

Holaluz (HLZ), fundada en 2010 en Barcelona, es una greentech centrada en la comercialización de electricidad 100% renovable, la representación de productores en el mercado eléctrico y la instalación de sistemas de energía solar. En 2024 contaba con c. 300 mil contratos y gestionaba 15.200 instalaciones. Los 3 socios fundadores controlan el 38% y están involucrados en la gestión.

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

Ante una conditio sine qua non

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	28,0	32,2
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	64,5	74,0
Número de Acciones (Mn)	21,9	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,63 / 1,29 / 0,87	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,05	
Rotación ⁽²⁾	48,7	
Factset / Bloomberg	HLZ-ES / HLZ SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)⁽⁶⁾

Fondo Axon ICT III	14,4
Icosium	14,1
Carlota Pi	12,6
Ferrán Nogué	12,6
Free Float	27,9

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	21,8	21,9	21,9	21,9
Total Ingresos	271,9	265,3	283,2	293,4
EBITDA Rec.	-3,0	7,0	9,8	12,3
% Var.	41,5	328,7	40,6	26,1
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	2,6	3,5	4,2
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	3,9	10,9	5,6	5,5
Beneficio neto	-31,5	-9,7	-7,2	1,9
BPA (EUR)	-1,44	-0,44	-0,33	0,09
% Var.	-14,0	69,4	25,6	126,5
BPA ord. (EUR)	-1,22	-0,44	-0,33	0,09
% Var.	1,4	63,8	25,6	126,5
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	14,8	-35,1	-2,5	-1,0
Pay-out (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	41,1	58,7	61,2	62,2
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	8,4	6,3	5,0
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROCE (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	n.a.	12,9

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	14,7
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	14,7
P/BV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	0,24	0,24	0,23	0,22
EV/EBITDA Rec.	n.a.	9,3	6,6	5,2
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	12,0
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	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 Utilities.

(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.

(6) Otros: Oriol Vila 12,6%, Geroa Pentsioak 5,7%

DEL CICLO EXPANSIVO A LA CONTRACCIÓN: CAMBIO DE FASE EN HLZ. HLZ pasó de una fase de crecimiento impulsado por precios de la electricidad elevados y expansión comercial (EUR 923 Mn en ingresos en 2022 y c.300 mil puntos de suministro - CUPS) a una contracción operativa marcada por la caída de ingresos (-56% en 2024) y la necesidad de redimensionar su estructura, especialmente en el negocio Solar. La reestructuración (2023-2024) ha estabilizado parcialmente el negocio, sentando las bases para una vuelta a EBITDA recurrente positivo en 2025e.

EL PLAN DE REESTRUCTURACIÓN: CONDICIÓN NECESARIA PARA LA CONTINUIDAD.

Tras la homologación judicial del Plan de Reestructuración en junio de 2025, el desembolso del segundo tramo de la ampliación de capital comprometida por Icosium (EUR 15,52 Mn) es crítico. A cierre de este informe, solo se ha ejecutado el primer tramo (EUR 6,48 Mn). Aunque nuestras proyecciones asumen la plena efectividad del plan, estimamos un FCF negativo acumulado 25e-27e de c. EUR -40 Mn (esencialmente por consumo de circulante), por lo que la viabilidad financiera, en un negocio sin capacidad de desapalancamiento orgánico, depende del acceso continuado a financiación externa (vía equity y dilución).

LA CLAVE: ACTIVACIÓN COMERCIAL Y CRECIMIENTO EN SOLAR. HLZ basa su estrategia en tres pilares: (i) consolidación de la Tarifa Justa como propuesta central, (ii) reactivación del negocio Solar con foco en instalaciones de mayor valor añadido (y mayor penetración de baterías), y (iii) eficiencia operativa mediante su plataforma tecnológica. Con estas palancas, estimamos una recuperación gradual de ingresos (+5% TACC 25e-27e) y gran avance del margen EBITDA (2,6% 2025e a 4,2% 2027e).

UN MODELO CON OPCIONES DE ÉXITO, PERO 100% CONDICIONADO AL PLAN DE REESTRUCTURACIÓN. El modelo utility no convencional (greentech) de HLZ le otorga una posición singular para aprovechar la transición energética en España. Lo que aún no se refleja en su P&L. Su rentabilidad actual proviene todavía del negocio de comercialización. Pero el Plan de Reestructuración de deuda es *conditio sine qua non* de viabilidad y, a día de hoy, implica un escenario binario (condiciona nuestras proyecciones). Cabe crecer y mejorar márgenes. Pero el acceso al capital (a corto, medio y largo plazo) es determinante. E implica un nivel de riesgo muy elevado. La acción, muy penalizada desde 2022, refleja ese riesgo. La conclusión del Plan de Reestructuración sería un catalizador evidente.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	10,3	-19,7	-4,5	18,5	-88,4	-80,6
vs Ibex 35	5,8	-26,9	-24,5	-2,8	-93,1	-90,0
vs Ibex Small Cap Index	4,7	-29,3	-20,0	-7,4	-90,4	-88,9
vs Eurostoxx 50	8,6	-21,0	-12,1	7,6	-92,2	-88,7
vs Índice del sector ⁽³⁾	7,0	-28,8	-19,5	1,9	-90,2	-85,5

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

Holaluz Clidom (HLZ) es una compañía de BME Growth

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

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c.130 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

HLZ: opción de mejora operativa 100% condicionada al éxito del Plan de Reestructuración y al acceso continuado a financiación

HLZ es una greentech cotizada en BME Growth focalizada en la transición energética.

Holaluz (HLZ) es una pequeña utility no convencional (greentech) especializada en soluciones de energía 100% renovable, con un modelo de negocio innovador que combina (i) comercialización de electricidad, (ii) representación de productores renovables e (iii) instalación de sistemas de energía solar para autoconsumo/generación distribuida. Fundada en 2010 y con base operativa principalmente en España, HLZ ha crecido de manera acelerada gracias a su capacidad para innovar (ejemplificada en su producto estrella, la Tarifa Justa) y su visión de transformar a los consumidores en prosumers (consumidores y productores a la vez). Gracias al desarrollo de una plataforma tecnológica propia y su enfoque en la generación distribuida.

Con un modelo innovador y apoyado en una plataforma tecnológica propia.

Durante los últimos ejercicios, HLZ ha atravesado una profunda transformación operativa y financiera que obliga a replantearse dos preguntas clave: ¿qué es HLZ hoy? y ¿qué puede esperarse de la compañía en el periodo 2025e–2027e?

A) ¿Dónde está HLZ ahora? (2022-2024)

Analizando la evolución de HLZ en el periodo 2022-2024 destacamos:

Crecimiento exponencial durante 2021 – 2022...

- **HLZ experimentó un importante crecimiento durante los años 2021 y 2022**, evidenciado en una facturación que aumentó hasta los EUR 923,3 Mn en 2022 (vs EUR 236 Mn en 2020). Las principales razones fueron (i) el crecimiento en el número de puntos de suministro consecuencia de una significativa inversión en captación de clientela (alcanzado c. 300 mil CUPS en 2022) y (ii) subidas en el precio de la electricidad en España (precio medio final en 2020 de 40 EUR/MWh vs 119 EUR/MWh en 2021 vs 204 EUR/MWh en 2022). Adicionalmente, junto a los elevados precios de la electricidad, un contexto de bajos tipos interés incentivó la demanda de las instalaciones solares para autoconsumo, que se materializó en un año récord de instalaciones en 2022 en España. En este contexto, HLZ decidió adquirir 3 sociedades dedicadas a la instalación de placas fotovoltaicas, dimensionando su estructura para satisfacer el incremento de la demanda.

... y reestructuración operativa tras fuerte contracción.

- **Sin embargo, el contexto macroeconómico y sectorial cambió durante 2023**, año que estuvo marcado por un incremento en las tasas de inflación, subidas de tipos de interés y volatilidad en los mercados energéticos, con fuertes caídas de precios. Esto provocó una contracción significativa de los ingresos de HLZ, c. -33% en 2023 y c. -56% en 2024, hasta los EUR 271,9 Mn. Este nuevo entorno, junto con un sobredimensionamiento especialmente en el área Solar, motivó una profunda optimización de costes y una reducción de plantilla durante 2024.

Tarifa Justa alcanza 70% de penetración en clientes residenciales.

- **Durante este periodo, HLZ impulsó el producto Tarifa Justa como propuesta diferencial** para mitigar la volatilidad y ofrecer mayor previsibilidad a sus clientes domésticos, logrando que aproximadamente el 70% de esta cartera optara por este modelo. Esta estrategia contribuyó a reducir riesgos comerciales y optimizar costes operativos, especialmente en la gestión administrativa y la atención al cliente.

En 2024, HLZ mejoró su operativa tras recortar plantilla y automatizar procesos.

- **A lo largo de 2024, HLZ registró una mejora operativa considerable**. Gracias al programa de reducción de costes y reestructuración, la compañía logró contener los gastos, reduciendo su plantilla en un 37%, sobre todo en la unidad Solar, y automatizando procesos administrativos que permitieron ahorros en costes externos, como los servicios de call center. Esta contención de costes resultó en un avance importante hacia una rentabilidad operativa positiva a nivel consolidado.

HLZ afronta tensiones financieras y se apoya en Icosium para estabilizar su capital.

- **No obstante, HLZ enfrentó tensiones financieras relevantes, evidenciadas en altas pérdidas acumuladas y un elevado nivel de endeudamiento**, que impulsaron el inicio de un Plan de Reestructuración de su deuda financiera. La entrada del inversor Icosium, con un compromiso de ampliación de capital de EUR 22 Mn, representa un punto de inflexión para la estabilización de su estructura de capital. A cierre de 2024, HLZ había ejecutado parcialmente este compromiso (ver), y avanzaba en la racionalización operativa. No obstante, mantiene un FCF negativo y una dependencia relevante de financiación externa.

Por tanto, del análisis del periodo 2022–2024 se puede concluir que HLZ pasó de un fuerte crecimiento, impulsado por la expansión comercial y los altos precios de la electricidad, a una fase de contracción marcada por la caída de puntos de suministro e ingresos, el sobredimensionamiento operativo y una situación de balance que compromete su viabilidad. Las medidas de reestructuración y eficiencia mejoraron su operativa, pero la compañía cerró 2024 aún con flujo de caja negativo y gran necesidad de financiación, iniciando un plan de reestructuración apoyado por la entrada del socio estratégico Icosium.

B) ¿Hacia dónde va HLZ? (2025e-2027e)

Plan de Reestructuración
judicialmente homologado en
junio 2025...

A fecha de este informe, HLZ ha alcanzado un hito clave en su proceso de reestructuración financiera tras obtener la homologación judicial del Plan de Reestructuración por parte del Juzgado de lo Mercantil nº5 de Barcelona el 2 de junio de 2025. Este plan, que abarca préstamos bancarios, instrumentos de circulante, pagarés MARF y líneas de avales, se considera esencial para restablecer la viabilidad operativa en el corto plazo.

... pero pendiente de la segunda
fase de la ampliación de capital
de Icosium para desplegar
plenos efectos.

El Plan consta de dos hitos clave: el primero, ya cumplido, es la homologación judicial del acuerdo; el segundo, aún pendiente a fecha de este informe, es el desembolso completo de los EUR 22 Mn comprometidos por Icosium, de los cuales se han ejecutado EUR 6,48 Mn en marzo de 2025. El cumplimiento del segundo tramo (EUR 15,52 Mn adicionales) resulta crítico, ya que condiciona la plena efectividad del plan y, por tanto, la continuidad de HLZ. Nuestras proyecciones consideran su ejecución como escenario base, aunque con reconocimiento explícito del riesgo de no materialización.

La profunda reestructuración operativa y el avance en la aprobación total del plan de reestructuración nos empuja a estimar un horizonte inmediato para HLZ marcado por una recuperación operativa gradual.

Estabilización de ingresos
prevista en 2025e.

- **Se prevé que los ingresos se estabilicen en 2025e** tras la contracción experimentada en 2023-2024, y retomen un crecimiento moderado durante los años 2026e y 2027e (+5% TACC 2025e-2027e). Estimamos que este repunte estará sustentado en las siguientes hipótesis:
 - **La consolidación del producto Tarifa Justa**, que ofrece a los clientes domésticos mayor previsibilidad y simplicidad en su consumo eléctrico.
 - **La reactivación del negocio Solar**, impulsada por nuevas líneas de financiación verde (ICO), avances regulatorios favorables al autoconsumo colectivo/generación distribuida y una creciente penetración de soluciones de almacenamiento energético, como baterías.

Mejora progresiva del EBITDA
recurrente hasta 2027e.

- **Paralelamente, HLZ continuará racionalizando su estructura y optimizando procesos tecnológicos y administrativos.** Estas acciones permitirán apalancar mejor la estructura de costes y mejorar los márgenes EBITDA recurrentes. Se proyecta un aumento del margen desde el -1,1% en 2024 hasta el 2,6% en 2025e y 4,2% en 2027e, reflejando mayor estabilidad y eficiencia comercial. Además, el negocio Solar se reposicionará hacia instalaciones de mayor valor añadido y con alta penetración de baterías (c. 50% en 2024 vs c. 15% en 2023).

FCF seguirá negativo por
normalización del circulante y
CAPEX.

- **Sin embargo, la recuperación operativa vendrá acompañada de desafíos financieros estructurales.** El FCF continuará en terreno negativo durante el periodo 2025e-2027e, debido a la normalización del capital circulante y la necesidad constante de reinversión en tecnología, innovación y captación de clientes para mantener la competitividad y el crecimiento sostenido. Este déficit acumulado, estimado en c. EUR 40 millones, exigirá que HLZ mantenga un acceso permanente a fuentes de financiación, tales como ampliaciones de capital o instrumentos híbridos, elevando así el riesgo potencial de dilución para los accionistas actuales.

El papel de Icosium será
relevante para completar la
reestructuración y respaldar
inversiones estratégicas

- **En este escenario, la alianza estratégica con Icosium se presenta como un elemento fundamental para fortalecer la posición financiera y facilitar la inversión en áreas clave**, como el desarrollo tecnológico, la captación de clientes y la exploración de nuevas líneas de negocio, incluyendo iniciativas en gas. La capacidad de Icosium para acompañar esta fase de consolidación y expansión será crítica para asegurar la viabilidad financiera y el cumplimiento de los objetivos estratégicos de HLZ a corto y medio plazo.

En resumen, aunque HLZ muestra signos claros de recuperación y racionalización operativa, la sostenibilidad de su crecimiento depende de la efectiva materialización del Plan de Reestructuración, y el mantenimiento de su acceso a financiación externa en un entorno que puede seguir siendo exigente.

C) HLZ presenta fortalezas clave, pero cuya rentabilización exige reducir/eliminar el elevado riesgo financiero y de balance actual.

Entre las fortalezas de HLZ destacamos:

Tecnología propia, base de clientes, tendencias del mercado y apoyo estratégico para consolidar su modelo.

- HLZ cuenta con una plataforma tecnológica propia que optimiza de manera integral la gestión del negocio, abarcando desde la previsión y compra de energía hasta la facturación y atención al cliente. Esta infraestructura tecnológica le permite desarrollar productos innovadores y eficientes, otorgándole una ventaja competitiva en el mercado.
- HLZ ha comenzado a posicionarse en el desarrollo de soluciones de Virtual Power Plant (VPP), aprovechando su plataforma tecnológica y su base de clientes con sistemas de energía solar. Este enfoque le permite agregar y coordinar recursos distribuidos (instalaciones fotovoltaicas, baterías, cargadores eléctricos, etc.), anticipando un modelo energético más flexible y descentralizado.
- Su posicionamiento en el mercado español, en un contexto de transición energética y con una demanda creciente de energías renovables y sistemas de energía solar, le proporciona una base firme para sostener y acelerar su crecimiento.
- Además, su cartera de clientes recurrentes y la consolidación del modelo de suscripción contribuyen a mejorar los márgenes operativos y a reducir los costes de gestión.
- La incorporación del socio estratégico Icosium aporta recursos financieros y experiencia, elementos clave para la implementación del plan de negocio y para fortalecer la capacidad de inversión y expansión de la compañía.

No obstante, HLZ se enfrenta a una serie de riesgos muy importantes:

Dependencia crítica de financiación externa para sostenibilidad.

- Su exposición a la volatilidad del mercado mayorista y las limitaciones existentes en las estrategias de cobertura pueden afectar negativamente los márgenes operativos.
- El crecimiento esperado en el negocio Solar depende de factores externos como la evolución regulatoria, la logística y la demanda, que pueden sufrir variaciones adversas.
- La concentración geográfica exclusiva en España incrementa la vulnerabilidad de la compañía frente a posibles cambios regulatorios o condiciones adversas del mercado local.
- El modelo Tarifa Justa, estructurado como una cuota fija mensual, requiere un ajuste preciso entre el consumo real y el estimado. Desviaciones significativas pueden generar insatisfacción en parte de la base de clientes, introduciendo riesgo reputacional en un entorno altamente competitivo y sensible a la experiencia de usuario.
- La dependencia estructural de financiación externa genera un riesgo relevante de dilución accionarial y exige una gestión crítica de los vencimientos financieros para garantizar la sostenibilidad.
- El punto de partida (junio 2025, fecha de este informe) es un balance hiperapalancado en una compañía con patrimonio neto negativo y sin una opción clara generación de FCF positivo a corto/medio plazo. Lo que convierte el actual Plan de Reestructuración en el principal riesgo de HLZ a corto plazo, en la medida en que es decisivo y todavía no está plenamente resuelto.

D) Conclusión: un modelo innovador y con opciones de éxito, pero 100% condicionado a su financiación. Aún no resuelta.

Modelo alineado con transición energética, con foco en comercialización y generación distribuida.

Tras analizar la evolución reciente de HLZ, resulta clave mirar más allá del corto plazo para entender las palancas estratégicas que definirán su proyección futura. En este sentido, conviene destacar 3 factores estructurales y de posicionamiento que configurarán la próxima fase de desarrollo de la compañía.

La consolidación plena del plan y el acceso a financiación serán clave para sostener la recuperación.

- **Modelo de negocio innovador y alineado con tendencias de medio plazo (transición energética y la digitalización del sector eléctrico).** Su plataforma tecnológica y su posicionamiento consolidado en comercialización y generación distribuida la sitúan en una posición favorable para aprovechar las oportunidades de crecimiento en el mercado español.

HLZ combina un modelo greentech competitivo con riesgos financieros críticos y ejecución aún pendiente del plan.

- **La capacidad de optimizar márgenes, estabilizar y expandir su base de clientes**, así como mantener una estructura de costes eficiente.
- **El pleno despliegue del Plan de Reestructuración, junto con el acceso continuo a fuentes de financiación, será determinante** para superar la crítica situación financiera actual y recuperar una senda sostenible de crecimiento.

En conclusión, y a nuestro juicio, HLZ debe ser considerada hoy como una utility no convencional (greentech) en proceso de consolidación de su modelo de negocio. A pesar de las tensiones operativas y financieras recientes, su propuesta de valor se mantiene alineada con los vectores estructurales de la transición energética: electrificación, digitalización y autoconsumo/generación distribuida. Su modelo está basado en una plataforma tecnológica propia, el producto Tarifa Justa y un enfoque centrado en el cliente como "prosumer" (productor/consumidor) que le otorga una posición competitiva en el mercado.

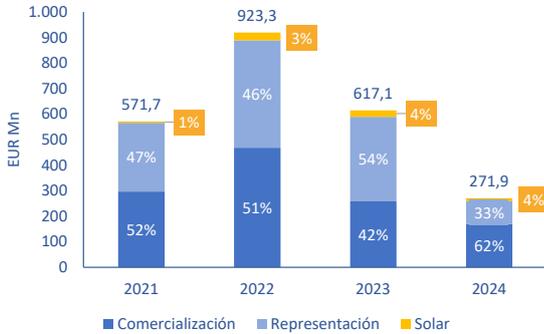
HLZ enfrenta retos estructurales de desapalancamiento, generación de caja y acceso a financiación, en un contexto en el que la dilución accionarial continúa siendo un riesgo casi inevitable. De manera muy simple, HLZ presenta un modelo de negocio "a favor de corriente" (regulatoria, sectorial) pero en el que su ejecución exitosa depende de la captación de capital: que es la gran restricción de este modelo de negocio. Como prueba lo ocurrido en el período 2022-2023.

Es por esta razón que el desempeño de HLZ durante 2025e–2027e dependerá, en primer lugar de la plena ejecución del Plan de Reestructuración, que sigue condicionado al segundo desembolso comprometido por Icosium. Y que hoy es ("el elefante en la habitación") una *conditio sine qua non* para nuestras proyecciones financieras (sin esa condición serían imposibles). Y para el futuro de la compañía. Lo que convierte el Plan de Reestructuración (la plena captación de los fondos comprometidos) en el ("único") elemento a monitorizar hoy en HLZ. Y que implica un nivel de riesgo objetivamente muy alto en HLZ.

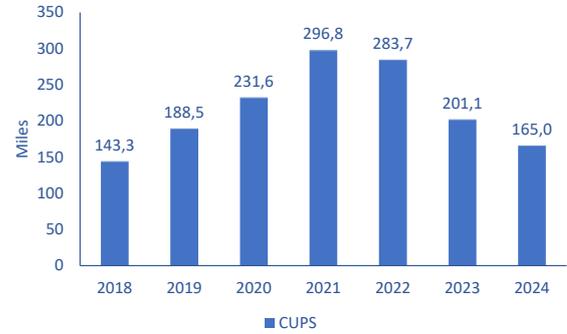
Por último, y desde el punto de vista de cotización de HLZ, nuestras proyecciones cotizan a 9,3x EV/EBITDA 2025e. Una prima del c. +10% frente a las utilities integradas (8,3x) y una prima del c. +20% frente a comercializadoras independientes (7,6x).

La compañía en 8 gráficos

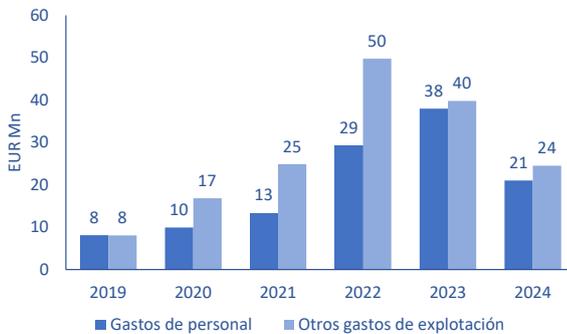
HLZ es una greentech que ofrece servicios de comercialización, representación e instalación y gestión de sistemas de energía solar



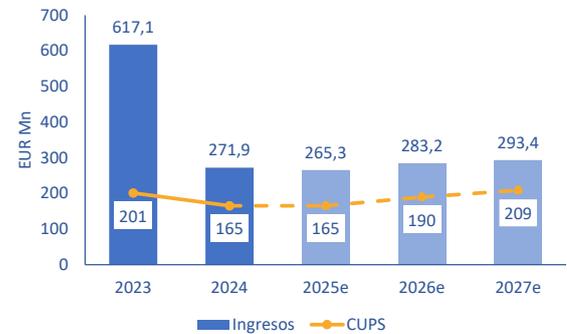
La compañía experimentó un fuerte crecimiento hasta el año 2021, seguido de un ajuste en la base de clientes (CUPS)



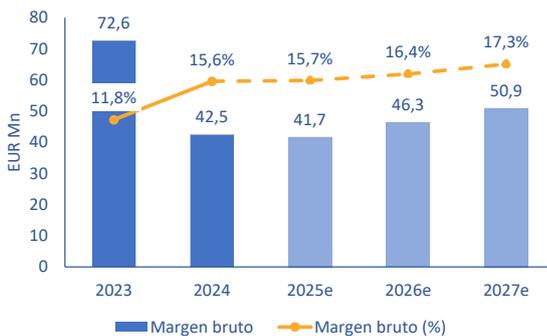
Esta situación llevó a HLZ a adaptar su estructura operativa (gastos de personal -45% vs 2023; otros gastos de expl. -38% vs 2023)



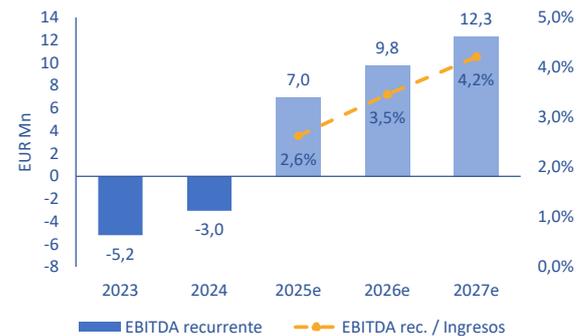
La reestructuración operativa sienta las bases para consolidar el modelo y retomar la senda de crecimiento (TACC 24-27e: +2,6%)



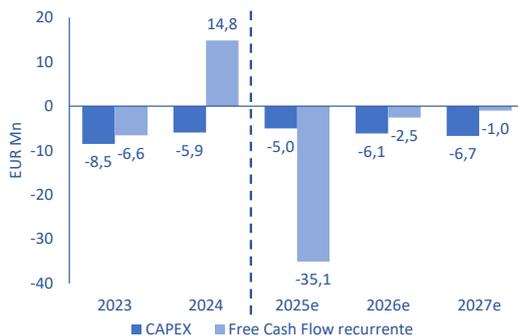
La plataforma tecnológica propia y la Tarifa Justa continúan impulsando una mejora sostenida del margen bruto



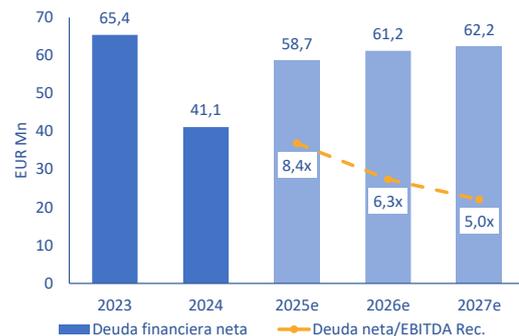
La contención de costes y la eficiencia operativa allanan el camino hacia un EBITDA rec. ya positivo en 2025e (mg. EBITDA rec. del 2,6%)



A pesar de la mejora operativa, el modelo requiere inversión en innovación y captación, manteniendo el FCF en negativo 25e-27e



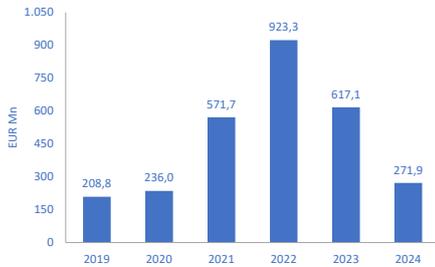
El acceso a financiación y la mejora del apalancamiento serán claves para ejecutar el plan de negocio (DFN/EBITDA rec. 2025e: 8,4x)



Descripción del negocio

Un modelo de negocio focalizado en aprovechar la transición energética. La reestructuración de la deuda sigue siendo clave.

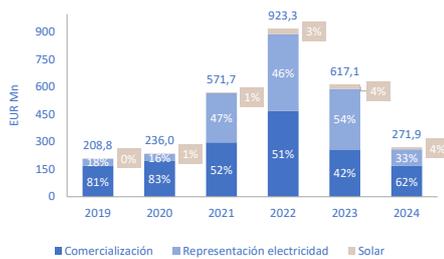
Gráfico 1. Ingresos



Holaluz (HLZ) es una utility no convencional (greentech) de pequeño tamaño (Market Cap. EUR 28,0 Mn) enfocada en la transición energética, fundada en 2010 y con sede en Barcelona. Su modelo de negocio se basa en una plataforma tecnológica propia para la gestión energética descentralizada, que permite integrar y optimizar distintas fuentes de generación distribuida, almacenamiento y consumo.

Esta plataforma constituye el núcleo del modelo de negocio y potencia sus dos verticales principales: Energy Management y Solar. La primera integra (i) la comercialización de energía eléctrica 100% renovable y (ii) representación ante el mercado eléctrico de productores de electricidad verde, tanto centralizados como distribuidos. La segunda engloba la instalación, mantenimiento y gestión de sistemas de energía solar (paneles, baterías, cargadores eléctricos, etc.), todos ellos inteligentes y conectados a la plataforma tecnológica. Su monetización actual proviene principalmente de la comercialización de electricidad de origen renovable y de la actividad de Solar.

Gráfico 2. Desglose Ingresos



Los 3 socios fundadores, Carlota Pi Amorós (CEO y Presidenta Ejecutiva), Ferran Nogué Collgròs (Chief Energy Management Officer) y Oriol Vila Grifoll, controlan el 37,8% del capital y se encuentran plenamente involucrados en la gestión de la compañía. En noviembre de 2019, la Sociedad se incorpora a BME Growth.

HLZ opera en España y cuenta con licencia para operar en Portugal, Italia y Francia. La mayoría de sus proveedores de energía renovable también tienen su origen en España y Portugal.

En 2024 HLZ facturó EUR 271,9 Mn (Gráfico 1) y registró un EBITDA recurrente de EUR -3 Mn (margen EBITDA del -1,1%). Aunque la mayor parte de sus ingresos provienen de la Comercialización y Representación de energía (>95% de ingresos; Gráfico 2), la compañía ha intensificado su apuesta estratégica por los sistemas de energía solar con baterías y la digitalización del consumo como palancas de crecimiento y rentabilidad

Gráfico 3. Modelo de sistema eléctrico propuesto por HLZ



Modelo de negocio: plataforma tecnológica como motor operativo

El corazón operativo de HLZ es su plataforma tecnológica (> EUR 65 Mn invertidos, peso intangible s/activo fijo > 95% en 2024), que orquesta previsiones de consumo, compra de energía, algoritmos de facturación, gestión de baterías, autoconsumo colectivo y activos distribuidos (centrales eléctricas virtuales, cargadores de vehículo eléctrico, etc.). Este enfoque posiciona a HLZ como una compañía digital focalizada en la transición energética, que además permite integrar verticalmente toda la cadena de valor de sus negocios.

Un modelo de negocio que aprovecha la transformación del sector

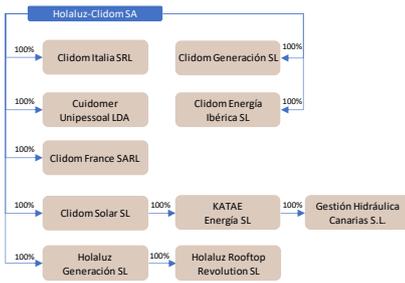
HLZ busca transformar el sector desde un modelo centralizado a un modelo basado en energías renovables que combine la generación centralizada con generación distribuida, fomentando que los consumidores pasen a ser productores y consumidores (prosumers). El modelo de negocio complementa la venta de electricidad con la instalación y gestión de sistemas de energía solar. La venta de electricidad a clientes de suministro proviene, si es posible, de la producción excedente generada por los clientes de energía solar con instalaciones fotovoltaicas cercanas (5% s/energía vendida a clientes en 2024).

HLZ agrupa sus actividades en dos grandes líneas de negocio:

1. Energy Management (95% s/ingresos 2024), compuesta por la (i) comercialización de luz y gas, (ii) la representación de productores y (iii) la gestión de excedentes de las instalaciones solares.

- **Comercialización de electricidad (62% s/ingresos 2024)**. Principal actividad de HLZ. Opera entregando al cliente final la energía que ha comprado a través del mercado eléctrico a productores de energía 100% renovable. Esta energía es transportada a través de las redes

Gráfico 4. Estructura societaria (2024)



de transporte y distribución, por cuyo uso paga un peaje; como contraprestación, el cliente abona una cantidad a HLZ, que incluye impuestos, peajes, cargos (que se encuentran regulados) y un margen de comercialización. HLZ opera en los segmentos doméstico-comercial y pyme.

- Clientes domésticos (> 90% s/clientes totales en 2024). La captación se realiza a través de canales comerciales directos e indirectos y on-line, contando con 3 tipos de tarifa:
 - Tarifa justa (c.70% de los clientes domésticos en 2024). Tarifa plana mensual. Se paga una cuota fija (durante 12 meses) con independencia de su consumo real efectivo en base al análisis de los datos de consumo históricos. El contrato se renueva cada 12 meses, recalculándose la tarifa. Si aplica, HLZ devuelve al cliente la diferencia de consumo del año anterior. Sin permanencia.
 - Tarifa clásica. Se factura en función del consumo real efectuado durante el mes. Precio fijo 24 horas. Sin permanencia.
 - Tarifa 3. Se factura en función del consumo real efectuado durante el mes. Tres franjas horarias: punta, llano y valle. Sin permanencia.

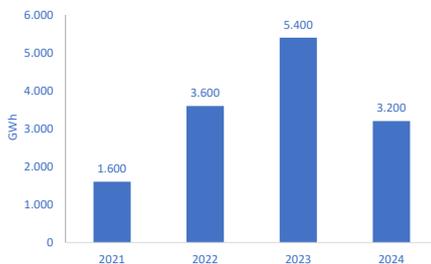
Gráfico 5. Evolución CUPS electricidad HLZ



Fuente: CNMC y estimación Lighthouse

Tarifa	Precio	Periodo	Revisión	Compensación final del periodo	Permanencia
Tarifa Justa	Tarifa plana	12 meses	Anual	Sí	No
Tarifa clásica	Fijo	12 meses	Anual	No	No
Tarifa 3	Fijo (3 tramos)	12 meses	Anual	No	No

Gráfico 6. Evolución energía representada en el mercado eléctrico por HLZ



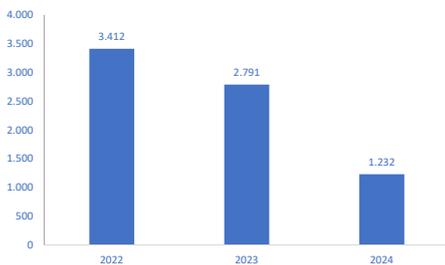
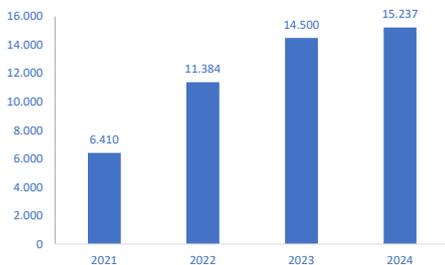
- Comerciales y pymes. La captación se efectúa principalmente mediante una red de agentes. Los agentes no tienen contratos exclusivos, remunerándose con una cantidad fija por contrato generado y una cuantía variable mensual en función de la energía consumida y pagada por el cliente. Para los clientes comerciales y pymes la facturación se determina en base al consumo realizado. En función de la potencia contratada, se escoge entre un precio único por KWh o dos precios distintos en función de la franja horaria. Además, los precios establecidos pueden ser fijos o variar diariamente en función del mercado mayorista.

La facturación de la actividad de Comercialización depende principalmente de tres KPI's: (i) el número de puntos de suministro (CUPS), (ii) la cantidad de energía consumida por los clientes y (iii) el precio de la energía vendida. La actividad de Comercialización ingresó EUR 169,0 Mn en 2024, cerrando el año con c.165 mil CUPS y 745 GWh de energía suministrada.

- **Comercialización de gas (0% s/ingresos 2024).** En noviembre de 2015, se inicia esta actividad como un servicio complementario. En octubre de 2022, HLZ abandona el negocio de gas debido a las tensiones en el mercado tras la guerra de Ucrania, las condiciones de la TUR¹ y su objetivo de descarbonizar el sistema energético. El cierre de la comercialización de gas supuso un impacto negativo de EUR -4,8 Mn y EUR -0,6 Mn en 2023 y 2024, respectivamente, además de una amortización de EUR 5 Mn relativa a los costes capitalizados de adquisición de clientes. El número de contratos afectados fue de c.70.000.
- **Representación de productores de energías renovables (33% s/ingresos 2024).** Esta actividad no persigue generar beneficios, pero permite compensar posiciones de compra (como comercializadora) y venta (como representante de productores renovables) en el mercado eléctrico, reduciendo las necesidades de circulante y las garantías depositadas. HLZ actúa como agente representante de los productores de renovables ante OMIE², cobrando semanalmente esta energía representada. Posteriormente, se liquidan las facturas con el productor (entre 30 y 60 días). Los objetivos de esta actividad son (i) reducir las necesidades de circulante que se generan por la comercialización (las comercializadoras deben de pagar las compras de energía semanalmente y no cobran de

¹ Tarifa de Último Recurso.

² Operador del Mercado Ibérico de Energía.

Gráfico 7. Evolución instalaciones solares vendidas por HLZ

Gráfico 8. Evolución contratos solares bajo gestión HLZ

Gráfico 9. Evolución ingresos HLZ


sus clientes hasta el mes siguiente) y (ii) contar con suministro de energía renovable suficiente para satisfacer la demanda de energía eléctrica.

En 2024 los ingresos por Representación ascendieron a EUR 89,3 Mn, representando 3.200 GWh. Los principales KPI's de esta línea son (i) la energía representada y (ii) el precio medio del mercado mayorista.

- **Generación distribuida (c.5% s/energía vendida a clientes 2024).** La generación distribuida consiste en la generación de energía eléctrica por pequeñas instalaciones solares y próximas a los puntos de suministro. Las modalidades de generación distribuida incluyen:
 - La compra de energía no utilizada por los auto consumidores clientes de HLZ para venderla a otros clientes situados a menos de 2 km.
 - La instalación de placas propiedad de HLZ en paralelo a las instalaciones de autoconsumo de sus clientes para maximizar el potencial y generar electricidad que pueda ser utilizada por otros clientes sin instalaciones.
 - La instalación de placas en viviendas y locales de forma que se cree una red de generación distribuida para abastecer a sus clientes.

2. Solar (5% s/ingresos 2024). Compuesta por los proyectos de instalación de sistemas de energía solar. Durante el 2024 facturó EUR 12,2 Mn (-51% vs 2023), llevando a cabo 1.232 instalaciones y cerrando el año con c. 15.200 contratos bajo gestión³.

¿Qué marca la diferencia en HLZ?

Su plataforma tecnológica (CAPEX > EUR 65 Mn en desarrollo desde 2010) le ha permitido (i) optimizar la gestión de todos los procesos del ciclo de comercialización y operación en el mercado de electricidad (previsiones de consumo, compra de energía, algoritmo de facturación, etc.) y (ii) la integración vertical de los procesos del negocio de Solar, incluyendo centrales eléctricas virtuales (virtual power plants o VPP) y activos flexibles (cargadores de vehículos eléctricos y baterías).

Además, HLZ, en su actividad de Comercialización, está enfocada en los segmentos de mercado con mayor rentabilidad y potencial de crecimiento (doméstico-comercial y pymes). Su apuesta por la generación distribuida, con el objetivo de instalar placas solares fotovoltaicas y baterías y gestionar la energía producida, está alineada con tendencias de medio y largo plazo con gran impulso como la transición energética⁴ y la reducción de la dependencia energética.

HLZ ha estado a la vanguardia del sector gracias a la innovación constante, siendo pionera en el suministro de energía con origen 100% renovable, el lanzamiento de un producto de tarifa plana (la Tarifa Justa) y su apuesta por la generación distribuida. A partir de una estrategia de dos negocios, Energy Management y Solar, busca transformar m2 de tejados en productores de electricidad, optimizar la eficiencia de sus instalaciones a través de activos flexibles y distribuir a otros usuarios la energía que se genera más allá del autoconsumo.

La historia de HLZ se puede dividir en dos periodos claramente diferenciados. Una primera fase de crecimiento exponencial (2010-2021)...

Marcado por un rápido crecimiento, pasando de 3 clientes en 2010 hasta alcanzar, en 2021, (i) más de 300 mil CUPS de electricidad (1,1% s/total en España) y más de 70 mil de gas (0,9% s/total en España) en la Comercialización y (ii) los 1.600 GWh de energía representada en la actividad de Representación. Durante este periodo, HLZ fue firmando contratos de PPA⁵ con productores de energía renovable (principalmente fotovoltaica y eólica), para cubrir el margen bruto de los clientes. También firmó alianzas comerciales.

Para financiar este rápido crecimiento, HLZ llevó a cabo varias ampliaciones de capital (Tabla 1), destacando la incorporación a BME Growth, en noviembre de 2019, con una ampliación de EUR 30 Mn (18,7% del capital). En 2020 HLZ inicia una nueva línea de negocio denominada

³ Clientes con instalaciones solares cuyos excedentes son gestionados por HLZ.

⁴ El objetivo del Plan Nacional Integrado de Energía y Clima (PNIEC) es que para 2030 el 81% de la generación eléctrica provenga de energías renovables, correspondiendo 19 GW a generación distribuida en forma de autoconsumo.

⁵ Compra de electricidad a precio fijo y por un determinado periodo temporal que varía entre 1 y 10 años.

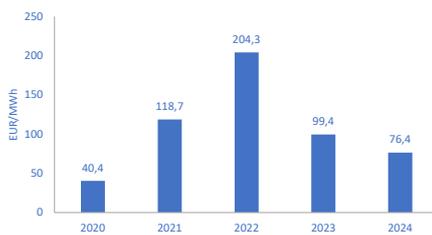
Tabla 1. Ampliaciones de capital

Año	Importe	Porcentaje	Inversor	Valoración implícita
Ampliaciones de capital completadas				
2012	0,1	97,3%	Fundadores	0,1
2012	0,2	60,3%	Fundadores	0,3
2015	0,1	5,0%	Carles Leg	1,0
2016	2,0	20,0%	Axon Capital	10,0
2016	2,0	12,5%	Axon Capital	16,0
2019	10,0	10,0%	Geroa	100,0
2019	30,0	18,7%	Salida BME Growth	160,1
2021	11,4	3,9%	MDR, Mediavideo	295,6
2021	6,7	2,2%	Abacon, Pelion y MDR	302,3
2025	6,5	14,1%	Icosium Investment	66,0
Total	68,9			
Ampliaciones de capital anunciadas y pendientes				
2025	15,5	22,5%	Icosium Investment	66,0
Total	15,5			

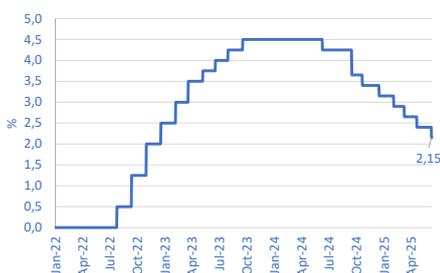
Tabla 2. Operaciones de M&A

Fecha	Nombre de la sociedad	Nº clientes (#)	Precio
dic-21	Bulb Energy España	23.000	3,8
ene-22	Fusiona Energía (cartera)	5.000	n.d.
may-22	Ovo Energy Esp. (cartera)	6.500	n.d.

Fecha	Nombre de la sociedad	%	Precio
ene-22	Katae Energía	100%	0,2
ene-22	Serna Energía	100%	n.d.
ene-22	GHC Instalaciones	100%	0,1

Gráfico 10. Precio medio final del MWh


Fuente: REE

Gráfico 11. Tipo de interés oficial BCE (MRO)


Fuente: Banco de España

comercialmente “La Revolución de los Tejados” que consiste en el montaje, gestión y representación de instalaciones para el autoconsumo eléctrico. Durante este periodo HLZ también tuvo que hacer frente a la crisis del Covid-19, que impactó negativamente en el negocio por la ralentización en la captación de clientes, la reducción de la demanda energética y la caída de los precios en el mercado mayorista. Adicionalmente, HLZ llevó a cabo varias operaciones de crecimiento inorgánico (Tabla 2).

Durante este periodo, HLZ evolucionó desde una facturación de EUR 0,1 Mn en 2011 hasta los EUR 571,7 Mn en 2021, impulsada por la rápida captación de clientes en Comercialización y por el crecimiento en la energía representada.

...y un segundo periodo (2022-2024) marcado por la volatilidad del mercado, caída de precios y reestructuración de costes. El estallido de la guerra en Ucrania (febrero 2022) incrementó la volatilidad de los mercados energéticos, elevando el precio medio final de la electricidad hasta un promedio anual de EUR 204/MWh⁶, (+72% vs 2021; Gráfico 10). Este hecho, junto al contexto de bajos tipos de interés aumentó el apetito del mercado por las instalaciones solares de autoconsumo en España. Con el objetivo de dimensionar el equipo de Solar, adquirió durante 2022 tres compañías de instalación (Tabla 2), incrementando su capacidad un +25% y alcanzando los 752 trabajadores (+112% vs 354 en 2022). 2022 fue un año récord en términos de instalaciones de placas solares para autoconsumo en España (240 mil; +262% vs 2021)⁷. Este año HLZ realizó 3.412 instalaciones, y alcanzó los 11.384 contratos solares bajo gestión (+77% vs 2021). Sin embargo, la alta volatilidad en el mercado de gas provocó que HLZ abandonara su negocio de comercialización de gas en octubre de 2022, traspasando más de 70 mil clientes a la TUR. Parte de los clientes de gas también lo eran de luz, por lo que el cierre impactó en ambos negocios. HLZ cerró 2022 con una evolución negativa de CUPS de electricidad (283 mil; -13 mil vs 2021).

En este contexto, HLZ alcanzó una facturación de EUR 923,3 Mn en 2022 (+61% vs 2021) como consecuencia de los precios elevados de la electricidad y el crecimiento en el mercado de instalaciones de placas fotovoltaicas.

Durante 2023 el precio medio final de la electricidad se redujo hasta los EUR 99,4/MWh (-51% vs 2022; Gráfico 10). Este hecho, junto a un contexto marcado por la inflación y subidas de tipos de interés, provocó una reducción del apetito por las instalaciones de placas solares para autoconsumo. Previamente, HLZ había sobredimensionado el equipo de Solar (plantilla de 402 personas en 2022 vs 58 en 2021) previendo un incremento de la demanda que finalmente no se produjo. Esto arrastró el P&L de HLZ en 2023 hasta un Beneficio Neto de EUR -27,7 Mn. Ante esta nueva realidad, HLZ llevó a cabo una reestructuración operativa, reduciendo en más de 200 personas la plantilla, principalmente del equipo de instalaciones, ventas y roles de soporte a las operaciones de solar.

El entorno bajista de precios de 2023 impactó a la línea Energy Management a través de las tarifas indexadas del negocio de Comercialización (24% s/facturación 2023, 35% s/energía comercializada y 5% s/clientes). También impactó la menor demanda como consecuencia de la pérdida de CUPS durante 2023 (CUPS totales: 201 mil 2023 vs 283 mil 2022). En este contexto HLZ decidió ejecutar en 2023 una migración de la mayoría de sus clientes domésticos (>95% s/clientes totales) hacia la Tarifa Justa, cambiando hasta un 70% del porfolio. De esta manera se posibilitaba minimizar el efecto de la estacionalidad en los ingresos, impactando únicamente a través de los productos indexados, tanto en precio como en consumo.

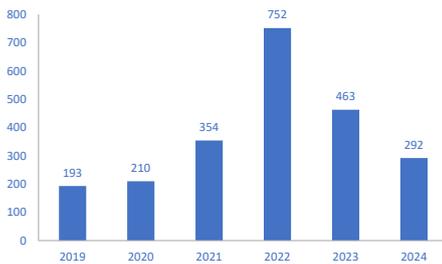
Del mismo modo, la actividad de Representación se vio afectada por el entorno de bajos precios, reduciendo su facturación hasta los EUR 331,5 Mn (-41% vs 2022), pero adquiriendo un mayor protagonismo (54% s/ingresos vs 46% en 2022). No obstante, pese a la reducción en ventas, la energía representada se incrementó hasta los 5.400 GWh en el año (+50% vs 2022).

En Solar, 2023 fue un año muy complejo para el mercado de instalaciones residenciales en España, decreciendo un -50% vs 2022⁸. En 2023 HLZ realizó 2.793 instalaciones (-18% vs 2022)

⁶ Incluye el (i) mercado diario, (ii) mercado intradiario (subastas MIBEL y continuo), (iii) servicios de ajuste, (iv) pagos por capacidad y (v) mecanismo de ajuste RD-L 10/2022.

⁷ Fuente: UNEF y APPA.

⁸ Fuente: UNEF y APPA.

Gráfico 12. Número de empleados HLZ


facturando EUR 24,9 Mn (-19% vs 2022). La facturación total de 2023 descendió hasta los EUR 617,1 Mn (-33% vs 2022).

Durante 2024, se mantuvo el entorno adverso en el mercado de electricidad. El precio medio diario del mercado spot durante el 1S24 se situó en EUR 39/MWh (Gráfico 13), impactando en los ingresos de Energy Management (Comercialización y Representación) y Solar.

Los ingresos de Comercialización en 2024 se redujeron hasta los EUR 169,6 Mn (-34% vs 2023) como consecuencia del descenso de precios del mercado spot. Esta reducción en ingresos fue inferior a la caída del precio spot debido a la migración de la cartera de clientes hacia el producto Tarifa Justa en 2023, lo que amortiguó parcialmente las variaciones de precios. La actividad de Representación redujo su facturación hasta los EUR 89,3 Mn (-56% vs 2023), en línea con el mercado.

En Solar, la facturación se redujo hasta los EUR 12,2 Mn en 2024 (-51% vs 2023) como consecuencia de (i) los tipos de interés elevados que afectan a la financiación, (ii) los precios de electricidad bajos y (iii) el fin de los subsidios Next Generation EU (NGEU). Pese a esto, HLZ incrementó el tamaño medio por instalación, la penetración de baterías (>45%) y el precio medio por instalación un +15% hasta los c. EUR 10,2 miles.

Gráfico 13. Precio medio MWh mercado spot

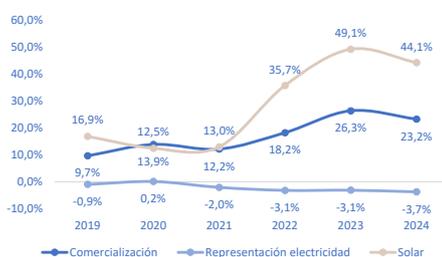

Fuente: REE

Gráfico 14. Margen Bruto HLZ


En la actividad de Comercialización, HLZ lleva a cabo una cobertura del 100% del margen bruto de clientes durante los próximos 12 meses. HLZ realiza operaciones de futuros financieros en mercados de energía nacionales (OMIP y MEFF) e internacionales (EEX), bilaterales físicos (OTC) y PPAs (físicos y financieros) para cubrir el coste de la energía adquirida para sus clientes y así eliminar el riesgo de variación del precio y el consecuente impacto en el margen comercial del negocio de Energy Management.

El margen bruto de HLZ ha evolucionado desde los EUR 16,3 Mn en 2019 (margen bruto 7,8%) hasta los EUR 42,5 Mn en 2024 (15,6%). Desglosando el margen bruto por actividades, Comercialización ha presentado un margen bruto que ha evolucionado desde EUR 16,4 Mn en 2019 (9,7%) hasta los EUR 39,4 Mn en 2024 (23%). Este incremento en la ratio de margen bruto se debe a la migración hacia la Tarifa Justa y mayor eficiencia. La actividad de Representación, cuyo objetivo principal es la financiación del circulante, ha presentado un margen bruto que ha evolucionado desde EUR -0,3 Mn en 2019 (-0,9% s/ingresos) hasta EUR -3,3 Mn en 2024 (-3,7%).

El margen bruto de Solar se ha incrementado desde los EUR 0,2 Mn en 2019 (16,9% s/ingresos) hasta los EUR 5,4 Mn en 2024 (44,1%). Este incremento de la ratio viene explicado principalmente por la venta de instalaciones más grandes, incorporación de activos flexibles y optimización de costes tanto en la cadena de suministro como en el equipo de instalación.

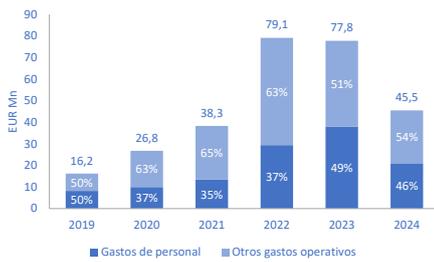
Gráfico 15. Desglose del Margen Bruto HLZ


Una estructura de personal y costes sobredimensionada ha lastrado el P&L

En cuanto a los costes operativos, están conformados por los gastos de personal y los otros gastos de explotación. Entre los otros gastos de explotación destacan los gastos de servicios profesionales independientes, los gastos de publicidad y otros servicios.

El sobredimensionamiento de la plantilla de HLZ hizo crecer los gastos de personal en 2023 (+33% vs 2022). Tras la caída en ingresos, HLZ llevó a cabo un proceso de optimización de su estructura de costes en 2023. En la actividad de Comercialización, la migración a la Tarifa Justa provocó una reducción del coste de call centers externos (-58% en 4T23 estanco, ya que los clientes pagan tarifas fijas mensuales y necesitan consultar menos cuestiones), y del personal de back office (-20% en 4T23 estanco). Además, también ha ocasionado una reducción de las provisiones para insolvencias (en 2024 -70% vs 2023). En el negocio Solar, HLZ ha diversificado los canales de adquisición de leads, centralizando la estructura de ventas e instalación y reorganizado los almacenes y la cadena de suministro, reduciendo el break-even de EBITDA

⁹ Incluye los trabajos realizados por otras empresas.

Gráfico 16. Evolución costes operativos


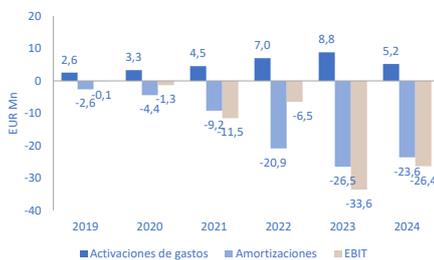
hasta las 250 instalaciones/mes (vs 600/mes en 2023). Adicionalmente ha habido ahorros en costes de tecnología y marketing y se ha minimizado la inversión en publicidad.

Como consecuencia del proceso de optimización de costes, los gastos operativos se han reducido un -40% en 2024 (Gráfico 16). Destacando:

- La reducción del 37% en plantilla (292 empleados vs 463 en 2023), especialmente en la unidad Solar. La consolidación del modelo "Tarifa Justa" permitió automatizar procesos administrativos y optimizar funciones de back office.
- Caída significativa de otros gastos operativos, derivada de la automatización del modelo "Tarifa Justa" (call centers externos), la racionalización de campañas comerciales y la contención de pagos.
- Reorganización integral de la unidad Solar: centralización de operaciones de venta e instalación, optimización logística y diversificación de canales de captación, lo que redujo el coste unitario de adquisición en un 37%.

Gráfico 17. EBITDA rec. y margen EBITDA rec.

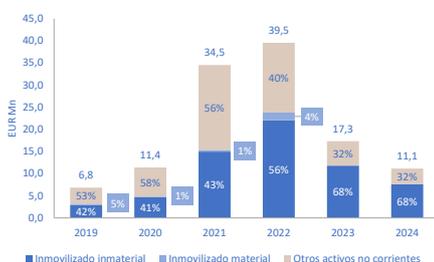

El EBITDA recurrente de HLZ ha evolucionado desde los EUR -6,6 Mn en 2021 (margen EBITDA rec. del -1,2%) hasta los EUR -3,0 Mn en 2024 (margen del -1,1%). El EBITDA recurrente de 2023 fue considerablemente inferior al EBITDA de 2022 debido al dimensionamiento del equipo de Solar durante el último trimestre de 2022, que ante una caída de ingresos no presentaba una estructura de costes flexible. En 2024 el EBITDA rec. mejoró como consecuencia del ahorro de costes operativos.

Gráfico 18. Activaciones, amortización y EBIT (2019-2023)


El CAPEX está concentrado en el desarrollo de la plataforma tecnológica y la captación de clientes

El activo fijo de HLZ está conformado mayoritariamente por activo intangible (>95% s/activo fijo), principalmente desarrollos relativos a la plataforma tecnológica (modelos de predicción de demanda y posterior compra de energía, integración vertical de procesos, VPP, cargadores, baterías, procesos relacionados con la Tarifa Justa, etc.). A este respecto, el CAPEX de HLZ está conformado, mayoritariamente, por los trabajos realizados por la propia HLZ para su activo (c.25% s/gastos de personal en 2024) y servicios de consultoras tecnológicas externas.

El CAPEX anual fue de EUR 7,6 Mn en 2024 (2,8% s/ingresos), EUR 11,8 Mn en 2023 (1,9% s/ingresos) y EUR 22,0 Mn en 2022 (2,6% s/ingresos) dedicado mayoritariamente al desarrollo de la plataforma tecnológica (consolidar proyectos actuales y lanzamiento de nuevas iniciativas). La inversión para desarrollar y actualizar la plataforma tecnológica es imprescindible para mantener el posicionamiento diferencial de HLZ frente a las utilities tradicionales.

Gráfico 19. CAPEX de HLZ


Adicionalmente, HLZ contabiliza como CAPEX los costes de adquisición de nuevos clientes que posteriormente contabiliza en periodificaciones e imputa a P&L en base a la vida de los contratos (3,4 años en 2024)¹⁰. El CAPEX relativo a este concepto ha ascendido a EUR 3,5 Mn en 2024 (2,1% s/ingresos de Comercialización), EUR 5,5 Mn en 2023 (2,1%) y EUR 15,8 Mn en 2022 (3,4%). La inversión en captación de clientela es fundamental en un sector (utility) con cláusulas de permanencia reducidas y con tasas de cambio elevadas (21,2% en 2023)¹¹.

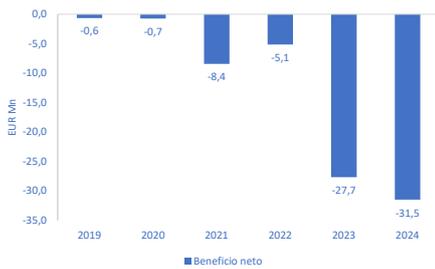
Las inversiones en desarrollo de la plataforma tecnológica se ven reflejadas en una elevada amortización (vida útil 5 años). Lo que, junto a la imputación de los costes de captación de clientes al P&L en función de su vida útil sitúan la amortización anual en EUR 23,6 Mn en 2024. Esto ha contribuido a que el EBIT haya sido negativo durante todo el periodo histórico.

El elevado endeudamiento ha perjudicado a HLZ en un contexto de subidas de tipos y ha generado problemas de viabilidad a corto plazo

La parte baja del P&L se ha visto afectada por la financiación externa necesaria para abordar el rápido crecimiento y por la evolución de los tipos de interés. En este sentido, al EBIT negativo hay que añadirle un resultado financiero negativo que se ha incrementado desde 2021. El

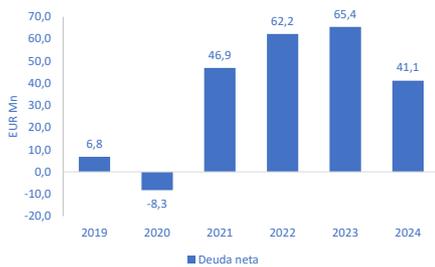
¹⁰ Hasta el ejercicio cerrado el 31 de diciembre de 2020, HLZ reconocía como un activo intangible todos los costes incurridos para obtener un nuevo contrato con un cliente y se imputaban en P&L vía amortización. A partir de 2021, HLZ tiene en cuenta la resolución del ICAC de febrero de 2021 y contabiliza los costes incrementales de adquirir un contrato como Periodificaciones en el balance, mientras que la imputación al P&L debe registrarse en la partida Otros Gastos de Explotación. A efectos de este informe y la elaboración de nuestras proyecciones, especialmente en el cálculo del EBITDA recurrente, la imputación de las periodificaciones al P&L se ha reflejado en la partida de amortización, siguiendo el criterio previo a la resolución del ICAC de 2021.

¹¹ Fuente: CNMC.

Gráfico 20. Beneficio neto de HLZ


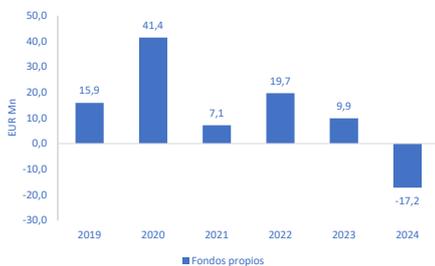
resultado financiero ha evolucionado desde los EUR -0,8 Mn en 2021 hasta los EUR -5,1 Mn en 2024 (impactado por un extraordinario de EUR -1,4 Mn por la venta de una cartera de préstamos). El resultado financiero ha lastrado aún más el resultado del ejercicio, situándolo en EUR -31,5 Mn en 2024.

Todo el proceso de crecimiento de HLZ se ha financiado a base de capital (capital total captado EUR c. 69 Mn; Tabla 1) y deuda, ya que la compañía no ha generado ni beneficio ni flujo de caja positivo. HLZ acumula unas pérdidas por valor de EUR -79,7 Mn en el balance a cierre de 2024, que sitúan los fondos propios consolidados en EUR -12,8 Mn. A este respecto, a cierre de 2024 el patrimonio neto consolidado de HLZ es negativo debido a las pérdidas en su filial Clidom Solar, S.L. No obstante, la matriz mantiene un patrimonio neto positivo de EUR 38,8 Mn. La filial compensa su desequilibrio patrimonial mediante préstamos participativos, evitando así la causa de disolución. Aunque no compromete la continuidad operativa actual, esta situación refleja una presión financiera que podría requerir medidas de reequilibrio para preservar la sostenibilidad a medio plazo.

Gráfico 21. Deuda neta de HLZ


En 2024 la deuda financiera ascendía a EUR 43,3 Mn (una parte sustancial con garantía ICO). Más de EUR 30 Mn correspondían a financiación bancaria, mientras que EUR 7 Mn se vinculaban a un programa de pagarés. La caída en la cifra de ingresos, el retraso del break-even y los vencimientos a corto plazo de la deuda han ocasionado tensiones de liquidez en HLZ.

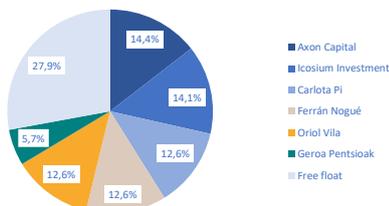
En este contexto, HLZ firmó un acuerdo de reestructuración de su deuda financiera el 10 de marzo de 2025 (que incluye préstamos, instrumentos de circulante, pagarés MARF y avales) mediante un Plan de Reestructuración aprobado por la mayoría de las entidades financieras (79% del pasivo financiero). Si bien, dicho Plan desplegará plenos efectos con la homologación judicial y el íntegro desembolso de la inversión comprometida por Icosium Investment, S.L. (Icosium) de EUR 22,0 Mn anunciada en noviembre de 2024 ([ver](#)).

Gráfico 22. Patrimonio neto consolidados de HLZ


El 2 de junio de 2025, HLZ recibió la homologación judicial del plan, cumpliéndose así el primero de los dos hitos clave identificados para garantizar la continuidad operativa. A fecha de este informe, queda pendiente el segundo hito: el desembolso completo de los EUR 22 Mn comprometidos por Icosium, de los cuales se han suscrito y desembolsado EUR 6,5 Mn, quedando pendientes EUR 15,5Mn. Tanto el Plan de Reestructuración como el préstamo convertible con Icosium contienen cláusulas mutuamente suspensivas vinculadas a este desembolso.

Ampliación de capital anunciada por importe de EUR 22 Mn para reforzar unos Fondos Propios deteriorados por la acumulación de pérdidas

Por el lado del capital, ha habido sucesivas ampliaciones de capital que han dado entrada a nuevos accionistas y han diluido a los anteriores, entre ellos, a los socios fundadores (Tabla 6). Adicionalmente, ha habido discrepancias entre los principales accionistas, que se han trasladado al Consejo de Administración, y han repercutido en el desempeño de la acción. En mayo de 2024 se produjo la suspensión de cotización de HLZ por el retraso en la presentación de sus Cuentas Anuales 2023 debido a que dos consejeros dominicales (representantes de Axon Capital y Geroa) no firmaron las Cuentas Anuales 2023. La cotización de la acción se desplomó un c.50% tras la suspensión. En la JGA (junio 2024) varios accionistas solicitaron una acción social de responsabilidad contra ambos consejeros y se procedió a su separación. El Consejo quedó entonces conformado por los tres socios fundadores (2 consejeros ejecutivos y 1 consejero dominical), dos consejeros independientes y dos vacantes. Si bien, los socios fundadores, con un 37,8% del capital (12,6% cada uno), a la fecha de este informe, se mantienen 100% involucrados en la gestión de la propiedad, mostrando una alineación de intereses con los minoritarios.

Gráfico 23. Composición accionarial 2024


En noviembre de 2024 HLZ anunció un balón de oxígeno con una ampliación de capital de EUR 22,0 Mn dando entrada a Icosium con un 33,43% del capital (precio medio de 2 EUR/acción, [ver](#)).

Conclusión: ¿qué es, dónde está y hacia dónde va HLZ?

HLZ es una utility no convencional (greentech) de pequeña capitalización que combina tecnología, energía renovable y digitalización para capturar las oportunidades de la transición energética. Su actividad se articula en torno a tres líneas principales: (i) comercialización de electricidad 100% renovable, (ii) representación de plantas renovables ante el mercado

eléctrico y (iii) instalación y gestión de sistemas de energía solar. Desde su fundación en 2010, ha mostrado un crecimiento sostenido hasta 2022 en puntos de suministro, energía representada e instalaciones solares bajo gestión.

Sin embargo, los últimos dos años han estado marcados por una serie de eventos (volatilidad en los mercados energéticos, tipos de interés, frenazo en la instalación de sistemas de energía solar, etc.) que, junto al elevado endeudamiento, han frenado el crecimiento y ocasionado problemas de viabilidad.

La ampliación anunciada en noviembre de 2024 (EUR 22,0 Mn, de los cuales ya se han suscrito y desembolsado EUR 6,5 Mn), junto al avance de su Plan de Reestructuración (que ya ha recibido la homologación judicial) acercan el punto de inflexión en esta tendencia negativa. La compañía cuenta con una serie de fortalezas que la posicionan favorablemente para el futuro y la presentan como una pequeña utility no convencional con un teórico alto potencial de crecimiento:

- El volumen actual de CUPS (>160 mil en 2024; c. 0,5% s/CUPS totales en España) la sitúan como una comercializadora independiente de referencia y le proporcionan una base de ingresos recurrentes de c. EUR 15 Mn mensuales.
- Su componente tecnológico le ha permitido lanzar productos diferenciales. La Tarifa Justa (c.70% clientes domésticos) ha permitido (i) aumentar el margen bruto, (ii) ahorrar en costes operativos por la automatización de facturas y menores servicios de call center externos y (iii) reducir la provisión por insolvencias.
- Apuesta por la generación distribuida, que es clave para la transición energética (tendencia con impulso a medio y largo plazo) y una estructura de costes competitiva (break-even en Solar <250 instalaciones/mes). Las economías de escala son una oportunidad.
- La alianza con el nuevo socio industrial (Icosium) abre nuevas oportunidades para invertir en tecnología, captación de clientes y gas.

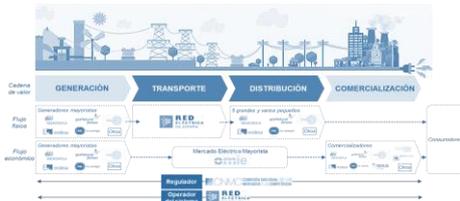
Potencial de mejora de ingresos y márgenes significativo, que representa una oportunidad para generar valor a medio y largo plazo. Aparte de la reestructuración de costes (2023-2024) llevada a cabo, el despliegue de plenos efectos del Plan de Reestructuración (supeditado al íntegro desembolso de la segunda fase de la ampliación de capital con Icosium) será la clave para la viabilidad a corto plazo. Frenar la pérdida de clientes y aumentar las instalaciones de sistemas de energía solar pueden ser un catalizador para un negocio que sigue presentando puntos fuertes. Aprovechando elementos básicos como su posicionamiento en un segmento del sector utility y su apuesta por la generación distribuida, con teóricas buenas perspectivas.

Pero no debe olvidarse que todo el potencial teórico descrito hoy depende casi exclusivamente de que HLZ salga de una situación objetiva/evidentemente crítica: i) patrimonio neto consolidado negativo, ii) sin generar FCF positivo hasta (al menos) 2028, iii) muy elevado endeudamiento (>EUR 40Mn) y iv) ultra dependencia de la materialización del segundo tramo de la ampliación de capital a desembolsar por Icosium (prevista para el 30 de abril de 2025 y todavía pendiente).

Es decir, y más allá de las oportunidades que ofrece su modelo de negocio, hoy todo se reduce en HLZ a la necesidad de resolver el problema de deuda, lograr el break-even en el negocio de Solar y alcanzar mayores niveles de rentabilidad en Energy Management. Lo que permitiría obtener beneficio neto positivo y, en última instancia, generación de FCF.

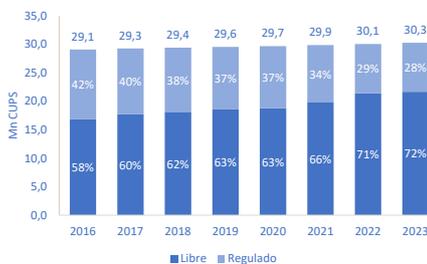
Comercialización: entorno muy competitivo, pero con opciones de crecimiento

Gráfico 24. Esquema del sistema eléctrico



Fuentes: Energía y Sociedad

Gráfico 25. Puntos de suministro de energía eléctrica en España



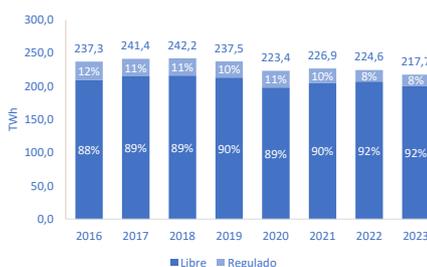
Fuente: CNMC

Gráfico 26. Energía eléctrica comercializada en España



Fuente: CNMC

Gráfico 27. Energía eléctrica comercializada en España por segmento



Fuente: CNMC

El sector eléctrico es un pilar clave para el crecimiento económico, la mejora de la competitividad y desarrollo de economías modernas. Las actividades destinadas al suministro de energía eléctrica son principalmente (i) la generación, (ii) el transporte, (iii) la distribución y (iv) la comercialización. Adicionalmente existen otras actividades como los intercambios intracomunitarios e internacionales y la gestión económica y del sistema eléctrico. En España, tras un proceso de liberalización desde el año 1988, la ley mantiene una distinción entre las actividades que permanecen reguladas (transporte y distribución) de las que se realizan en régimen de competencia (generación y comercialización).

El sector está experimentando una transformación significativa debido al proceso de transición energética, que ha ocupado y ocupa un papel protagonista en las políticas de los gobiernos europeos. En España, el Plan Nacional Integrado de Energía y Clima 2023-2030 (PNIEC) pone el foco en impulsar las energías renovables, la generación distribuida, la eficiencia energética y la seguridad del suministro, entre otros aspectos.

HLZ participa en la última fase de la cadena de valor mediante la comercialización de electricidad 100% renovable. Sin embargo, su modelo de negocio no responde al esquema tradicional de una utility. La compañía ha desarrollado una plataforma tecnológica para la gestión energética descentralizada, que integra generación distribuida, almacenamiento y consumo. Su apuesta decidida por el autoconsumo, la generación distribuida (prosumers) y la digitalización la posicionan como un actor diferenciado dentro del proceso de transición energética.

Comercialización: continúa el trasvase de clientes al mercado libre, pero la demanda de energía sigue sin crecer.

Existen dos tipos de agentes en la comercialización de electricidad: (i) los comercializadoras de referencia (COR)¹², designadas para proporcionar la tarifa regulada, el Precio Voluntario para el Pequeño Consumidor (PVPC); y (ii) las comercializadoras de mercado libre, que fijan sus precios y tarifas de forma libre en función del mercado.

El precio final para el consumidor se compone de tres partes: (i) los peajes de acceso y cargos establecidos por el Estado para cubrir los costes del sistema; (ii) los impuestos; y (iii) un componente del mercado libre, que puede ser una tarifa fija por KWh definida por la comercializadora (en el mercado libre) o un precio que varía cada día y hora según la oferta y demanda en el mercado mayorista de electricidad (como las tarifas indexadas o el PVPC).

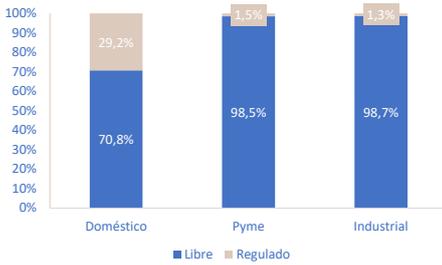
Durante 2023 el mercado en España estaba formado por 30,3 Mn de puntos de suministro, 8,6 Mn (28,4%) del mercado regulado y 21,8 Mn (71,6%) del mercado libre (Gráfico 25), contando con c.500 comercializadoras dadas de alta en el listado de la CNMC. En cuanto al consumo de energía eléctrica, ascendió a 217,7¹³ (miles de GWh, 200,8 miles de GWh en el mercado libre y 16,9 miles de GWh en el mercado regulado (Gráfico 27).

El mercado se agrupa en tres segmentos: doméstico-comercial, pymes e industrial¹⁴. Aunque el segmento doméstico es el que más puntos de suministro presenta (>95%), el segmento industrial es el que demanda una mayor cantidad de energía eléctrica (Tabla 3). A su vez, la mayor parte de los clientes del mercado regulado se encuentran en el segmento doméstico, siendo prácticamente residuales en el segmento pyme e industrial (Gráfico 28).

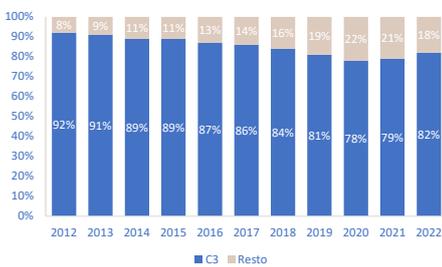
¹² Hay ocho COR pertenecientes a seis grupos empresariales: Iberdrola, Endesa, Naturgy, Repsol, TotalEnergies, CHC Energía y Gaselec.

¹³ Energía anual correspondiente al año móvil previo, que finaliza en el tercer trimestre de 2023.

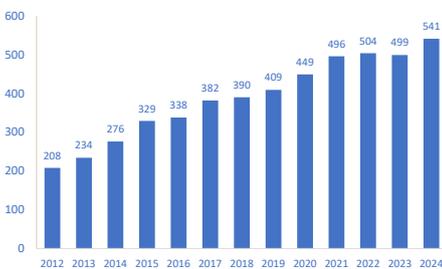
¹⁴ Agrupación por tarifa de acceso: (i) Doméstico-comercial = 2.0A, 2.0DHA, 2.0DHS, 2.1A, 2.1DHA, 2.1DHS y 2.0TD; (ii) PYME = 3.0A, 3.0TD y 3.0TDVE; (iii) Industrial = 3.1A, 6.1A, 6.1B, 6.2, 6.3, 6.4, 6.1TD, 6.1TDVE, 6.2TD, 6.3TD y 6.4TD.

Gráfico 28. Reparto de los puntos de suministro según segmento en 2023


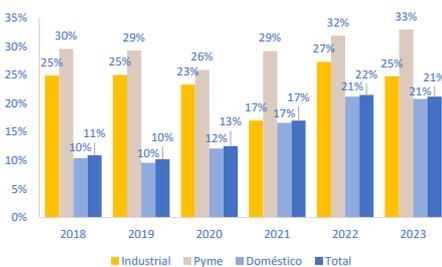
Fuente: CNMC

Gráfico 29. Cota de energía suministrada en el segmento doméstico


Fuente: CNMC

Gráfico 30. Número de comercializadoras en el listado de la CNMV


Fuente: CNMC

Gráfico 32. Tasa de switching del mercado 2014-2023


Fuente: CNMC

Tabla 3. Energía eléctrica suministrada en España en 2023 y número de suministros por segmento en 2023

	Consumo (miles GWh)	% Consumo	Nº suministros (Mn)	% Nº de suministros
Doméstico	71,0	32,6%	29,4	96,9%
Pyme	33,8	15,5%	0,8	2,7%
Industrial	113,0	51,9%	0,1	0,4%
Total	217,7	100%	30,3	100%

Fuente: CNMC

Históricamente, la comercialización de electricidad ha estado dominada por empresas verticalmente integradas. Y aunque con la liberalización del mercado la concentración del mercado total (COR + mercado libre) haya disminuido en los últimos años, la participación de los cuatro principales grupos (Iberdrola, Endesa, Naturgy y EDP) sigue siendo muy significativa en términos de energía suministrada (75% en 2017 frente a 66% en 2023). Esta concentración es especialmente relevante en el segmento doméstico, con un índice C3 (Iberdrola, Endesa, y Naturgy) del 82% en 2022.

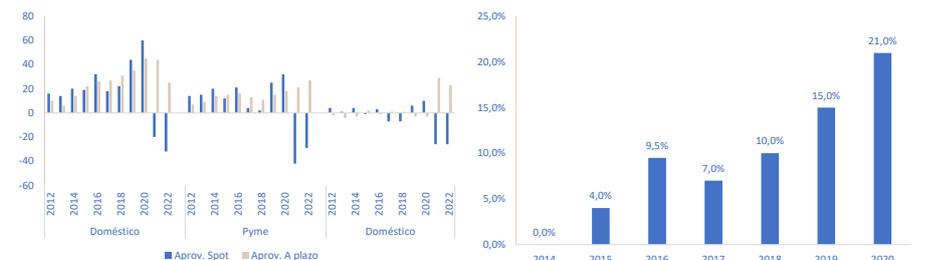
A pesar de la alta concentración del mercado, existe una elevada competencia.

En los últimos años, gracias a la liberalización y a las bajas barreras de entrada, el número de comercializadores ha aumentado significativamente (Gráfico 30). España es el país de Europa con la mayor cantidad de comercializadores activos a nivel nacional¹⁵. Además, los consumidores muestran una participación activa, reflejada en una tasa de cambio (switching) en ascenso, situándose en 2023 en el 21,2%, nivel superior al de otros países europeos como Italia, Francia o Alemania (Gráfico 32). Esta tasa de cambio es superior en el segmento pyme e industrial.

Los márgenes se han expandido desde 2012, existiendo disparidad entre segmentos.

En cuanto a la rentabilidad, según los informes publicados por la CNMC, el margen bruto¹⁶ histórico de las comercializadoras ha sido heterogéneo en función del segmento y de la forma de aprovisionamiento (al contado y a plazo). Las estimaciones de la CNMC muestran un margen bruto de comercialización creciente en el tiempo hasta 2020 y más alto en el segmento de los consumidores domésticos, seguido del de las pymes y el segmento industrial. No obstante, la evolución de los precios en el mercado mayorista de la electricidad en 2021 y 2022 afectó negativamente a las compañías que decidieron aprovisionarse principalmente en el mercado spot y ofrecían tarifas a precio fijo. A este respecto, cabe destacar la cobertura natural que presentan los grupos verticalmente integrados frente a los comercializadores 100% independientes en un contexto de incremento de volatilidad en el mercado mayorista de electricidad. Durante los últimos cinco años, 113 comercializadoras cesaron la actividad.

Adicionalmente, la CNMC estimaba hasta el año 2020 un margen neto¹⁷ sobre ventas del segmento doméstico, que experimentó una evolución creciente desde niveles nulos o negativos en 2011-2014 hasta el 18-24% en 2020, en línea con la evolución del margen bruto.

Gráfico 31. Margen bruto por segmento 2012-2022 (izq) y margen neto del segmento doméstico (dcha)


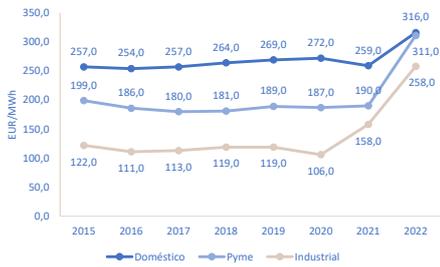
Fuente: CNMC

¹⁵ ACER Monitoring Reports. Energy retail – Active consumer participation is key to driving the energy transition: how can it happen?

¹⁶ El margen bruto de comercialización se calcula como la diferencia entre la facturación media del componente de la energía y los costes estimados en los que incurren los comercializadores.

¹⁷ margen neto calculado trayendo del margen bruto los costes de explotación (en particular, contratación, facturación y cobro, atención al cliente, financieros y estructura) y de captación.

Gráfico 33. Precio medio final de la electricidad por segmento



Fuente: CNMC

El tablero de juego no es igual para todos, existiendo oportunidades de crecimiento.

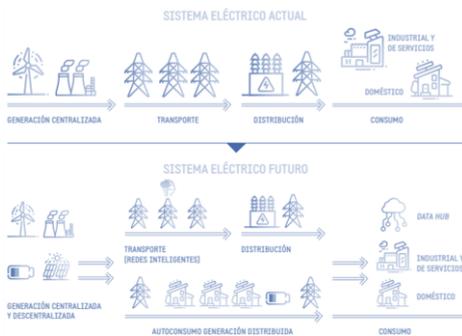
En conclusión, pese al proceso de liberalización, el mercado de comercialización presenta un elevado grado de concentración (C3 > 62% en 2023). Sin embargo, el incremento en el número de comercializadoras independientes, las escasas barreras de entrada, la *comoditización* del producto y el limitado poder de negociación con proveedores han producido un incremento de la competencia en el sector. Que, junto a una participación activa de los consumidores, se ha traducido en unas tasas de switching elevadas (superiores al resto de países UE) y crecientes en el tiempo.

En términos de rentabilidad, se ha observado un incremento paulatino desde el año 2012 en todos los segmentos del mercado (doméstico, pyme e industrial). Si bien, el segmento doméstico es el que presenta un mayor margen bruto como consecuencia de, entre otros factores, un mayor crecimiento del volumen de energía comercializada en el mercado libre y una mayor estabilidad en el precio de venta (Gráfico 33).

El principal riesgo se encuentra en la volatilidad del margen bruto como consecuencia de variaciones en el precio mayorista de electricidad. Esto se puede observar en los años 2020-2023. Las compañías tradicionales, verticalmente integradas, presentan una protección natural contra esta volatilidad, frente a las comercializadoras independientes, que intentan protegerse mediante derivados y PPA.

En este contexto, las oportunidades de crecimiento para las comercializadoras independientes son: (i) seguir arañando cuota de mercado a los grupos tradicionales ante el trasvase de clientes desde la comercializadoras de referencia al mercado libre; (ii) lanzar mejores ofertas debido a una mayor flexibilidad e innovación; (iii) mediante operaciones inorgánicas que puedan surgir por la volatilidad del mercado mayorista; y (iv) adquiriendo otras comercializadoras independientes que no hayan alcanzado una masa crítica suficiente de clientes (a cierre de 2022 existían 325 comercializadoras con menos de 15 mil clientes en el segmento doméstico).

Gráfico 34. Esquema del sistema eléctrico



Fuente: REE

Autoconsumo y generación distribuida: la regulación empieza a acompañar.

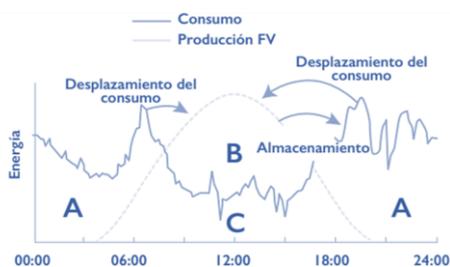
Al autoconsumo es el consumo por parte de uno o varios consumidores de energía eléctrica proveniente de instalaciones próximas a las de consumo y asociadas a las mismas. La normativa reconoce dos modalidades de autoconsumo en función del número de consumidores: individual o colectivo. El Real Decreto-ley 15/2018 y el Real Decreto 244/2019 establecen la posibilidad de implementar instalaciones de generación distribuida con conexión a la red. Además, establecen una reducción considerable en los peajes de acceso cuando la energía es transportada a menos de 2 km desde su origen.

Asimismo, la normativa permite (i) consumir de forma instantánea toda la producción de sus instalaciones de generación o (ii) ceder a la red la energía que no sea consumida en ese momento (excedente). Este excedente puede (a) venderse en el mercado obteniendo el precio del mercado por ellos, (b) compensarse en la factura eléctrica o (c) almacenarse para su consumo posterior si la instalación presenta sistemas de almacenamiento.

Las instalaciones de autoconsumo pueden ser paneles solares fotovoltaicos u otros sistemas de generación renovable. Si bien, la tecnología solar fotovoltaica es la más desarrollada, con una vida útil estimada de los módulos fotovoltaicos de 30 años, un mantenimiento reducido y sin generación de residuos.

El concepto de autoconsumo está relacionado con el concepto de generación distribuida (generación de energía eléctrica mediante muchas pequeñas fuentes de generación instaladas cerca del consumidor final) en la medida en que las instalaciones de autoconsumo pueden compartir los excedentes de energía generados.

Gráfico 35. Perfil de oferta y demanda



Fuente: Interreg Europe

La generación distribuida puede suponer un cambio significativo del sistema eléctrico.

El autoconsumo y generación distribuida están suponiendo una evolución del esquema actual del sistema eléctrico, donde la producción se lleva a cabo de manera centralizada en grandes instalaciones de generación, a un escenario de generación distribuida de pequeña potencia y con tecnología renovable. Esto provoca una reducción de las pérdidas de energía e introduce mayor modularidad en el sistema. Con el autoconsumo y los nuevos modelos compartidos, el

Gráfico 36. Potencia anual instalada de autoconsumo fotovoltaico en España



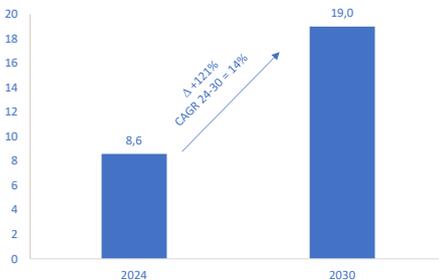
Fuente: APPA

Gráfico 37. Nº de contratos anuales de autoconsumo fotovoltaico en España



Fuente: APPA

Gráfico 38. Comparativa hoja de ruta del autoconsumo fotovoltaico en España



Fuente: APPA y PNIEC 2023-2030

comercio de energía eléctrica pasa de ser centralizado, unidireccional y bilateral, a ser descentralizado, renovable, bidireccional y multilateral.

Adicionalmente, el almacenamiento energético (como las baterías) es un elemento complementario que permite maximizar el rendimiento de los sistemas de generación y contribuye a la flexibilización. Permite diferir el autoconsumo almacenando la energía excedentaria para trasladar su uso a momentos en los que no haya producción solar. Es decir, desplaza la curva de producción y la hace coincidir con la curva de demanda (Gráfico 35). Simultáneamente permite reducir el consumo en horarios más caros (tarde y noche) ya que en ese momento se consume lo almacenado durante el día.

HLZ estructura su modelo en torno al aprovechamiento de la generación distribuida.

Las instalaciones que promueve se diseñan para generar excedentes respecto al consumo del cliente, los cuales pueden compartirse con otros usuarios de HLZ dentro de un radio de 2 km. Esto permite reducir los peajes y pérdidas de red, mejorar el coste de aprovisionamiento de energía para otros clientes sin paneles y aumentar el retorno económico para los usuarios con instalaciones solares y almacenamiento.

La compañía también está integrando otras tecnologías en su plataforma energética, como: (i) baterías domésticas conectadas; (ii) aplicaciones futuras de esquemas V2X (Vehicle-to-Everything) para el uso bidireccional de vehículos eléctricos; y (iii) gestión inteligente de electrodomésticos como bombas de calor. Estas tecnologías ofrecen potencial para participar en futuros mercados de flexibilidad, así como para mejorar la eficiencia y ahorro del sistema para el cliente final.

Adicionalmente, la digitalización y el avance del Internet of Things (IoT) están impulsando el desarrollo de modelos de gestión energética más descentralizados. En este contexto, las Virtual Power Plants (VPPs), que permiten coordinar y operar activos distribuidos como paneles, baterías o puntos de carga mediante plataformas digitales, están ganando relevancia en la transición energética. HLZ, gracias a su plataforma tecnológica y enfoque digital, se posiciona de forma favorable para capitalizar estas dinámicas, diferenciándose del modelo de las utilities tradicionales. Este posicionamiento podría permitir a HLZ capturar valor potencial en los futuros mercados de capacidad y flexibilidad, cuya regulación está avanzando en Europa como herramienta clave para garantizar la estabilidad del sistema ante la creciente penetración de renovables intermitentes

Este modelo cobra especial relevancia ante el aumento de la penetración de renovables intermitentes y la necesidad de dotar al sistema eléctrico de mayor resiliencia ante eventos extremos.

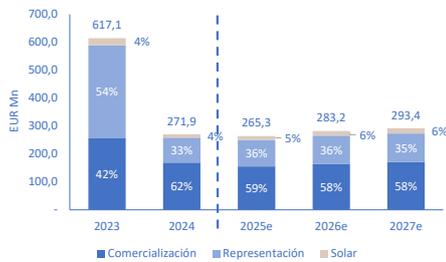
Pese al frenado de 2022, existe una demanda teóricamente creciente impulsada también por políticas públicas.

El crecimiento exponencial de las instalaciones de autoconsumo en el año 2022 vino justificado por, además del desarrollo de la tecnología fotovoltaica, una coyuntura marcada por unos precios mayoristas de la electricidad muy elevados, la llegada de los fondos NetxGen EU y unos tipos de interés reducidos. En 2024, si bien la potencia instalada anual de autoconsumo fotovoltaico descendió vs 2023 (-26%), se situó por encima de los niveles del año 2021, situando la potencia instalada acumulada en los 8,6 GW.

El volumen de instalaciones anuales evolucionó de manera análoga, descendiendo durante el año 2024 (-37%; 79 miles vs 127 miles en 2023). Según los datos de APPA, la electricidad equivalente generada con autoconsumo se situó en el 3,7% respecto a la demanda total.

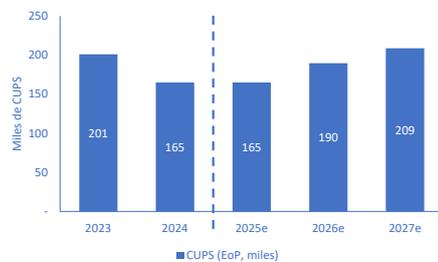
En cuanto al potencial de autoconsumo/generación distribuida en España, el PNIEC inicial 2020-2030 establecía un primer objetivo de potencia instalada acumulada de 9 GW para el año 2030, que ha sido actualizado hasta los 19 GW en el PNIEC 2023-2030 (+121% vs 8,6 GW reales en 2024). Es decir: un segmento del sector eléctrico en el que todo apunta a altas tasas de crecimiento largo plazo. Pero que a día de hoy convive con la incertidumbre de la velocidad de ejecución y el encaje del autoconsumo en el sistema eléctrico.

El enorme reto de sostener la recuperación operativa con un modelo aún no autofinanciado y sin balance

Gráfico 39. Evolución ingresos HLZ


En marzo de 2025, HLZ completó con éxito la primera fase del proceso de reestructuración de su deuda financiera, que abarca préstamos bancarios, instrumentos de circulante, pagarés MARF y líneas de avales, mediante la aprobación de un Plan de Reestructuración. La compañía contó con PwC como asesor del proceso. El 2 de junio de 2025 HLZ recibió la homologación judicial del Plan, cumpliéndose así el primero de los dos hitos clave identificados para garantizar la continuidad operativa. La plena efectividad del Plan de Reestructuración está sujeta al segundo hito: desembolso total de EUR 22 Mn comprometidos por Icosium, de los cuales tan solo se han ejecutado EUR 6,5 Mn (la fecha límite era el 30 de abril de 2025).

Este plan supone un hito estratégico para reforzar la estructura de capital y establecer una base operativa más sólida de cara al trienio 2025e–2027e.

Gráfico 40. Evolución CUPS HLZ


Resultados 2024: contracción de ingresos, contención eficaz de costes

El 2024 estuvo marcado por un entorno macro y sectorial adverso, que presionó las dos principales divisiones de HLZ: Energy Management y Solar. Los ingresos consolidados retrocedieron un -56% hasta los EUR 271,9 Mn, aunque la compañía logró defender márgenes debido a la reestructuración operativa.

A nivel de EBITDA recurrente, HLZ redujo pérdidas hasta los EUR -3,0 Mn (vs EUR -5,2 Mn en 2023) debido principalmente a la reducción de costes y rediseño operativo, sentando las bases para un modelo operativo más ágil, escalable y orientado a la rentabilidad.

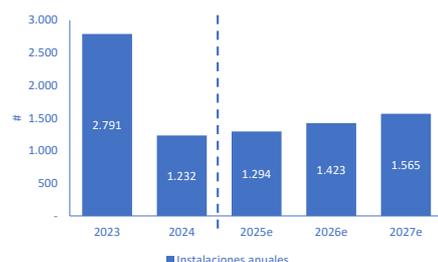
2025e–2027e: recuperación operativa y retos estructurales. El crecimiento sostenible aún requiere financiación externa

Tras dos años marcados por tensiones operativas y financieras, HLZ afronta el periodo 2025e–2027e con un enfoque continuista, apoyado en el Plan de Reestructuración y en una estrategia centrada en la eficiencia, la disciplina financiera y la estabilización del negocio. Nuestras estimaciones apuntan a una senda de recuperación operativa progresiva, con EBITDA recurrente positivo ya en 2025e. No obstante, el Beneficio Neto continuará en terreno negativo en 2025e–2026e, al igual que el FCF, debido a la normalización del capital circulante y la necesidad de reinvertir en tecnología y captación de clientela. El reto: sostener el modelo sin acceso claro a financiación tradicional y con un calendario de vencimientos exigente.

Gráfico 41. Evolución energía representada HLZ


Ingresos: estabilización en 2025e y recuperación moderada a partir de 2026e

Tras años de contracción en ingresos derivados de la alta volatilidad de los precios de la energía y la pérdida de puntos de suministro (CUPS), proyectamos una estabilización de las ventas en 2025e y una reactivación del crecimiento en 2026e y 2027e. CAGR 2025e–2027e del +5%:

Gráfico 42. Evolución instalaciones solares realizadas HLZ


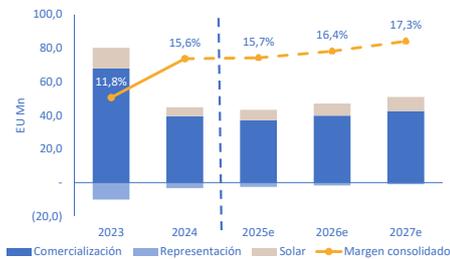
- **Comercialización:** estimamos una base estabilizada de 165 mil CUPS en 2025e, con un crecimiento del 10%-15% anual en 2026e y 2027e hasta alcanzar c.210 mil CUPS (c.400 mil contratos). El modelo de suscripción “Tarifa Justa” continuará siendo el pilar de la propuesta de valor, facilitando la previsibilidad del margen. La cartera seguirá dominada por clientes domésticos, tique medio mensual de 80-100 euros.
- **Representación:** proyectamos una expansión vinculada a Comercialización, contribuyendo a la reducción de circulante y garantías ante OMIE. También será clave para la firma de PPAs (facilitan acceso a mejores condiciones de aprovisionamiento a largo plazo) y garantizar el suministro de energía 100% renovable (mediante la obtención de garantías de origen). El nuevo centro de control debería mejorar la integración renovable y la gestión de desvíos, con el objetivo de revertir el margen bruto negativo histórico.
- **Solar:** tras una estabilización en 2025e (c.1.300 instalaciones), proyectamos un repunte en 2026e–2027e apoyado en: (i) nueva línea ICO Verde (EUR 22.000 Mn); (ii) reducción de costes en componentes solares y almacenamiento; y (iii) impulso

regulatorio al autoconsumo colectivo (RD 2019/244). El reposicionamiento hacia instalaciones de mayor valor añadido y alta penetración de baterías (50% en 2024 vs 15% en 2023) favorecerán los márgenes unitarios.

Tabla 4. Desglose de ingresos por división y principales magnitudes

EUR Mn	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 24-27e
Comercialización	258,2	169,6	155,5	163,9	171,6	0,4%
Representación	331,5	89,3	94,7	102,0	102,0	4,5%
Solar	24,9	12,2	14,1	16,3	18,8	15,5%
Otros ingresos	2,5	0,9	0,9	1,0	1,0	2,6%
Total ingresos	617,1	271,9	265,3	283,2	293,4	2,6%
Variación						
Comercialización	-44,9%	-34,3%	-8,3%	5,4%	4,7%	
Representación	-21,2%	-73,1%	6,1%	7,7%	-0,1%	
Solar	-19,0%	-51,0%	15,5%	15,5%	15,5%	
Otros ingresos	-27,6%	-62,4%	-2,5%	6,8%	3,6%	
Total ingresos	-33,2%	-55,9%	-2,5%	6,8%	3,6%	
KPIs						
CUPS (miles)	201	165	165	190	209	8,2%
Energía representada (TWh)	5,4	3,2	3,2	3,4	3,9	6,5%
Instalaciones anuales	2.791	1.232	1.294	1.423	1.565	8,3%

Gráfico 43. Evolución del margen bruto de HLZ



Márgenes: mejora sostenida por mix de negocio y racionalización operativa

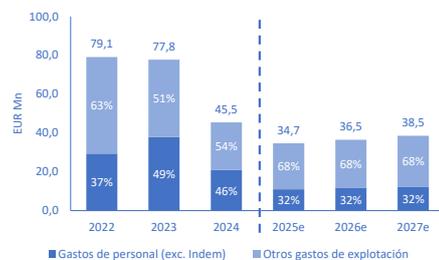
Prevedemos una mejora gradual desde el 15,7% en 2025e hasta el 17,3% en 2027e, impulsada principalmente en las siguientes palancas:

- Mejora del margen en Comercialización gracias al modelo de suscripción Tarifa Justa y el aumento del peso de los excedentes de Solar en los aprovisionamientos, que permitirán un menor coste y ahorros en transporte y distribución.
- Mejora operativa en Representación vía control de desvíos y negociación de condiciones con productores.
- El reposicionamiento de Solar hacia instalaciones de mayor valor añadido y penetración de baterías.

Tabla 5. Desglose del margen bruto por división

EUR Mn	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC 24-27e
Comercialización	68,0	39,4	37,0	39,9	42,6	2,6%
Representación	(10,1)	(3,3)	(2,5)	(1,7)	(1,0)	-32,2%
Solar	12,2	5,4	6,2	7,2	8,3	15,5%
Otros ingresos	2,5	0,9	0,9	1,0	1,0	2,6%
Margen consolidado	72,6	42,5	41,7	46,3	50,9	6,2%
Margen bruto						
Comercialización	26,3%	23,2%	23,8%	24,3%	24,8%	
Representación	-3,1%	-3,7%	-2,7%	-1,7%	-1,0%	
Solar	49,1%	44,1%	44,1%	44,1%	44,1%	
Margen consolidado	11,8%	15,6%	15,7%	16,4%	17,3%	

Gráfico 44. Evolución de los gastos operativos de HLZ

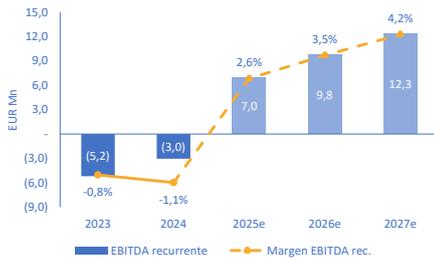


EBITDA recurrente: retorno a terreno positivo en 2025e

Nuestras estimaciones contemplan un mantenimiento del control de costes llevado a cabo por HLZ durante el periodo 2023-2024. Estimamos un EBITDA recurrente positivo ya en 2025e, apoyado en tres palancas principales.

- Reducción estructural de plantilla: HLZ ha llevado a cabo un proceso de racionalización de su base de recursos humanos, pasando de 752 empleados en 2022 a una plantilla de c. 200 personas en 2025e. Esta medida ha tenido un impacto directo en la contención de los costes fijos de personal, que históricamente suponían una proporción relevante de los gastos operativos totales.
- Descenso sostenido de otros gastos de explotación: desde 2022, HLZ ha logrado una reducción superior al 50% en otras partidas operativas, como servicios externos, tecnología, logística o instalaciones, en gran parte gracias a una renegociación activa

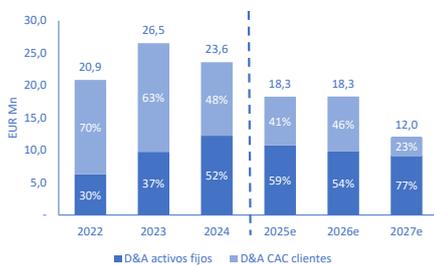
Gráfico 45. Evolución del EBITDA rec. de HLZ



de contratos con proveedores estratégicos, la eliminación de estructuras redundantes y la concentración de operaciones en áreas críticas.

- Digitalización y apalancamiento operativo: HLZ ha invertido de forma consistente en el desarrollo de una plataforma tecnológica propia que soporta tanto su modelo de Comercialización (Tarifa Justa) como el negocio Solar. Esta infraestructura digital le ha permitido automatizar procesos en la relación con el cliente, la monitorización del consumo, la integración de instalaciones solares y la gestión energética. La integración de soluciones como el Centro de Control, las Virtual Power Plants (VPPs) y las aplicaciones móviles para gestión energética doméstica, permiten a HLZ escalar operaciones sin un crecimiento proporcional de la base de costes. Este apalancamiento operativo será una de las principales palancas de expansión del margen EBITDA en los próximos ejercicios.

Gráfico 46. Desglose del D&A de HLZ



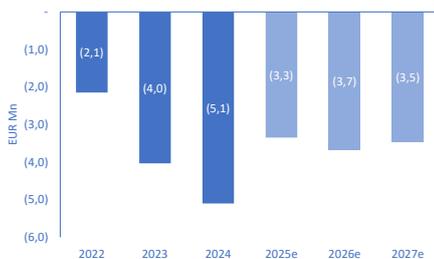
Como resultado de estas palancas, estimamos que el margen EBITDA rec. de HLZ evolucionará de desde EUR 7 Mn en 2025e (2,6% s/ingresos) hasta EUR 12,3 Mn en 2027e (4,2%).

EBIT: todavía presionado por amortizaciones

Pese a la recuperación positiva del EBITDA recurrente, la evolución del EBIT continuará limitada por el peso de las amortizaciones asociadas a las activaciones de inversiones en tecnología y captación de clientela. HLZ capitaliza gastos asociados al desarrollo de su plataforma tecnológica (proyectos como Tarifa Justa, App Solar, VPP, Centro de Control) con una vida útil media de cinco años, así como los costes de captación de clientes, amortizados en un periodo medio de 3,5 años.

En conjunto, estimamos que el peso de las amortizaciones sobre resultados continuará siendo significativo en el corto plazo, manteniendo el EBIT en niveles reducidos o incluso negativos en 2025e-2026e. Sin embargo, proyectamos una mejora progresiva a partir de 2027e, apoyada en una estabilización del CAPEX y una reducción natural de los activos previamente activados.

Gráfico 47. Desglose del resultado financiero de HLZ



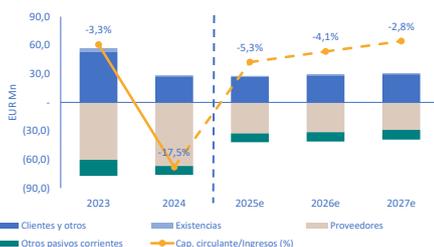
Endeudamiento y ampliación de capital: situación a fecha de este informe

A fecha de este informe, HLZ ha alcanzado un hito clave en su proceso de reestructuración financiera tras obtener la homologación judicial del Plan de Reestructuración por parte del Juzgado de lo Mercantil nº5 de Barcelona el 2 de junio de 2025. Este plan, que abarca préstamos bancarios, instrumentos de circulante, pagarés MARF y líneas de avales, se considera esencial para restablecer la viabilidad operativa en el corto plazo.

El plan consta de dos hitos clave: el primero, ya cumplido, es la homologación judicial del acuerdo; el segundo, aún pendiente a fecha de este informe, es el desembolso completo de los EUR 22 Mn comprometidos por Icosium, de los cuales se han ejecutado EUR 6,48 Mn en marzo de 2025. El cumplimiento del segundo tramo (EUR 15,52 Mn adicionales) resulta crítico, ya que condiciona la plena efectividad del plan y, por tanto, el mantenimiento del principio de empresa en funcionamiento. Nuestras proyecciones consideran su ejecución como escenario base, aunque con reconocimiento explícito del riesgo de no materialización. Y que haría inviables las proyecciones.

Pese a la reducción del endeudamiento en 2024 (-37% vs 2023), la presión del gasto financiero sobre el P&L seguirá siendo significativa. La no generación de Free Cash Flow positivo (nuestro escenario central) imposibilita, hasta más allá de 2027, un desapalancamiento por medios propios. En consecuencia, será necesaria la captación de financiación adicional en formato híbrido o vía ampliaciones de capital, con riesgo de dilución para los accionistas actuales.

Gráfico 48. Evolución del capital circulante de de HLZ



Normalización del circulante (implicará una gran salida de caja) y racionalización del CAPEX (que no paralización)

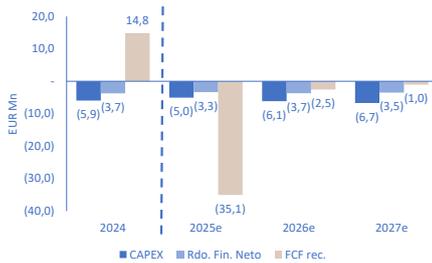
La ratio de circulante sobre ventas tocó mínimos históricos en 2024 (-17%) como consecuencia de un incremento de la partida de proveedores.

Sin embargo, proyectamos una normalización progresiva del capital circulante en 2025e con una salida de caja estimada de c.EUR -34 Mn, impactando negativamente en el FCF recurrente. Este ajuste supondrá un desafío relevante en términos de gestión de liquidez y necesidad de financiación externa.

En cuanto al CAPEX, HLZ ha adoptado un enfoque más disciplinado en inversiones, priorizando proyectos con retorno a corto plazo. Mantenemos en nuestras estimaciones un CAPEX anual (externo, sin incluir activaciones) de EUR 2,6-3 Mn destinado a desarrollos tecnológicos clave (VPP, App Solar, centro de control). Que junto con nuestras proyecciones de activación de c. EUR 5 Mn sitúa de facto la inversión en activos intangibles en EUR 7,5-8 Mn en 2025e-2027e.

Asimismo, nuestras proyecciones consideran una racionalización de la inversión en captación de clientela en 2025e hasta los EUR 2,5 Mn como consecuencia del despliegue del Plan de Reestructuración. Si bien, esperamos que esta inversión en captación aumente en 2026e y 2027e (hasta el 2% s/ingresos de Comercialización y Solar) con el objetivo de incrementar los puntos de suministro y la instalación de sistemas de energía solar, piezas claves sobre las que pivota la recuperación de HLZ.

Gráfico 49. Evolución del FCF de HLZ



El Free Cash Flow se mantendrá en negativo pese a la recuperación operativa

Si bien en 2024 HLZ consiguió cerrar con un FCF recurrente positivo impulsado por una ratio de proveedores históricamente alta, nuestras proyecciones contemplan una reversión de esta situación durante los tres ejercicios siguientes.

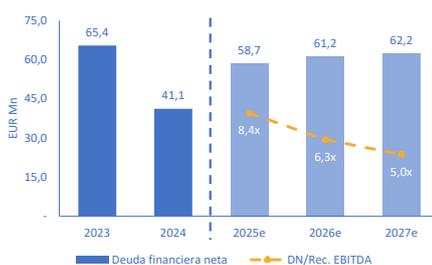
En 2025e, anticipamos un Cash Flow operativo recurrente negativo como resultado directo de la normalización del capital circulante. Para 2026e y 2027e, estimamos una mejora significativa del Cash Flow operativo —gracias a un mayor EBITDA recurrente por incremento de ingresos y mayor eficiencia operativa—, alcanzando en 2027e los c. EUR 9 Mn.

Sin embargo, este CF operativo recurrente no será suficiente para absorber la totalidad de las inversiones previstas (CAPEX) ni el peso del coste financiero de la deuda. Estimamos que el FCF recurrente se mantendrá en terreno negativo durante el periodo 2025e–2027e, con un déficit acumulado de c. EUR -40 Mn, reflejando necesidades adicionales de financiación.

Conclusión: mejora operativa posible, pero limitada por un balance muy apalancado y restricciones financieras. Todo depende de la captación de capital.

HLZ ha logrado en 2024 una mejora operativa tangible, fundamentada en la disciplina de costes, el rediseño organizativo y la apuesta por un modelo de negocio digital, escalable y orientado a márgenes. La transición desde una estructura pesada y poco flexible a una organización ágil ha comenzado a reflejarse en el P&L, con un retorno esperado al EBITDA recurrente positivo en 2025e y una mejora paulatina de márgenes operativos.

Gráfico 50. Evolución de la deuda neta de HLZ



No obstante, esta mejora se produce en un contexto de elevado apalancamiento financiero, sin generación de caja y un entorno aún restrictivo para el acceso a financiación bancaria o mercados de deuda. La ejecución plena del Plan de Reestructuración (incluyendo la entrada del nuevo socio estratégico Icosium) será esencial para consolidar la recuperación operativa y garantizar la viabilidad financiera del modelo en el corto y medio plazo.

El principal desafío radica en el desapalancamiento sostenible sin recurrir de forma constante a financiación externa. A esto se suma un calendario de vencimientos concentrado (77% en 2028), lo que exige una planificación rigurosa de las necesidades de caja.

En este escenario, la sostenibilidad de HLZ dependerá de cuatro elementos críticos: (i) el cumplimiento efectivo de los compromisos de capital por parte de Icosium, (ii) la capacidad de la compañía para mantener márgenes positivos y disciplina de costes, (iii) la obtención de fuentes adicionales de financiación —ya sea a través de ampliaciones de capital, instrumentos híbridos o acuerdos bilaterales— que permitan cubrir el déficit acumulado de FCF y atender los vencimientos concentrados en el medio plazo, y (iv) la reactivación sostenida de la actividad comercial, reflejada en el crecimiento de nuevas instalaciones de sistemas de energía solar y en la recuperación gradual del número de puntos de suministro (CUPS), elementos clave para consolidar y avanzar en el modelo operativo. No debe olvidarse que el primer punto (la segunda fase de la ampliación de Icosium) es decisivo y compromete el plan de negocio y la viabilidad de nuestras proyecciones financieras. Es decir, la captación de capital sigue siendo la gran restricción (aún no resuelta) del modelo de negocio.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo ⁽¹⁾			
Free Cash Flow "To the Firm"	(31,7)	1,1	2,5	n.a.			
Market Cap	28,0	A la fecha de este informe					
Deuda financiera neta	41,1	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	6,4%	Coste de la deuda neta			6,2%	6,7%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
Coste de la deuda neta	5,1%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,9%	5,3%	
Risk free rate (rf)	3,1%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,5	B (estimación propia)			1,4	1,6	
Coste del Equity	12,1%	Ke = Rf + (R * B)			10,8%	13,5%	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	40,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	59,5%	D			=	=	
WACC	8,0%	WACC = Kd * D + Ke * E			7,3%	8,6%	
G "Razonable"	2,0%				2,5%	1,5%	

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 25e	BPA 25e-27e	EV/EBITDA 25e	EBITDA 25e-27e	EV/Vtas. 25e	Ingresos 25e-27e	EBITDA/Vtas. 25e	FCF Yield 25e	FCF 25e-27e
Iberdrola	IBE-ES	104.015,1	17,2	4,9%	10,4	5,2%	3,6	2,6%	34,5%	0,3%	78,1%
Endesa	ELE-ES	28.406,3	13,9	1,8%	7,2	1,4%	1,7	-0,5%	23,6%	1,5%	77,3%
Naturgy	NTGY-ES	25.442,7	13,9	-1,7%	7,6	0,6%	2,0	-1,5%	26,9%	5,7%	4,4%
EDP	EDP-PT	15.045,7	12,5	-0,1%	8,1	1,0%	2,4	1,7%	29,3%	n.a.	n.a.
Utilities integradas			14,4	1,2%	8,3	2,0%	2,4	0,6%	28,6%	2,5%	53,3%
Audax Ren.	ADX-ES	725,5	13,9	10,5%	8,8	8,5%	0,5	0,7%	5,3%	n.a.	n.a.
Elmera	ELMRA-NO	350,3	13,5	16,3%	6,3	5,8%	2,8	3,6%	44,1%	n.a.	85,3%
Comercializadoras independientes			13,7	13,4%	7,6	7,1%	1,6	2,1%	24,7%	n.a.	85,3%
Sunrun, Inc.	RUN-US	1.731,2	n.a.	-97,7%	n.a.	53,6%	7,2	13,7%	9,9%	n.a.	-4,9%
Sunnova Energy Int.	NOVA-US	0,4	n.a.	72,3%	12,2	24,3%	9,1	19,3%	74,8%	n.a.	n.a.
Generación distribuida			n.a.	-12,7%	12,2	39,0%	8,2	16,5%	42,3%	n.a.	-4,9%
HLZ	HLZ-ES	28,0	n.a.	48,2%	9,3	33,2%	0,2	5,2%	2,6%	n.a.	83,0%

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e	EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
Max	3,8%	10,6	6,1x
Central	3,5%	9,8	6,6x
Min	3,2%	8,9	7,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e		
EBITDA 26e	2,0%	2,2%	2,4%
10,6	(1,1)	(1,7)	(2,3)
9,8	(2,0)	(2,5)	(3,1)
8,9	(2,8)	(3,4)	(4,0)

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el resultado operativo y en el free cash flow:

- 1. Presión competitiva estructural en el negocio de comercialización.** La comercialización de electricidad en España es una actividad con bajas barreras de entrada y márgenes históricamente reducidos. A pesar del enfoque diferencial de HLZ (energía 100% renovable, propuesta digital y modelo de suscripción), el entorno competitivo puede traducirse en una presión adicional sobre los márgenes brutos. Una contracción de 100 p.b. en el margen de comercialización estimado implicaría una reducción material del EBITDA recurrente consolidado de c.-35% en 2025e.
- 2. Sensibilidad a la volatilidad del pool y riesgo de cobertura imperfecta.** HLZ emplea instrumentos de cobertura (futuros, forwards, contratos bilaterales y PPAs) para estabilizar el coste de la energía suministrada a los clientes de Comercialización y proteger el margen comercial. No obstante, estas coberturas se estructuran sobre estimaciones de consumo y precio. En escenarios de alta volatilidad, una desviación significativa entre el consumo real y las previsiones utilizadas para estructurar dichas coberturas (especialmente en productos de precio fijo como la Tarifa Justa) podría generar un desajuste, afectando negativamente a los márgenes operativos.
- 3. Dependencia del crecimiento del negocio de sistemas de energía solar.** El crecimiento de HLZ se apoya de forma creciente en el negocio de autoconsumo y la generación distribuida, que combina ingeniería, instalación, financiación y comercialización. Aunque la compañía ya no financia directamente instalaciones, su evolución está condicionada por la demanda residencial, la eficiencia operativa y el entorno regulatorio. Una ralentización del ritmo de captación o ejecución, problemas logísticos o cambios normativos desfavorables podrían comprometer los niveles de crecimiento contemplados en nuestro caso base.
- 4. Riesgo de ejecución y escalabilidad operativa.** La estrategia de crecimiento de HLZ está muy vinculada a una escalabilidad operativa efectiva (automatización, digitalización de procesos y plataforma tecnológica propia). Cualquier limitación en la implementación tecnológica, en la captación o fidelización de clientes o en la integración de operaciones podría comprometer los objetivos de crecimiento y eficiencia operativa.
- 5. Marco regulatorio y exposición exclusiva al mercado español.** HLZ concentra la totalidad de su actividad de Comercialización y Solar en España, incrementando así su sensibilidad ante posibles cambios regulatorios adversos. Modificaciones en incentivos al autoconsumo, cambios tarifarios o impositivos, entre otros, podrían influir en la sostenibilidad del modelo de negocio actual.
- 6. Riesgo operativo asociado a la cadena de valor de Solar.** La ejecución de instalaciones solares depende de la capacidad operativa de una red de instaladores y proveedores. Incidencias en costes, disponibilidad, plazos de entrega o calidad en la ejecución podrían erosionar márgenes y afectar la percepción de marca, especialmente en un segmento donde la recomendación y la experiencia del cliente juegan un papel esencial en la captación.
- 7. Riesgo reputacional vinculado a la propuesta de valor (tarifa plana).** El modelo de tarifa plana ofrece simplicidad y previsibilidad al cliente. Una pérdida de confianza en este producto podría elevar las tasas de rotación de clientes (churn) y afectar a la capacidad de crecimiento orgánico.
- 8. Riesgo en la implementación del Plan de Reestructuración financiera.** En marzo de 2025, HLZ completó la primera fase del Plan de Reestructuración financiera, con la adhesión de la mayoría de los acreedores financieros y el compromiso de Icosium como socio estratégico. El 2 de junio de 2025, el Juzgado de lo Mercantil nº 5 de Barcelona notificó a la compañía la homologación judicial del plan, cumpliéndose así el primero de los dos hitos clave identificados para garantizar la continuidad operativa.

A fecha de este informe, queda pendiente el segundo hito: el desembolso completo de los EUR 22 Mn comprometidos por Icosium, de los cuales se han ejecutado EUR 6,5 Mn. Tanto el Plan de Reestructuración como el préstamo convertible con Icosium contienen cláusulas mutuamente

suspensivas. Un retraso o incumplimiento en la ejecución de dicha ampliación de capital podría limitar la capacidad de refinanciar vencimientos clave y comprometer la viabilidad financiera de HLZ.

9. **Modelo no autofinanciado a corto plazo y condicionado al desempeño de Solar.** El modelo operativo de HLZ ha requerido financiación externa para sostener el crecimiento y las inversiones en tecnología, captación de clientes y desarrollo del negocio Solar. A pesar del retorno a EBITDA recurrente positivo en 2025e, HLZ seguirá generando FCF negativo hasta 2027e, debido al mantenimiento de un CAPEX mínimo y a la normalización del capital circulante.

Estimamos un déficit acumulado de EUR -40 Mn durante el periodo 2025e-2027e que deberá ser cubierto mediante ampliaciones de capital o instrumentos híbridos. Esta dependencia de financiación externa introduce un riesgo de dilución para el accionista.

La no materialización de nuevas fuentes de financiación o de la refinanciación de deuda existente podría generar tensiones de liquidez, que podrían comprometer la capacidad operativa del grupo e impactar negativamente en la ejecución del plan estratégico.

No obstante, si se cumplen nuestras proyecciones y el negocio Solar alcanza su punto de equilibrio operativo, se prevé que el modelo evolucione progresivamente hacia la autofinanciación estructural a partir de 2027e.

Cambios en el Consejo y ampliación de capital. Los fundadores siguen al frente de la compañía.

Tabla 6. Estructura accionarial a la fecha de este informe (antes de la 2ª fase ampliación de capital de Icosium)

Nombre	Total	Fecha entrada
Fondo Axon ICT III, F.C.R.	14,4%	2015
Icosium Investment, S.L.	14,1%	2025
Carlota Pi	12,6%	2010
Ferran Nogué	12,6%	2010
Oriol Vila	12,6%	2010
Geroa Pentsioak	5,7%	2019
Free float	27,9%	
Total	100,0%	

Tabla 7. Consejo de Administración

Nombre	Categoría	Cargo	Fecha	% Capital
Carlota Pi	Dominical	Presidente/CEO	2019	12,6%
Ferran Nogué	Dominical	CEMO	2019	12,6%
Oriol Vila	Dominical	Consejero	2019	12,6%
Elena Gómez del Pozuelo	Independiente	Consejero	2023	n.d.
Eduardo Soler	Independiente	Consejero	2024	n.d.
Lotfi Bellahcene	Dominical	Consejero	2025	14,1%
Enrique Palau Llopis	Dominical	Consejero	2025	14,1%
Total			Total	51,9%

Tabla 8. Estructura accionarial potencial (post 2ª fase ampliación de capital)

Nombre	Total	Fecha entrada
Icosium Investment	33,4%	2025
Fondo Axon ICT III, F.C.R.	11,2%	2015
Carlota Pi	9,8%	2010
Ferran Nogué	9,8%	2010
Oriol Vila	9,8%	2010
Geroa Pentsioak	4,4%	2019
Free float	21,7%	
Total	100,0%	

A fecha de este informe, el Consejo de Administración de HLZ está compuesto por 7 miembros, de los cuales 3 son los socios fundadores (43% de los consejeros), 2 son consejeros independientes (29%) y 2 son consejeros dominicales (29%). Los aspectos esenciales del Gobierno Corporativo de HLZ son los siguientes:

- Consejo de Administración marcado por los cambios de junio de 2024.** Después de que los dos consejeros dominicales que representaban a Axon Capital y Geroa Pentsioak no firmasen las Cuentas Anuales (CCAA) de 2023, en mayo de 2024, la Junta General de Accionistas (JGA) procedió a su separación. Las CCAA de 2023 fueron firmadas por 5 de los 7 consejeros y aprobadas por la JGA. Los motivos de su decisión fueron (i) la falta de información suficiente para emitir una opinión completa de las CCAA y (ii) el desacuerdo sobre la razonabilidad de la política de capitalización de costes de nuevos proyectos.

Tras este anuncio, el Consejo de Administración quedó compuesto por los tres socios fundadores (dos consejeros ejecutivos y un consejero dominical) y dos consejeros independientes. Axon Capital y Geroa Pentsioak, que contaban con representación en el Consejo desde 2019, quedaron excluidos, a pesar de ostentar un 16,8% y un 6,7%, respectivamente, del capital social a fecha 30 de mayo de 2024. Axon Capital era y sigue siendo el principal accionista de HLZ.

Adicionalmente, en noviembre de 2024 HLZ anunció una ampliación de capital por importe de EUR 22,0 Mn, que daría entrada en el accionariado a Icosium Investment S.L. (Icosium)¹⁸ a un precio medio de 2 EUR/acción. La ampliación de capital se llevará a cabo en dos fases:

- Aportación de EUR 6,48 Mn en marzo de 2025, emitiendo nuevas acciones ordinarias a 1,80 EUR/acción (+66% de prima vs precio 8 nov. 2024, valorando el 100% de HLZ en más de EUR 45 Mn). Icosium adquiere el 14,12% del capital y nombra dos consejeros. Esta primera fase de la ampliación de capital ya ha sido completada a la fecha de este informe.
- Aportación de EUR 15,52 Mn en los próximos meses, mediante un préstamo convertible a un precio de 2,10 EUR/acción (fecha límite de ejecución 30 de abril de 2025). Tras ejecutar la conversión, Icosium alcanzaría el 33,43% del capital y podría designar un tercer miembro en el Consejo. En ese momento los socios fundadores habrán diluido su participación agregada del 37,8% al 29,3%, y el free float quedaría en el 21,7% (vs 27,9% a fecha de este informe). A la fecha de este informe, no se ha comunicado al mercado el desembolso efectivo de la inversión comprometida en la segunda fase de la ampliación de capital. Este instrumento financiero estaba destinado a reforzar la liquidez y atender compromisos con proveedores, entre otros. Por tanto, no es posible concluir que HLZ haya resuelto plenamente sus tensiones de tesorería ni su equilibrio financiero operativo en este momento.

- Los socios fundadores están plenamente involucrados en la gestión.** Los fundadores de la compañía (Carlota Pi, Oriol Vila y Ferran Nogué) cuentan con el 37,8% del capital a fecha de este informe (29,3% estimado tras la segunda fase de la ampliación de capital). Carlota Pi (presidente y CEO) y Ferran Nogué (Chief Energy Management

¹⁸ De acuerdo con la nota de prensa publicada por HLZ, Icosium es un inversor industrial español con foco en la transición energética en África y Europa. Además de sus inversiones en energías renovables, participa activamente en la producción y comercialización de energía entre Europa y África, contando con más de 15 años de experiencia. Lotfi Bellahcene es el fundador y actual CEO de Icosium. La Comisión de Nombramientos y Retribuciones concluyó informar favorablemente el nombramiento de Lotfi Bellahcene como consejero dominical de HLZ.

Officer) se encuentran plenamente involucrados en la gestión de la compañía (Tabla 7), alineando el Consejo de Administración y Equipo Directivo con los minoritarios.

Tabla 11. Principales indicadores de gobierno corporativo

KPI	2021	2022	2023	2024
% de consejeros independientes	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%
% de consejeros dominicales	71,4%	71,4%	71,4%	71,4%
% de consejeros ejecutivos	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
% de mujeres en el Consejo de Administración	42,9%	42,9%	42,9%	28,6%
% de mujeres en la plantilla	45,2%	39,6%	41,3%	40,4%
% Remuneración del Consejo y Alta Dirección/Gtos de personal (%)	4,7%	3,1%	2,5%	3,6%
Nº casos de corrupción confirmados	0	0	0	0

Nota: Adicionalmente a su condición de consejeros dominicales, Carlota Pi y Ferran Nogué desempeñan funciones ejecutivas al ostentar la posición de Presidente/CEO y Chief Energy Management Officer (CEMO), respectivamente. Si ambos consejeros computaran como consejeros ejecutivos, el porcentaje de consejeros ejecutivos ascendería al 28,6%.

Tabla 9. Comisión de Auditoría

Miembro de la Comisión	Categoría	Cargo
Eduardo Soler	Independiente	Presidente
Elena Gómez del Pozuelo	Independiente	Miembro
Oriol Vila	Dominical	Miembro
Total		

3. Riesgo de reducción del porcentaje de consejeros independientes. El hipotético reparto del Consejo tras la segunda fase de la ampliación de capital para la entrada de Icosium situaría el peso de los consejeros independientes en el 25%. Este porcentaje se encuentra por debajo de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno de la CNMV (33,3% del total) para las sociedades en las que la capitalización no sea elevada.

HLZ cuenta con una Comisión de Auditoría y una Comisión de Nombramientos y Retribuciones. Ambas comisiones presentan una mayoría, dos tercios, de consejeros independientes (Tablas 9 y 10).

Tabla 10. Comisión de Nombramientos y Retribuciones

Miembro de la Comisión	Categoría	Cargo
Elena Gómez del Pozuelo	Independiente	Presidente
Eduardo Soler	Independiente	Miembro
Oriol Vila	Dominical	Miembro
Total		

4. Retribución al Consejo de Administración y Equipo Directivo. En 2024, las remuneraciones devengadas por los miembros del Consejo de Administración de HLZ, en calidad de consejeros y por su relación laboral, ascendieron a EUR 749,0 Miles (EUR 954,3 Miles a 31 de diciembre de 2023 y EUR 902,8 Miles a 31 diciembre de 2022). Las remuneraciones devengadas por los miembros del Consejo de Administración supusieron un 3,6% de los gastos de personal en 2024 (2,5% en 2023, 3,1% en 2022 y 4,7% en 2021). De mantenerse el importe de 2024 este representaría un c.7% del gasto de personal 2025e.

No existen compromisos por complementos en materia de pensiones y seguros de vida. Tampoco existen anticipos ni créditos concedidos al personal de Alta Dirección (3 personas: Carlota Pi, Oriol Vila y Ferran Nogué) o del Consejo de Administración.

5. Contratos y cláusulas aplicables a los fundadores. HLZ no dispone de contratos de alta dirección específicos, aunque varias personas clave han suscrito contratos de prestación de servicios. Los contratos firmados en 2019 para el ejercicio de funciones ejecutivas incluían cláusulas que, en determinados supuestos de terminación, podrían dar derecho a: (i) una compensación equivalente a 33 días de salario por año trabajado (con un máximo de 24 mensualidades), y (ii) una cuantía adicional equivalente a una anualidad de retribución total.

Asimismo, estos contratos contienen pactos de exclusividad y no competencia. No existen cláusulas de blindaje o garantía específicas para miembros del Consejo en caso de cambio de control.

6. Conflictividad laboral. A finales de 2023 HLZ llevó a cabo un expediente de regulación de empleo (ERE) que afectó a 169 personas (22% s/plantilla año 2022), con un coste de EUR 1,5 Mn en 2023 y EUR 0,5 Mn en el 1S24 (plantilla final de 292 personas en 2024 vs 752 en 2022). El ERE afectó, principalmente, al personal del área de negocio Solar (instaladores), debido a la ralentización de la demanda, y servicios centrales (equipos de back office).

Adicionalmente, a finales de 2024 HLZ realizó una Modificación Sustancial de las Condiciones de Trabajo (MSCT), que entró en vigor en enero de 2025. El importe de las indemnizaciones en 2024 ascendió a EUR 1,4 Mn, de los cuales EUR 0,6 Mn fueron destinados a personas que no se adhirieron a la MSCT.

7. **Política de diversidad.** HLZ cuenta con política de diversidad desde 2020. La plantilla de HLZ estaba compuesta por un 40% de mujeres y un 60% de hombres en 2024. En el Equipo Directivo (12 personas), el reparto era del 33% y 67%, entre mujeres y hombres, respectivamente.

En el Consejo de Administración, el número de consejeras se sitúa en el 29% en 2024 (2 sobre 7). En este sentido, el Código de Buen Gobierno de la CNMV recomienda una representación de, al menos, un 40% en sociedades cotizadas.

8. **Sostenibilidad y política ESG.** HLZ publica un Informe Integrado que constituye el Estado de Información No Financiera (EINF) de acuerdo con el marco IFRS y los estándares GRI.

Adicionalmente, HLZ mantiene una posición proactiva en términos de sostenibilidad y gobernanza. Durante el 2023 se presentó la Estrategia ESG 2024 – 2026, donde se establecían compromisos y objetivos supervisados por el Equipo Directivo. En su matriz de materialidad destaca, entre otros, la transición energética como el aspecto más relevante tanto en términos financieros como de impacto.

Asimismo, HLZ cuenta con políticas explícitas en (i) sostenibilidad, (ii) integridad y buen gobierno, (iii) compromiso social y (iv) otras políticas como privacidad o seguridad informática.

9. **Retribución al accionista.** En el corto plazo, HLZ está focalizada en fortalecer su estructura financiera, todavía pendiente de la plena ejecución del Plan de Reestructuración, y mejorar la eficiencia operativa. La atención estará puesta en fortalecer la estrategia de crecimiento y alcanzar el break-even en EBITDA. En este contexto esperamos un pay-out del 0% durante los próximos 3 ejercicios.

10. **Saldos y transacciones con partes vinculadas.** En 2024, HLZ había realizado transacciones con determinados consejeros y accionistas que corresponden exclusivamente a remuneraciones como consejeros y empleados (remuneración devengada por los miembros del Consejo de Administración de HLZ en 2024 de EUR 749,0 miles; Tabla 12).

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

Tabla 12. Transacciones con partes vinculadas 2024

Parte vinculada	Tipo de vinculación
Carlota Pi	Accionista y consejero
Ferran Nogué	Accionista y consejero
Oriol Vila	Accionista y consejero
Geroa Pentsionak*	Accionista y consejero
Fondo Axon ICT III, FCR	Accionista
Axon Capital*	Consejero
Elena Gómez del Pozuelo	Consejero
Enrique Tellado**	Consejero
Eduardo Soler**	Consejero

(*) Miembros del Consejo de Administración hasta 28 de junio de 2024.

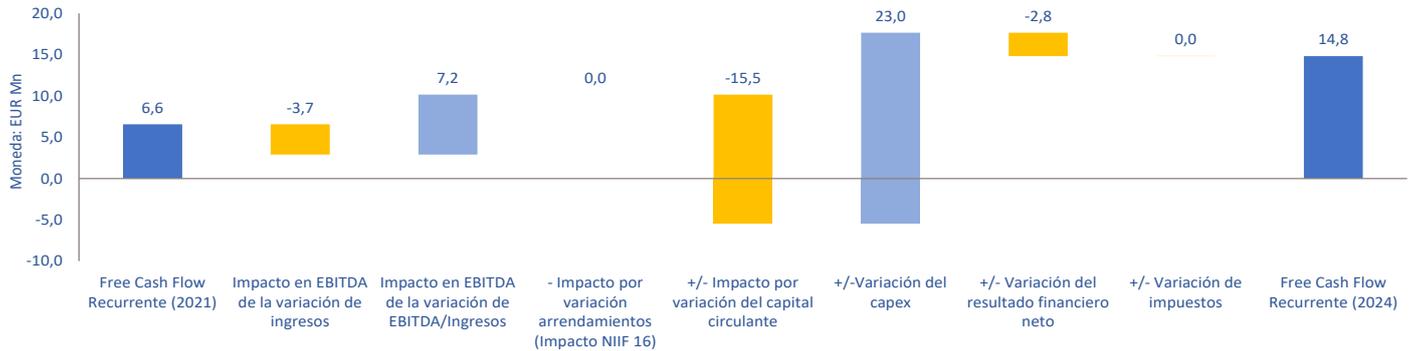
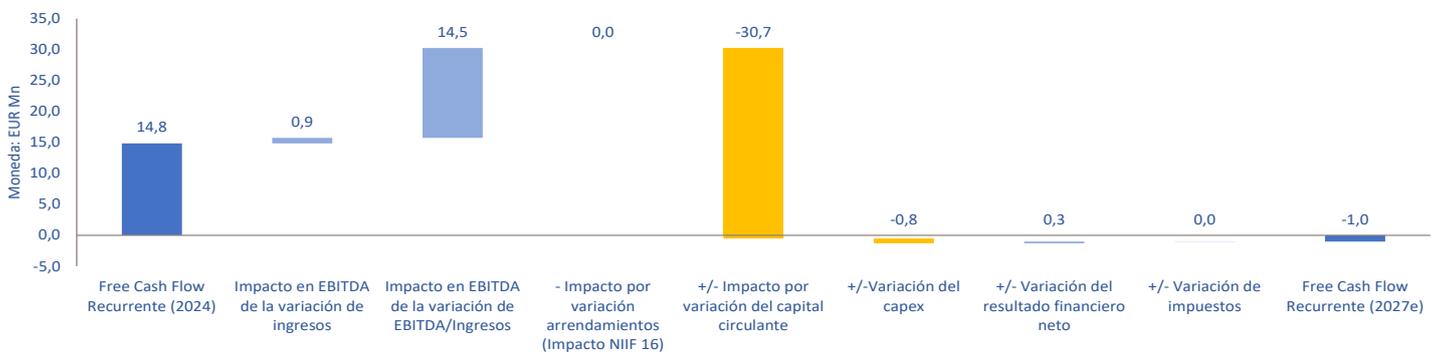
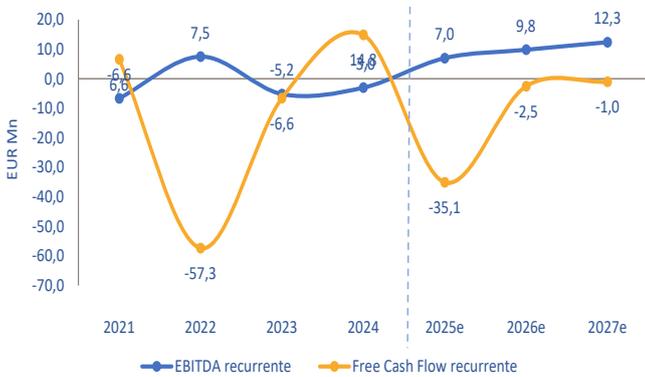
(**) Enrique Tellado Nogueira fue miembro del Consejo de Administración hasta 19 de marzo de 2024, fecha en la que Eduardo Soler Vila se incorporó al Consejo.

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e		
Inmovilizado inmaterial	20,8	15,5	31,7	34,7	30,5	27,3	25,2	23,9		
Inmovilizado material	0,6	0,8	2,1	1,6	0,9	0,9	0,9	0,9		
Otros activos no corrientes	4,4	54,5	51,5	44,2	35,5	30,5	25,4	26,5		
Inmovilizado financiero	9,2	117,3	46,2	28,0	12,7	12,7	12,7	12,7		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	29,2	85,4	135,7	57,0	28,5	27,8	29,6	30,7		
Total activo	64,2	273,6	267,2	165,6	108,1	99,1	93,9	94,7		
Patrimonio neto	41,4	7,1	19,7	9,9	(17,2)	(9,4)	(16,6)	(14,6)		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	7,3	96,4	41,3	13,2	8,0	8,0	8,0	8,0		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	(8,3)	46,9	62,2	65,4	41,1	58,7	61,2	62,2		
Pasivo circulante	23,8	123,1	144,0	77,1	76,2	41,8	41,2	39,1		
Total pasivo	64,2	273,6	267,2	165,6	108,1	99,1	93,9	94,7		
										TACC
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	20-24	24-27e
Total Ingresos	236,0	571,7	923,3	617,1	271,9	265,3	283,2	293,4	3,6%	2,6%
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>13,0%</i>	<i>142,3%</i>	<i>61,5%</i>	<i>-33,2%</i>	<i>-55,9%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>6,8%</i>	<i>3,6%</i>		
Coste de ventas	(208,5)	(540,1)	(836,7)	(544,5)	(229,5)	(223,6)	(236,9)	(242,5)		
Margen Bruto	27,5	31,6	86,6	72,6	42,5	41,7	46,3	50,9	11,5%	6,2%
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>11,6%</i>	<i>5,5%</i>	<i>9,4%</i>	<i>11,8%</i>	<i>15,6%</i>	<i>15,7%</i>	<i>16,4%</i>	<i>17,3%</i>		
Gastos de personal	(9,9)	(13,4)	(29,4)	(38,0)	(21,0)	(11,0)	(11,7)	(12,4)		
Otros costes de explotación	(16,8)	(24,9)	(49,8)	(39,8)	(24,5)	(23,7)	(24,8)	(26,2)		
EBITDA recurrente	0,7	(6,6)	7,5	(5,2)	(3,0)	7,0	9,8	12,3	-57,7%	82,3%
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>711,1%</i>	<i>n.a.</i>	<i>212,7%</i>	<i>-169,6%</i>	<i>41,5%</i>	<i>328,7%</i>	<i>40,6%</i>	<i>26,1%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>0,3%</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,8%</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>2,6%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,2%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(1,0)	(0,2)	(0,2)	(10,7)	(4,9)	-	-	-		
EBITDA	(0,2)	(6,9)	7,3	(15,9)	(8,0)	7,0	9,8	12,3	n.a.	52,5%
Depreciación y provisiones	(4,4)	(9,2)	(20,9)	(26,5)	(23,6)	(18,3)	(18,3)	(12,0)		
Gastos capitalizados	3,3	4,5	7,0	8,8	5,2	5,0	5,0	5,0		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
EBIT	(1,3)	(11,5)	(6,5)	(33,6)	(26,4)	(6,3)	(3,5)	5,4	n.a.	30,1%
<i>Cto.EBIT</i>	<i>n.a.</i>	<i>-765,9%</i>	<i>43,7%</i>	<i>-416,6%</i>	<i>21,5%</i>	<i>76,1%</i>	<i>44,4%</i>	<i>252,9%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>1,8%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(0,5)	(0,8)	(2,1)	(4,0)	(5,1)	(3,3)	(3,7)	(3,5)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario	(1,9)	(12,3)	(8,6)	(37,6)	(31,5)	(9,7)	(7,2)	1,9	n.a.	27,2%
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>-132,5%</i>	<i>-560,5%</i>	<i>29,7%</i>	<i>-335,0%</i>	<i>16,3%</i>	<i>69,3%</i>	<i>25,6%</i>	<i>126,5%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	(1,9)	(12,3)	(8,6)	(37,6)	(31,5)	(9,7)	(7,2)	1,9	n.a.	27,2%
Impuestos	1,1	3,9	3,5	10,0	-	-	-	-		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto	(0,7)	(8,4)	(5,1)	(27,7)	(31,5)	(9,7)	(7,2)	1,9	n.a.	27,2%
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>-12,5%</i>	<i>n.a.</i>	<i>39,1%</i>	<i>-440,1%</i>	<i>-13,8%</i>	<i>69,3%</i>	<i>25,6%</i>	<i>126,5%</i>		
Beneficio ordinario neto	(0,9)	(12,1)	(8,5)	(26,9)	(26,5)	(9,7)	(7,2)	1,9	n.a.	27,5%
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>-36,0%</i>	<i>n.a.</i>	<i>29,6%</i>	<i>-217,3%</i>	<i>1,5%</i>	<i>63,6%</i>	<i>25,6%</i>	<i>126,5%</i>		
										TACC
Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	20-24	24-27e
EBITDA recurrente						7,0	9,8	12,3	-57,7%	82,3%
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(33,6)	(2,5)	(3,2)		
Cash Flow operativo recurrente						-26,7	7,3	9,2	60,4%	-28,0%
CAPEX						(5,0)	(6,1)	(6,7)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(3,3)	(3,7)	(3,5)		
Impuestos						-	-	-		
Free Cash Flow Recurrente						(35,1)	(2,5)	(1,0)	32,3%	-27,4%
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						(35,1)	(2,5)	(1,0)	37,4%	-27,1%
Ampliaciones de capital						17,5	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						17,5	2,5	1,0		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	
								21-24	24-27e
EBITDA recurrente	(6,6)	7,5	(5,2)	(3,0)	7,0	9,8	12,3	22,9%	82,3%
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	n.a.	212,7%	-169,6%	41,5%	328,7%	40,6%	26,1%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	2,6%	3,5%	4,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	43,1	(29,4)	11,9	27,6	(33,6)	(2,5)	(3,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	36,4	(22,0)	6,7	24,5	(26,7)	7,3	9,2	-12,4%	-28,0%
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	787,7%	-160,3%	130,4%	266,8%	-208,8%	127,2%	26,1%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	6,4%	n.a.	1,1%	9,0%	n.a.	2,6%	3,1%		
- CAPEX	(29,0)	(32,5)	(8,5)	(5,9)	(5,0)	(6,1)	(6,7)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,9)	(2,1)	(4,0)	(3,7)	(3,3)	(3,7)	(3,5)		
- Impuestos	-	(0,7)	(0,7)	(0,0)	-	-	-		
= Free Cash Flow recurrente	6,6	(57,3)	(6,6)	14,8	(35,1)	(2,5)	(1,0)	31,2%	-27,4%
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	147,3%	-972,5%	88,5%	325,9%	-336,4%	92,7%	60,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	1,1%	n.a.	n.a.	5,5%	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,2)	(0,2)	(10,7)	(4,9)	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(79,6)	42,2	14,1	9,9	-	-	-		
= Free Cash Flow	(73,3)	(15,3)	(3,2)	19,8	(35,1)	(2,5)	(1,0)	31,4%	-27,1%
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-481,0%	79,1%	79,3%	724,7%	-277,2%	92,7%	60,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	23,5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(13,9)	6,6	(57,3)	(6,6)	14,8	(35,1)	(2,5)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,0	(4,1)	(2,5)	2,9	0,1	0,5	0,4		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(8,4)	18,2	(10,2)	(0,7)	9,9	2,4	2,2		
= Variación EBITDA recurrente	(7,4)	14,1	(12,7)	2,2	10,0	2,8	2,6		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	49,1	(72,5)	41,3	15,7	(61,2)	31,1	(0,7)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	41,7	(58,4)	28,7	17,8	(51,2)	34,0	1,9		
+/- Variación del CAPEX	(20,9)	(3,6)	24,0	2,6	0,9	(1,1)	(0,6)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(0,4)	(1,2)	(1,9)	0,3	0,4	(0,3)	0,2		
+/- Variación de impuestos	-	(0,7)	0,0	0,7	0,0	-	-		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	20,5	(63,9)	50,8	21,4	(49,9)	32,5	1,5		
Free Cash Flow Recurrente	6,6	(57,3)	(6,6)	14,8	(35,1)	(2,5)	(1,0)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
EBIT	(11,5)	(6,5)	(33,6)	(26,4)	(6,3)	(3,5)	5,4	-31,7%	30,1%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	(6,6)	7,5	(5,2)	(3,0)	7,0	9,8	12,3	22,9%	82,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	43,1	(29,4)	11,9	27,6	(33,6)	(2,5)	(3,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	36,4	(22,0)	6,7	24,5	(26,7)	7,3	9,2	-12,4%	-28,0%
- CAPEX	(29,0)	(32,5)	(8,5)	(5,9)	(5,0)	(6,1)	(6,7)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	7,5	(54,5)	(1,8)	18,6	(31,7)	1,1	2,5	35,4%	-49,1%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	156,0%	-827,8%	96,6%	n.a.	-270,8%	103,6%	117,2%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	1,3%	n.a.	n.a.	6,8%	n.a.	0,4%	0,8%		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(79,6)	42,2	14,1	9,9	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(72,1)	(12,3)	12,2	28,5	(31,7)	1,1	2,5	33,8%	-55,8%
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-549,4%	82,9%	199,5%	132,6%	-211,5%	103,6%	117,2%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	11,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1,7%	3,8%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	19,0%	n.a.	n.a.	1,7%	3,8%		

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

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

Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente

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

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	28,0	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2024
+ Provisiones y otros pasivos a LP	8,0	Rdos. 12m 2024
+ Deuda financiera neta	41,1	Rdos. 12m 2024
- Inmovilizado financiero	12,7	Rdos. 12m 2024
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	64,5	

Anexo 4. Comportamiento histórico⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)													TACC			
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	14-24	24-27e
Total Ingresos						208,8	236,0	571,7	923,3	617,1	271,9	265,3	283,2	293,4	n.a.	2,6%
Cto. Total ingresos						n.a.	13,0%	142,3%	61,5%	-33,2%	-55,9%	-2,5%	6,8%	3,6%		
EBITDA						(0,1)	(0,2)	(6,9)	7,3	(15,9)	(8,0)	7,0	9,8	12,3	n.a.	52,5%
Cto. EBITDA						n.a.	-323,2%	n.a.	206,6%	-316,7%	49,8%	187,3%	40,6%	26,1%		
EBITDA/Ingresos						n.a.	n.a.	n.a.	0,8%	n.a.	n.a.	2,6%	3,5%	4,2%		
Beneficio neto						(0,6)	(0,7)	(8,4)	(5,1)	(27,7)	(31,5)	(9,7)	(7,2)	1,9	n.a.	27,2%
Cto. Beneficio neto						n.a.	-12,5%	n.a.	39,1%	-440,1%	-13,8%	69,3%	25,6%	126,5%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)						0,5	-	21,9	21,9	21,8	21,8	21,9	21,9	21,9		
BPA (EUR)						-1,25	n.a.	-0,39	-0,23	-1,27	-1,44	-0,44	-0,33	0,09	n.a.	27,2%
Cto. BPA						n.a.	n.a.	n.a.	39,1%	n.a.	-14,0%	69,4%	25,6%	n.a.		
BPA ord. (EUR)						-1,02	n.a.	-0,55	-0,39	-1,23	-1,22	-0,44	-0,33	0,09	n.a.	27,5%
Cto. BPA ord.						n.a.	n.a.	n.a.	29,6%	n.a.	1,4%	63,8%	25,6%	n.a.		
CAPEX						(4,3)	(8,1)	(29,0)	(32,5)	(8,5)	(5,9)	(5,0)	(6,1)	(6,7)		
CAPEX/Vtas % ¹						2,0%	3,4%	5,1%	3,5%	1,4%	2,2%	1,9%	2,2%	2,3%		
Free Cash Flow						-	(12,6)	(73,3)	(15,3)	(3,2)	19,8	(35,1)	(2,5)	(1,0)	n.a.	-27,1%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾						n.a.	n.a.	n.a.	8,5x	n.a.	n.a.	8,4x	6,3x	5,0x		
PER (x)						n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	14,7x		
EV/Vtas (x)						0,00x	0,55x	0,50x	0,22x	0,20x	0,22x	0,24x	0,23x	0,22x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾						n.a.	n.a.	n.a.	27,5x	n.a.	n.a.	9,3x	6,6x	5,2x		
Comport. Absoluto						n.a.	-14,0%	55,5%	-47,2%	-51,2%	-66,5%	18,5%				
Comport. Relativo vs Ibx 35						n.a.	1,7%	44,1%	-44,1%	-60,3%	-70,8%	-2,8%				

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 Factset.

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

Anexo 5. Principales comparables 2025e

Datos Mercado	Utilities integradas				Comercializadoras independientes			Generación distribuida			HLZ	
	EUR Mn	Iberdrola	Endesa	Naturgy	EDP	Average	Audax Ren.	Elmera	Average	Sunrun, Inc.		Sunnova Energy Int.
Ticker (Factset)	IBE-ES	ELE-ES	NTGY-ES	EDP-PT			ADX-ES	ELMRA-NO		RUN-US	NOVA-US	HLZ-ES
País	Spain	Spain	Spain	Portugal			Spain	Norway		USA	USA	Spain
Market cap	104.015,1	28.406,3	25.442,7	15.045,7			725,5	350,3		1.731,2	0,4	28,0
Enterprise value (EV)	171.086,0	39.688,7	39.298,7	39.120,1			1.083,2	417,2		14.076,9	7.881,9	64,5
Total Ingresos	47.728,8	23.415,0	19.233,6	16.469,9			2.308,1	150,7		1.951,6	867,3	265,3
Cto. Total Ingresos	7,7%	11,8%	-0,2%	7,9%		6,8%	16,5%	-85,5%	-34,5%	10,0%	18,6%	-2,5%
2y TACC (2025e - 2027e)	2,6%	-0,5%	-1,5%	1,7%		0,6%	0,7%	3,6%	2,1%	13,7%	19,3%	5,2%
EBITDA	16.442,9	5.517,9	5.169,7	4.827,1			122,7	66,4		193,4	648,5	7,0
Cto. EBITDA	2,8%	-6,5%	-0,7%	12,8%		2,1%	6,6%	-16,1%	-4,7%	59,0%	n.a.	187,3%
2y TACC (2025e - 2027e)	5,2%	1,4%	0,6%	1,0%		2,0%	8,5%	5,8%	7,1%	53,6%	24,3%	33,2%
EBITDA/Ingresos	34,5%	23,6%	26,9%	29,3%		28,6%	5,3%	44,1%	24,7%	9,9%	74,8%	2,6%
EBIT	10.601,6	3.287,7	3.370,7	2.950,5			97,4	43,1		(415,1)	(61,5)	(6,3)
Cto. EBIT	-2,7%	-16,8%	-8,0%	58,8%		7,8%	4,4%	-7,3%	-1,5%	16,8%	68,2%	76,1%
2y TACC (2025e - 2027e)	5,6%	0,7%	0,5%	0,4%		1,8%	8,8%	9,1%	8,9%	10,8%	53,7%	68,8%
EBIT/Ingresos	22,2%	14,0%	17,5%	17,9%		17,9%	4,2%	28,6%	16,4%	n.a.	n.a.	n.a.
Beneficio Neto	6.050,0	2.044,8	1.844,7	1.220,3			51,7	17,8		(63,7)	(279,8)	(9,7)
Cto. Beneficio Neto	7,4%	8,3%	-4,1%	52,3%		16,0%	-14,7%	-41,8%	-28,2%	97,4%	12,7%	69,3%
2y TACC (2025e - 2027e)	5,1%	1,0%	-2,2%	-0,1%		0,9%	11,1%	31,5%	21,3%	n.a.	71,3%	48,2%
CAPEX/Ventas	27,3%	14,4%	10,9%	20,7%		18,3%	2,8%	3,5%	3,2%	127,1%	n.a.	1,9%
Free Cash Flow	357,1	431,0	1.438,3	(226,0)			n.a.	(26,7)		(2.528,2)	(1.340,8)	(35,1)
Deuda financiera Neta	56.879,0	10.749,6	14.200,5	17.231,2			248,3	83,0		12.256,0	7.823,5	58,7
DN/EBITDA (x)	3,5	1,9	2,7	3,6		2,9	2,0	1,3		n.a.	12,1	8,4
Pay-out	71,4%	71,0%	85,7%	68,6%		74,2%	27,7%	134,4%	81,0%	0,0%	0,0%	0,0%
P/E (x)	17,2	13,9	13,9	12,5		14,4	13,9	13,5	13,7	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV (x)	1,9	3,2	2,8	1,2		2,3	3,0	2,5	2,7	0,6	0,0	0,3
EV/Ingresos (x)	3,6	1,7	2,0	2,4		2,4	0,5	2,8	1,6	7,2	9,1	0,2
EV/EBITDA (x)	10,4	7,2	7,6	8,1		8,3	8,8	6,3	7,6	n.a.	12,2	9,3
EV/EBIT (x)	16,1	12,1	11,7	13,3		13,3	11,1	9,7	10,4	n.a.	n.a.	n.a.
ROE	11,3	23,3	19,8	9,2		15,9	21,4	18,3	19,8	n.a.	n.a.	n.a.
FCF Yield (%)	0,3	1,5	5,7	n.a.		2,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
DPA	0,67	1,37	1,65	0,20		0,97	0,03	0,22	0,13	0,00	0,00	0,00
Dvd Yield	4,2%	5,1%	6,3%	5,6%		5,3%	2,0%	7,2%	4,6%	0,0%	0,0%	0,0%

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

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

LIGHTHOUSE

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

Director de análisis

Alfredo Echevarría Otegui
alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Analistas que han contribuido a este informe:

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

Daniel Gandoy López
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

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

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
12-Jun-2025	n.a.	1,28	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Pablo Victoria Rivera, CESGA
27-May-2025	n.a.	1,30	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui

