

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Software

Precio de Cierre: EUR 4,56 (22 may 2026)

Fecha del informe: 26 may 2026 (9:00h)

Inicio de cobertura

Análisis Independiente de Compañías

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.

Carmen Iglesias Hidalgo – lighthouse@institutodeanalistas.com
 Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com
 +34 915 631 972

Un negocio excepcional, que no ha pasado desapercibido para el mercado.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	136,7	158,6
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	131,7	152,8
Número de Acciones (Mn)	30,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	6,90 / 5,58 / 4,16	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,01	
Rotación ⁽²⁾	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 ⁽³⁾	8,1	21,8	17,6	12,5
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. ⁽⁴⁾	-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	-20,3
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	-1,2	-1,3	-1,6
ROE (%)	3,3	49,3	49,0	45,0
ROCE (%) ⁽⁴⁾	n.a.	139,6	135,1	158,0

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

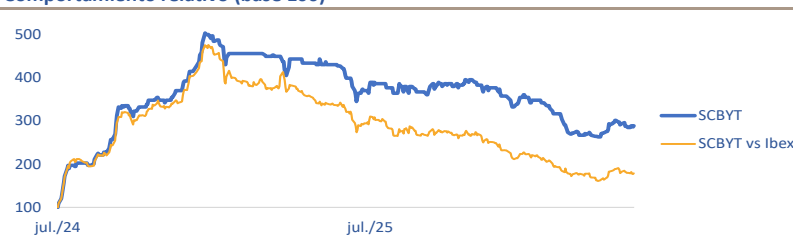
PER	n.a.	31,6	19,2	13,0
PER Ordinario	n.a.	31,6	19,2	13,0
P/BV	n.a.	12,5	7,6	4,8
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	6,78	4,57	3,43	2,63
EV/EBITDA Rec.	n.a.	28,8	15,7	10,2
EV/EBIT	n.a.	22,8	13,9	9,4
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	1,0	4,2	6,7

TRACK RECORD EXCEPCIONAL: TACC INGRESOS 2022-2025 DEL +63%. SCBYT ha demostrado una elevada capacidad de crecimiento, alcanzando ingresos de EUR 19,4 Mn en 2025 (+74% vs 2024), impulsados por el escalado del negocio de visados y el arranque de Roamic (eSIM). El esfuerzo inversor realizado en marketing, tecnología y nuevas verticales situó el EBITDA rec. 2025 en EUR -1,8 Mn, y tras lo observado en 1T26, comienzan a aparecer ya las primeras señales de apalancamiento operativo (ROAS +23%).

2026E-2028E: SALTO DE ESCALA, EXPANSIÓN DE MÁRGENES Y GENERACIÓN DE CAJA. Estimamos ingresos de EUR 28,8 Mn en 2026e y EUR 50,2 Mn en 2028e (+37,2% TACC 2025-2028e), impulsados principalmente por el crecimiento del negocio de visados (core) y la consolidación de Roamic como segunda vertical relevante. Esperamos además una fuerte expansión del EBITDA rec., hasta EUR 13,0 Mn en 2028e (mg. EBITDA rec. del 25,9%), consecuencia del elevado apalancamiento operativo del modelo y una mejora progresiva de la eficiencia comercial.

MERCADO ENORME Y APALANCAMIENTO OPERATIVO COMO PILARES DEL EQUITY STORY. SCBYT opera en un nicho beneficiado por tendencias estructurales favorables: crecimiento del turismo internacional, digitalización de procesos migratorios y mayor control fronterizo (ETIAS, ETA, etc.). El equity story pivota sobre la capacidad de seguir aumentando usuarios y transacciones en un mercado muy grande (c. 247 Mn de viajeros anuales sujetos a procesos migratorios), apoyándose en una plataforma tecnológica propia, un modelo asset light y estrategias de cross-selling. El principal riesgo reside en la competencia (riesgo tecnológico) y la capacidad de mantener/mejorar métricas de captación a medida que aumenta la escala.

UN MODELO ATRACTIVO... QUE NO HA PASADO DESAPERCIBIDO PARA EL MERCADO. SCBYT reúne muchos de los atributos que el mercado busca en compañías growth: fuerte crecimiento, apalancamiento operativo y potencial de generación de caja (modelo asset light). Un perfil que ha sido identificado (la acción acumula un +262% desde su salida a bolsa en jul-24) y cotiza a 28,8x EV/EBITDA rec. 2026e y 31,6x PER 2026e. Lo que deja un margen de error limitado (sobre nuestras proyecciones) y convierte 2026e-2027e en años clave para probar apalancamiento operativo, sostener la cotización y seguir creando valor para el accionista.

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	3,2	-8,8	-32,9	-13,1	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	3,3	-7,8	-46,8	-16,4	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	5,4	-9,7	-37,0	-15,4	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	1,2	-7,1	-39,6	-16,4	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽³⁾	-6,6	-20,2	-42,9	-26,5	n.a.	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.

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

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

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

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

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

SCBYT: el tamaño del mercado potencial y el apalancamiento operativo son el auténtico equity story.

Traveltech con sede en Barcelona. Modelo digital, asset light y con el 97% de las ventas generadas fuera de España.

Fundada en 2021 e incorporada a BME Scaleup en julio de 2024, SCBYT es una traveltech, con sede en Barcelona, especializada en servicios auxiliares para viajeros internacionales, con una elevada exposición internacional (c.97% s/Ingresos 2025). La compañía cuenta con más de 3,2 Mn de usuarios registrados y una plataforma tecnológica propia orientada a la digitalización de trámites y servicios vinculados a la movilidad internacional.

Incorporada a BME Scaleup en julio de 2024 para impulsar el crecimiento y ampliar su ecosistema de servicios.

Su principal línea de negocio es Visagov (tramitación online de visados; c.80% s/Ingresos 2025), que ya ha procesado más de 680 mil visados. Como segunda vertical destaca Roamic (venta de eSIMs; c.16%), con más de 440 mil eSIMs comercializadas. Adicionalmente, SCBYT continúa ampliando su ecosistema de servicios auxiliares mediante nuevas verticales como Globely (seguros vinculados a visados), PrioVIP (salas VIP) y otras soluciones incluidas en su hoja de ruta (Air Claim, Tax Free, Photo ID o Travel Card).

Actualmente, SCBYT opera un modelo de negocio digital, “asset light” y altamente escalable, apoyado en una base de más de 5.200 partners y en una estrategia centrada en (i) la captación de usuarios y (ii) aumentar la monetización por usuario mediante cross-selling.

¿Qué es hoy en día SCBYT? ¿Qué podemos esperar para su futuro más próximo (2026e - 2028e) en términos de crecimiento, EBITDA rec. y generación de caja? Y, por último, ¿qué nos dice hoy el precio de la acción?

A) ¿Dónde está Bytetravel (SCBYT) ahora? (2021-2025)

SCBYT: fuerte crecimiento (TACC ingresos 2022-2025 del +63%) impulsado por el escalado de Visagov y el lanzamiento de Roamic (eSIM)

- **Crecimiento y validación del modelo: ingresos 2025 de EUR 19,4 Mn (+74% vs 2024).** SCBYT ha demostrado una fuerte capacidad de crecimiento, reflejada en una TACC de ingresos 2022-2025 del +63%. En 2025, los ingresos alcanzaron EUR 19,4 Mn (+74% vs 2024), impulsados por el escalado de sus principales verticales: más de 250 mil visados tramitados y más de 400 mil eSIMs comercializadas. Roamic, lanzada como segunda vertical relevante en dic-24, aportó ya el 16% de los ingresos de 2025, validando la capacidad de SCBYT para identificar nuevas necesidades dentro del ecosistema del viajero internacional y monetizarlas sobre una base de usuarios parcialmente ya captada.

2025: fuerte inversión en marketing, tecnología y nuevas verticales...

- **2025 como año de inversión, que se traduce en un EBITDA rec. de EUR -1,8 Mn.** El EBITDA rec. se situó en EUR -1,8 Mn en 2025 (vs EUR 1,8 Mn en 2024), reflejando el esfuerzo inversor realizado durante el ejercicio: desarrollo de tecnología propia y arquitectura escalable, lanzamiento y consolidación de nuevas verticales, mayor intensidad comercial, refuerzo del equipo y preparación de capacidades de integración y distribución con terceros. En este contexto, interpretamos 2025 como un ejercicio de inversión orientado a acelerar crecimiento, ampliar verticales y preparar la compañía para operar a una escala significativamente mayor.

... que se traduce en un EBITDA rec. negativo de EUR -1,8 Mn

- **Primeras evidencias de cross-selling (Globely y PrioVIP).** La incorporación de nuevos servicios auxiliares (Globely: seguros de viaje; PrioVIP: servicios de aeropuerto; etc.) empieza a evidenciar la capacidad de SCBYT para identificar nuevas necesidades e incrementar la monetización por usuario mediante estrategias de cross-selling. Esta palanca será clave a medio y largo plazo para elevar el ingreso medio por cliente y mejorar la eficiencia comercial del modelo.

Primeras evidencias de cross-selling mediante seguros y servicios de aeropuerto...

... validando la capacidad de aumentar monetización por usuario.

B) ¿Hacia dónde va SCBYT? (2026e-2028e): salto de escala, expansión de márgenes y generación de caja

Salto de escala esperado (+37,2% TACC ingresos 2025-2028e)...

- **Fuerte crecimiento y salto de escala en ingresos (TACC 2025-2028e del +37,2%).** Nuestras estimaciones contemplan unos ingresos de EUR 28,8 Mn en 2026e (+48,2% vs 2025), que aumentarían hasta los EUR 38,4 Mn en 2027 (+33%) y hasta los EUR 50,2 Mn en 2028e (+31%). El crecimiento seguirá apoyándose principalmente en el escalado orgánico del negocio core de visados y en la consolidación de Roamic (eSIM) como segunda vertical relevante, asumiendo estabilidad en precios, en línea con la evolución histórica.

... apoyado en un mercado potencial enorme y creciente.

Roamic se consolidaría como segunda vertical relevante...

... mientras el resto de servicios auxiliares gana peso progresivamente

El verdadero equity story: elevado apalancamiento operativo...

... ya parcialmente visible en la mejora del ROAS durante el 1T26

Expansión estimada del margen EBITDA rec. hasta el 25,9% en 2028e...

... y elevada conversión de EBITDA en caja gracias al modelo asset light

FCF rec. positivo ya en 2026e reforzando una posición de caja neta.

Mercado estructuralmente atractivo aunque con elevada competencia y bajas barreras de entrada.

En este contexto, estimamos un fuerte incremento del volumen de visados tramitados (TACC 2025-2028e del +23%), apoyado en (i) el crecimiento estructural de los flujos turísticos internacionales, (ii) la creciente digitalización de los procesos migratorios (ETIAS, ETA, etc.), (iii) la expansión internacional de la plataforma y (iv) el desarrollo de integraciones B2B/B2B2C vía API (alianzas con partners). Pese a las elevadas tasas de crecimiento esperadas, consideramos que el mercado potencial continúa siendo muy amplio (c.247 Mn de viajeros sujetos anualmente a procesos migratorios y solo c.50% de las solicitudes se gestionan actualmente mediante operadores externalizados).

Adicionalmente, proyectamos que Roamic mantenga tasas de crecimiento elevadas durante el periodo 2026e-2028e (TACC 2025-2028e del +74%), mientras que el resto de servicios auxiliares incrementará progresivamente su contribución al mix de ingresos mediante estrategias de cross-selling (10% de los ingresos 2028e vs 4% en 2025)

- **Demostración del elevado apalancamiento operativo.** Esperamos que el fuerte crecimiento de ingresos se traslade también al margen bruto en términos absolutos, apoyado en la elevada rentabilidad del negocio core de visados, que opera con márgenes brutos próximos al 100%. No obstante, el mayor peso relativo de Roamic y otros servicios auxiliares provocará una normalización gradual del margen bruto consolidado, que estimamos pasará del 92,2% en 2025 al 76,4% en 2028e.

Más relevante aún será la evolución esperada del EBITDA rec.. El principal gasto operativo de SCBYT es marketing y desarrollo de negocio, por lo que la evolución de la eficiencia comercial (ROAS) será clave para validar el apalancamiento operativo del modelo. En este sentido, los datos observados en el 1T26 comienzan ya a mostrar una mejora relevante de eficiencia, con un ROAS (Return on Advertising Spend; indicador que muestra cuántos EUR de ingresos genera SCBYT por cada EUR invertido en marketing) de 1,61x frente a 1,31x en 2025. Para el periodo 2026e-2028e esperamos una inversión en marketing más eficiente (capaz de atraer más tráfico, convertir mejor y generar más ventas; también apoyada en acuerdos estratégicos que reforzarán el canal B2B que permitirán diversificar canales de adquisición y reducir progresivamente la dependencia del marketing digital). En este contexto, proyectamos una fuerte expansión del EBITDA rec., que pasaría de EUR -1,8 Mn en 2025 a EUR 4,6 Mn en 2026e (margen del 15,9%), EUR 8,4 Mn en 2027e (margen del 21,9%) y EUR 13,0 Mn en 2028e (margen del 25,9%).

- **Generación de Free Cash Flow rec. y posición de caja neta.** El modelo operativo de SCBYT presenta unas necesidades de inversión reducidas y predecibles, concentradas principalmente en desarrollo tecnológico. La combinación de bajo CAPEX y limitada inversión en capital circulante debería traducirse en una elevada conversión de EBITDA en FCF.

Como resultado, estimamos un FCF rec. positivo ya en 2026e (EUR 1,4 Mn), que aumentaría hasta EUR 5,7 Mn en 2027e y EUR 9,1 Mn en 2028e. Esta evolución reforzará adicionalmente un balance ya sano, manteniendo a SCBYT en posición de caja neta y proporcionando elevada flexibilidad (característica especialmente valiosa en compañías traveltech) para financiar tanto crecimiento orgánico como potenciales oportunidades de expansión inorgánica.

C) ¿Cuál es la principal oportunidad y amenaza de SCBYT?

- **Mercado enorme y estructuralmente creciente.** Centrándonos únicamente en el negocio de visados, el mercado potencial al que se dirige SCBYT continúa siendo muy amplio: c. 247 Mn de viajeros están sujetos anualmente a procesos migratorios y solo c.50% de las solicitudes se gestionan actualmente mediante operadores externalizados. En 2025, SCBYT tramitó c.250 mil visados, lo que implica una cuota todavía muy reducida a escala global.

Adicionalmente, el mercado presenta fuertes tendencias estructurales favorables: crecimiento del turismo internacional, digitalización de procesos administrativos y mayor control fronterizo (ETIAS en Europa, ETA en Reino Unido, entre otros). En este contexto, SCBYT opera en un nicho directamente beneficiado por la digitalización global de los procesos fronterizos.

- **Elevada competencia reducidas barreras de entrada.** El mercado de movilidad internacional y tramitación de visados cuenta con operadores globales de mucha mayor escala y recursos financieros, como VFS Global o BLS International. Adicionalmente, el crecimiento estructural del mercado y la creciente digitalización de los procesos migratorios previsiblemente continuarán

atrayendo nuevos competidores durante los próximos años, tanto especializados en movilidad internacional como plataformas digitales orientadas al viajero.

En este contexto, SCBYT depende de su capacidad para mantener una captación eficiente de usuarios (marketing, alianzas estratégicas, integraciones B2B/B2B2C, etc.), sostener su ventaja tecnológica y continuar escalando volumen sin deteriorar métricas clave como ROAS o CAC. El equity story descansa en gran medida sobre el teórico elevado apalancamiento operativo, por lo que un deterioro de la eficiencia comercial o una mayor presión competitiva podría ralentizar la expansión de márgenes y generación de caja prevista.

El mercado ya descuenta gran parte del crecimiento esperado...

D) ¿Qué descuenta hoy el precio de la acción? 28,8x EV/EBITDA rec. 2026e y 31,6x PER 2026e

Pese a la corrección del -32,9% durante los últimos 12 meses, la acción de SCBYT acumula una revalorización del +262% desde su incorporación a BME Scaleup (jul-24), lo que se traduce en un Mkt Cap de EUR 136,7 Mn. SCBYT reúne muchos de los atributos que el mercado busca en compañías growth: exposición a un mercado enorme y estructuralmente creciente, elevada diversificación geográfica (c. 97% /Ingresos 2025), modelo asset light y elevado apalancamiento operativo. Bajo nuestras estimaciones, esto se traduciría en un fuerte crecimiento de ingresos (TACC 2025-2028e del +37,2%) y una significativa expansión del EBITDA rec. (desde EUR -1,8 Mn en 2025 hasta EUR 13 Mn en 2028e; margen 2028e del 25,9%).

... convirtiendo 2026e-2028e en ejercicios clave para validar márgenes y sostener la cotización.

Una combinación de factores que el mercado parece haber identificado. Considerando nuestras estimaciones, la compañía cotizaría a 28,8x EV/EBITDA rec. 2026e y 31,6x PER 2026e. Es decir, el mercado ya descuenta una parte relevante del crecimiento, expansión de márgenes y generación de caja esperada, dejando un margen de error limitado sobre nuestras estimaciones. De tal manera que los múltiplos se reducirían hasta 10,2x EV/EBITDA rec. 2028e y 13,0x PER 2028e, niveles más alineados con comparables cotizados (aunque todavía ligeramente superiores a compañías más maduras y con menor componente tecnológico). Lo que convierte a 2026e-2027e en ejercicios clave para demostrar apalancamiento operativo y sostener la cotización.

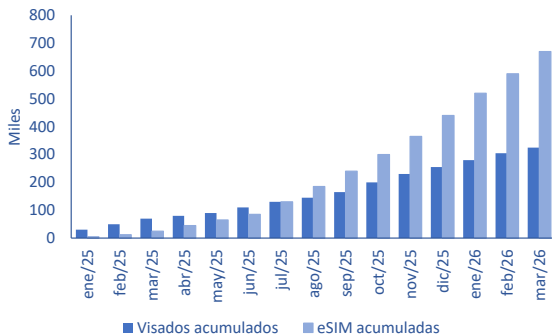
E) Conclusión: un negocio muy atractivo... que el mercado ya ha identificado. Y que “necesita” seguir creciendo a altas tasas para “sujetar” la acción.

SCBYT opera un modelo digital, asset light y altamente escalable, expuesto a un mercado enorme y estructuralmente creciente. La compañía ha demostrado ya capacidad para crecer, lanzar nuevas verticales y aumentar la monetización por usuario (cross-selling), apoyada en tecnología propia y una elevada diversificación geográfica. El performance del negocio de los últimos 4 años ha sido, objetivamente, impecable, Y explica por qué el mercado ya ha identificado SCBYT como un valor de alto interés. Eso es lo que dice el performance del valor.

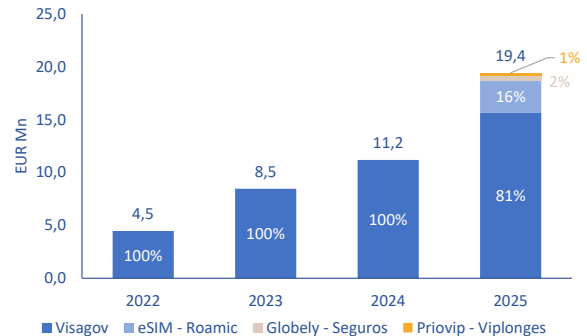
El gran reto para 2026e-2028e será demostrar que este crecimiento puede trasladarse de forma sostenible a expansión de márgenes (apoyado, entre otros, en una mejora de la eficiencia comercial) y generación de caja. Es decir, validar definitivamente el elevado apalancamiento operativo del modelo. Nuestro escenario base. Único modo de justificar los actuales múltiplos y seguir creando valor para el accionista.

La compañía en 8 gráficos

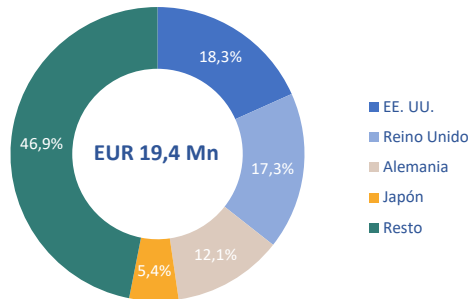
El volumen de visados tramitados (>250k en 2025) y eSIMs vendidas (>400k en 2025) continúa acelerándose



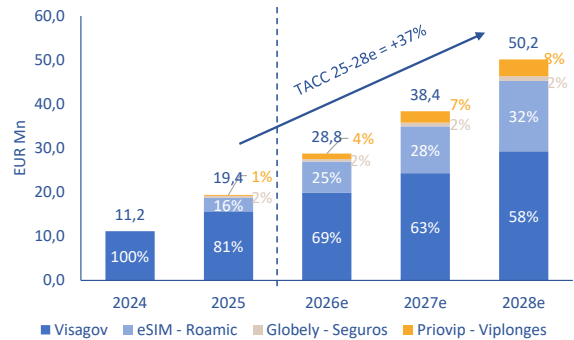
Situando los ingresos 2025 en EUR 19,4 Mn (+74% vs 2024), con una contribución creciente del negocio de eSIMs (c. 16% /Ingresos 2025)



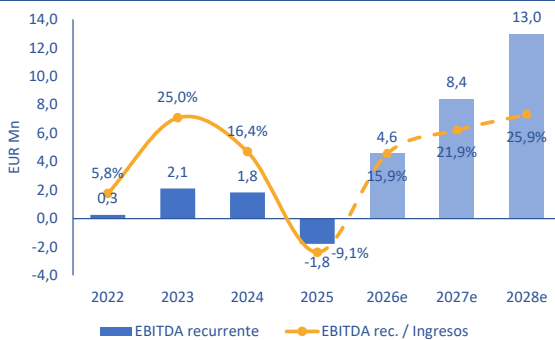
Un modelo de negocio diversificado geográficamente



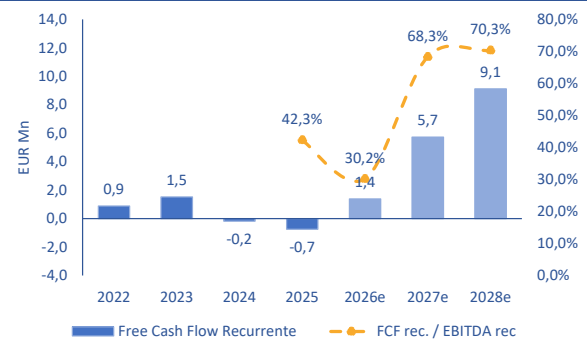
Estimamos un fuerte crecimiento de ingresos, avanzando también en la estrategia multivertical: ingresos de EUR 28,8 Mn en 2026e y EUR 50 Mn en 2028e



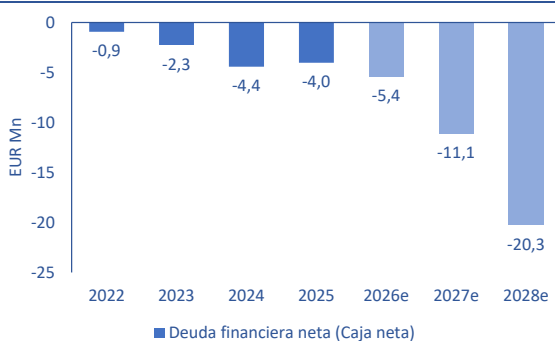
Una mayor eficiencia comercial y el apalancamiento operativo impulsarán el EBITDA rec. (EUR 4,6 Mn en 2026; margen 15,9%), con mucho recorrido adicional



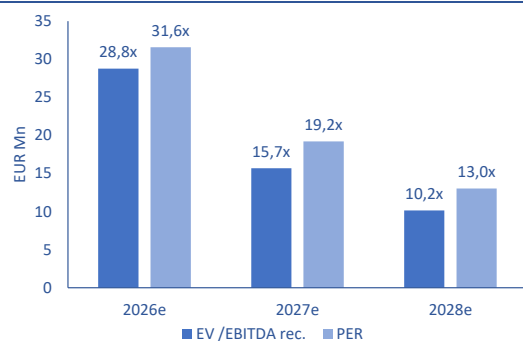
El modelo asset light impulsará la generación de FCF



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 28,8x, que se reduce a 10,2x EBITDA 2028e (por fuerte crecimiento y mejora de rentabilidad esperada)

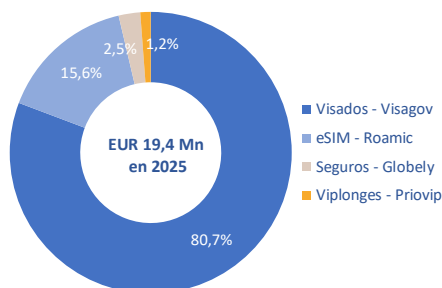


Descripción del negocio

SCBYT: plataforma Traveltech especializada en servicios al viajero. Un nicho “real”, provocado por la digitalización.

ByteTravel, S.A. (“ByteTravel” o “SCBYT”) es una scaleup tecnológica española especializada en la digitalización de servicios asociados al viajero internacional. Su actividad se centra en simplificar procesos administrativos y operativos que históricamente han sido complejos, fragmentados y poco digitalizados, especialmente aquellos vinculados a la movilidad transfronteriza.

Gráfico 1. Composición de los ingresos por negocio

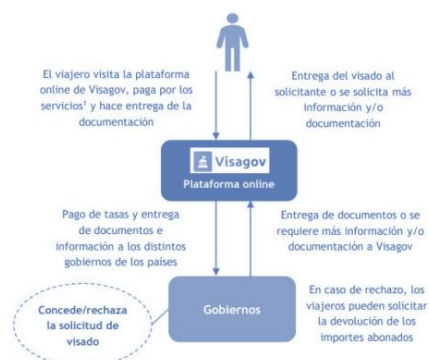


El núcleo de su propuesta de valor es la gestión de trámites administrativos previos al viaje, principalmente visados electrónicos (e-Visas), un ámbito caracterizado por una elevada complejidad para el usuario final (formularios complejos, errores no reembolsables, baja estandarización entre países). Sobre esta base, SCBYT ha desarrollado una plataforma tecnológica propia que permite automatizar estos procesos y reducir significativamente la tasa de error.

A partir de este posicionamiento inicial, SCBYT ha evolucionado hacia un modelo de plataforma multivertical o multiproducto (gráfico 1), incorporando progresivamente servicios auxiliares (ancillaries) como conectividad internacional (eSIM - Roamic), seguros de viaje (Globely) o accesos a salas VIP (Prioivip), con el objetivo de acompañar al usuario a lo largo de todo viaje y, al mismo tiempo, incrementar la monetización por cliente mediante la captura de valor adicional en distintos puntos de su experiencia.

Esta evolución ya se refleja en los últimos resultados publicados por la compañía: en 2025, SCBYT alcanzó EUR 19,4 Mn de ventas (+74% vs 2024), mientras que en el 1T26 registró EUR 7,3 Mn de ingresos (+49,9% interanual), confirmando la aceleración del negocio sobre una base operativa más amplia.

Gráfico 2. Proceso de solicitud de visados



Origen (2021) y evolución corporativa: cotización en BME Scaleup en 2024.

SCBYT (anteriormente Esta Travel Services, S.L.) se constituyó en enero de 2021, con un enfoque inicial en el desarrollo de tecnología propia orientada a la tramitación digital de visados. Durante sus primeros ejercicios, SCBYT centró sus esfuerzos en la construcción de su plataforma tecnológica y en la captación de tráfico internacional a través de distintas filiales especializadas en marketing digital.

En 2024, SCBYT acometió una serie de hitos relevantes en su desarrollo corporativo. En junio, se transformó en sociedad anónima y adoptó su denominación actual. Posteriormente, en julio de 2024, ejecutó una ampliación de capital por importe de EUR 2,5 Mn (incremento de c. 7% del capital social previo a la ampliación, a un precio de EUR 1,26/acción) e inició su cotización en el segmento BME Scaleup. Este paso responde a la voluntad de reforzar su visibilidad institucional, facilitar acuerdos con terceros y preparar su evolución hacia mercados de mayor tamaño como BME Growth.

Líneas de negocio: visados como core y expansión hacia servicios ancillary.

SCBYT ha evolucionado desde un modelo centrado en un único servicio (tramitación de visados) a una plataforma multiproducto estructurada en tres líneas principales de negocio:

- **Visagov (core business; c.80% / Ventas en 2025).** Visagov constituye el núcleo operativo de SCBYT y su principal fuente de ingresos. Es una plataforma tecnológica desarrollada íntegramente in-house que permite gestionar de forma automatizada la tramitación de visados electrónicos para viajeros de turismo y negocios.

La solución se apoya en tecnologías de Inteligencia Artificial (IA), biometría y Reconocimiento Óptico de Caracteres (OCR), lo que permite automatizar la lectura de documentos, minimizar errores tipográficos y mejorar la tasa de aprobación de las solicitudes. Asimismo, integra sistemas antifraude y una pasarela de pago multidivisa adaptada a operaciones internacionales. A nivel operativo, Visagov permite

actualmente la tramitación de visados para más de 70 países y opera bajo un modelo multicanal:

- B2C: venta directa al usuario final.
- B2B: acuerdos con empresas.
- B2B2C: integración vía API o soluciones de marca blanca con aerolíneas, agencias de viaje y otros intermediarios.

Durante 2025, la plataforma alcanzó una base de 3,2 Mn de usuarios registrados y superó los 680 mil visados tramitados (gráfico 3), validando su capacidad de operar a gran escala.

Gráfico 3. Evolución del número de visados tramitados

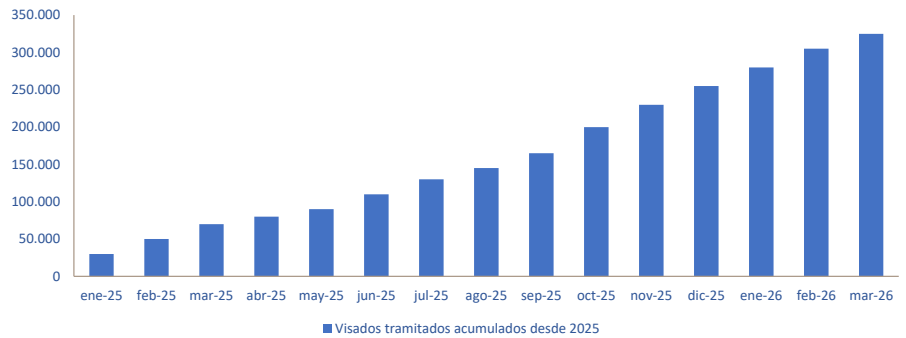


Gráfico 4. Hoja de ruta de servicios adicionales 2025-2029

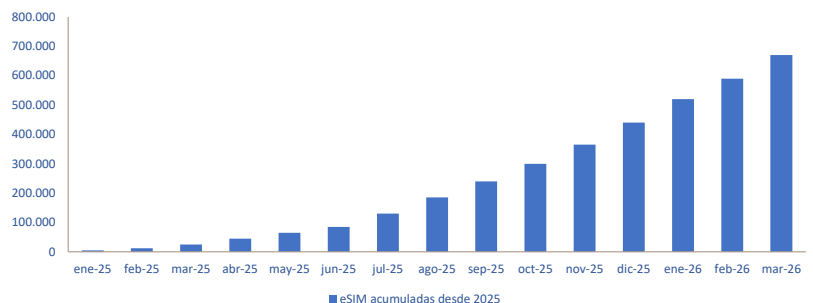


- **Roamic (eSIM; c.16% / Ventas en 2025).** Como parte de su estrategia de diversificación, SCBYT lanzó Roamic (en diciembre de 2024), una solución de conectividad internacional basada en tecnología eSIM que permite a los viajeros acceder a internet en más de 190 países sin necesidad de tarjetas SIM físicas ni costes de roaming tradicionales.

En 2025, esta línea generó EUR 3,5 Mn de ingresos mediante la venta de c. 0,45 Mn de eSIMs (gráfico 5; media mensual de c. 38 mil), mostrando una rápida aceptación por el mercado. La tracción se ha intensificado en 2026: en el arranque de 2026, esta vertical ya supera las 76 mil unidades mensuales y registra niveles de facturación superiores a EUR 0,6 Mn de media mensual en el 1T26.

La integración de este servicio dentro del flujo de planificación del viaje permite a SCBYT capturar una necesidad básica del usuario con un coste de adquisición reducido, reforzando la eficiencia del modelo.

Gráfico 5. Evolución del número de eSIM vendidas



- **Nuevos servicios auxiliares (c.4% / Ventas en 2025).** Aprovechando su base de usuarios, SCBYT ha comenzado a desplegar una estrategia de venta cruzada (cross-selling) orientada a incrementar el ingreso medio por cliente mediante la comercialización de servicios auxiliares.

Durante 2025, la compañía lanzó nuevas soluciones como: (i) seguros de viaje (Globely) y (ii) accesos a salas VIP (Priovip), este último apoyado en una red que ya supera las 1.800 salas VIP a nivel global. En el arranque de 2026, la venta de seguros

Gráfico 6. Partners y afiliados



asociados a la tramitación de visados superó las 2,8 mil pólizas y generó c. EUR 0,15 Mn de ingresos adicionales, con un bajo coste de adquisición de clientes.

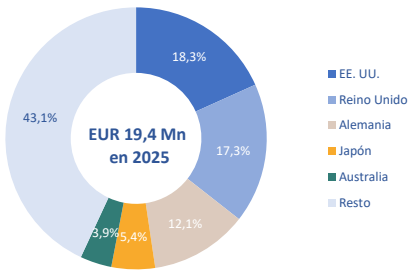
Adicionalmente, la hoja de ruta contempla el desarrollo de nuevos verticales como gestión de reclamaciones aéreas (AirClaim), devolución automatizada de impuestos (Tax Free) o servicios de acceso prioritario (Fast Track), con el objetivo de consolidar un paquete integral de servicios al viajero.

Modelo de negocio y palancas de escalabilidad

El modelo de generación de ingresos de SCBYT se basa en el cobro de una tarifa de servicio (service fee) que se añade al coste del trámite administrativo o del producto comercializado. Este enfoque permite una monetización directa y transparente, con una elevada visibilidad sobre ingresos. La escalabilidad del modelo se apoya en tres elementos principales:

- i. **Plataforma tecnológica propia.** El desarrollo in-house de la infraestructura permite automatizar procesos, reducir errores y procesar grandes volúmenes sin necesidad de incrementar proporcionalmente los costes operativos.
- ii. **Ecosistema multicanal.** SCBYT ha evolucionado desde un modelo inicial centrado en B2C hacia un esquema más diversificado que incluye integraciones con terceros (B2B y B2B2C). A través de APIs y soluciones de marca blanca, SCBYT se integra en la cadena de valor de agencias de viaje, aerolíneas y otros distribuidores, ampliando su alcance comercial.
- iii. **Estrategia de cross-selling.** La captación inicial del cliente a través de servicios core (tramitación de visados) facilita la comercialización posterior de servicios auxiliares (eSIM, seguro de viaje, salas vip, etc.) sin incurrir en elevados costes adicionales de adquisición del cliente, incrementando el valor del ciclo de vida del cliente (lifetime value o LTV).

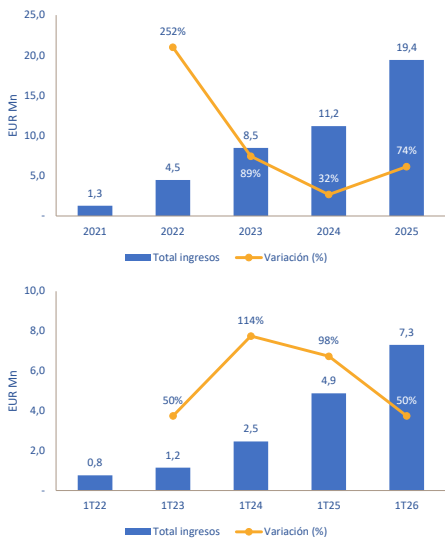
Gráfico 7. Desglose geográfico de los ingresos en 2025



¿Qué define el modelo de negocio de SCBYT?

El modelo de SCBYT se caracteriza por una combinación de factores que refuerzan su posicionamiento competitivo. En primer lugar, la plataforma tecnológica propia permite automatizar procesos críticos y operar a escala con una estructura de costes contenida. En segundo lugar, la integración multicanal, especialmente en el segmento B2B/B2B2C, favorece la recurrencia de ingresos, dado que la conexión vía API con partners genera costes de cambio elevados.

Gráfico 8. Evolución ingresos



Adicionalmente, la creciente diversificación de servicios (Visagov, Roamic, Globely, Priovip, etc.) y geografías (EE.UU., UK, Alemania, Japón, Australia, etc.; gráfico 7) reduce la dependencia de un único producto o mercado, mientras que su estructura financiera, sin deuda bancaria y con crecimiento financiado orgánicamente, le otorga flexibilidad para seguir invirtiendo en expansión (nuevos verticales y atracción de tráfico) y desarrollo tecnológico.

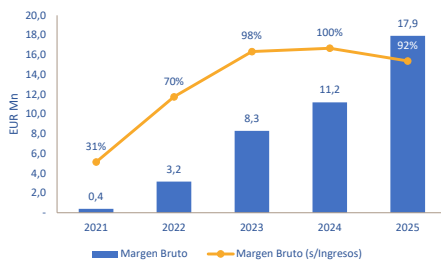
Evolución reciente: crecimiento y salto de escala.

En los últimos ejercicios, SCBYT ha experimentado un crecimiento significativo, impulsado por la expansión de su plataforma, la diversificación de servicios y la captación de tráfico (gracias a la inversión en marketing).

La compañía ha consolidado una base de más de 3,2 Mn de usuarios y ha demostrado su capacidad para monetizar esta base a través de nuevas líneas de negocio. La introducción de servicios como Roamic y la activación de estrategias de cross-selling (por ejemplo, Globely) han permitido incrementar los ingresos por usuario sin necesidad de incrementar proporcionalmente la inversión en captación.

Con elevada diversificación geográfica

Uno de los elementos diferenciales del modelo de SCBYT es su elevada diversificación geográfica, derivada de la naturaleza global de su base de clientes. SCBYT genera ingresos en múltiples geografías, con presencia destacada en mercados emisores de alta capacidad de gasto como EE.UU., Reino Unido y Alemania, así como una creciente penetración en Asia.

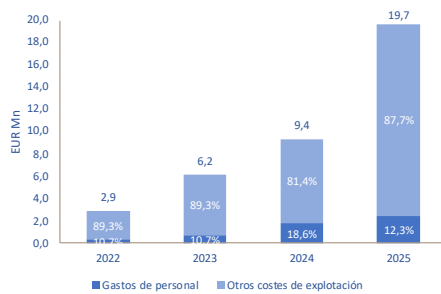
Gráfico 9. Evolución del margen bruto


Esta diversificación es ya tangible en la distribución de ingresos, con Japón representando el 5,4% de las ventas y Corea del Sur el 3,4% (gráfico 7), evidenciando su capacidad para capturar demanda en nuevos mercados.

Desde el punto de vista del modelo, esta configuración reduce la dependencia de un único mercado, mitiga riesgos regulatorios y amplía el mercado potencial, reforzando la escalabilidad del negocio a nivel global.

Fuerte crecimiento en ingresos (EUR 19,4 Mn en 2025; c. +74% vs 2024)

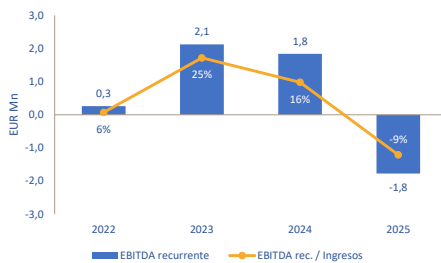
SCBYT ha registrado una marcada aceleración en su cifra de negocio, alcanzando EUR 19,4 Mn en 2025 (+74% vs 2024; TACC 2022–2025 del +63%; gráfico 8). Este crecimiento responde principalmente al incremento en el volumen de visados tramitados a través de su plataforma, si bien comienza a observarse una contribución creciente de nuevas líneas de negocio, en particular la venta de tarjetas eSIM (Roamic).

Gráfico 10. Evolución de los gastos operativos


La tendencia de aceleración se mantiene en el arranque de 2026. Según los datos del 1T26, los ingresos alcanzaron EUR 7,3 Mn (+49,9% interanual), apoyados en un mayor peso relativo de Roamic y del negocio de seguros (Globely). La evolución del ingreso mensual refleja claramente el cambio de escala del negocio: desde EUR 0,93 Mn/mes en 2024 a EUR 1,62 Mn/mes en 2025 y EUR 2,43 Mn/mes en el 1T26.

Margen bruto elevado (>90%) y potencial de mejora en EBITDA/ventas gracias a la progresiva reducción de la inversión en marketing

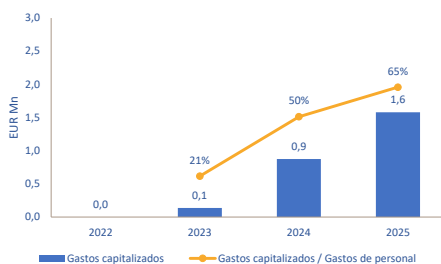
La evolución reciente de SCBYT refleja un cambio progresivo en el mix de ingresos, con una menor dependencia relativa del negocio core (visados), aunque sigue siendo claramente dominante, y un mayor peso de los servicios auxiliares.

Gráfico 11. Evolución del EBITDA recurrente


Este cambio de mix ha tenido impacto directo en el margen bruto. En particular, la creciente contribución de Roamic (venta de eSIMs), inexistente en 2024, ha incrementado los costes de aprovisionamiento y, por tanto, reducido la ratio de margen bruto. A diferencia del negocio de visados, que presenta márgenes brutos del c. 100% al no incorporar prácticamente costes variables, el segmento Roamic sí incluye costes asociados a conectividad (tarjeta, datos, etc.).

Como resultado, el margen bruto se situó en el 92,2% en 2025 (-7,8 p.p. vs 2024). No obstante, en términos absolutos, el margen bruto aumentó de forma significativa hasta EUR 17,9 Mn (+60% vs 2024), gracias al fuerte crecimiento de los ingresos (gráfico 9).

Por debajo de margen bruto, el ejercicio 2025 ha estado marcado por un incremento relevante de los gastos operativos, asociado a un mayor esfuerzo inversor en tecnología, desarrollo de producto, marketing y estructura organizativa. Esta inversión responde a tres apuestas claras: (i) consolidar el liderazgo del negocio histórico y abrir nuevos mercados; (ii) lanzar verticales con alto potencial de escalabilidad como eSIM, salas VIP y seguros; (iii) empezar a construir una lógica de cross-selling capaz de elevar el valor económico del cliente más allá del visado.

Gráfico 12. Evolución de las activaciones de gastos


- Gastos de personal: +39% en 2025, hasta EUR 2,4 Mn (vs EUR 1,7 Mn en 2024), impulsados por el crecimiento de la plantilla media (c. 45 empleados en 2024 vs c. 58,5 en 2025; 77 empleados a cierre de 2025).

- Otros gastos de explotación: +127%, hasta EUR 17,3 Mn (vs EUR 7,6 Mn en 2024), debido principalmente al incremento del gasto en marketing. Como resultado, esta partida pasó a representar c. 74% de los ingresos (vs 32% en 2024).

Este esfuerzo inversor, especialmente en marketing, que en gran medida puede interpretarse como inversión comercial, ha tenido un impacto directo en la rentabilidad operativa a corto plazo. El EBITDA recurrente (excluyendo gastos capitalizados) pasó de EUR 1,8 Mn en 2024 (margen del 16,4%) a EUR -1,8 Mn en 2025 (margen del -9,1%).

No obstante, comienzan a observarse señales de mejora en la eficiencia comercial. La productividad del marketing, medida a través del ROAS (Return on Advertising Spend), ha mejorado de forma significativa: de EUR 1,31 de ingresos por cada euro invertido en 2025 a EUR 1,61 en el 1T26 (+23%). Esta evolución sugiere que parte de la inversión realizada en 2025 está comenzando a madurar en términos de generación de ingresos. Adicionalmente, la firma de

acuerdos (gráfico 10) debería permitir diversificar los canales de adquisición y reducir progresivamente la dependencia del marketing digital.

En paralelo, la intensidad inversora del ejercicio también se refleja en la capitalización de gastos (EUR 1,6 Mn en 2025; +80% vs 2024), vinculada principalmente al desarrollo de plataformas tecnológicas y APIs que sustentan la operativa del negocio (visados, gestión de partners, conectividad y sistemas de pago). Esta dinámica es coherente con la naturaleza de desarrollo tecnológico del modelo.

De cara a los próximos ejercicios, la naturaleza digital y escalable del negocio debería permitir una recuperación progresiva de los márgenes a medida que se consolida la nueva escala operativa. En este sentido, conviene tener en cuenta que, en modelos asset light como el de SCBYT, el principal esfuerzo inversor se concentra en marketing, reconocido contablemente como gasto, lo que puede distorsionar la lectura del EBITDA en fases de fuerte crecimiento. El ejercicio 2025 es representativo de esta dinámica, en la medida en que recoge un esfuerzo inversor adelantado orientado a sostener el crecimiento futuro.

Modelo generador de caja y balance muy sano (caja neta de EUR 4,0 Mn en 2025)

El modelo de negocio de SCBYT presenta una clara naturaleza asset light, lo que se traduce en una elevada capacidad de generación de caja. Esta característica se explica por unas necesidades de inversión estructuralmente reducidas: una vez desarrollada la plataforma tecnológica, el principal esfuerzo inversor se concentra en la captación de clientes (marketing), sin requerir inversiones significativas en activos físicos o CAPEX recurrente.

Adicionalmente, la propia configuración del modelo, basado en una plataforma digital y una base de usuarios creciente, permite incrementar la monetización por cliente mediante estrategias de cross-selling, sin necesidad de incurrir en elevados costes de adquisición adicionales. Esta dinámica comienza a reflejarse ya en la operativa reciente, con la comercialización de servicios como seguros de viaje sobre la base de clientes existente. Como resultado, SCBYT ha mostrado históricamente una alta capacidad de generación de caja, incluso en un contexto de fuerte inversión en crecimiento.

Desde el punto de vista del balance, la compañía presenta una estructura financiera conservadora, caracterizada por la ausencia de deuda bancaria y una sólida posición de liquidez. A cierre de 2025, SCBYT registraba una caja neta de EUR 4,0 Mn (caja de EUR 4,5 Mn y deuda subordinada de EUR 0,5 Mn con vencimiento a largo plazo), destinada principalmente al desarrollo de un centro tecnológico (I+D+i) en Asturias.

En conjunto, el crecimiento de la compañía se ha financiado fundamentalmente con recursos propios, lo que se traduce en un balance saneado y con capacidad para abordar nuevas iniciativas estratégicas, tanto orgánicas como inorgánicas, sin necesidad de recurrir de forma significativa al apalancamiento.

Hoja de ruta y prioridades estratégicas: EUR 29 Mn en 2026e y lanzamiento de más servicios.

La estrategia de crecimiento de SCBYT se articula en torno a tres ejes principales:

- i. Expansión geográfica, con foco en consolidar su posicionamiento en mercados emisores clave y acelerar la penetración en nuevas regiones con potencial, como Asia y Sudamérica.
- ii. Desarrollo del ecosistema de servicios, mediante el lanzamiento progresivo de nuevos productos auxiliares que permitan incrementar la monetización por usuario y reducir la dependencia del negocio core de visados.
- iii. Crecimiento inorgánico (M&A), orientado a incorporar capacidades tecnológicas, acceso a clientes o nuevas líneas de negocio que aceleren la ejecución del plan estratégico.

Para 2026e, la compañía ha establecido un objetivo de ingresos de EUR 29 Mn (c. +49% vs 2025), sustentado en la consolidación de su plataforma multiproducto y en la creciente contribución de los servicios auxiliares. Los resultados 1T26 muestran cómo 2026 empieza a perfilarse como el año en el que esa escala comienza a traducirse en mayor eficiencia operativa, mayor

monetización por cliente y una capacidad creciente de generación de caja. Ingresos 1T26 de EUR 7,3 Mn (+49,9% vs 1T25) y el “margen de contribución (ingresos menos todos los gastos variables asociados a estas ventas, incluido el marketing” creciendo un +73,8% vs 1T25.

Conclusión: ¿qué es hoy SCBYT y hacia dónde evoluciona?

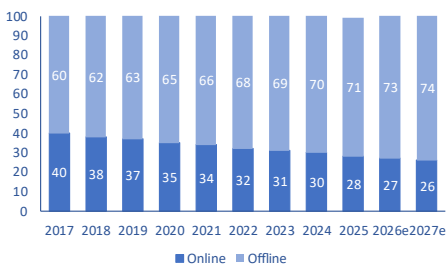
SCBYT ha evolucionado en pocos años desde un proveedor especializado en la tramitación de visados hacia una plataforma tecnológica orientada a cubrir distintas necesidades del viajero internacional. Su modelo combina un negocio core validado (visados), una estrategia de diversificación hacia servicios auxiliares y una estructura operativa altamente escalable, con capacidad para incrementar la base de clientes sin requerir un CAPEX significativo.

Este posicionamiento se apoya en tres pilares: (i) base de usuarios creciente, (ii) distribución multicanal con creciente peso del segmento B2B/B2B2C y (iii) estructura financiera saneada (caja neta de EUR 4,0 Mn 2025), que permite financiar el crecimiento de forma orgánica.

De cara a los próximos ejercicios, el principal reto estratégico radica en la ejecución comercial, particularmente en la mejora de la eficiencia del marketing, y en la capacidad de escalar su plataforma manteniendo la disciplina operativa. Asimismo, la consolidación de nuevas líneas de negocio y la ampliación del ecosistema de servicios serán factores clave para sostener el crecimiento y reforzar la calidad de los ingresos. En definitiva: el objetivo es mantener altas tasas de crecimiento en ingresos y capitalizarlas en una mejora sustancial de márgenes por puro apalancamiento operativo.

La transformación digital del negocio del viaje: del auge del e-Visa a la consolidación de los servicios auxiliares

Gráfico 13. Distribución porcentual de ventas de turismo por canal de ventas



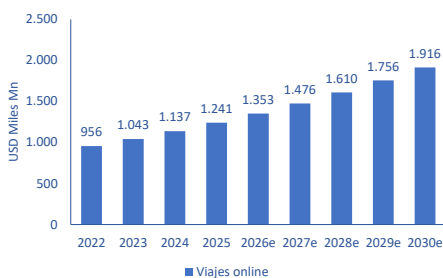
Fuente: Statista Mobility Market Insights

El sector turístico internacional muestra una notable solidez a comienzos del año 2026. Históricamente, los flujos mundiales de viajeros han mantenido una tendencia de crecimiento constante, tal y como se puede apreciar en el gráfico 13. Tras el profundo impacto provocado por la crisis sanitaria global, la industria experimentó una intensa recuperación postpandemia, impulsada por una demanda latente extraordinariamente resiliente. Una vez superados los niveles de actividad previos a 2020, el mercado ha entrado en una fase de expansión estructural.

Según los últimos informes macroeconómicos de la ONU Turismo, la inercia positiva iniciada en los ejercicios anteriores se mantiene durante el año en curso. Este dinamismo viene respaldado tanto por la fortaleza de los mercados emisores tradicionales como por la recuperación acelerada en regiones clave como Asia-Pacífico y Oriente Medio. En paralelo, el Consejo Mundial de Viajes y Turismo (WTTTC) confirma estas perspectivas, destacando que el ecosistema global de viajes es uno de los principales motores de generación de riqueza a nivel mundial.

En paralelo al aumento del volumen de viajeros, la industria atraviesa una transformación sistémica, por la migración progresiva de las reservas de viajes desde canales presenciales (offline) hacia plataformas digitales (online). La penetración de internet y la conectividad móvil han reconfigurado los hábitos de planificación y consumo de los usuarios.

Gráfico 14. Crecimiento del mercado global de viajes online



Fuente: Verified Market Research

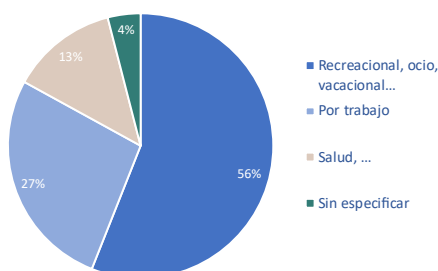
Este cambio de paradigma presenta proyecciones contundentes. Mientras que en 2017 las ventas a través de canales físicos representaban aproximadamente el 60% del mercado, las estimaciones apuntan a que en 2027 las transacciones online alcanzarán cerca del 74% de la comercialización total del sector (fuente Verified Market Research). En este contexto, el mercado global de viajes online podría pasar de los aproximadamente USD 955 Mn registrados en 2022 a superar los USD 1.900 Mn en 2030 (CAGR 2022-2030: 9,1%).

En este contexto emerge con fuerza el ecosistema TravelTech (tecnología aplicada al turismo). Su desarrollo se aceleró significativamente durante la pandemia del COVID-19, cuando las restricciones de movilidad impulsaron la adopción de soluciones digitales y operativas sin contacto. Actualmente, el alcance del TravelTech trasciende la simple reserva online de transporte o alojamiento. El objetivo pasa por digitalizar y optimizar la experiencia integral del viajero. El usuario actual demanda inmediatez, automatización y soluciones sin contacto físico (contactless) que reduzcan cualquier fricción administrativa desde las primeras fases de planificación del viaje.

Megatendencias: hacia un customer journey sin fricciones y el auge de la monetización de servicios auxiliares (ancillary)

La industria turística ha dejado de centrarse exclusivamente en la intermediación transaccional tradicional (reserva de transporte o alojamiento) para avanzar hacia la digitalización del ciclo completo del viajero (end-to-end). El mercado exige cada vez mayores niveles de automatización que reduzcan la intervención humana en tareas administrativas. En este contexto, la aplicación de herramientas basadas en Inteligencia Artificial (IA), biometría y Reconocimiento Óptico de Caracteres (OCR) está transformando procesos históricamente tediosos en trámites mucho más ágiles e inmediatos.

Gráfico 15. Principales motivos para viajar



Fuente: información de UNWTO

- Digitalización y automatización del customer journey.** Impulsada inicialmente por la crisis sanitaria, la adopción masiva de operativas sin contacto físico (contactless) se ha convertido en un estándar dentro del sector. El objetivo estratégico de los principales operadores tecnológicos pasa por ofrecer entornos integrados en los que cualquier gestión del viaje pueda resolverse a través de interfaces móviles, reduciendo la fricción operativa y mejorando la experiencia del usuario.
- Cambios en el comportamiento del viajero.** Las dinámicas sociodemográficas y de consumo han configurado un perfil de turista sensiblemente distinto al de la década anterior. El viajero de 2026 presenta una elevada familiaridad digital y afronta

desplazamientos internacionales de mayor radio, lo que incrementa la complejidad administrativa del viaje. Frente a ello, el usuario penaliza la burocracia tradicional y demanda soluciones inmediatas, intuitivas y basadas en modelos self-service. La capacidad de autogestionar de forma rápida y sencilla los distintos requisitos del viaje se ha convertido en un factor cada vez más relevante en la decisión de compra. En este contexto, el teléfono móvil se consolida como el principal punto de acceso desde el que el cliente espera gestionar su experiencia internacional.

Gráfico 16. Principales competidores en el mercado e-Visa



- 3. Crecimiento de la monetización de servicios auxiliares del viaje.** En paralelo a la evolución de la demanda, la estructura de ingresos de la industria está experimentando una reconfiguración significativa. La comercialización de los productos turísticos base (principalmente vuelos y alojamiento) soporta una elevada presión en márgenes como consecuencia de la intensa competencia en precios. En este contexto, los distintos actores del ecosistema han desplazado parte de su foco estratégico hacia los servicios auxiliares (ancillaries).

El ecosistema Ancillary: de servicio complementario a núcleo estratégico de la rentabilidad

El concepto de servicio auxiliar (ancillary, en inglés) engloba todos aquellos productos complementarios al núcleo principal del viaje, que habitualmente se articula en torno al transporte o al alojamiento. Aunque históricamente este modelo fue popularizado por las aerolíneas con el cobro del equipaje o la selección de asientos, en 2026 el ecosistema ancillary se ha ampliado hasta abarcar una parte relevante de las necesidades del viajero internacional, como seguros de viaje, conectividad móvil internacional (eSIM), accesos preferentes en aeropuertos (Fast Track; salas VIP), tramitación de documentación fronteriza, etc.

En el actual entorno competitivo del sector, la comercialización tradicional de vuelos y plazas hoteleras se enfrenta a una acusada presión en precios, lo que comprime los márgenes operativos. Ante este escenario, las agencias de viajes online (OTAs) y los grandes operadores turísticos han incorporado los servicios ancillary como una palanca estratégica de rentabilidad. La posibilidad de ofrecer productos adicionales de alto valor añadido permite incrementar el ingreso medio por usuario sin asumir nuevos costes de adquisición de clientes (CAC), consolidando este nicho como vía de monetización muy eficiente dentro de la industria turística.

A pesar de su valor estratégico, muchos de estos servicios auxiliares (en particular los relacionados con la burocracia transfronteriza y la conectividad en destino) presentan todavía un notable déficit de digitalización. Tradicionalmente, el viajero se ha enfrentado a una oferta fragmentada, viéndose obligado a interactuar con múltiples proveedores a través de procesos manuales, interfaces poco intuitivas o incluso gestiones puramente analógicas.

La oportunidad de mercado reside en la consolidación tecnológica capaz de resolver esta ineficiencia estructural. El sector avanza hacia modelos de agregación en los que plataformas especializadas asumen la complejidad tecnológica (mediante IA, biometría y automatización documental) para integrar estos servicios en un flujo digital único y prácticamente invisible para el usuario (seamless). Esta modernización resulta clave en dos frentes. Por un lado, responde a la demanda del cliente final (B2C), que exige inmediatez y la posibilidad de centralizar sus gestiones desde el teléfono móvil. Por otro, habilita un canal de distribución masivo (B2B2C), al permitir que aerolíneas y agencias de viaje integren estas soluciones en sus propios sistemas (vía API o marca blanca) y ofrezcan una experiencia más completa y eficiente.

El "Big Bang" regulatorio y el hipercrecimiento del visado electrónico (e-Visa)

En el actual ecosistema de movilidad internacional, el cruce de fronteras sigue representando uno de los principales cuellos de botella del viaje. A día de hoy, más de 150 países exigen algún tipo de visado o autorización previa para permitir la entrada de viajeros por motivos de turismo o negocios, lo que representa un volumen recurrente de 247 Mn de viajeros anuales sujetos a este trámite. Este requisito genera un mercado de gran tamaño y elevada recurrencia. Según estimaciones sectoriales, el volumen global de servicios de visado alcanzó USD 4,8 Mn en 2025 (fuente Business Research Insight). Lejos de estabilizarse, este nicho se encuentra en una fase de expansión acelerada. Impulsado por el crecimiento de los flujos turísticos y por la modernización de los sistemas fronterizos, se proyecta que el mercado crezca a una TACC del 16,4% durante los próximos 7 años, hasta aproximarse a USD 14.000 Mn en 2032 (fuente Business Research Insight; gráfico 17). Este ritmo de crecimiento supera claramente al del

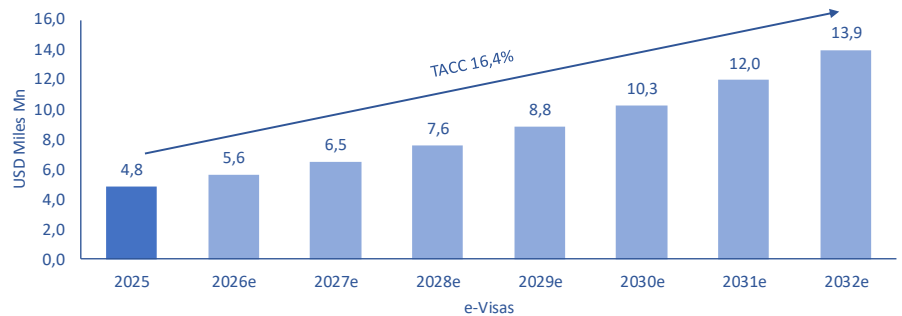
turismo tradicional, situando la tramitación fronteriza entre los segmentos más atractivos del ecosistema TravelTech.

La consolidación del e-Visa y los catalizadores de mercado

El crecimiento de esta industria se apoya en una tendencia regulatoria de amplio alcance: la transición del visado físico consular hacia ecosistemas digitales, conocidos como e-Visa o me-visa. Cada vez más gobiernos están adoptando estos modelos electrónicos con el objetivo de reforzar la seguridad, descongestionar los controles migratorios en aeropuertos y reducir los plazos de tramitación. Esta digitalización elimina la necesidad de incorporar pegatinas o sellos físicos en el pasaporte, vinculando el permiso directamente al registro digital del viajero.

A esta inercia estructural se suma uno de los principales catalizadores regulatorios de la década: la entrada en vigor de sistemas automáticos de autorización, entre los que destacan el ETIAS en Europa y el ETA en Reino Unido. Estos nuevos marcos obligarán a cientos de millones de viajeros procedentes de países históricamente exentos de visado (como EE.UU., Canadá o Japón) a tramitar autorizaciones digitales previas a su viaje. Este cambio normativo podría generar un aumento muy significativo del volumen de solicitudes (un "Big Bang" para el sector) y reforzar la necesidad de soluciones tecnológicas capaces de procesarlas de forma eficiente y escalable.

Gráfico 17. Crecimiento del mercado de e-Visas



Fuente: Business Research Insight

Fricción burocrática, cadena de valor y panorama competitivo

La principal barrera de entrada y, al mismo tiempo, una de las principales fuentes de valor de este mercado reside en su elevada complejidad operativa. La interacción directa con las plataformas gubernamentales suele resultar ineficiente para el usuario medio: los formularios son largos y complejos, en muchos casos carecen de traducciones precisas, las pasarelas de pago presentan elevadas tasas de rechazo internacional y, ante cualquier error tipográfico, la solicitud puede ser denegada sin reembolso.

Además, las agencias de viaje tradicionales han prestado históricamente una atención limitada a esta dimensión administrativa, lo que ha dejado al usuario relativamente desatendido frente al riesgo de incidencias que pueden incluso impedir el embarque. Esta ineficiencia ha contribuido a configurar un entorno competitivo relativamente polarizado:

- **Gigantes de la externalización (BPO):** el mercado está dominado por operadores tradicionales con relaciones o concesiones gubernamentales directas, como VFS Global (con presencia en >140 países y millones de solicitudes procesadas), la compañía cotizada india BLS Internacional o líderes europeos como la firma francesa TLScontakt. Su modelo de negocio se basa en la externalización de tareas administrativas para gobiernos y en la gestión de centros físicos de tramitación, con estructuras operativas más intensivas y un menor foco relativo en la experiencia del usuario final digital.
- **Plataformas TravelTech de nueva generación:** frente a los actores tradicionales, ha emergido un nicho de compañías tecnológicas (pure players) centradas en una digitalización intensiva del proceso y en la reducción de fricciones para el usuario. Estas plataformas apalancan tecnologías como la Inteligencia Artificial (IA), el Reconocimiento Óptico de Caracteres (OCR) y la biometría para minimizar errores

humanos, reforzar la seguridad en el tratamiento de datos sensibles y mejorar las tasas de aprobación.

Mercados adyacentes del ecosistema ancillary: conectividad y servicios en destino

La consolidación del ecosistema TravelTech depende en gran medida de la capacidad de las plataformas para acompañar al viajero a lo largo de todo su ciclo de viaje. Una vez resuelta la reserva principal o el trámite fronterizo, la captación inicial del usuario abre la puerta a incrementar la cuota de gasto (share of wallet) mediante la oferta de servicios complementarios en destino. En este contexto, la conectividad móvil y la agregación de servicios auxiliares son dos de los verticales adyacentes con mayor potencial de monetización para la industria.

De todos los servicios auxiliares cabe destacar:

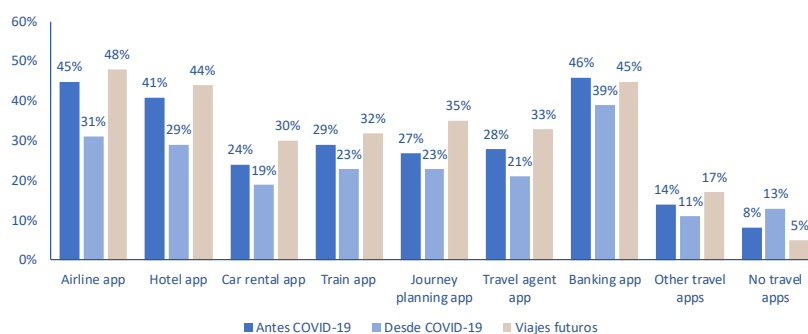
- 1. Mercado de eSIM (conectividad móvil internacional) para viajeros.** El mercado global de conectividad internacional mediante tecnología eSIM mantiene una sólida trayectoria de crecimiento, impulsada por la adopción progresiva de terminales compatibles y por la creciente exigencia de inmediatez digital por parte del viajero. Distintas firmas de análisis de telecomunicaciones anticipan que este nicho alcanzará una escala relevante a cierre de la presente década. En la actualidad, se trata de un mercado con una presencia significativa de operadores pure players, es decir, compañías especializadas exclusivamente en la comercialización de planes de datos virtuales para viajeros. No obstante, estos actores se enfrentan a costes de adquisición de clientes (CAC) elevados, dada la intensidad competitiva en marketing. En este contexto, las plataformas turísticas que logran integrar la eSIM en fases tempranas de planificación del viaje obtienen una ventaja competitiva relevante, al monetizar una necesidad básica del usuario con un coste de captación marginal.
- 2. Otros verticales ancillary digitalizables.** De forma análoga a la conectividad, existe un ecosistema de servicios de alto margen operado habitualmente por compañías especializadas en un único vertical, como firmas tecnológicas de seguros de viaje parametrizados, agencias digitales de compensación por incidencias aéreas, operadores de devolución automatizada de impuestos (Tax Free) o plataformas de acceso a salas VIP y colas rápidas (Fast Track). La proliferación de estos actores valida tanto el tamaño de la demanda como la rentabilidad potencial de estos servicios. No obstante, la tendencia estructural del sector TravelTech apunta hacia la agregación de esta oferta bajo plataformas únicas, evitando que el usuario interactúe con múltiples proveedores y permitiendo a los distribuidores maximizar el valor del ciclo de vida del cliente (LTV, lifetime value) y su cuota de gasto total (share of wallet).

Conclusión sectorial. Una oportunidad estructural impulsada por la regulación, la tecnología y la monetización del viajero

La industria TravelTech orientada a los servicios fronterizos y complementarios se beneficia actualmente de varios vientos de cola estructurales que favorecen su crecimiento y escalabilidad a medio y largo plazo. El atractivo del sector pivota sobre la confluencia de tres vectores principales:

- 1. Resiliencia macroeconómica y adopción digital irreversible.** El turismo global ha consolidado una senda de expansión estructural, apoyada en un perfil de viajero cada vez más digitalizado. Este consumidor considera la tecnología un estándar básico y penaliza la burocracia tradicional, demandando plataformas de inmediatez y autogestión (self-service) desde el dispositivo móvil a lo largo de todo el customer journey. Las estimaciones apuntan a que el uso de aplicaciones móviles para la planificación de viajes aumentará en comparación a la época pre-Covid. Se estima que el uso de aplicaciones de agencias de viajes alcanzará el 33% en los desplazamientos futuros, consolidando un crecimiento frente al 28% prepandemia, (grafico 18, fuente: GP Solutions).

Gráfico 18. Adopción de apps móviles para la autogestión del viaje e irreversible



Fuente: GP Solutions

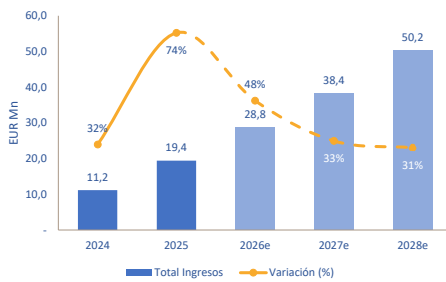
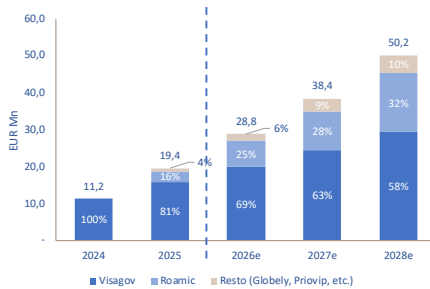
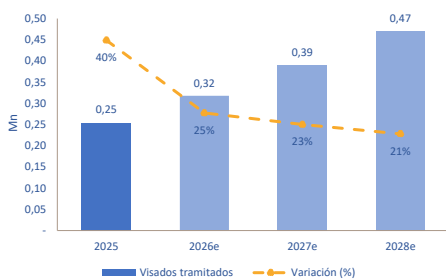
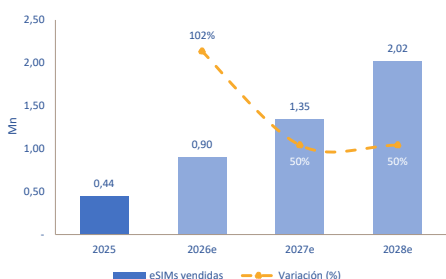
- El "Big Bang" regulatorio como creador de mercado.** La migración global hacia sistemas digitales de control fronterizo (e-Visa) y la entrada en vigor de autorizaciones automáticas obligatorias (como el ETA en Reino Unido, de plena aplicación en 2026, y el ETIAS en Europa, previsto para su implementación a finales del 2026) pueden actuar como uno de los principales catalizadores de la década. Este cambio normativo transforma un requisito administrativo en una demanda tecnológica masiva y recurrente, respaldando tasas de crecimiento proyectadas claramente superiores a las del turismo tradicional (TACC 2022-2032 del 16,4%; fuente: Business Research Insight; gráfico 17).
- Apalancamiento de márgenes vía Ancillaries (Share of Wallet).** El principal potencial económico del sector radica en la capacidad de venta cruzada (cross-selling). Al captar al usuario en la fase inicial de planificación (por ejemplo, mediante la tramitación del visado), las plataformas reducen una de las principales ineficiencias del negocio digital: el coste de adquisición de cliente (CAC). A partir de esa primera interacción, la integración secuencial de conectividad internacional (eSIM), seguros y servicios en destino permite monetizar al viajero en múltiples ocasiones, elevando el valor del ciclo de vida (LTV) y favoreciendo márgenes superiores a los del turismo tradicional.

En definitiva, el mercado avanza hacia una progresiva consolidación. Aquellos pure players tecnológicos con la agilidad necesaria para resolver la fricción burocrática del usuario final y, al mismo tiempo, integrarse con las grandes redes de distribución de viajes (B2B2C), parten de una posición favorable para capturar valor dentro de una industria que mantiene una sólida trayectoria de crecimiento.

Análisis financiero

Arranca una nueva fase: ganancia de masa crítica, expansión de márgenes y generación de caja.

SCBYT cerró 2025 con ingresos de EUR 19,4 Mn (+74% vs 2024), impulsados por el fuerte crecimiento del negocio core de visados y la consolidación de Roamic (eSIM). El EBITDA rec. se situó en EUR -1,8 Mn (vs EUR +1,8 Mn en 2024), reflejando el esfuerzo inversor realizado en marketing (captación de clientes) y desarrollo tecnológico (para acelerar el crecimiento y ampliar el ecosistema de servicios). Las cifras 1T26 comienzan ya a mostrar las primeras señales de cierta maduración operativa del modelo. Los ingresos alcanzaron EUR 7,3 Mn (+49,9% interanual), mientras que el ROAS (retorno a la inversión publicitaria) mejoró un +23% hasta EUR 1,61 y el margen de contribución (entendido por la compañía como "ingresos menos todos los gastos variables asociados a estas ventas, incluido el marketing") aumentó un +73,8%. En conjunto, estas métricas apuntan a una mejora de la eficiencia comercial y señalan el (potencial) alto apalancamiento operativo del modelo tras la inversión acometida en 2025.

Gráfico 19. Evolución de los ingresos

Gráfico 20. Desglose de la cifra de ingresos

Gráfico 21. Número de visados tramitados

Gráfico 22. Número de eSIMs vendidas


2026e-2028e: arranque de una nueva fase operativa. Salto de escala, mayor rentabilidad y generación de caja positiva.

Proyectamos que SCBYT entre, en el periodo 2026e-2028e, en una nueva fase operativa, en la que seguirá manteniendo un fuerte crecimiento de ingresos, pero que comenzará a trasladarse de forma mucho más visible a márgenes, BN y generación de caja. Nuestras estimaciones contemplan una expansión apoyada principalmente en el escalado del negocio core de visados (Visagov), la consolidación de Roamic como segunda vertical relevante y una progresiva monetización de la base de usuarios vía cross-selling. Todo ello, manteniendo una estructura operativa relativamente ligera (asset light) gracias a la naturaleza digital y escalable del modelo.

Ingresos: TACC 2025-2028e del +37,2% hasta EUR 50,2 Mn en 2028e

Proyectamos un fuerte crecimiento de ingresos durante el periodo 2026e-2028e, pasando de EUR 19,4 Mn en 2025 a EUR 50,2 Mn en 2028e (+37,2% TACC 2025-2028e). El crecimiento se apoyará principalmente en dos palancas: (i) la expansión del negocio core de visados (Visagov) y (ii) la consolidación de Roamic como segunda vertical relevante dentro del ecosistema de servicios al viajero. A corto plazo, para 2026e, estimamos ingresos de EUR 28,8 Mn (+48,2% vs 2025), en línea con el crecimiento visto durante el 1T26.

- Visagov (visados).** El negocio core continuará siendo el principal motor de crecimiento. Nuestras estimaciones contemplan un crecimiento sostenido del volumen de visados tramitados, apoyado en (i) el crecimiento estructural de los flujos turísticos internacionales (c.247 Mn de viajeros anuales sujetos a procesos migratorios; la externalización de la tramitación de visados solo afecta al 50 % del total de solicitudes, fuente Bloomberg), (ii) la creciente digitalización de los procesos migratorios y autorizaciones electrónicas de viaje, (iii) el incremento del control fronterizo (ETIAS en Europa, ETA en Reino Unido, entre otros) y (iv) la expansión comercial de la plataforma, especialmente a través de integraciones B2B y B2B2C vía API con agencias, intermediarios y otros operadores del ecosistema travel.

En este contexto, estimamos que SCBYT continuará incrementando volumen y penetración internacional, apoyada en la escalabilidad de su plataforma tecnológica. Nuestras proyecciones contemplan un mantenimiento del ingreso medio por visado tramitado, en línea con la evolución histórica, y un fuerte incremento del volumen (c.+23% de crecimiento medio anual), alcanzando c.320 mil visados en 2026e y c.470 mil en 2028e. Bajo estas hipótesis, estimamos unos ingresos del negocio de visados de EUR 19,9 Mn en 2026e, EUR 24,3 Mn en 2027e y EUR 29,3 Mn en 2028e (69%, 63% y 58%, respectivamente).

- Roamic (eSIM).** Esperamos que la vertical de conectividad continúe ganando peso dentro del mix de ingresos durante el periodo proyectado, apoyada en la creciente demanda de soluciones de conectividad internacional y en la progresiva sustitución de las tarjetas SIM físicas por tecnología eSIM. El crecimiento de esta línea se verá impulsado, además, por la elevada complementariedad con el negocio core de

visados, permitiendo a SCBYT monetizar necesidades adicionales del viajero internacional sobre una base de usuarios parcialmente ya captada.

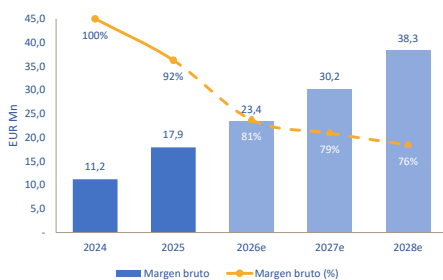
Nuestras proyecciones contemplan: (i) estabilidad en el ingreso medio por eSIM comercializada y (ii) un fuerte crecimiento del volumen (+103% en 2026e y +50% anual en 2027e-2028e). El mayor crecimiento estimado para 2026e responde al esfuerzo comercial realizado por SCBYT durante 2025 para impulsar esta nueva vertical, mientras que para 2027e-2028e estimamos una progresiva normalización de las tasas de crecimiento. Como resultado, los ingresos de Roamic alcanzarían EUR 7,1 Mn en 2026e y se incrementarían hasta c. EUR 16 Mn en 2028e, aumentando progresivamente su peso en el mix de ingresos (32% 2028e).

- **Resto de servicios auxiliares (Globely, PrioVip, Air Claim, Tax Free, etc.).** El arranque de Globely (seguros vinculados a la tramitación de visados; lanzado en ene-26) ha comenzado a evidenciar la capacidad de cross-selling del modelo de SCBYT. A cierre de mar-26, esta vertical superaba las 2.800 pólizas comercializadas y había generado c.EUR 0,15 Mn de ingresos adicionales.

No obstante, estas nuevas verticales continúan en una fase todavía incipiente. Considerando además que el foco estratégico de SCBYT está en el escalado del negocio core de visados (principal puerta de entrada para la captación de usuarios) y Roamic, estimamos una contribución todavía reducida de estos servicios auxiliares: EUR 1,8 Mn en 2026e (c.6% /Ingresos) y c. EUR 4,9 Mn en 2028e (c. 10%).

En conjunto, pre vemos que el crecimiento continúe dependiendo principalmente de la capacidad de SCBYT para seguir escalando el volumen de usuarios y transacciones en la vertical de visados, con una contribución creciente y ya relevante del negocio de conectividad (Roamic) a partir de 2026e. A ello se sumará una aportación todavía reducida, aunque progresivamente creciente, del resto de servicios auxiliares. Lo que apuntaría a unos ingresos de EUR 28,8 Mn en 2026e, EUR 38,4 Mn en 2027e y EUR 50,2 Mn en 2028e (TACC 2025-2028e +37,2%).

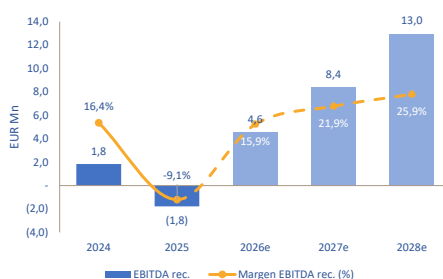
Gráfico 23. Evolución del margen bruto



Márgenes: elevado apalancamiento operativo. Margen EBITDA rec. del 15,9% en 2026e y del 25,9% en 2028e.

El negocio core de Visagov opera con márgenes brutos muy elevados (c. 95%-100%), dada la naturaleza puramente digital de la plataforma y la reducida necesidad de costes variables asociados a cada transacción. Por el contrario, las nuevas verticales de conectividad y servicios auxiliares presentan márgenes inferiores (c.50%, estimación Lighthouse; p. ej. costes de tarjetas, datos, capacidad, etc.).

Gráfico 24. Evolución del margen EBITDA rec.



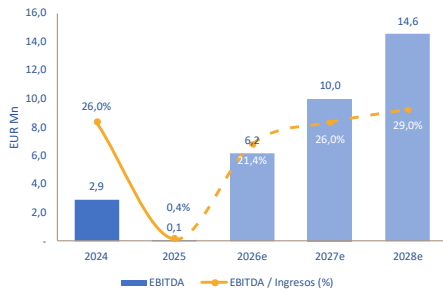
En consecuencia, la creciente contribución de Roamic (eSIMs) y del resto de servicios auxiliares provocará una reducción gradual del margen bruto consolidado, que estimamos pasará del 92,2% en 2025 al 81,1% en 2026e y 76,4% en 2028e. No obstante, en términos absolutos, el margen bruto continuará creciendo con fuerza (margen bruto estimado de EUR 23,4 Mn en 2026e, +30% vs 2025).

Más allá del margen bruto, uno de los atributos diferenciales de SCBYT es su elevada escalabilidad operativa. La plataforma tecnológica propia (IA, reconocimiento óptico de caracteres, automatización y APIs) permite incrementar volúmenes sin aumentar proporcionalmente la estructura de costes.

Gráfico 25. Evolución del margen EBITDA*

- **Gastos de personal.** En 2025, los gastos de personal ascendieron a EUR 2,4 Mn (12,4% sobre ingresos), con una plantilla de 77 empleados a cierre de año y un peso relevante de perfiles tecnológicos e internacionales. Estimamos un incremento del del +37% en 2026e (hasta EUR 3,3 Mn en 2026e) que se reduciría hasta un c.+20% en 2027e-2028e. Lo que debería permitiría una reducción de la ratio de gastos de personal/ingresos hasta el 9,4% en 2028e.

- **Otros gastos de explotación.** La principal partida corresponde a marketing y desarrollo de negocio (c80% del total OPEX). En 2025, estos gastos ascendieron a EUR 17,3 Mn, de los cuales estimamos que c. EUR 14-15 Mn correspondieron a inversión en marketing. Tras el fuerte esfuerzo comercial realizado durante 2025, los datos observados en el 1T26 apuntan ya a una mejora significativa de eficiencia, con un



(*) La cifra de EBITDA difiere de la cifra de "EBITDA rec." debido a que el EBITDA incluye los ingresos por activación de gastos.

ROAS que pasó de EUR 1,31 de ingresos por euro invertido en captación en 2025 a EUR 1,61 en el 1T26. En este contexto, estimamos una moderación del gasto comercial en 2026e, apoyada en una mayor eficiencia de la inversión en captación.

Como resultado, proyectamos una expansión significativa del EBITDA rec., reflejando el elevado apalancamiento operativo del modelo. Tras el fuerte esfuerzo inversor realizado en 2025 (principalmente en marketing, captación de usuarios y desarrollo tecnológico), estimamos una progresiva mejora de la eficiencia comercial y una creciente dilución de costes fijos. En este contexto, proyectamos un EBITDA rec. de EUR 4,6 Mn en 2026e (margen del 15,9%), EUR 8,4 Mn en 2027e (margen del 21,9%) y EUR 13,0 Mn en 2028e (margen del 25,9%).

Adicionalmente, la naturaleza asset light del modelo y la posición de caja neta permitirán que buena parte de la mejora operativa se traslade a EBIT y beneficio neto, que estimamos en EUR 4,3 Mn en 2026e y EUR 10,5 Mn en 2028e.

Fuerte generación de caja apoyada en un modelo "asset light"...

El modelo operativo de SCBYT presenta una baja intensidad de capital (asset light), dado que la inversión recurrente se concentra en la creación, mejora y automatización de plataformas digitales y APIs que sostienen la operativa comercial, la tramitación de visados, la gestión de partners, la conectividad internacional y los sistemas de pago (activaciones de gastos de EUR 1,6 Mn en 2025 y EUR 0,9 en 2024). En nuestras estimaciones, hemos considerado unos gastos capitalizados de c. EUR 1,6 Mn anuales durante el periodo 2026e-2028e, lo que supone un c.50% del gasto de personal en 2026e, que iría reduciéndose hasta el c.34% en 2028e.

La combinación de (i) elevada escalabilidad operativa, (ii) reducidas necesidades de CAPEX y (iii) expansión del EBITDA rec. debería traducirse en una fuerte capacidad de generación de caja durante el periodo proyectado. En este contexto, estimamos un FCF recurrente positivo ya en 2026e (EUR 1,4 Mn), que aumentaría hasta EUR 5,7 Mn en 2027e y EUR 9,1 Mn en 2028e.

...manteniendo un balance muy sano (caja neta creciente; pero sin dividendo).

Como consecuencia de la mejora operativa y la generación de caja estimamos que SCBYT mantendrá una estructura de financiera muy sana (en posición de caja neta), con flexibilidad suficiente para financiar el crecimiento orgánico (plataforma, marketing para nuevas verticales, etc.) e inorgánico, sin necesidad de recurrir de forma significativa al endeudamiento.

Conclusión: escalabilidad, expansión de márgenes y fuerte generación de caja.

SCBYT afronta el periodo 2026e-2028e tras un 2025 marcado por la inversión en marketing, captación de usuarios y desarrollo tecnológico. Nuestras estimaciones contemplan un fuerte crecimiento de ingresos (+37,2% TACC 2025-2028e), pasando de EUR 19,4 Mn en 2025 a EUR 50,2 Mn en 2028e, impulsado principalmente por el escalado del negocio core de visados y la consolidación de Roamic (eSIM) como segunda vertical relevante.

El principal atractivo de SCBYT reside en el elevado apalancamiento operativo de su modelo de negocio. Estimamos una fuerte expansión del EBITDA recurrente, apoyada en la escalabilidad de la plataforma y en la progresiva mejora de la eficiencia comercial (mayor retorno sobre la inversión en captación). En este contexto, proyectamos un EBITDA recurrente de EUR 4,6 Mn en 2026e (margen del 15,9%) y EUR 13,0 Mn en 2028e (margen del 25,9%).

Adicionalmente, la naturaleza asset light del modelo debería permitir una elevada conversión de EBITDA en FCF (>70%). Estimamos un FCF recurrente de EUR 5,7 Mn en 2027e y EUR 9,1 Mn en 2028e, aumentado la actual posición de caja neta y proporcionando (mucho) flexibilidad (algo especialmente valioso en esta industria) para el crecimiento orgánico e inorgánico.

En conjunto, nuestras estimaciones apuntan a que SCBYT podría entrar durante 2026e-2028e en una nueva fase operativa, caracterizada por (i) gran escalado del volumen (visados tramitados y eSIMs comercializadas), (ii) progresiva monetización vía cross-selling (que contribuiría mucho a validar el actual modelo y abriría la puerta a nuevas oportunidades), (iii) expansión significativa del margen EBITDA rec. y (iv) creciente generación de caja. En este contexto, el principal riesgo seguirá concentrándose en la capacidad de SCBYT para mantener el ritmo de captación y monetización de usuarios mediante una inversión eficiente en marketing, clave para demostrar el apalancamiento operativo (y por tanto la expansión de márgenes prevista).

Gráfico 26. Evolución del Free Cash Flow rec.

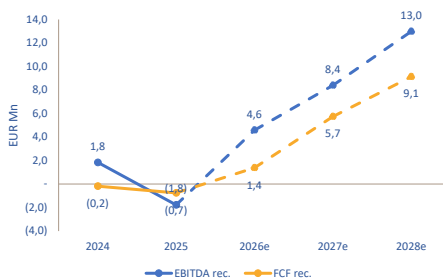
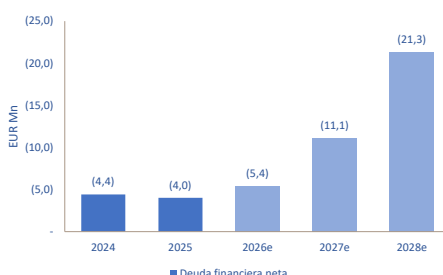


Gráfico 27. Evolución de la deuda financiera neta/(caja neta)



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	137,4			
Market Cap	136,7	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	-4,0	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta			4,8%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	4,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			3,8%	4,2%	
Risk free rate (rf)	3,5%	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	10,4%	Ke = Rf + (R * B)			9,2%	11,6%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	100,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	0,0%	D			=	=	
WACC	10,4%	WACC = Kd * D + Ke * E			9,2%	11,6%	
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.

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 26e	BPA 26e-28e	EV/EBITDA 26e	EBITDA 26e-28e	EV/Vtas. 26e	Ingresos 26e-28e	EBITDA/Vtas. 26e	FCF Yield 26e	FCF 26e-28e
eDreams	EDRE.MC	377,5	12,1	21,9%	6,5	15,5%	1,0	2,3%	15,9%	13,2%	84,3%
Booking Holdings	BKNG.O	107.569,3	15,4	17,0%	11,6	11,2%	4,3	8,7%	37,3%	7,7%	10,1%
Expedia	EXPE.O	22.205,4	11,1	17,6%	6,4	10,2%	1,6	7,3%	25,1%	12,7%	3,4%
TripAdvisor	TRIP.O	1.011,0	8,0	27,0%	4,0	8,3%	0,7	5,0%	16,7%	20,6%	9,8%
BLS International	BLSN.NS	992,3	13,7	n.a.	10,5	n.a.	3,0	n.a.	28,9%	0,0%	n.a.
Plataformas B2C			12,0	20,9%	7,8	11,3%	2,1	5,8%	24,8%	10,9%	26,9%
Amadeus IT	AMA.MC	23.214,7	15,1	11,5%	9,8	9,1%	3,8	7,9%	38,5%	6,0%	10,4%
Sabre Corp	SABR.O	521,3	n.a.	n.a.	7,4	2,7%	1,5	3,0%	20,0%	n.a.	64,0%
Global Business Travel	GBTG.K	4.242,8	42,9	34,8%	9,6	9,4%	1,8	3,9%	19,1%	0,0%	n.a.
Software y tecnología B2B			29,0	23,2%	8,9	7,0%	2,4	4,9%	25,9%	3,0%	37,2%
SCBYT	SCBYT.MC	136,7	31,6	55,7%	21,4	53,7%	4,6	32,0%	21,4%	1,0%	n.a.

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	14,3x
Central	21,9%	8,4	15,7x
Min	19,7%	7,6	17,4x

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

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

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo (EBITDA), la generación de FCF y la ejecución del plan de crecimiento.

- 1. Tensiones geopolíticas y redistribución de la demanda turística.** La actividad de SCBYT está expuesta a la evolución de los flujos turísticos internacionales, que pueden verse alterados por tensiones geopolíticas, conflictos (como el reciente en Irán) o restricciones diplomáticas. Estos eventos pueden provocar una redistribución rápida de la demanda entre destinos, así como cierres puntuales de fronteras o suspensión de visados en determinados países.

En este contexto, SCBYT podría registrar caídas temporales de volumen en mercados concretos, afectando al crecimiento de ingresos a corto plazo. Este riesgo se ve parcialmente mitigado por la elevada diversificación geográfica del negocio (actualmente tramita visados para más de 70 países, con el objetivo de alcanzar los 150 en los próximos años).

- 2. Exposición al marco regulatorio internacional y dependencia de políticas migratorias.** El negocio de SCBYT depende directamente de la normativa de visados y autorizaciones de entrada de los países en los que opera. Cambios en las políticas migratorias (como acuerdos de libre circulación o la eliminación de requisitos de visado) podrían reducir la necesidad de sus servicios en determinadas rutas.

No obstante, la tendencia estructural apunta hacia una mayor digitalización y control de fronteras (p.ej. ETIAS – European Travel Information and Authorization System y ETA – electronic travel authorisation) y una mayor recaudación económica por tasas, lo que previsiblemente sostendrá la demanda de soluciones como las de SCBYT. Aun así, la exposición a un marco regulatorio exógeno constituye un riesgo estructural para el modelo.

- 3. Presión competitiva en el sector TravelTech.** El mercado de servicios de tramitación de visados y movilidad internacional presenta un entorno muy competitivo, con la presencia de operadores consolidados como VFS Global, BLS International o Du Digital, así como otros actores especializados (por ej. Fragomen, Visa First o AlmavivA). Estos competidores cuentan, en muchos casos, con mayor escala, relaciones institucionales y recursos financieros. En este contexto, SCBYT compite principalmente a través de su propuesta tecnológica (automatización, IA, OCR) y su experiencia de usuario. La incapacidad de mantener esta ventaja competitiva (ya sea por una aceleración en la innovación de competidores o por la replicación de su modelo) podría limitar su capacidad de ganar cuota de mercado o presionar sus márgenes. Este riesgo (la competencia) es claramente (y obviamente) el de mayor importancia para SCBYT y su modelo de negocio. En la medida en que la compañía se enfrenta a un número creciente de competidores (en muchos casos de mayor tamaño y capacidad de inversión), con su propuesta tecnológica como única herramienta de defensa.
- 4. Dependencia del segmento de visados.** A pesar de la diversificación hacia nuevas líneas de negocio (eSIMs, seguros, servicios auxiliares), SCBYT mantiene una elevada dependencia de su actividad principal. En 2025, la tramitación de visados representó aproximadamente el 80% de los ingresos. Esto implica que cualquier disrupción específica en este segmento, ya sea regulatoria (eliminación de visados en determinadas rutas), tecnológica (plataformas gubernamentales directas) o competitiva, tendría un impacto directo y significativo en ingresos y rentabilidad. El desarrollo de un ecosistema multivertical y la monetización progresiva del usuario (cross-selling) están orientados a reducir esta dependencia a medio plazo.
- 5. Riesgo de ejecución: escalabilidad operativa.** El crecimiento de SCBYT se apoya principalmente en la capacidad de escalar su plataforma tecnológica y gestionar incrementos relevantes en volumen (usuarios, visados y transacciones) sin deteriorar la calidad del servicio ni incurrir en ineficiencias operativas. En este contexto, limitaciones tecnológicas, incidencias en la plataforma o cuellos de botella operativos podrían afectar negativamente a la experiencia de usuario y al crecimiento del negocio.

Adicionalmente, la compañía no descarta explorar oportunidades de crecimiento inorgánico de forma oportunista. En este sentido, eventuales operaciones de M&A podrían implicar riesgos asociados a la identificación, integración y captura de sinergias.

Adicionalmente, el modelo de negocio actual presenta una cierta dependencia de la eficiencia del gasto en marketing para la captación de usuarios. Un deterioro en métricas clave como el coste de adquisición (CAC) o el retorno de la inversión publicitaria (ROAS) podría impactar negativamente en el crecimiento y en la rentabilidad del negocio.

- 6. Riesgo de ciberataques y protección de datos.** La actividad de SCBYT se basa en una plataforma 100% digital que gestiona y procesa un volumen significativo de información sensible (datos personales, documentación de identidad y transacciones de pago internacionales, entre otros). La materialización de un ciberataque o una brecha de seguridad podría derivar en interrupciones operativas, así como en posibles sanciones regulatorias asociadas al incumplimiento de normativas de protección de datos en distintas jurisdicciones. Adicionalmente, este tipo de incidentes podría afectar negativamente a la confianza de clientes y partners B2B, con impacto potencial en los ingresos, la generación de caja y la rentabilidad.
- 7. Riesgo tecnológico y disrupción.** El sector traveltech se caracteriza por una elevada velocidad de innovación, impulsada por avances continuos en ámbitos como la inteligencia artificial (IA), el reconocimiento óptico de caracteres (OCR) y la conectividad digital. En este contexto, la competitividad de SCBYT depende de su capacidad para mantener y evolucionar su plataforma tecnológica. La aparición de soluciones más eficientes o la falta de adaptación a nuevas tecnologías podría afectar a su posicionamiento competitivo y a su capacidad de crecimiento. Asimismo, la necesidad de acometer inversiones tecnológicas adicionales para mantener su nivel de competitividad podría tener un impacto negativo en la generación de FCF.
- 8. Sensibilidad a la volatilidad del tipo de cambio.** La actividad de SCBYT presenta una exposición relevante a divisa, derivada de su operativa internacional (cobros a clientes y pagos de tasas en distintas monedas), con especial peso del USD, GBP y JPY. Movimientos adversos en los tipos de cambio podrían afectar negativamente a los márgenes, así como al EBITDA y al resultado financiero, en función de la capacidad de la compañía para gestionar esta exposición mediante políticas de cobertura.
- 9. Riesgo de concentración accionarial.** El accionista principal de SCBYT, Axel Serena, tiene una participación mayoritaria del 70,7% del capital social, lo que le confiere un control total de las decisiones estratégicas y de gobierno corporativo de SCBYT. Esta concentración puede implicar una menor capacidad de influencia por parte de los accionistas minoritarios en determinadas decisiones. Aunque la estructura del Consejo de Administración (50% de consejeros independientes) mitiga este riesgo.

Un Consejo de Administración controlado por el fundador y con mayoría de consejeros independientes

SCBYT fue constituida en enero de 2021 por Axel Serena Lobo, quien ostenta en la actualidad el cargo de consejero delegado (CEO) de la Sociedad y mantiene una participación indirecta mayoritaria en su capital social a través de BeGreat Capital, S.L.U. A 31 de diciembre de 2025, BeGreat Capital, S.L.U. controla el 70,7% del capital social de la compañía. Adicionalmente, Oteban, S.L. posee una participación del 5,0% del capital social, participación que corresponde de forma indirecta a Javier Martín Chocarro. SCBYT inició su cotización en BME Scaleup en julio de 2024.

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

- Un Consejo de Administración de tamaño reducido, con alto peso de consejeros ejecutivos e independientes.** El Consejo de Administración de SCBYT está compuesto por un total de seis miembros. A la fecha de su incorporación al segmento BME Scaleup, el Consejo combinaba a un consejero con doble carácter ejecutivo y dominical, BeGreat Capital, representada por Axel Serena Lobo (CEO y Presidente), junto dos ejecutivos (Prokop Selucký y Olga Tintoré Soplón) y tres consejeros independientes (Dayana Peraza Puente, Arturo Díaz Dapena y Laren Capital, S.L.U., representada por Pablo Martín Rodríguez). Sin embargo, tras la renuncia en febrero de 2026 de Pablo Martín Rodríguez, por motivos personales, el Consejo aprobó el nombramiento por cooptación de Gabriel Benguría Aguirreche como nuevo consejero independiente. El Consejo cuenta con una representación femenina del 33%. Adicionalmente, la secretaria del Consejo está ocupada por Mara Viejo.

La mayor parte de los miembros del Consejo fueron designados el 12 de junio de 2024, con motivo de la transformación de la SCBYT en sociedad anónima y su salida a Bolsa, por un período de cuatro años, de conformidad con lo previsto en los Estatutos Sociales. Desde el punto de vista del control accionarial, el Consejero Delegado (Axel Serena) posee, de forma indirecta, una participación mayoritaria del 70,7% a través de BeGreat Capital.

Al estar incorporada al segmento BME Scaleup, SCBYT no está sujeta a las exigencias del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas de la CNMV. No obstante, la compañía ha adoptado prácticas de gobernanza alineadas con los requisitos de su mercado, contando con un Reglamento Interno de Conducta, control de operaciones vinculadas y una Comisión de Auditoría formada íntegramente por consejeros independientes.

- Una comisión de auditoría integrada exclusivamente por independientes; ausencia de comisión de nombramientos y retribuciones.** La comisión de auditoría está integrada por tres miembros, todos ellos consejeros independientes (Dayana Peraza Puente, Arturo Díaz Dapena y, desde febrero de 2026, Gabriel Benguría Aguirreche, quien cubrió la vacante dejada por Laren Capital, S.L.U.). Además, SCBYT no tiene constituida una Comisión de Nombramientos y Retribuciones. El nombramiento de los miembros del Consejo de Administración corresponde a la Junta General de Accionistas, de conformidad con la normativa societaria aplicable, mientras que el régimen de retribución de los administradores se encuentra regulado en los Estatutos Sociales y es aprobado por la Junta General, correspondiendo al Consejo de Administración su aplicación y desarrollo.
- Más de 50 años de experiencia acumulada en tecnología, finanzas y marketing, por el equipo directivo de SCBYT.** El equipo gestor de SCBYT tiene una sólida experiencia en áreas clave. Axel Serena, CEO y fundador, cuenta con más de 30 años de experiencia en el sector online y de telecomunicaciones, habiendo sido *business angel* y mentor en aceleradoras. Olga Tintoré, CFO, tiene 15 años de experiencia en finanzas internacionales, con un historial en empresas multinacionales y Deloitte.

Tabla 1. Miembros del Consejo de Administración

Nombre	Categoría	Cargo	Fecha	% Capital
Begreat Capital (Axel Serena)	Dominical	Presidente/CEO	2021	70,7%
Olga Tintoré Soplón	Ejecutivo	CFO	2024	0,05%
Prokop Selucky	Ejecutivo	CMO	2024	2,20%
Arturo Díaz Dapena	Independiente	Consejero	2024	0,11%
Gabriel Benguría	Independiente	Consejero	2026	n.d.
Dayana Peraza Puente	Independiente	Consejero	2024	0,01%
Total			Total	73,1%

Tabla 2. Miembros de la comisión de auditoría

Miembro de la Comisión	Categoría	Cargo
Arturo Díaz Dapena	Independiente	Presidente
Dayana Peraza Puente	Independiente	Vocal
Gabriel Benguría Aguirreche	Independiente	Vocal

Prokop Selucký, CMO (Chief Marketing Officer - Director de Marketing), ha trabajado durante más de 10 años en marketing digital, liderando campañas y estrategias de expansión global.

Tabla 3. Principales indicadores del 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 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%
Nº casos de corrupción confirmados	-	-

Nota: el 12 de junio de 2024, la Junta General Extraordinaria y Universal de socios acordó la transformación de la sociedad en sociedad anónima (previamente sociedad limitada).

Tabla 4. Estructura accionarial

Nombre	Directa	Indirecta	Total
Begreat Capital S.L.U.	70,7%		70,7%
Oteban S.L.	5,0%		5,0%
Axel Serena		70,7%	70,7%
Javier Martín		5,0%	5,0%
Free float	24,3%		
Total	100,0%		

Nota: Axel Serena persona física a través de Begreat Capital, S.L.U. y Javier Martín Chocarro a través de Oteban S.L.

4. **Una única clase de acciones, cotizadas en BME Scaleup desde julio de 2024.** El capital social de SCBYT asciende a EUR 1.499.206,35, representado por 29.984.127 acciones ordinarias con un valor nominal de EUR 0,05 cada una. Todas las acciones están íntegramente suscritas y desembolsadas y otorgan a sus titulares idénticos derechos políticos y económicos, al pertenecer a una única clase y serie. La totalidad de las acciones se encuentra admitida a negociación en el segmento BME Scaleup desde julio de 2024.

A 20 de abril de 2026, la SCBYT mantiene 73.090 acciones en autocartera.

5. **Retribución del Consejo de Administración fijada por la JGA y de carácter mixto (en acciones y cash).** La JGA ha establecido un importe anual máximo de retribución del conjunto del Consejo de Administración de EUR 350 miles. En diciembre de 2025, se aprobó asimismo un sistema de retribución mediante entrega de acciones propias, con un importe máximo anual de EUR 150 miles, aplicable durante un periodo de cinco ejercicios a repartir entre todos los administradores.
6. **Retribución al accionista.** SCBYT registró un pay-out del 39,33% en 2024 (DPA EUR 0,033; dividend yield del 0,47%). En 2025 se espera un pay-out del 0,0% (DPA EUR 0,0; dividend yield del 0,0%). Para el período 2026-2028 esperamos que el pay-out se sitúe en el 0,0%. Lo que en 2026 implicaría un yield del 0,0%.
7. **Sin conflictos de interés materiales comunicados.** No se han comunicado conflictos de interés materiales que afecten a los miembros del Consejo de Administración de SCBYT, ni la existencia de operaciones relevantes con partes vinculadas.
8. **Supervisión del control interno a cargo del Consejo de Administración y de la Comisión de Auditoría.** La responsabilidad sobre las políticas y procedimientos internos de SCBYT corresponde al Consejo de Administración, siendo la Comisión de Auditoría el órgano encargado de su supervisión en relación con la información financiera y los controles asociados. SCBYT dispone de un Sistema de Control Interno de la Información Financiera (SCIIF) formalizado, así como de procedimientos y criterios internos relativos a la gestión de riesgos, las operaciones con partes vinculadas, la comunicación de información al mercado y el cumplimiento normativo.

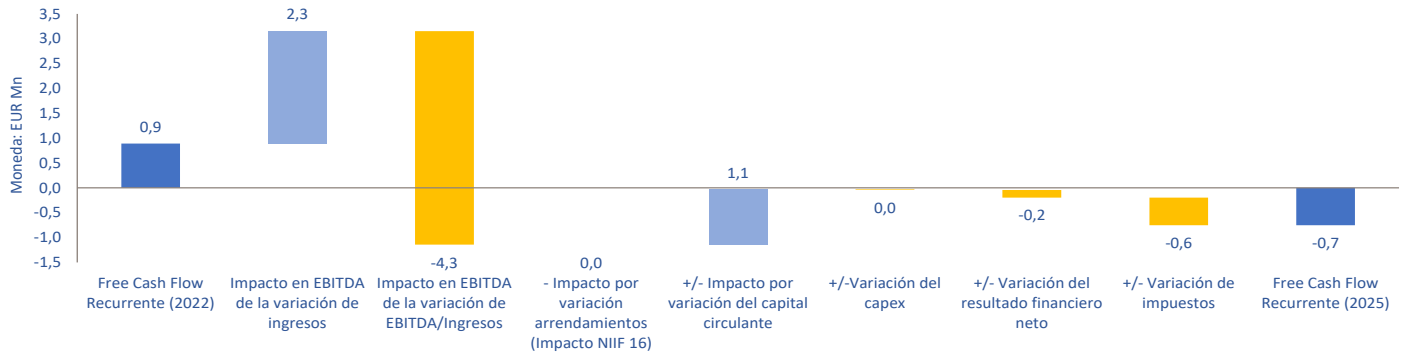
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
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	28,6		
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)	(20,3)		
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	
Total Ingresos		4,5	8,5	11,2	19,4	28,8	38,4	50,2	<i>n.a.</i>	<i>37,2%</i>
<i>Cto.Total Ingresos</i>		<i>n.a.</i>	<i>89,2%</i>	<i>32,0%</i>	<i>73,6%</i>	<i>48,2%</i>	<i>33,2%</i>	<i>30,7%</i>		
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	<i>n.a.</i>	<i>28,8%</i>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>		<i>70,4%</i>	<i>97,9%</i>	<i>100,0%</i>	<i>92,2%</i>	<i>81,1%</i>	<i>78,6%</i>	<i>76,4%</i>		
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	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>		<i>n.a.</i>	<i>713,1%</i>	<i>-13,4%</i>	<i>-196,4%</i>	<i>358,5%</i>	<i>83,2%</i>	<i>54,5%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>		<i>5,8%</i>	<i>25,0%</i>	<i>16,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>15,9%</i>	<i>21,9%</i>	<i>25,9%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.		0,1	0,0	0,2	0,3	-	-	-		
EBITDA		0,3	2,3	2,9	0,1	6,2	10,0	14,6	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Depreciación y provisiones		(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,2)	(0,4)	(0,5)	(0,6)		
Gastos capitalizados		-	0,1	0,9	1,6	1,6	1,6	1,6		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-	-		
EBIT		0,3	2,3	2,9	(0,2)	5,8	9,5	14,0	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.EBIT</i>		<i>n.a.</i>	<i>567,8%</i>	<i>25,8%</i>	<i>-105,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>64,3%</i>	<i>47,5%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>		<i>7,6%</i>	<i>27,0%</i>	<i>25,7%</i>	<i>n.a.</i>	<i>20,1%</i>	<i>24,7%</i>	<i>27,9%</i>		
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	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>		<i>n.a.</i>	<i>600,5%</i>	<i>30,4%</i>	<i>-107,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>64,3%</i>	<i>47,5%</i>		
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	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Impuestos		(0,1)	(0,8)	(0,8)	(0,1)	(1,4)	(2,4)	(3,5)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>		<i>21,9%</i>	<i>24,9%</i>	<i>25,0%</i>	<i>23,2%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios		-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas		-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto		0,3	2,3	2,5	0,2	4,3	7,1	10,5	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.Beneficio neto</i>		<i>n.a.</i>	<i>679,5%</i>	<i>12,2%</i>	<i>-91,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>64,3%</i>	<i>47,5%</i>		
Beneficio ordinario neto		0,2	1,7	2,1	(0,5)	4,3	7,1	10,5	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>		<i>n.a.</i>	<i>789,0%</i>	<i>23,2%</i>	<i>-123,5%</i>	<i>991,8%</i>	<i>64,3%</i>	<i>47,5%</i>		
Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
EBITDA recurrente						4,6	8,4	13,0	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(1,7)	(0,3)	(0,3)		
Cash Flow operativo recurrente						2,8	8,1	12,6	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
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	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						1,4	5,7	9,1	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						(1,4)	(5,7)	(9,1)		

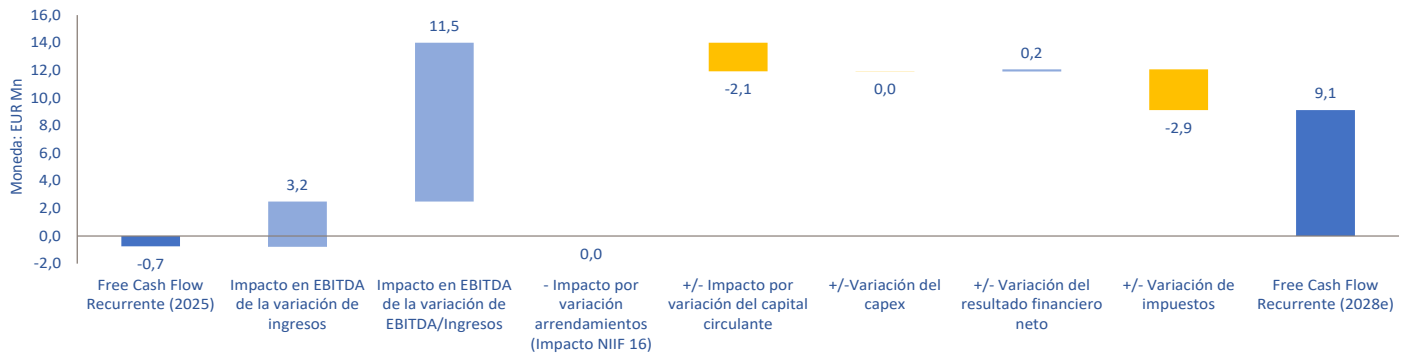
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
								22-25	25-28e
EBITDA recurrente	0,3	2,1	1,8	(1,8)	4,6	8,4	13,0	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>713,1%</i>	<i>-13,4%</i>	<i>-196,4%</i>	<i>358,5%</i>	<i>83,2%</i>	<i>54,5%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>5,8%</i>	<i>25,0%</i>	<i>16,4%</i>	<i>n.a.</i>	<i>15,9%</i>	<i>21,9%</i>	<i>25,9%</i>		
- 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%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>71,5%</i>	<i>-35,2%</i>	<i>-103,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>185,4%</i>	<i>55,6%</i>		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	<i>19,9%</i>	<i>18,0%</i>	<i>8,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>9,9%</i>	<i>21,2%</i>	<i>25,2%</i>		
- 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%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>71,5%</i>	<i>-111,7%</i>	<i>-320,6%</i>	<i>284,5%</i>	<i>314,6%</i>	<i>59,1%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	<i>19,9%</i>	<i>18,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,8%</i>	<i>14,9%</i>	<i>18,2%</i>		
- 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%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	<i>n.a.</i>	<i>126,2%</i>	<i>-73,0%</i>	<i>-165,3%</i>	<i>440,2%</i>	<i>314,6%</i>	<i>59,1%</i>		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>0,7%</i>	<i>1,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,0%</i>	<i>4,2%</i>	<i>6,7%</i>		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	<i>0,7%</i>	<i>1,7%</i>	<i>0,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,0%</i>	<i>4,2%</i>	<i>6,7%</i>		
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)	(0,7)	1,4	5,7		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	0,2	0,7	1,4	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	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	
EBIT	0,3	2,3	2,9	(0,2)	5,8	9,5	14,0	-35,0%	<i>n.a.</i>
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	<i>21,9%</i>	<i>24,9%</i>	<i>25,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
= 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	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
- 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%	<i>n.a.</i>
- 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%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	<i>n.a.</i>	<i>17,5%</i>	<i>-73,3%</i>	<i>-117,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>314,6%</i>	<i>59,1%</i>		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	<i>18,2%</i>	<i>11,3%</i>	<i>2,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>4,8%</i>	<i>14,9%</i>	<i>18,2%</i>		
- 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%	<i>n.a.</i>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	<i>n.a.</i>	<i>83,9%</i>	<i>-39,2%</i>	<i>-71,7%</i>	<i>361,8%</i>	<i>314,6%</i>	<i>59,1%</i>		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	<i>0,6%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,2%</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,0%</i>	<i>4,4%</i>	<i>6,9%</i>		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	<i>0,7%</i>	<i>1,3%</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,2%</i>	<i>1,0%</i>	<i>4,4%</i>	<i>6,9%</i>		

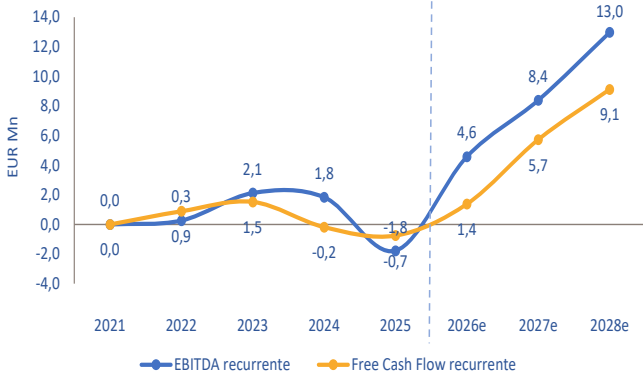
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025)



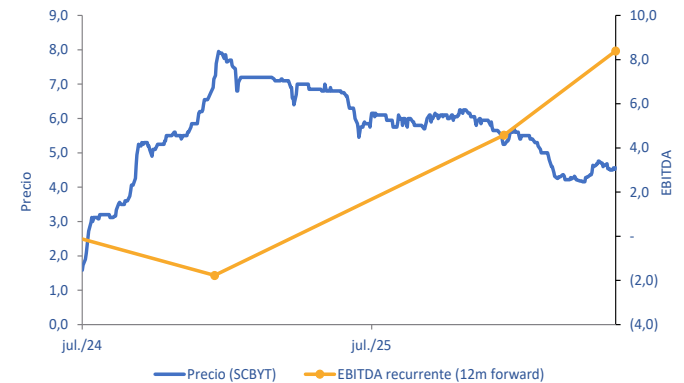
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	136,7	
+ 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)	131,7	

Anexo 4. Comportamiento histórico⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
Total Ingresos								4,5	8,5	11,2	19,4	28,8	38,4	50,2	n.a.	37,2%
Cto. Total ingresos								n.a.	89,2%	32,0%	73,6%	48,2%	33,2%	30,7%		
EBITDA								0,3	2,3	2,9	0,1	6,2	10,0	14,6	n.a.	n.a.
Cto. EBITDA								n.a.	567,8%	27,2%	-97,4%	n.a.	61,9%	45,9%		
EBITDA/Ingresos								7,6%	27,0%	26,0%	0,4%	21,4%	26,0%	29,0%		
Beneficio neto								0,3	2,3	2,5	0,2	4,3	7,1	10,5	n.a.	n.a.
Cto. Beneficio neto								n.a.	679,5%	12,2%	-91,5%	n.a.	64,3%	47,5%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)								30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0		
BPA (EUR)								0,01	0,08	0,08	0,01	0,14	0,24	0,35	n.a.	n.a.
Cto. BPA								n.a.	n.a.	12,2%	-91,5%	n.a.	64,3%	47,5%		
BPA ord. (EUR)								0,01	0,06	0,07	-0,02	0,14	0,24	0,35	n.a.	n.a.
Cto. BPA ord.								n.a.	n.a.	23,2%	n.a.	n.a.	64,3%	47,5%		
CAPEX								-	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
CAPEX/Vtas % ¹								0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%		
Free Cash Flow								1,0	2,3	0,6	(0,4)	1,4	5,7	9,1	n.a.	n.a.
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾								-2,7x	-1,0x	-1,5x	-52,7x	-0,9x	-1,1x	-1,4x		
PER (x)								n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	31,6x	19,2x	13,0x		
EV/Vtas (x)								n.a.	n.a.	18,73x	7,85x	4,57x	3,43x	2,63x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾								n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	21,4x	13,2x	9,1x		
Comport. Absoluto								n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-13,1%				
Comport. Relativo vs Ibex 35								n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-16,4%				

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

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

Anexo 5. Principales comparables 2026e

		Plataformas B2C					Software y tecnología B2B					SCBYT
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	377,5	107.569,3	22.205,4	1.011,0	992,3		23.214,7	521,3	4.242,8		136,7
	Enterprise value (EV)	734,9	109.628,4	22.150,3	1.089,7	916,0		25.859,8	3.666,6	5.216,8		131,7
Información financiera básica	Total Ingresos	706,9	25.342,0	13.791,2	1.621,1	301,3		6.850,3	2.494,8	2.831,7		28,8
	Cto.Total Ingresos	3,3%	9,2%	8,6%	-0,5%	11,6%	6,4%	5,1%	4,5%	20,9%	10,1%	48,2%
	2y TACC (2026e - 2028e)	2,3%	8,7%	7,3%	5,0%	n.a.	5,8%	7,9%	3,0%	3,9%	4,9%	32,0%
	EBITDA	112,5	9.464,4	3.461,9	271,0	87,2		2.636,6	498,5	540,7		6,2
	Cto. EBITDA	-25,5%	5,1%	31,7%	48,7%	18,2%	15,6%	6,1%	27,8%	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%	28,9%	24,8%	38,5%	20,0%	19,1%	25,9%	21,4%
	EBIT	54,0	9.011,9	2.390,4	126,3	77,1		1.923,7	408,0	208,4		5,8
	Cto. EBIT	-42,7%	6,4%	28,2%	23,1%	18,0%	6,6%	6,4%	36,6%	2,0%	15,0%	n.a.
	2y TACC (2026e - 2028e)	17,8%	11,0%	12,5%	20,8%	n.a.	15,5%	10,2%	4,2%	21,7%	12,1%	55,7%
	EBIT/Ingresos	7,6%	35,6%	17,3%	7,8%	25,6%	18,8%	28,1%	16,4%	7,4%	17,3%	20,1%
	Beneficio Neto	28,2	7.056,8	2.035,8	132,1	72,8		1.471,6	6,4	115,3		4,3
	Cto. Beneficio Neto	-53,3%	51,5%	81,5%	283,3%	11,7%	75,0%	10,4%	102,9%	25,0%	46,1%	n.a.
2y TACC (2026e - 2028e)	26,1%	12,1%	13,6%	19,9%	n.a.	17,9%	10,8%	n.a.	n.a.	10,8%	55,7%	
CAPEX/Ventas	8,4%	1,5%	5,0%	4,2%	2,5%	4,3%	11,9%	3,3%	5,0%	6,7%	0,1%	
Free Cash Flow	49,9	8.334,1	2.827,3	208,7	n.a.		1.385,3	(61,3)	n.a.		1,4	
Deuda financiera Neta	260,2	996,3	(1.104,5)	51,3	n.a.		2.102,0	3.015,2	849,0		(5,4)	
DN/EBITDA (x)	2,3	0,1	n.a.	0,2	n.a.	0,9	0,8	6,0	1,6	2,8	n.a.	
Pay-out	0,0%	16,6%	9,8%	0,0%	5,1%	6,3%	48,4%	0,0%	0,0%	16,1%	0,0%	
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	12,1	15,4	11,1	8,0	13,7	12,0	15,1	n.a.	42,9	29,0	31,6
	P/BV (x)	1,3	n.a.	17,2	1,6	3,4	5,9	4,2	n.a.	2,7	3,4	12,5
	EV/Ingresos (x)	1,0	4,3	1,6	0,7	3,0	2,1	3,8	1,5	1,8	2,4	4,6
	EV/EBITDA (x)	6,5	11,6	6,4	4,0	10,5	7,8	9,8	7,4	9,6	8,9	21,4
	EV/EBIT (x)	13,6	12,2	9,3	8,6	11,9	11,1	13,4	9,0	25,0	15,8	22,8
	ROE	15,5	n.a.	n.a.	16,9	28,4	20,3	29,1	8,3	10,3	15,9	49,3
	FCF Yield (%)	13,2	7,7	12,7	20,6	n.a.	13,6	6,0	n.a.	n.a.	6,0	1,0
	DPA	0,00	1,44	1,59	0,00	0,01	0,61	1,62	0,00	0,00	0,54	0,00
Dvd Yield	0,0%	1,0%	0,9%	0,0%	0,4%	0,5%	3,2%	0,0%	0,0%	1,1%	0,0%	

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

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

LIGHTHOUSE

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

Director de análisis

Alfredo Echevarría Otegui
alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Analistas que han contribuido a este informe:

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

Daniel Gandoy López
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti
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 ha sido elaborado por Lighthouse en colaboración con la UPM (Universidad Politécnica de Madrid). La analista Carmen Iglesias Hidalgo, colaboradora de este informe, 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.

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

Estados Unidos. IEAF Servicios de Análisis S.L.U. no está inscrito en Estados Unidos y, por lo tanto, no está sujeto a la normativa de dicho país sobre la elaboración de análisis y la independencia de los analistas. Este informe se distribuirá únicamente a los principales inversores institucionales de EE.UU., con arreglo a la exención de inscripción estipulada por la Normativa 15a-6 de la Ley del Mercados de Valores de Estados Unidos de 1934, en su versión enmendada (la "Exchange Act") y en las interpretaciones de ésta realizadas por la Comisión de Valores de EE.UU. ("SEC").

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
26-May-2026	n.a.	4,56	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Pablo Victoria Rivera, CESGA

