingresos		*n.a.*	*97,2%*	*41,8%*	*34,1%*	*-3,0%*	*4,0%*	*4,1%*	*4,6%*	*14,6%*	*45,7%*	*36,0%*	*19,1%*	*4,8%*		
EBITDA		**1,0**	**2,4**	**3,9**	**5,2**	**4,2**	**4,4**	**6,9**	**5,7**	**6,6**	**14,9**	**11,8**	**14,1**	**14,8**	***n.a.***	***-0,2%***
Cto. EBITDA		*n.a.*	*150,2%*	*62,8%*	*34,7%*	*-20,3%*	*5,8%*	*56,0%*	*-17,2%*	*15,1%*	*126,6%*	*-20,3%*	*18,9%*	*4,8%*		
EBITDA/Ingresos		*45,6%*	*57,9%*	*66,5%*	*66,7%*	*54,8%*	*55,8%*	*83,6%*	*66,3%*	*66,6%*	*n.a.*	*60,7%*	*60,6%*	*60,6%*		
Beneficio neto		**0,5**	**1,1**	**1,9**	**2,7**	**(8,2)**	**1,7**	**2,7**	**3,4**	**4,4**	**10,7**	**6,2**	**7,2**	**7,8**	***n.a.***	***-9,9%***
Cto. Beneficio neto		*n.a.*	*104,9%*	*71,0%*	*39,7%*	*-404,7%*	*120,9%*	*55,5%*	*26,5%*	*30,8%*	*143,2%*	*-42,3%*	*16,9%*	*8,5%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)		3,0	4,9	5,7	7,5	4,9	5,7	7,5	8,2	9,2	12,1	14,9	14,9	14,9		
BPA (EUR)		0,18	0,23	0,34	0,36	-1,67	0,30	0,35	0,41	0,48	0,89	0,42	0,49	0,53	*n.a.*	*-16,0%*
Cto. BPA		*n.a.*	*27,9%*	*45,6%*	*7,1%*	*n.a.*	*n.a.*	*18,7%*	*16,0%*	*16,7%*	*84,9%*	*-53,2%*	*16,9%*	*8,5%*		
BPA ord. (EUR)		0,18	0,23	0,28	0,30	0,31	0,28	0,10	0,27	0,31	0,24	0,40	0,47	0,51	*n.a.*	*29,5%*
Cto. BPA ord.		*n.a.*	*26,7%*	*20,5%*	*8,4%*	*2,5%*	*-8,6%*	*-65,3%*	*n.a.*	*13,5%*	*-23,3%*	*70,0%*	*17,5%*	*8,7%*		
CAPEX		(9,5)	(2,6)	(2,1)	(0,1)	(0,2)	(1,0)	(0,9)	(1,0)	(1,0)	(1,9)	(2,6)	(2,9)	(2,9)		
CAPEX/Vtas %[1]		*455,8%*	*63,5%*	*36,2%*	*0,8%*	*3,1%*	*13,2%*	*11,5%*	*11,4%*	*10,1%*	*13,1%*	*13,1%*	*12,5%*	*11,8%*		
Free Cash Flow		**(10,0)**	**(5,0)**	**0,3**	**(24,4)**	**8,9**	**5,0**	**12,9**	**(2,7)**	**2,8**	**(29,4)**	**(32,3)**	**7,1**	**7,8**	**n.a.**	**31,3%**
DN/EBITDA (x) [2]		*15,8x*	*15,6x*	*7,6x*	*10,0x*	*12,3x*	*10,0x*	*5,1x*	*4,7x*	*4,6x*	*4,0x*	*8,5x*	7,3x	7,1x		
PER (x)		*n.a.*	*n.a.*	*42,1x*	*39,6x*	*n.a.*	*36,5x*	*32,5x*	*33,1x*	*30,0x*	*18,5x*	*42,4x*	36,3x	33,4x		
EV/Vtas (x)		*n.a.*	*n.a.*	*18,76x*	*19,58x*	*n.a.*	*17,51x*	*16,15x*	*18,12x*	*16,78x*	*n.a.*	*17,05x*	14,32x	13,66x		
EV/EBITDA (x) [2]		*n.a.*	*50,0x*	*28,2x*	*29,3x*	*36,5x*	*31,4x*	*19,3x*	*27,3x*	*25,2x*	*21,2x*	*28,1x*	23,6x	22,5x		
Comport. Absoluto		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*0,7%*	*-17,4%*	*-7,2%*	*5,5%*	*18,3%*	*5,9%*	*13,9%*	*7,3%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*-9,9%*	*-2,3%*	*-14,0%*	*11,7%*	*-3,7%*	*-7,8%*	*-23,7%*	*5,4%*				

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

IEAF Servicios de Análisis – Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta oficina izquierda, 28006 Madrid, España – Tel. +34 91 563 19 72 – institutodeanalistas.com

(Página dejada intencionadamente en blanco)

Tablas resumen del Universo de Cobertura de Lighthouse

(Performance, generación de EBITDA y FCF, ratios, múltiplos).

Capitalización, free float, liquidez y comportamiento de la acción

Compañía	Ticker	Sector	Market Cap. (Mn EUR)	Free Float	Free Cap. (Mn EUR)	Volumen -12m (Mn EUR)	Rotación[1] (%)	Precios -12m (EUR) Mín.	Med.	Máx.	Ult. Precio vs Medio -12m
Adolfo Domínguez	ADZ.MC	Textiles, Apparel & Luxury Goods	53,1	22,8	12,1	3,49	6,6	4,70	5,10	5,90	11,9%
Agile Content	AGIL.MC	Software	48,9	5,8	2,8	7,32	15,0	1,56	2,06	2,52	1,9%
Alquiber	ALQ.MC	Transportation - Road & Rail	80,8	22,1	17,9	2,23	2,8	11,60	12,55	14,90	18,7%
Amper	APE.MC	Communications Equipment	461,5	80,6	371,8	489,26	106,0	0,12	0,15	0,21	31,4%
Audax Renovables	ADXR.MC	Electric Utilities	620,8	19,3	119,7	133,33	21,5	1,22	1,39	1,69	-1,9%
Axon Partners Group	APG.MC	Software	90,0	10,2	9,2	1,98	2,2	12,70	15,23	17,00	10,9%
Bytetravel	SCBYT.MC	Software	135,4	14,8	20,0	4,33	3,2	4,16	5,62	7,00	-20,0%
Cevasa	CEV.MC	Management & Development	193,7	6,9	13,3	1,54	0,8	7,05	8,02	9,95	3,5%
Clerhp Estructuras	CLRE.MC	Management & Development	117,3	49,0	57,5	41,14	35,1	3,38	5,14	7,90	53,8%
Deoleo	OLEO.MC	Food Products	139,5	38,0	53,0	54,77	39,3	0,18	0,21	0,34	31,8%
Desa	DESA.MC	Machinery	37,7	23,0	8,7	1,44	3,8	15,20	18,24	24,00	15,1%
EBRO EV Motors	EBROM.MC	Automobiles	492,9	21,2	104,6	24,47	5,0	6,94	9,37	12,45	7,7%
Endurance Motive	END.MC	Electrical Equipment	40,9	52,8	21,6	31,52	77,1	1,39	3,00	4,28	8,6%
Enerside	ENRS.MC	Independent Power Producers (IPP)	32,9	36,2	11,9	13,85	42,1	0,74	1,77	3,08	-57,8%
Ercros	ECR.MC	Chemicals	311,6	12,0	37,3	89,10	28,6	2,24	3,12	3,47	8,9%
Facephi	FACE.MC	Software	55,6	57,7	32,1	11,63	20,9	2,15	2,47	2,83	-12,8%
GAM	GAMQ.MC	Trading Companies & Distributors	147,2	20,5	30,1	7,89	5,4	1,24	1,46	1,69	5,9%
Holaluz Clidom	HLZZ.MC	Electric Utilities	27,1	21,2	5,7	3,96	14,6	0,71	1,03	1,44	-20,1%
Iflex	IFLEX.MC	Containers & Packaging	16,9	8,4	1,4	0,87	5,1	1,50	1,68	1,91	-7,7%
Inmobiliaria del Sur	ISUR.MC	Management & Development	312,0	26,5	82,6	12,59	4,0	11,20	14,44	18,80	15,3%
Kompuestos	KOM.MC	Chemicals	10,2	8,6	0,9	0,34	3,3	0,74	0,92	1,04	-18,5%
Ktesios	YKTS.MC	SOCIMIS	39,8	11,9	4,7	1,58	4,0	17,70	19,33	20,60	6,6%
Labiana Health	LABH.MC	Pharmaceuticals	56,2	25,9	14,5	9,11	16,2	3,22	4,39	7,55	50,2%
Laboratorio Reig Jofre	RJFE.MC	Pharmaceuticals	223,6	19,9	44,6	22,69	10,1	2,33	2,82	3,31	-3,8%
Libertas 7	LIB.MC	Management & Development	71,7	17,0	12,2	17,55	24,5	1,64	3,02	4,75	7,8%
Lingotes Especiales	LGT.MC	Auto Components	53,8	29,5	15,8	12,56	23,3	4,86	5,61	6,20	-4,4%
LLYC	LLYC.MC	Media	61,3	11,6	7,1	3,33	5,4	5,25	7,70	10,60	-31,8%
Natac	NAT.MC	Food Products	303,3	23,6	71,6	8,31	2,7	0,61	0,78	0,95	-10,4%
Naturhouse Health	NTH.MC	Personal Products	153,6	21,7	33,4	31,31	20,4	1,76	2,18	2,79	17,2%
Nicolás Correa	NEA.MC	Machinery	121,9	48,3	58,9	15,68	12,9	8,90	10,22	12,30	-3,5%
Pangaea Oncology	PANGO.MC	Biotechnology	55,9	11,5	6,4	0,72	1,3	1,54	1,69	1,75	-9,1%
Redegal	RDGL.MC	Software	18,0	10,0	1,8	1,31	7,3	6,45	7,53	9,20	5,0%
Seresco	SCO.MC	Software	59,0	23,5	13,9	6,08	10,3	5,75	7,01	9,00	-7,3%
Squirrel Media	SQRL.MC	Media	234,0	14,6	34,2	20,87	8,9	1,87	2,35	2,86	3,2%
Substrate Artificial Intelligence	SAI.MC	Software	28,7	62,9	18,0	54,18	188,7	0,04	0,08	0,13	-45,3%
Tree Logic	TRTK.MC	Software	13,5	11,4	1,5	0,62	4,6	2,22	2,41	3,00	-7,8%
Vanadi Coffee	VANA.MC	Capital Markets	5,1	67,4	3,4	139,65	2.737,3	0,03	0,28	1,09	-87,6%
Vitruvio	YVIT.MC	SOCIMIS	263,2	93,5	246,0	20,88	7,9	15,40	16,31	17,60	7,9%

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

➢ **Sombreadas las 5 compañías con el mayor diferencial negativo frente a su precio medio de los últimos 12 meses.**

Comportamiento absoluto y relativo (vs IBEX 35)

	Comportamiento Absoluto (%)					Comportamiento vs IBEX 35 (%)				
Compañía	-1M	-3M	-12M	-3Y	YTD	-1M	-3M	-12M	-3Y	YTD
Adolfo Domínguez	10,7	2,7	21,3	1,8	12,9	14,2	3,0	-4,1	-46,9	10,9
Agile Content	0,0	-2,8	-14,6	-41,0	-3,7	3,2	-2,5	-32,5	-69,2	-5,4
Alquiber	18,3	21,1	28,4	94,8	18,3	22,0	21,5	1,5	1,7	16,1
Amper	8,3	15,6	36,7	70,8	19,2	11,7	15,9	8,0	-10,8	17,1
Audax Renovables	-2,8	5,7	-8,9	9,5	-1,0	0,3	6,0	-28,0	-42,8	-2,8
Axon Partners Group	11,9	9,0	22,5	-11,1	12,7	15,5	9,3	-3,2	-53,6	10,7
Bytetravel	5,1	-13,5	-34,3	n.a.	-14,3	8,5	-13,2	-48,1	n.a.	-15,8
Cevasa	-2,4	3,1	11,4	23,0	2,5	0,8	3,4	-11,9	-35,8	0,6
Clerhp Estructuras	16,5	17,6	131,7	187,3	34,8	20,2	17,9	83,1	50,0	32,4
Deoleo	-13,7	23,0	49,5	13,0	54,4	-10,9	23,4	18,1	-41,0	51,7
Desa	1,0	10,5	35,5	44,8	11,7	4,2	10,8	7,1	-24,4	9,7
EBRO EV Motors	-4,7	-13,7	45,5	n.a.	-14,0	-1,7	-13,4	15,0	n.a.	-15,6
Endurance Motive	3,8	-5,5	89,5	59,0	-4,4	7,1	-5,2	49,8	-17,0	-6,1
Enerside	-22,4	-19,5	-72,4	-84,9	-15,3	-19,9	-19,2	-78,2	-92,1	-16,9
Ercros	-0,4	-1,9	12,6	-3,1	-0,9	2,7	-1,6	-11,0	-49,4	-2,6
Facephi	-1,4	-11,5	-10,0	-17,9	-15,0	1,8	-11,3	-28,9	-57,2	-16,5
GAM	2,0	-0,6	23,0	8,4	-2,5	5,2	-0,4	-2,8	-43,4	-4,3
Holaluz Clidom	7,9	1,7	-29,9	-86,6	15,8	11,3	2,0	-44,6	-93,0	13,7
Iflex	1,3	-2,5	3,2	n.a.	-12,9	4,5	-2,2	-18,4	n.a.	-14,5
Inmobiliaria del Sur	-0,9	-5,4	44,8	134,5	14,8	2,3	-5,1	14,4	22,4	12,8
Kompuestos	0,7	-4,5	-25,0	-3,8	-14,8	3,9	-4,2	-40,7	-49,8	-16,3
Ktesios	0,0	0,0	14,4	41,1	3,0	3,2	0,3	-9,5	-26,3	1,2
Labiana Health	40,4	47,5	103,9	124,2	39,0	44,9	47,9	61,1	17,1	36,5
Laboratorio Reig Jofre	0,0	0,0	-11,1	9,8	5,4	3,2	0,3	-29,8	-42,7	3,6
Libertas 7	-2,1	-12,4	95,1	273,1	8,7	1,0	-12,1	54,2	94,8	6,7
Lingotes Especiales	0,4	-3,4	-9,9	-25,1	10,3	3,6	-3,2	-28,8	-60,9	8,3
LLYC	-3,7	-25,0	-39,3	-50,7	-25,5	-0,6	-24,8	-52,0	-74,3	-26,9
Natac	-4,8	3,7	2,2	-29,8	-13,1	-1,8	4,0	-19,2	-63,3	-14,7
Naturhouse Health	-2,7	2,4	42,9	44,5	15,9	0,4	2,7	12,9	-24,6	13,8
Nicolás Correa	-6,1	0,6	-11,2	79,3	10,5	-3,1	0,9	-29,8	-6,4	8,6
Pangaea Oncology	-9,4	-6,7	-9,9	-25,2	-11,0	-6,5	-6,4	-28,8	-61,0	-12,6
Redegal	0,6	12,9	n.a.	n.a.	17,9	3,9	13,2	n.a.	n.a.	15,8
Seresco	4,8	-4,4	8,3	79,6	-2,3	8,2	-4,1	-14,4	-6,2	-4,0
Squirrel Media	0,4	-2,8	-1,2	3,8	5,2	3,6	-2,5	-21,9	-45,8	3,3
Substrate Artificial Intelligence	-8,1	-22,4	-58,5	-88,2	-37,1	-5,1	-22,2	-67,2	-93,8	-38,2
Tree Logic	-3,5	-7,5	n.a.	n.a.	n.a.	-0,4	-7,2	n.a.	n.a.	n.a.
Vanadi Coffee	-16,8	-62,0	-82,1	n.a.	-79,0	-14,2	-61,9	-85,9	n.a.	-79,3
Vitruvio	1,1	6,7	12,8	33,3	7,3	4,4	7,0	-10,8	-30,4	5,4

➢ **Sombreadas las 5 compañías con peor comportamiento absoluto durante los últimos 12 meses.**

Beneficio Neto, BPA y PER

Compañía	Beneficio neto ord. / Ingresos 2025	Beneficio neto Ord. / EBITDA 2025	PER Ord. 2025	BPA Ord. 26e/25	TACC BPA Ord. 28e/25	PER Ord. 2026e	BPA Ord. 27e/26e
Adolfo Domínguez	1,8%	12,2%	20,5	17,8%	36,1%	17,4	44,2%
Agile Content	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	50,7%	12,1	-3,6%
Alquiber	4,6%	8,0%	10,5	30,7%	24,2%	8,1	23,2%
Amper	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	82,6%	67,3	n.a.
Audax Renovables	1,6%	29,7%	20,7	13,3%	15,2%	18,3	18,4%
Axon Partners Group	24,1%	70,9%	14,1	15,3%	13,1%	12,2	14,0%
Bytetravel	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	31,2	64,3%
Cevasa	52,4%	73,8%	14,3	-9,5%	1,1%	15,8	9,3%
Clerhp Estructuras	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Deoleo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	95,7%	15,0	18,6%
Desa	7,2%	58,6%	10,6	-9,8%	0,1%	11,8	5,0%
EBRO EV Motors	n.a.	45,5%	n.a.	70,4%	36,2%	n.a.	n.a.
Endurance Motive	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	82,8%	29,3	n.a.
Enerside	n.a.	n.a.	n.a.	6,8%	8,2%	n.a.	9,8%
Ercros	n.a.	n.a.	n.a.	20,2%	26,3%	n.a.	31,0%
Facephi	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	65,0%	19,5	89,6%
GAM	2,1%	9,0%	22,0	51,0%	38,1%	14,6	41,6%
Holaluz Clidom	n.a.	n.a.	n.a.	42,8%	26,2%	n.a.	54,8%
Iflex	4,3%	43,1%	20,4	19,6%	25,5%	17,0	31,2%
Inmobiliaria del Sur	13,4%	65,2%	9,5	-54,3%	4,2%	20,9	21,3%
Kompuestos	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	33,3	n.a.
Ktesios	n.a.	n.a.	n.a.	-21,8%	19,7%	n.a.	25,5%
Labiana Health	2,4%	18,8%	26,4	-3,7%	51,5%	27,4	n.a.
Laboratorio Reig Jofre	1,5%	20,1%	44,1	n.a.	37,6%	13,2	-41,7%
Libertas 7	17,5%	57,7%	19,8	-6,4%	31,1%	21,2	85,5%
Lingotes Especiales	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	45,8%	n.a.	n.a.
LLYC	9,9%	n.a.	4,7	-58,9%	-18,2%	11,4	15,3%
Natac	11,8%	39,6%	52,8	32,5%	41,0%	39,9	51,5%
Naturhouse Health	21,3%	71,6%	15,0	-6,9%	-3,6%	16,1	-2,8%
Nicolás Correa	10,1%	79,6%	9,9	-24,0%	-2,3%	13,1	-4,5%
Pangaea Oncology	n.a.	n.a.	n.a.	48,0%	32,6%	n.a.	n.a.
Redegal	1,8%	n.a.	57,4	99,0%	91,4%	28,8	76,6%
Seresco	7,3%	41,6%	14,6	1,8%	22,0%	14,4	34,6%
Squirrel Media	2,2%	20,5%	42,4	n.a.	41,2%	18,9	21,0%
Substrate Artificial Intelligence	0,4%	2,7%	61,0	n.a.	n.a.	n.a.	52,0%
Tree Logic	5,3%	n.a.	35,0	-18,6%	26,3%	43,0	9,0%
Vanadi Coffee	n.a.	n.a.	n.a.	96,9%	76,1%	n.a.	n.a.
Vitruvio	2,2%	20,5%	42,4	n.a.	41,2%	18,9	21,0%

➢ **Sombreadas las 5 compañías con PER 2026e más bajo (que tengan crecimiento BPA 27e/26e positivo).**

EBITDA y EV/EBITDA

		Analítica del crecimiento en EBITDA						
Compañía	EV/EBITDA Rec. 2025	Cto. Ingresos 26e/25	Var. Mg. EBITDA 26e vs 25	Var. Mg. EBITDA 26e vs 25 (p.p.)	EBITDA Rec. 26e/25	TACC 28e/25 EBITDA Rec.	EV/EBITDA Rec. 26e	EBITDA Rec. 27e/26e
Adolfo Domínguez	4,1	*0,0%*	*-2,0%*	-0,3	*-2,0%*	*6,3%*	4,2	*10,4%*
Agile Content	7,2	*3,4%*	*4,4%*	0,4	*7,9%*	*7,9%*	6,6	*7,9%*
Alquiber	3,5	*17,7%*	*-0,3%*	-0,2	*17,4%*	*13,3%*	3,0	*11,8%*
Amper	26,1	*18,8%*	*46,8%*	3,9	*74,3%*	*40,6%*	15,0	*22,1%*
Audax Renovables	9,1	*-14,6%*	*16,9%*	0,9	*-0,2%*	*6,1%*	9,2	*10,5%*
Axon Partners Group	7,8	*15,5%*	*1,2%*	0,4	*16,9%*	*14,1%*	6,7	*15,3%*
Bytetravel	n.a.	*48,2%*	*n.a.*	n.a.	*358,5%*	*n.a.*	28,4	*83,2%*
Cevasa	20,0	*8,4%*	*1,0%*	0,7	*9,5%*	*7,7%*	18,3	*8,0%*
Clerhp Estructuras	n.a.	*109,3%*	*n.a.*	n.a.	*-114,2%*	*n.a.*	n.a.	*n.a.*
Deoleo	10,5	*8,0%*	*13,4%*	0,8	*22,4%*	*16,5%*	8,5	*14,2%*
Desa	8,7	*2,4%*	*-0,7%*	-0,1	*1,7%*	*2,6%*	8,6	*2,9%*
EBRO EV Motors	n.a.	*85,8%*	*n.a.*	n.a.	*112,3%*	*46,8%*	n.a.	*544,7%*
Endurance Motive	n.a.	*270,1%*	*n.a.*	n.a.	*393,5%*	*n.a.*	19,4	*121,5%*
Enerside	n.a.	*30,2%*	*n.a.*	n.a.	*3,6%*	*20,4%*	n.a.	*34,6%*
Ercros	n.a.	*0,4%*	*184,6%*	1,7	*185,8%*	*n.a.*	28,0	*70,1%*
Facephi	n.a.	*19,5%*	*n.a.*	n.a.	*n.a.*	*n.a.*	14,0	*50,3%*
GAM	5,9	*7,1%*	*0,0%*	0,0	*7,1%*	*7,4%*	5,5	*8,4%*
Holaluz Clidom	n.a.	*-10,9%*	*650,1%*	1,9	*568,1%*	*n.a.*	24,4	*135,8%*
Iflex	9,5	*6,8%*	*10,4%*	1,0	*17,9%*	*19,7%*	8,1	*21,6%*
Inmobiliaria del Sur	11,0	*-38,0%*	*-7,6%*	-1,6	*-42,7%*	*5,6%*	19,3	*17,7%*
Kompuestos	6,8	*10,1%*	*3,7%*	0,2	*14,2%*	*15,2%*	6,0	*8,7%*
Ktesios	n.a.	*13,0%*	*47,0%*	5,6	*66,1%*	*37,8%*	n.a.	*39,0%*
Labiana Health	8,3	*8,5%*	*2,4%*	0,3	*11,2%*	*12,1%*	7,5	*13,4%*
Laboratorio Reig Jofre	13,1	*10,2%*	*29,7%*	2,2	*42,9%*	*20,6%*	9,2	*11,8%*
Libertas 7	14,7	*10,8%*	*6,7%*	1,7	*18,2%*	*33,0%*	12,5	*61,3%*
Lingotes Especiales	24,5	*7,5%*	*69,4%*	2,8	*82,2%*	*46,9%*	13,5	*23,5%*
LLYC	10,3	*0,5%*	*17,4%*	1,6	*18,0%*	*13,4%*	8,7	*11,4%*
Natac	18,8	*21,0%*	*-9,3%*	-3,9	*9,7%*	*16,6%*	17,1	*21,0%*
Naturhouse Health	10,1	*-2,3%*	*-0,5%*	-0,2	*-2,8%*	*-2,1%*	10,4	*-2,6%*
Nicolás Correa	7,5	*-4,3%*	*-7,5%*	-1,0	*-11,5%*	*5,4%*	8,5	*2,0%*
Pangaea Oncology	n.a.	*18,3%*	*n.a.*	n.a.	*69,2%*	*40,4%*	n.a.	*217,0%*
Redegal	34,7	*9,3%*	*88,5%*	3,5	*106,1%*	*72,8%*	16,8	*53,8%*
Seresco	7,8	*3,5%*	*-8,8%*	-1,4	*-5,6%*	*10,8%*	8,3	*19,4%*
Squirrel Media	10,8	*28,1%*	*18,5%*	2,0	*51,8%*	*23,1%*	7,1	*16,8%*
Substrate Artificial Intelligence	n.a.	*10,4%*	*n.a.*	n.a.	*6,4%*	*54,3%*	n.a.	*53,5%*
Tree Logic	n.a.	*-22,7%*	*n.a.*	n.a.	*-160,9%*	*-2,1%*	n.a.	*24,1%*
Vanadi Coffee	7,8	*3,5%*	*-8,8%*	-1,4	*-5,6%*	*n.a.*	8,3	*n.a*
Vitruvio	10,8	*28,1%*	*18,5%*	2,0	*51,8%*	*23,1%*	7,1	*16,8%*

➢ **Sombreadas las 5 compañías con EV/EBITDA rec. 2026e más bajo (que tengan crecimiento EBITDA 27e/26e positivo).**

EBIT y EV/EBIT

Compañía	EV/EBIT 2025	EBIT 26e/25	EBIT TACC 28e/25	EV/EBIT 26e	EBIT 27e/26e
Adolfo Domínguez	22,6	21,3%	29,0%	18,7	34,8%
Agile Content	22,7	104,5%	20,6%	11,1	-7,2%
Alquiber	15,2	18,9%	12,8%	12,8	9,8%
Amper	30,7	52,2%	41,6%	20,2	36,1%
Audax Renovables	11,3	-2,3%	5,7%	11,6	11,2%
Axon Partners Group	7,8	16,7%	13,8%	6,7	14,9%
Bytetravel	n.a.	n.a.	n.a.	22,5	64,3%
Cevasa	11,0	-35,7%	-7,5%	17,2	0,2%
Clerhp Estructuras	22,3	-48,4%	n.a.	43,2	805,8%
Deoleo	8,9	-13,7%	5,4%	10,3	17,4%
Desa	9,7	-7,8%	-0,1%	10,5	3,7%
EBRO EV Motors	n.a.	168,0%	93,7%	n.a.	460,1%
Endurance Motive	n.a.	n.a.	n.a.	18,8	111,5%
Enerside	n.a.	-8,2%	11,5%	n.a.	534,4%
Ercros	n.a.	43,8%	38,5%	n.a.	71,8%
Facephi	44,2	345,8%	91,0%	9,9	23,5%
GAM	15,4	17,9%	14,5%	13,1	14,7%
Holaluz Clidom	n.a.	48,0%	30,2%	n.a.	75,7%
Iflex	14,5	24,6%	27,1%	11,7	31,1%
Inmobiliaria del Sur	8,6	-56,0%	-3,1%	19,5	17,9%
Kompuestos	16,3	30,4%	33,3%	12,5	23,3%
Ktesios	n.a.	36,2%	24,7%	44,4	26,6%
Labiana Health	11,9	7,2%	16,7%	11,1	30,8%
Laboratorio Reig Jofre	n.a.	475,9%	66,0%	13,4	-37,5%
Libertas 7	12,9	-0,5%	26,5%	13,0	63,8%
Lingotes Especiales	45,5	98,2%	57,8%	23,0	29,5%
LLYC	22,7	74,4%	30,4%	13,0	14,3%
Natac	n.a.	141,5%	55,4%	21,2	26,4%
Nicolás Correa	8,0	-22,5%	-1,2%	10,3	-4,1%
Pangaea Oncology	n.a.	61,9%	33,8%	n.a.	127,4%
Redegal	n.a.	271,5%	99,7%	27,7	88,4%
Seresco	9,8	-9,3%	12,0%	10,8	24,1%
Squirrel Media	17,9	73,8%	28,5%	10,3	17,9%
Substrate Artificial Intelligence	12,1	-212,1%	-29,0%	n.a.	57,3%
Tree Logic	28,5	-7,1%	26,6%	30,6	3,1%
Vanadi Coffee	9,8	-9,3%	n.a.	10,8	n.a.
Vitruvio	17,9	73,8%	28,5%	10,3	17,9%

➢ **Sombreadas las 5 compañías con EV/EBIT 2026e más bajo (que tengan crecimiento EBIT 27e/26e positivo).**

Crecimiento de ingresos, EBITDA y FCF to Equity

	Crecimiento Ingresos				Crecimiento EBITDA rec.				FCF Equity
Compañía	26e/25	27e/26e	28e/27e	TACC 28e/25	26e/25	27e/26e	28e/27e	TACC 28e/25	TACC 28e/25
Adolfo Domínguez	0,0%	4,2%	4,6%	2,9%	-2,0%	10,4%	11,1%	6,3%	-31,1%
Agile Content	3,4%	3,5%	3,5%	3,4%	7,9%	7,9%	7,8%	7,9%	93,4%
Alquiber	17,7%	11,0%	10,4%	13,0%	17,4%	11,8%	10,7%	13,3%	31,2%
Amper	18,8%	26,8%	30,0%	25,1%	74,3%	22,1%	30,5%	40,6%	29,1%
Audax Renovables	-14,6%	14,4%	7,6%	1,7%	-0,2%	10,5%	8,5%	6,1%	49,1%
Axon Partners Group	15,5%	9,6%	6,9%	10,6%	16,9%	15,3%	10,1%	14,1%	n.a.
Bytetravel	48,2%	33,2%	30,7%	37,2%	358,5%	83,2%	54,5%	n.a.	n.a.
Cevasa	8,4%	6,9%	5,3%	6,9%	9,5%	8,0%	5,7%	7,7%	n.a.
Clerhp Estructuras	109,3%	344,8%	97,1%	n.a.	-114,2%	n.a.	126,9%	n.a.	-33,7%
Deoleo	8,0%	7,5%	6,6%	7,4%	22,4%	14,2%	13,1%	16,5%	13,3%
Desa	2,4%	2,7%	2,8%	2,6%	1,7%	2,9%	3,3%	2,6%	n.a.
EBRO EV Motors	85,8%	44,7%	15,4%	45,8%	112,3%	544,7%	46,7%	46,8%	27,3%
Endurance Motive	270,1%	55,7%	5,6%	82,5%	393,5%	121,5%	10,5%	n.a.	47,2%
Enerside	30,2%	147,2%	0,0%	47,6%	3,6%	34,6%	19,9%	20,4%	1,9%
Ercros	0,4%	8,0%	13,0%	7,0%	185,8%	70,1%	81,3%	n.a.	-53,2%
Facephi	19,5%	11,0%	10,0%	13,4%	n.a.	50,3%	41,4%	n.a.	77,7%
GAM	7,1%	6,4%	5,4%	6,3%	7,1%	8,4%	6,7%	7,4%	-26,1%
Holaluz Clidom	-10,9%	13,9%	20,4%	6,9%	568,1%	135,8%	67,1%	n.a.	49,4%
Iflex	6,8%	7,0%	7,0%	6,9%	17,9%	21,6%	19,5%	19,7%	59,7%
Inmobiliaria del Sur	-38,0%	15,7%	81,5%	9,2%	-42,7%	17,7%	74,4%	5,6%	-33,9%
Kompuestos	10,1%	6,1%	4,2%	6,8%	14,2%	8,7%	23,1%	15,2%	66,3%
Ktesios	13,0%	16,1%	6,5%	11,8%	66,1%	39,0%	13,3%	37,8%	32,0%
Labiana Health	8,5%	9,1%	8,6%	8,7%	11,2%	13,4%	11,8%	12,1%	48,8%
Laboratorio Reig Jofre	10,2%	7,4%	7,2%	8,2%	42,9%	11,8%	9,7%	20,6%	39,0%
Libertas 7	10,8%	63,9%	25,2%	31,5%	18,2%	61,3%	23,5%	33,0%	-12,2%
Lingotes Especiales	7,5%	3,0%	6,0%	5,5%	82,2%	23,5%	41,0%	46,9%	55,2%
LLYC	0,5%	4,9%	4,4%	3,3%	18,0%	11,4%	11,0%	13,4%	n.a.
Natac	21,0%	16,8%	15,9%	17,8%	9,7%	21,0%	19,4%	16,6%	n.a.
Naturhouse Health	-2,3%	-1,0%	-0,7%	-1,3%	-2,8%	-2,6%	-1,1%	-2,1%	-7,8%
Nicolás Correa	-4,3%	5,1%	9,0%	3,1%	-11,5%	2,0%	29,6%	5,4%	53,4%
Pangaea Oncology	18,3%	15,3%	8,4%	13,9%	69,2%	217,0%	112,7%	40,4%	32,2%
Redegal	9,3%	8,0%	8,3%	8,5%	106,1%	53,8%	62,9%	72,8%	54,0%
Seresco	3,5%	8,8%	9,2%	7,1%	-5,6%	19,4%	20,7%	10,8%	n.a.
Squirrel Media	28,1%	10,1%	4,8%	13,9%	51,8%	16,8%	5,1%	23,1%	-28,8%
Substrate Artificial Intelligence	10,4%	11,9%	13,5%	11,9%	6,4%	53,5%	78,0%	54,3%	38,0%
Tree Logic	-22,7%	11,1%	24,2%	2,2%	-160,9%	24,1%	46,4%	-2,1%	-38,5%
Vanadi Coffee	3,5%	n.a.	n.a.	n.a.	-5,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Vitruvio	28,1%	10,1%	4,8%	13,9%	51,8%	16,8%	5,1%	23,1%	-28,8%

P/BV, FCF yield, ROCE y Creación de Valor

	P/BV				FCF rec. to Equity yield (%)				ROCE (%)				Diferencial
Compañía	2025	2026e	2027e	2028e	2025	2026e	2027e	2028e	2025	2026e	2027e	2028e	ROCE 26e vs WACC[1]
Adolfo Domínguez	2,7	2,3	2,0	1,6	12,2	n.a.	6,6	3,8	10,9	13,9	16,9	20,3	3,4%
Agile Content	1,3	1,1	1,1	1,0	n.a.	7,9	9,6	11,4	5,5	9,0	8,8	8,7	0,3%
Alquiber	1,5	1,3	1,1	1,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,7	6,1	6,2	6,4	0,2%
Amper	3,1	3,0	2,7	2,4	n.a.	n.a.	n.a.	1,5	7,3	7,5	9,2	11,2	-2,4%
Audax Renovables	2,9	2,9	2,6	2,3	n.a.	n.a.	3,5	3,1	11,9	11,1	11,6	12,0	2,8%
Axon Partners Group	3,3	3,0	2,7	2,5	1,8	8,6	8,3	9,3	220,6	163,2	201,7	203,1	152,4%
Bytetravel	n.a.	12,3	7,5	4,6	n.a.	1,0	4,3	6,8	n.a.	139,6	135,1	158,0	129,1%
Cevasa	0,4	0,4	0,4	0,4	3,4	6,2	6,0	6,0	5,5	2,8	2,7	3,3	-5,1%
Clerhp Estructuras	7,4	7,8	3,7	1,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	20,5	6,5	25,8	35,0	-4,1%
Deoleo	0,6	0,6	0,6	0,6	9,8	12,4	14,6	16,3	6,2	5,8	6,9	8,0	-4,2%
Desa	1,7	1,6	1,5	1,4	n.a.	5,5	8,4	8,1	13,3	10,1	10,3	10,6	1,0%
EBRO EV Motors	10,9	11,9	10,5	8,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,3	7,9	9,6	-7,9%
Endurance Motive	13,7	9,3	5,3	3,6	n.a.	n.a.	0,1	8,3	n.a.	19,8	28,1	26,9	9,0%
Enerside	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	33,9	n.a.	n.a.
Ercros	1,1	1,2	1,3	1,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,1	n.a.
Facephi	2,6	2,1	1,6	1,3	n.a.	1,2	6,7	11,6	5,0	21,0	23,8	28,1	10,3%
GAM	1,3	1,2	1,1	1,0	n.a.	n.a.	n.a.	0,2	5,1	5,7	6,3	6,7	-1,4%
Holaluz Clidom	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13,9	n.a.
Iflex	1,5	1,4	1,3	1,2	n.a.	4,3	6,4	8,2	10,2	11,5	14,7	18,0	1,3%
Inmobiliaria del Sur	1,1	1,1	1,1	1,0	38,3	n.a.	n.a.	13,1	12,3	4,7	5,2	8,7	-3,1%
Kompuestos	0,8	0,7	0,7	0,6	7,2	n.a.	13,5	20,7	5,0	4,9	6,0	9,1	-3,1%
Ktesios	1,8	1,8	1,8	1,8	8,9	n.a.	0,0	n.a.	2,5	3,0	3,5	4,0	-4,8%
Labiana Health	9,8	4,7	3,1	2,2	n.a.	n.a.	5,7	7,5	23,0	17,5	21,0	21,4	9,6%
Laboratorio Reig Jofre	1,0	0,9	0,9	0,9	n.a.	4,0	2,8	3,3	1,2	6,3	3,8	4,8	-1,7%
Libertas 7	0,7	0,7	0,6	0,6	4,3	n.a.	5,2	2,9	5,0	5,0	7,8	9,3	-3,3%
Lingotes Especiales	1,2	1,2	1,1	1,1	n.a.	n.a.	1,5	6,0	2,6	3,8	4,8	7,5	-4,5%
LLYC	2,2	2,0	1,8	1,5	n.a.	2,5	4,4	7,4	5,7	9,4	9,9	10,6	1,5%
Natac	6,7	5,5	4,4	3,5	0,6	2,1	3,3	4,8	4,2	10,7	13,4	16,4	1,5%
Naturhouse Health	8,6	8,4	8,2	8,0	7,5	6,2	6,0	5,9	85,0	88,6	85,4	83,8	78,9%
Nicolás Correa	1,3	1,2	1,2	1,1	n.a.	n.a.	2,3	7,6	15,1	9,8	8,7	10,9	-1,0%
Pangaea Oncology	2,6	2,6	2,6	2,5	n.a.	n.a.	0,6	2,5	n.a.	n.a.	1,4	5,0	n.a.
Redegal	n.a.	11,6	6,8	3,7	n.a.	2,6	8,6	17,5	n.a.	33,0	53,1	141,4	22,9%
Seresco	4,5	3,6	2,8	2,1	8,4	9,9	10,1	13,3	21,4	21,1	27,4	35,0	10,9%
Squirrel Media	3,3	2,8	2,4	2,0	5,3	n.a.	1,9	2,5	10,1	15,9	16,6	15,5	6,2%
Substrate Artificial Intelligence	0,2	0,2	0,3	0,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Tree Logic	4,1	3,8	3,5	2,9	5,0	n.a.	n.a.	n.a.	10,6	12,3	13,1	25,3	1,3%
Vanadi Coffee	4,5	3,6	2,8	2,1	8,4	9,9	10,1	13,3	21,4	21,1	27,4	35,0	10,9%
Vitruvio	3,3	2,8	2,4	2,0	5,3	n.a.	1,9	2,5	10,1	15,9	16,6	15,5	6,2%

(1) Para ver detalle del calculo del WACC ver epigrafe de "Input de Valoración" de la nota de cada compañía.

➢ **Sombreadas las 5 compañías con mayor FCF Rec. to Equity yield 2026e.**

Apalancamiento y riesgo financiero

Compañía	Deuda Neta 2026e	Deuda Neta / Fondos Propios 2026e	DN/EBITDA Rec. 2026e	DN/EV 2026e	Dividend yield 2026e	Payout 2026e	Cto. Ingresos TACC 25/22	Dividendo Acumulado 2025/2022 (EUR Mn)	Núm. de años con dividendo -5y
Adolfo Domínguez	0,1	0,3%	0,0	0,1%	0,0%	0,0%	7,3%	0,0	0
Agile Content	29,9	70,4%	3,7	56,1%	0,0%	0,0%	-6,4%	0,0	0
Alquiber	258,1	419,8%	2,3	77,6%	2,2%	17,9%	17,9%	4,9	4
Amper	87,5	57,2%	2,2	14,4%	0,0%	0,0%	-4,5%	0,0	0
Audax Renovables	331,4	156,7%	3,3	36,1%	2,4%	44,3%	-10,6%	34,6	5
Axon Partners Group	-7,3	n.a.	-0,7	n.a.	6,1%	75,0%	14,2%	2,5	2
Bytetravel	-5,4	n.a.	-1,2	n.a.	0,0%	0,0%	63,1%	1,0	1
Cevasa	78,1	17,8%	4,0	21,8%	3,2%	46,2%	7,9%	21,3	5
Clerhp Estructuras	48,0	319,4%	n.a.	36,2%	0,0%	0,0%	0,1%	0,0	0
Deoleo	68,8	30,4%	1,1	13,2%	0,0%	0,0%	0,7%	0,0	0
Desa	9,6	40,4%	1,7	19,8%	5,3%	62,6%	-1,0%	7,0	5
EBRO EV Motors	138,4	336,6%	27,4	22,8%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0	0
Endurance Motive	7,5	171,7%	3,3	17,1%	0,0%	0,0%	13,4%	0,0	0
Enerside	78,2	n.a.	n.a.	71,1%	0,0%	0,0%	-65,8%	0,0	0
Ercros	150,0	58,3%	8,8	31,6%	0,0%	0,0%	-14,4%	8,8	1
Facephi	3,6	13,1%	0,8	5,7%	0,0%	0,0%	17,1%	0,0	0
GAM	266,3	221,3%	3,3	60,7%	0,0%	0,0%	12,2%	0,0	0
Holaluz Clidom	58,9	n.a.	19,0	77,8%	0,0%	0,0%	-44,3%	0,0	0
Iflex	-3,5	n.a.	-2,1	n.a.	2,9%	50,0%	3,0%	2,5	4
Inmobiliaria del Sur	185,1	67,0%	6,6	34,2%	2,3%	48,0%	26,5%	36,5	5
Kompuestos	9,7	67,4%	3,0	50,8%	0,0%	0,0%	-2,8%	0,0	0
Ktesios	26,8	121,9%	38,1	45,6%	0,8%	90,0%	46,8%	0,3	1
Labiana Health	27,0	224,4%	2,3	31,3%	0,0%	0,0%	8,9%	0,0	0
Laboratorio Reig Jofre	71,0	30,2%	2,0	21,7%	0,0%	0,2%	6,9%	0,2	5
Libertas 7	39,3	36,7%	6,2	49,8%	1,3%	26,7%	22,9%	3,0	5
Lingotes Especiales	24,1	53,2%	4,1	30,2%	0,0%	0,0%	-10,5%	8,0	3
LLYC	35,3	114,9%	2,6	29,5%	2,2%	25,0%	13,2%	7,7	4
Natac	65,4	119,7%	2,9	17,2%	0,0%	0,0%	28,8%	0,0	0
Naturhouse Health	-12,7	n.a.	-0,9	n.a.	5,9%	95,0%	-3,0%	51,0	5
Nicolás Correa	-4,8	n.a.	-0,4	n.a.	3,0%	39,6%	6,4%	12,2	5
Pangaea Oncology	3,1	14,8%	n.a.	5,5%	0,0%	0,0%	49,1%	0,0	0
Redegal	2,2	134,6%	1,6	9,4%	0,0%	0,0%	40,6%	0,0	0
Seresco	6,4	39,2%	0,7	9,0%	1,0%	14,2%	18,3%	4,0	5
Squirrel Media	39,1	46,7%	1,0	13,9%	0,0%	0,0%	45,7%	0,0	0
Substrate Artificial Intelligence	10,5	28,1%	n.a.	62,4%	0,0%	0,0%	n.a.	0,0	0
Tree Logic	-0,2	n.a.	n.a.	n.a.	0,1%	4,8%	22,3%	0,0	1
Vanadi Coffee	6,4	39,2%	0,7	9,0%	1,0%	14,2%	18,3%	4,0	5
Vitruvio	39,1	46,7%	1,0	13,9%	0,0%	0,0%	45,7%	0,0	0

Próximas publicaciones de resultados

Compañía	Cierre fiscal	Próximos resultados	Fecha de publicación[1]
Adolfo Domínguez	28-feb	1T26	2ª quincena de julio 2026
Agile Content	31-dic	1S26	2ª quincena de septiembre 2026
Alquiber	31-dic	1S26	1ª quincena de octubre 2026
Amper	31-dic	1S26	2ª quincena de julio 2026
Audax Renovables	31-dic	1S26	2ª quincena de septiembre 2026
Axon Partners Group	31-dic	1S26	2ª quincena de octubre 2026
Bytravel	31-dic	1S26	1ª quincena de octubre 2026
Cevasa	31-dic	1S26	1ª quincena de septiembre 2026
Clerhp Estructuras	31-dic	1S26	2ª quincena de octubre 2026
Deoleo	31-dic	Avance 1T26	1ª quincena de junio 2026
Desa	31-dic	1S26	2ª quincena de julio 2026
EBRO EV Motors	31-dic	1S26	1ª quincena de octubre 2026
Endurance Motive	31-dic	1S26	2ª quincena de octubre 2026
Enerside	31-dic	1S26	2ª quincena de octubre 2026
Ercros	31-dic	1S26	2ª quincena de julio 2026
Facephi	31-dic	1S26	2ª quincena de octubre 2026
GAM	31-dic	1S26	2ª quincena de julio 2026
Holaluz Clidom	31-dic	1S26	2ª quincena de octubre 2026
Iflex	31-dic	1S26	2ª quincena de octubre 2026
Inmobiliaria del Sur	31-dic	1S26	2ª quincena de julio 2026
Kompuestos	31-dic	1S26	1ª quincena de septiembre 2026
Ktesios	31-dic	1S26	2ª quincena de septiembre 2026
Labiana Health	31-dic	1S26	2ª quincena de octubre 2026
Laboratorio Reig Jofre	31-dic	1S26	2ª quincena de julio 2026
Libertas 7	31-dic	1S26	2ª quincena de julio 2026
Lingotes Especiales	31-dic	1S26	2ª quincena de julio 2026
LLYC	31-dic	Avance 1S26	2ª quincena de julio 2026
Natac	31-dic	1S26	2ª quincena de octubre 2026
Naturhouse Health	31-dic	1S26	2ª quincena de septiembre 2026
Nicolás Correa	31-dic	1S26	2ª quincena de agosto 2026
Pangaea Oncology	31-dic	1S26	2ª quincena de octubre 2026
Redegal	31-dic	Avance 1S26	2ª quincena de julio 2026
Seresco	31-dic	1S26	2ª quincena de octubre 2026
Squirrel Media	31-dic	1S26	1ª quincena de agosto 2026
Substrate Artificial Intelligence	31-dic	1S26	2ª quincena de octubre 2026
Tree Logic	31-dic	1S26	2ª quincena de octubre 2026
Vanadi Coffee	31-dic	1S26	2ª quincena de octubre 2026
Vitruvio	31-dic	1S26	1ª quincena de octubre 2026

(1) Se da como referencia la quincena en la que se estima la compañía publicará sus próximos resultados. Estimación de Lighthouse.

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 éstas 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 www.ieaf.es.

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.

LIGHTHOUSE
INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS

INSTITUTO ESPAÑOL
DE ANALISTAS
DESDE 1965
60 años
Ilusión, Esfuerzo y Ambición