

**EBRO EV Motors (EBROM)**, fundada en 2021 en Barcelona, es un nuevo fabricante español de vehículos con un modelo dual: (i) diseño, ensamblaje y venta de SUV —bajo marca propia y de terceros— y (ii) servicios de ingeniería. Opera desde la antigua planta de Nissan, reactivada junto a Chery (40% del capital). En 2024 ingresó EUR 35 Mn y empleaba a c. 1.250 personas. Los socios fundadores mantienen el control (72% del capital).

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

## Hora de pasar de las musas (diseñar y fabricar) al teatro (vender)

**DEL DISEÑO A LA EJECUCIÓN: COMIENZA LA FASE DECISIVA.** EBROM completó en 2024 la fase fundacional de su proyecto industrial: reactivación de la planta de la Zona Franca (Barcelona), alianza con Chery (aportando 40% del capital en filiales, tecnología y know-how) y lanzamiento de sus primeros modelos (S700 y S800). Con una plantilla de c. 1.250 empleados, una red comercial de 75 concesionarios en septiembre de 2025 y unos ingresos de EUR 35 Mn en 2024, EBROM entra en 2025e en una fase clave: escalar ventas, validar márgenes y sostener su modelo a través de financiación externa.

**EN FASE DE “DESPEGUE”, CON UN EBITDA REC. PRÓXIMO A BREAK-EVEN “YA” EN 2025E.** Crecimiento apalancado en (i) la ampliación del portafolio de modelos (S400 en 2025e, Omoda/Jaecoo en 2026e), (ii) el despliegue comercial (85 concesionarios a cierre de 2025e) y (iii) la puesta en marcha de la línea M1 en el primer trimestre de 2026e. Estimamos 13,6 mil unidades vendidas en 2025e y 25 mil en 2026e (EUR 333,1 Mn y EUR 608,3 Mn en ingresos, respectivamente) con márgenes EBITDA en expansión (-1% en 2025 y 5,4% en 2026e), impulsados por escala y eficiencia industrial. El modelo presenta alta sensibilidad a volumen de coches y margen bruto.

**SIN EMBARGO, EBROM PRESENTARÁ FCF NEGATIVO HASTA 2027E** (c. EUR -240 Mn acumulado 2025e-2027e), reflejo de su perfil intensivo en CAPEX y el consumo por capital circulante. El acceso sostenido a financiación será determinante e implica riesgo de dilución.

**UN PROYECTO DE AUTOS “MADE IN SPAIN” YA EN MARCHA. “SOLO” PENDIENTE DE CRECER EN VENTAS.** EBROM cuenta con infraestructura industrial real, know-how local (ex-Nissan), un socio global con producto validado (Chery) y una propuesta competitiva en el segmento SUV. En una industria estratégica (automoción) en plena transformación estructural, EBROM aspira a consolidarse como alternativa de fabricación/ensamblaje “made in Spain” con ambición europea. En esencia, su validación dependerá de tres vectores críticos: escalabilidad comercial (vender), ejecución industrial y acceso continuado a capital. Cotizando a EV/EBITDA 2026e de 14,7x y EV/EBITDA 2027e de 5,7x (vs comparables europeos EV/EBITDA 2025e de 6,4x). Lo que implica que el mercado descuenta una trayectoria de crecimiento aún por demostrar. Y que convierte a 2025 y 2026 en años críticos para sujetar el precio de la acción.

### Market Data

|                                  |                     |       |
|----------------------------------|---------------------|-------|
| Market Cap (Mn EUR y USD)        | 415,2               | 489,0 |
| EV (Mn EUR y USD) <sup>(1)</sup> | 480,4               | 565,7 |
| Número de Acciones (Mn)          | 48,6                |       |
| -12m (Max/Med/Mín EUR)           | 9,65 / 8,15 / 6,26  |       |
| Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)     | 0,03                |       |
| Rotación <sup>(2)</sup>          | 1,5                 |       |
| Factset / Bloomberg              | EBROM-ES / EBROM SM |       |
| Cierre año fiscal                | 31-dic              |       |

### Estructura Accionarial (%)<sup>(6)</sup>

|                                 |      |
|---------------------------------|------|
| Rafael Ruiz                     | 48,1 |
| Pedro Calef                     | 8,2  |
| Daniel Asensio                  | 8,2  |
| M <sup>a</sup> Antonia Raventós | 7,6  |
| Free Float                      | 18,0 |

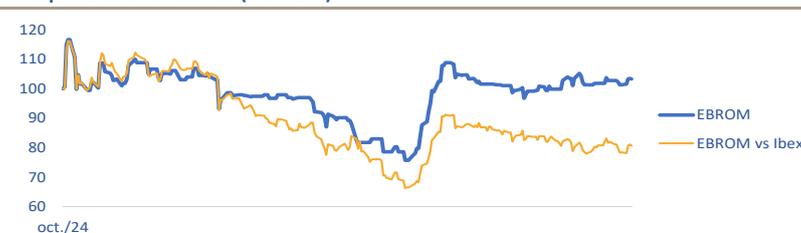
### Datos Financieros

| Básicos (EUR Mn)                   | 2024  | 2025e  | 2026e | 2027e |
|------------------------------------|-------|--------|-------|-------|
| Nº Acc. ajustado (Mn)              | 48,6  | 48,6   | 48,6  | 48,6  |
| Total Ingresos                     | 35,0  | 333,1  | 608,3 | 982,9 |
| EBITDA Rec.                        | -29,9 | -4,7   | 32,8  | 84,3  |
| % Var.                             | -35,5 | 84,3   | 797,9 | 157,2 |
| % EBITDA Rec./Ing.                 | n.a.  | n.a.   | 5,4   | 8,6   |
| % Var EBITDA sector <sup>(3)</sup> | -4,1  | -7,2   | 15,4  | 0,9   |
| Beneficio neto                     | -23,9 | -6,6   | 9,3   | 30,2  |
| BPA (EUR)                          | -0,49 | -0,14  | 0,19  | 0,62  |
| % Var.                             | -85,5 | 72,3   | 240,5 | 226,1 |
| BPA ord. (EUR)                     | -0,42 | -0,23  | 0,07  | 0,50  |
| % Var.                             | -24,5 | 44,7   | 130,3 | 610,7 |
| Free Cash Flow Rec. <sup>(4)</sup> | -43,3 | -139,6 | -73,4 | -30,8 |
| Pay-out (%)                        | 0,0   | 0,0    | 0,0   | 0,0   |
| DPA (EUR)                          | 0,00  | 0,00   | 0,00  | 0,00  |
| Deuda financiera neta              | 36,6  | 156,3  | 229,7 | 260,5 |
| DN / EBITDA Rec.(x)                | n.a.  | n.a.   | 7,0   | 3,1   |
| ROE (%)                            | n.a.  | n.a.   | 16,4  | 41,6  |
| ROCE (%) <sup>(4)</sup>            | n.a.  | n.a.   | 8,8   | 16,5  |

### Ratios y Múltiplos (x)<sup>(5)</sup>

|                              |       |      |      |      |
|------------------------------|-------|------|------|------|
| PER                          | n.a.  | n.a. | 44,8 | 13,7 |
| PER Ordinario                | n.a.  | n.a. | n.a. | 17,0 |
| P/BV                         | 7,9   | 7,8  | 7,0  | 4,8  |
| Dividend Yield (%)           | 0,0   | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| EV/Ventas                    | 13,71 | 1,44 | 0,79 | 0,49 |
| EV/EBITDA Rec.               | n.a.  | n.a. | 14,7 | 5,7  |
| EV/EBIT                      | n.a.  | n.a. | 13,8 | 5,8  |
| FCF Yield (%) <sup>(4)</sup> | n.a.  | n.a. | n.a. | n.a. |

### Comportamiento relativo (base 100)



| Comportamiento en bolsa (%)         | -1m  | -3m  | -12m | YTD   | -3Y  | -5Y  |
|-------------------------------------|------|------|------|-------|------|------|
| Absoluto                            | -1,8 | 1,2  | n.a. | -3,4  | n.a. | n.a. |
| vs Ibex 35                          | -1,3 | -7,2 | n.a. | -26,2 | n.a. | n.a. |
| vs Ibex Small Cap Index             | -4,0 | 0,4  | n.a. | -22,4 | n.a. | n.a. |
| vs Eurostoxx 50                     | -2,2 | -2,3 | n.a. | -13,3 | n.a. | n.a. |
| vs Índice del sector <sup>(3)</sup> | -0,9 | -2,7 | n.a. | 1,6   | 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 Automóviles & Parts.

(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: EV EBRO Capital Partners FCRE 5,0%, Beta Equity SCR 5,0%

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

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

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

## EBRO EV Motors (EBROM) 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).

## EBROM, proyecto industrial creíble y con alto potencial. Hora de pasar de las musas al teatro: ventas (y más ventas) y acceso continuado a capital

EBROM: nuevo fabricante español de automóviles con enfoque dual: automoción + ingeniería para terceros

EBRO EV Motors (EBROM) es un “nuevo”<sup>1</sup> fabricante español de vehículos con un enfoque dual de negocio — automoción e ingeniería — y un modelo industrial basado en la reactivación de la planta de la Zona Franca, (Barcelona), cerrada tras la salida de Nissan y con una capacidad potencial para producir hasta 200.000 vehículos al año en condiciones de plena operatividad y tras ejecutar las inversiones previstas. Su propuesta combina (i) el desarrollo y ensamblaje de modelos SUV (tecnología ICE, HEV y PHEV) bajo marca propia y de terceros (Grupo Chery), y (ii) servicios de ingeniería para terceros dentro del ecosistema de automoción.

Antigua planta de Nissan en la Zona Franca (Barcelona) reactivada

Fundada en 2021 e impulsada por un consorcio industrial y financiero nacional, EBROM aspira a consolidarse como un actor relevante en la nueva movilidad “Made in Spain”, con una gama inicial centrada en SUV accesibles, el aprovechamiento de infraestructura existente y un equipo humano con fuerte componente de reindustrialización (plantilla heredada de Nissan). La compañía opera con un modelo intensivo en capital, orientado al escalado acelerado de sus capacidades industriales y comerciales.

Alianza estratégica con Chery (40% del capital en filiales)

Uno de los elementos diferenciales del modelo de EBROM es su alianza estratégica con el Grupo Chery, uno de los principales fabricantes de automóviles de China y líder global en plataformas electrificadas. Esta colaboración —que incluye una participación del 40% en el capital tanto de la planta industrial (EBRO Factory, anteriormente denominada Hub Tech Factory) como de la filial comercializadora (EBRO SUV)— permite a EBROM acceder a tecnología probada (por ejemplo, plataforma Chery Tiggo), acelerando su “go to market” y reduciendo de forma significativa los riesgos técnicos y financieros asociados a desarrollos desde cero. Además, Chery aporta volumen industrial desde fases tempranas del proyecto, dotando de sentido económico a la reactivación de la Zona Franca y asegurando una base de producción sobre la que construir marca y posicionamiento. Este vínculo estratégico refuerza la viabilidad operativa de EBROM, la posiciona como ensamblador/fabricante cualificado, y abre la puerta a futuras exportaciones desde España a Europa, configurando una propuesta industrial diferencial en el actual contexto europeo.

Durante los últimos dos años, EBROM ha evolucionado desde una propuesta industrial hasta una compañía operativa con producción en marcha, red comercial en desarrollo (75 concesionarios a septiembre de 2025) y un modelo de negocio dual ya en ejecución. Esta transición obliga hoy a replantearse tres preguntas clave:

- ¿qué es EBROM realmente tras su primer año operativo completo?
- ¿qué puede esperarse de la compañía en el periodo 2025e–2027e, en el que debe validarse su capacidad para generar demanda sostenida en el mercado (tracción comercial), escalabilidad y sostenibilidad financiera?
- EBROM a largo plazo: ¿qué tendría que pasar para converger con el sector?

### A) ¿Dónde está EBROM ahora? (2021–2024)

Desde su fundación en 2021, EBROM ha pasado de ser una apuesta industrial incipiente a un operador activo en el sector de la automoción española. En este periodo inicial (2021–2024), el proyecto ha estado marcado por cinco hitos estratégicos clave:

Producción iniciada en noviembre 2024 con el modelo S700

- Reactivación industrial de la Zona Franca: tras el cierre de Nissan, EBROM ha logrado recuperar e iniciar la actividad productiva en una planta icónica del ecosistema industrial catalán. El inicio de la producción el 23 de noviembre de 2024 supuso el arranque efectivo del modelo operativo.

Modelo M0 activo; salto al modelo M1 previsto para 2026

- Conformación de una alianza industrial con Chery: el acuerdo con el Grupo Chery ha permitido dotar de contenido productivo inmediato a la planta, accediendo a plataformas validadas (Chery Tiggo) y asegurando volumen desde fases tempranas. La entrada de Chery en el capital de las filiales productiva y comercial (con una participación del 40%) refuerza el alineamiento estratégico y sitúa a EBROM como ensamblador cualificado dentro de su red global. En esta primera fase, la planta opera bajo un modelo de ensamblaje local (también conocido como M0).

<sup>1</sup> La compañía retoma el nombre de la histórica marca EBRO, nacida en 1954 y dedicada a la producción de vehículos todoterrenos, furgonetas, camiones y tractores.

Red comercial en desarrollo: 75  
concesionarios a sep-2025

Equipo con experiencia  
industrial (ex Nissan)

- Despliegue comercial incipiente: durante 2024 se establecieron las bases de la futura red de distribución, alcanzando los 75 concesionarios operativos a septiembre de 2025. El lanzamiento comercial se activó en diciembre de 2024 con el modelo S700, vendiéndose 582 unidades en su primer mes.
- Construcción de un equipo mixto industrial/ingeniería: EBROM cuenta ya con una plantilla de c. 1.250 personas, con fuerte componente de reindustrialización (reincorporación de antiguos trabajadores de Nissan) y capacidades complementarias en ingeniería, diseño y operaciones.
- Primera validación técnica y comercial del modelo de negocio: en 2024, los ingresos consolidados alcanzaron EUR 35 Mn, con un margen bruto del 55,6%, reflejo del mayor peso de la actividad de ingeniería en esta primera fase. Aunque el EBITDA fue negativo (EUR -29,9 Mn), los resultados están en línea con lo previsto para una compañía que apenas inicia su actividad productiva.

En resumen, EBROM cerró 2024 con una estructura industrial operativa, una red comercial incipiente, alianzas estratégicas y una propuesta de producto ya en el mercado con las primeras unidades del EBRO S700 vendidas. La compañía entró así en 2025e en una nueva etapa centrada en escalar, validar y sostener su modelo.

### B) ¿Hacia dónde va EBROM? (2025e–2027e)

Fase crítica entre 2025e–2027e:  
escalar, vender y financiar

Durante el trienio 2025e–2027e, EBROM afronta su fase crítica de validación: incrementar el ritmo de ventas, escalar la producción y alcanzar rentabilidad operativa. Para ello, la compañía se apoya en cuatro vectores estratégicos:

- Ampliación de gama y tracción comercial: el lanzamiento del modelo S400 (segmento SUV B/C) en 2025 marca un punto de inflexión, por su potencial de volumen y accesibilidad. Junto con nuevas versiones del S700 y S800, y los modelos de Chery (Omoda 5 y Jaecoo 5), EBROM cubrirá un rango amplio del mercado SUV. Se prevé alcanzar 85 concesionarios operativos a finales de 2025e.
- Despliegue industrial completo: el arranque de la línea de producción M1 (incluye soldadura y pintura), previsto para el primer trimestre de 2026e, permitirá nacionalizar procesos de alto valor añadido, reducir costes logísticos y mejorar el margen bruto.
- Mejora operativa progresiva: se proyecta un EBITDA recurrente próximo a breakeven ya en 2025e (EUR -4,7 Mn), apoyado en el apalancamiento operativo y la normalización de costes. En 2026e, el EBITDA se incrementará hasta los EUR 32,8 Mn con un margen del 5,4%, demostrando la viabilidad de una estructura operativa rentable.
- Acceso sostenido a financiación externa: la compañía requerirá financiación adicional (c. EUR 240 Mn acumulados entre 2025e–2027e) para cubrir el CAPEX industrial y el capital circulante asociado al ramp up. La estrategia combina nueva deuda financiera y ampliaciones de capital, en un contexto que exigirá disciplina y gestión activa del riesgo de dilución.

EBITDA recurrente positivo en  
2026e

Requiere EUR 240 Mn  
adicionales para CAPEX y  
circulante

Modelo viable, pero  
condicionado a la tracción  
comercial

En este escenario, el éxito de EBROM dependerá de su capacidad para ejecutar simultáneamente tres palancas críticas: (i) convertir su capacidad industrial en volumen comercial real, (ii) operar con eficiencia a gran escala y (iii) sostener su acceso a capital.

### C) Fortalezas estructurales y riesgos clave del modelo EBROM

Fortalezas estructurales:

Escalabilidad operativa y  
eficiencia, palancas clave

- Alianza estratégica con un socio global (Chery): EBROM cuenta con el respaldo industrial y tecnológico de uno de los principales grupos automovilísticos chinos, que aporta plataforma, know-how, volumen y capacidad de escalado. Esta alianza mitiga el riesgo técnico del proyecto y refuerza su viabilidad desde el inicio.
- Acceso a infraestructura productiva existente: la planta de Zona Franca (Barcelona) proporciona una base industrial ya en parte dimensionada, con capacidad para escalar producción sin necesidad de construir nuevas instalaciones desde cero. Esta ventaja comparativa reduce tiempos, inversión y barreras de entrada.

- Modelo dual de negocio: EBROM combina la fabricación y venta de vehículos bajo marca propia con servicios de ingeniería para terceros, generando ingresos recurrentes desde fases tempranas y permitiendo una mejor absorción de costes fijos en fases iniciales.
- Equipo humano con experiencia y alineado: una parte relevante del equipo procede de la antigua planta de Nissan en Barcelona, lo que aporta un conocimiento profundo de las instalaciones y un alto grado de implicación en el proyecto de reindustrialización.
- Propuesta de producto competitiva y segmentada: con el S400, S700 y S800, EBROM cubre un rango amplio del mercado SUV (rango segmentos B – E), con versiones de combustión, híbridas e híbridas enchufables adaptadas a las exigencias del mercado español y europeo. Su posicionamiento en precio y emisiones refuerza su encaje en los nuevos patrones de demanda.

Riesgos relevantes:

Tracción en canal particular,  
reto principal a corto plazo

- Riesgo comercial: el éxito del modelo depende en gran medida de la capacidad para generar tracción de ventas suficiente en un mercado altamente competitivo y con una marca aún no consolidada. El segmento SUV es atractivo y creciente, pero con fuerte presión de incumbentes y nuevos entrantes. El escenario base asume que el 60% de las ventas se canalizarán a clientes particulares, frente a un 40% destinado a flotas B2B/rent-a-car. Un menor nivel de tracción comercial en el canal particular empujaría a incrementar el peso del canal flotas, lo que afectaría tanto al precio medio unitario y, por tanto, a ventas, como al margen bruto consolidado.
- Riesgo operativo e industrial: el escalado de la producción en la Zona Franca implica una complejidad operativa (puesta en marcha de la línea M1, integración de procesos, gestión de proveedores, etc.), con impacto directo sobre márgenes, calidad y fiabilidad.
- Riesgo financiero: el modelo presenta un FCF recurrentemente negativo hasta, al menos, 2027e. El éxito del plan requiere una financiación externa continuada y en condiciones razonables, lo que implica riesgo de dilución para los accionistas actuales.
- Alta sensibilidad a volúmenes y márgenes: pequeñas desviaciones en ventas o margen bruto tienen un impacto significativo en el EBITDA recurrente. El modelo depende de alcanzar ciertos umbrales de escala para ser rentable y sostenible.
- Dependencia de la alianza con Chery: aunque es una fortaleza estructural, también representa un riesgo si las condiciones comerciales, regulatorias o estratégicas entre las partes se alteran. La continuidad de esta colaboración será crítica para el suministro de producto, la capacidad exportadora y la sostenibilidad del modelo industrial.

Riesgo financiero por FCF  
negativo y necesidad de capital

#### D) EBROM a largo plazo: ¿qué tendría que pasar para converger con el sector?

Más allá del periodo 2025e–2027e, la valoración bursátil de EBROM plantea una pregunta clave desde la óptica inversora: ¿qué está descontando el precio actual en términos de expectativas de negocio a largo plazo? A precios actuales (market cap de EUR 415,2 Mn), nuestras estimaciones sitúan a la compañía en un múltiplo EV/EBITDA 2026e de 14,7x y EV/EBITDA 2027e de 5,7x. Niveles que comparan contra un múltiplo medio del sector del automóvil (EV/EBITDA 2025e) de 6,4x para competidores europeos, 11,3x para japoneses y surcoreanos y 5,6x para chinos. Esto sugiere que el mercado anticipa una trayectoria de crecimiento acelerado, normalización progresiva de márgenes y validación operativa del modelo.

Comparables del sector: 6,4x  
EV/EBITDA 2025e (media  
europea)

Pero, ¿cuán exigentes son realmente esas expectativas? Para responder, planteamos una aproximación inversa: ¿cuántas unidades tendría que vender EBROM para, teóricamente, situarse en múltiplos similares a los del sector, con una estructura operativa madura y normalizada?

Considerando hipótesis de costes y márgenes en línea con el último año proyectado (2027e): (i) margen bruto: c. 22%; (ii) margen EBITDA rec. del c. 9%, (iii) ratio CAPEX/ingresos del 3,5%; (iv) conversión EBITDA–FCF en el rango 30–40%; y (v) precio medio por unidad de EUR 24–25 mil.

Umbral clave: c. 54.000  
unidades anuales

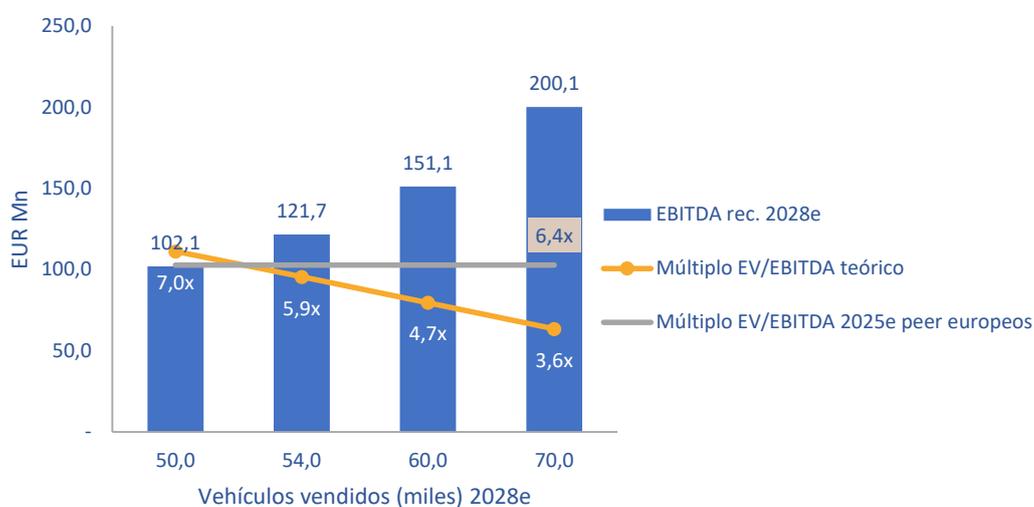
Bajo estos supuestos, estimamos que EBROM debería vender c. 54 mil unidades anuales para situarse en un EBITDA recurrente de c. EUR 120 Mn y, ceteris paribus, situarse en un múltiplo EV/EBITDA teórico próximo a 5,9x, convergente con compañías cotizadas comparables. Este volumen implicaría:

- Una cuota de mercado cercana al 5% del total de matriculaciones de turismos en España en 2024;
- Una cuota del 7%-8% en el segmento SUV, donde se concentra el foco estratégico de EBROM.

Son cifras exigentes, pero no inalcanzables. En 2024, fabricantes plenamente consolidados como Volkswagen-SEAT, Toyota o Hyundai alcanzaron, respectivamente, c. 132 mil, 96 mil y 65 mil turismos matriculados en España. En paralelo, marcas recientes como MG lograron 31 mil unidades, y a agosto de 2025 ya ha alcanzado c. 32 mil (c. 4,2% de cuota). Otros fabricantes de origen chino como BYD (c. 14 mil), Omoda (c. 8 mil) y Jaecoo (c. 6 mil) han demostrado que el mercado español está siendo receptivo a nuevos fabricantes, especialmente si combinan un producto competitivo, tecnología validada y una política comercial eficaz.

EBROM, con producto propio y ensamblado localmente, pero respaldado tecnológicamente por Chery, puede beneficiarse de una percepción dual: marca nacional con fiabilidad industrial, y acceso a tecnología validada. Esto refuerza su potencial comercial, siempre que logre consolidar red, notoriedad y servicio postventa.

**Gráfico 1. EBITDA 2028e y múltiplo EV/EBITDA teórico según volumen de vehículos vendidos**



Múltiplo teórico EV/EBITDA de 5,9x alcanzable en 2027e

Bajo nuestras estimaciones, EBROM alcanzaría unas ventas de 40 mil vehículos en 2027e. En ausencia de disrupciones operativas o regulatorias (problemas de calidad, *recalls*, retrasos en homologaciones, etc.), el umbral de c. 54 mil unidades sería factible en 2028e. Con dicho nivel de ventas, la compañía se situaría en un múltiplo EV/EBITDA teórico de 5,9x, en línea con la media del sector europeo (c. 6,4x).

En un escenario más favorable —con 60 mil unidades vendidas—, ceteris paribus, EBROM cotizaría con un descuento cercano al 25% respecto a sus comparables europeos, lo que podría interpretarse como una prima de riesgo razonable frente a fabricantes ya consolidados. Cabe destacar que este escenario es, además, conservador frente al propio *guidance* compartido por la compañía en el Foro MedCap 2025, que prevé 70 mil unidades “ya” en 2027e en lugar de 2028e.

### E) Conclusión: un modelo industrial viable y diferencial, pero condicionado a su validación comercial y financiación

EBROM ha logrado, en apenas dos años, reactivar una planta cerrada (Zona Franca), establecer una alianza estratégica con un fabricante global (Chery) y lanzar al mercado sus primeros vehículos (modelos S700, S800 y S400). Esta ejecución inicial, en un contexto de reindustrialización y transición tecnológica, es meritoria y posiciona a la compañía como un nuevo actor en la automoción “Made in Spain”, con una propuesta centrada en el segmento SUV, una marca nacional y una base industrial flexible y escalable.

El modelo es diferencial por su enfoque dual (ingeniería + automoción), su infraestructura preexistente, el perfil de su equipo (heredado de Nissan) y su vínculo estratégico con Chery, que aporta tecnología, volumen y acceso temprano a producto. Pero su validación como proyecto escalable dependerá, principalmente, de tres factores:

- Su capacidad para generar demanda sostenida en el canal particular, en un entorno altamente competitivo y con marcas consolidadas;

Proyecto diferencial en Europa por activos, socio y enfoque dual

- Su ejecución industrial sin fricciones, integrando procesos, proveedores y volumen creciente sin comprometer calidad ni márgenes;
- Y su acceso a financiación externa, que seguirá siendo crítico mientras el FCF se mantenga en negativo.

Oportunidad industrial con alto apalancamiento operativo

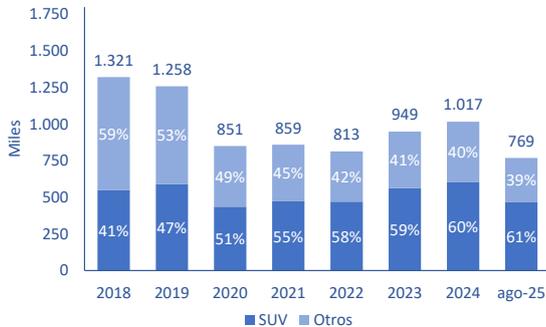
Modelo aún en fase de validación, con potencial y riesgo

2025–2026: años clave para validar el modelo y sostener cotización

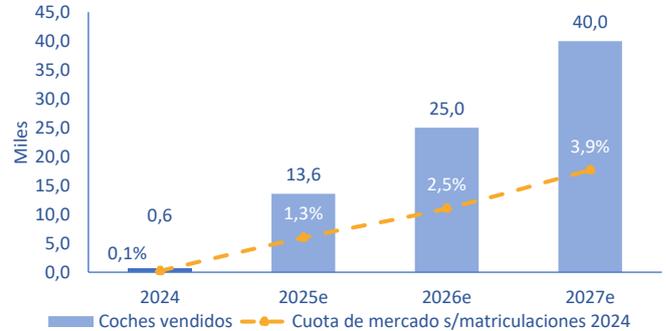
El principal reto a monitorizar ya no es industrial, sino comercial. EBROM ha demostrado capacidad operativa; ahora debe demostrar tracción de ventas. El volumen requerido para alcanzar múltiplos de valoración razonables implica cuotas de mercado exigentes, pero no inverosímiles si se consolida el producto, la red y el servicio. EBROM presenta, así, un caso industrial con fundamento y potencial, pero todavía en fase de validación comercial y, por tanto, con riesgo. El periodo 2025e–2027e será clave para transformar expectativas en métricas financieras sostenibles. En ese sentido, ventas, disciplina financiera y control del riesgo de dilución serán las variables determinantes. El margen de error es reducido, pero también lo es el número de oportunidades industriales con este grado de apalancamiento operativo, base instalada y enfoque estratégico en Europa actualmente. El reto es que las ventas y su velocidad permitan sostener la cotización y descontar múltiplos en línea con el sector. 2025 y 2026 aparecen como años clave para conseguirlo.

**La compañía en 8 gráficos**

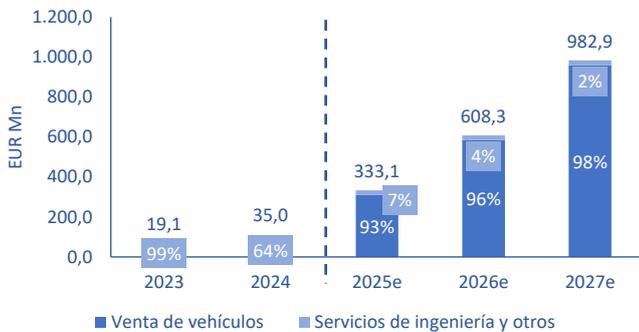
**En España se matriculan c. 1 Mn de coches al año (1,3 Mn en 2019, precovid), c. 60% son vehículos SUV**



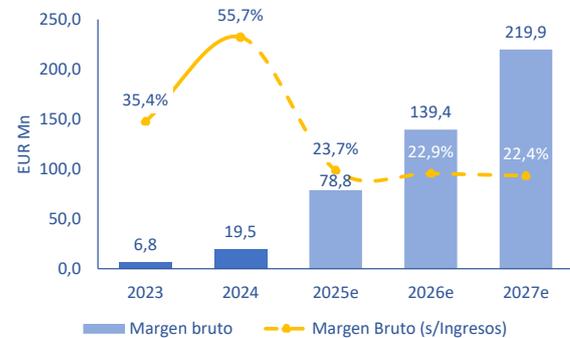
**Estimamos un crecimiento acelerado de la venta de coches EBRO, alcanzando una cuota de mercado del 2,5% en 2026e (c. 25 mil coches)**



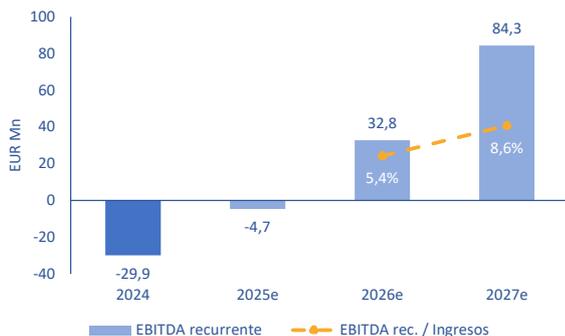
**Que provocará que la venta de vehículos sea la principal línea de negocio ya desde 2025e (ingresos 2025e de EUR 333 Mn)**



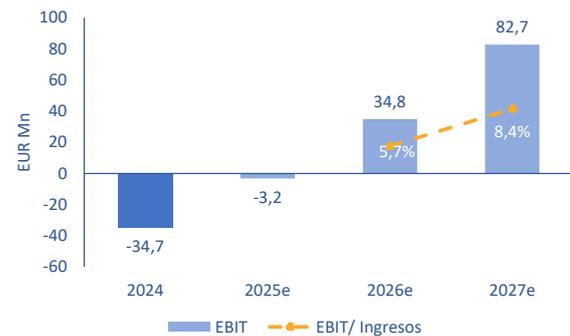
**El margen bruto tenderá al de automoción: clave la incorporación de procesos de mayor valor añadido, eficiencia y mix de ventas y canales**



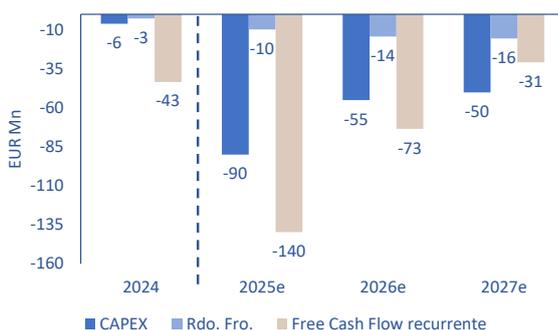
**EBITDA rec. próximo a breakeven ya en 25e, con expansión en 26e-27e por apalancamiento operativo. Margen EBITDA 27e del 8,6%**



**El EBIT también despegará a partir de 2026e pese al aumento de las amortizaciones. Margen EBIT 2027e del 8,4%**



**El FCF seguirá en negativo hasta 2027e por CAPEX y capital circulante. El acceso a financiación será determinante**



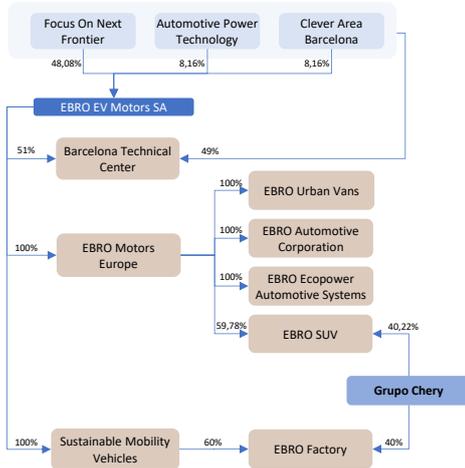
**EV/EBITDA 2026e de 14,7x y EV/EBITDA 2027e de 5,7x. Comparables cotizando en rango 5,6x-11,3x EV/EBITDA 2025e**



## Descripción del negocio

### Un grupo industrial integral para liderar la electrificación del transporte desde España

**Gráfico 2. Estructura societaria (2025)**



EBRO EV Motors, S.A. (EBROM) es un grupo industrial español que opera en toda la cadena de valor del vehículo electrificado, combinando ingeniería avanzada, capacidad productiva instalada y una marca con reconocimiento histórico (EBRO). Su actividad abarca desde el diseño y desarrollo hasta la fabricación y comercialización de vehículos, con un enfoque en soluciones sostenibles y eficiencia operativa. Desde las instalaciones reactivadas de Nissan en la Zona Franca de Barcelona, EBROM lidera una de las principales iniciativas de reindustrialización del sector de automoción en Europa.

La compañía está controlada por sus tres fundadores —Rafael Ruiz (presidente de EBROM; 48,07% del accionariado), Pedro Calef (CEO de EBROM; 8,16%) y Daniel Asensio (CEO de BTECH; 8,16%)— con el 64,4% del capital y están directamente involucrados en su gestión. En octubre de 2024, EBROM dio un paso clave en su desarrollo con su incorporación a BME Growth.

Aunque constituida en 2021 como Dynamic EV Technologies, S.L., las raíces del grupo se remontan a 2006, año de fundación de BTECH, su filial de ingeniería avanzada. En 2022, el 51% de BTECH se integró formalmente en el grupo EBROM mediante una ampliación de capital no dineraria. Desde entonces, EBROM ha ejecutado su hoja de ruta industrial: relanzamiento de la marca EBRO, adquisición de los activos industriales de Nissan, acuerdos estratégicos con el Consorcio de la Zona Franca, y una alianza con el Grupo Chery para producir y comercializar vehículos electrificados en Europa.

Hoy, EBROM combina tecnología propia, capacidad potencial de ensamblar hasta 200.000 vehículos al año (alcanzable tras acometer las inversiones programadas), c. 1.250 empleados especializados y alianzas estratégicas (Grupo Chery<sup>2</sup>), articulando una plataforma industrial con potencial de escalabilidad. Su posicionamiento se alinea con los principales vectores de transformación del sector: electrificación, relocalización productiva y transición hacia modelos sostenibles.

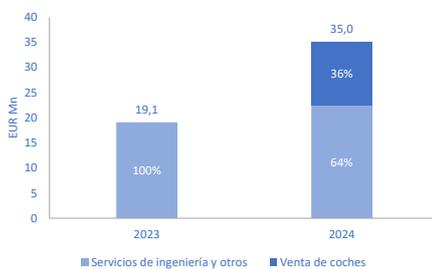
Tres líneas de negocio estructuran su propuesta de valor: ingeniería (BTECH), fabricación industrial (EBRO Factory) y comercialización de vehículos (EBRO MOTORS y EBRO SUV).

**Servicios de ingeniería (BTECH; 64% s/ingresos 2024).** EBROM presta servicios de ingeniería independientes a terceros a través de su filial Barcelona Technical Center, S.L. (BTECH), que concentra el conocimiento técnico e ingenieril del grupo. Esta línea de negocio representa el núcleo operativo y financiero en los últimos ejercicios, con un peso del 64% sobre la facturación consolidada en 2024 (100% sobre la facturación consolidada en 2023, EUR 18,3 Mn).

Los orígenes del grupo se remontan a la trayectoria de su filial BTECH, constituida en 2006, especializada en servicios de ingeniería avanzada para el sector automotriz. Con los años, BTECH ha consolidado su posición como proveedor tecnológico de referencia para OEMs europeos. En la actualidad, BTECH ofrece soluciones de ingeniería industrial y automotriz a fabricantes como Toyota, Koenigsegg, Italdesign, SEAT o Stellantis. Su actividad se articula en cuatro áreas principales:

- Desarrollo de componentes de automoción, con un enfoque holístico que abarca (i) ideación y diseño, (ii) análisis y simulación, (iii) desarrollo y pruebas de prototipos, (iv) ingeniería de manufactura e (v) implementación y soporte postventa.
- Automatización industrial y robótica, con integración de soluciones para plantas de soldadura, ensamblaje y pintura. También incluye el diseño y fabricación de maquinaria y herramientas para diversas aplicaciones industriales.

**Gráfico 3. Ingresos EBROM**



**Gráfico 4. Ingresos BTECH individual**



<sup>2</sup> Chery Automobile Co., Ltd. es una fabricante de automóviles líder en China, con más de 2,6 Mn de unidades producidas en 2024, incluidas marcas como Omoda, Jaecoo y Exeed.

### Gráfico 5. Modelos actuales de EBROM



- Fabricación avanzada en materiales compuestos, como fibra de carbono, kevlar o composites híbridos. La gama de productos incluye, entre otros, parachoques, capós, alerones y faldones laterales.
- Soluciones energéticas e infraestructura de recarga, incluyendo diseño de puntos de carga, microgrids, sistemas de almacenamiento y monitorización y optimización del consumo energético.

La presencia de BTECH es global, con oficinas y proyectos en España, Alemania, Suecia, Reino Unido, Bélgica y Brasil. Aporta una base estable de ingresos y posiciona al grupo como proveedor de servicios de ingeniería avanzada para el sector de la automoción.

**Desarrollo y comercialización de vehículos electrificados (EBRO MOTORS y EBRO SUV; 36% s/ingresos 2024).** En 2021, el grupo adquirió la propiedad industrial de los modelos Nissan NV200 y Nissan Navara, así como los derechos sobre la marca EBRO. A partir de estas bases, ha iniciado el desarrollo de una gama de vehículos eléctricos propios, combinando plataformas heredadas con rediseños eléctricos e identidad de marca propia. Los primeros modelos en desarrollo son:

- EBRO van (furgoneta urbana): basada en la plataforma NV200, orientada a distribución urbana de última milla, con autonomía prevista de 280 km.
- EBRO pick-up: basada en la plataforma Navara, con doble motor eléctrico, tracción 4WD y autonomía superior a 350 km.

Ambos proyectos han creado ya los primeros prototipos y los siguientes objetivos serán avanzar en la fase de homologación, con producción prevista para finales de 2028.

En paralelo, EBROM ha establecido un acuerdo estratégico con Grupo Chery para fabricar y comercializar vehículos de pasajeros bajo la marca EBRO. Estos modelos, desarrollados sobre la base de la familia Chery Tiggo, se ensamblan en Barcelona. El primer modelo, el EBRO S700, fue lanzado comercialmente en noviembre de 2024. En enero de 2025, se inició la producción del segundo modelo, el EBRO S800. En 2025, se ha lanzado también el EBRO S400, un utilitario híbrido para el segmento B. Se espera que el EBRO S900 desembarque a principios de 2026.

| Modelo | Tipo        | Lanzamiento     | Tecnología | Longitud (metros) | Precio venta público (desde; EUR miles) |
|--------|-------------|-----------------|------------|-------------------|---|
| S700   | SUV mediano | Nov. 2024       | ICE / PHEV | 4,5               | 29,99                                   |
| S800   | SUV grande  | Ene. 2025       | ICE / PHEV | 4,7               | 36,99                                   |
| S400   | SUV pequeño | 2025            | HEV        | 4,3               | 27,49                                   |
| S900   | SUV premium | Principios 2026 | n.d.       | n.d.              | n.d.                                    |

Fuente: EBROM y análisis Lighthouse

El objetivo de EBRO es ofrecer una gama diversificada de vehículos (modelos SUV eléctricos, híbridos – enchufables y no enchufables – y de combustión interna) pudiendo adaptarse a las diferentes demandas del mercado. Esta estrategia multitecnológica busca maximizar la tracción comercial en las fases iniciales del proyecto, acelerando la curva de penetración y facilitando la consecución de un volumen de producción crítico en la planta industrial en el menor plazo posible.

Los vehículos se ensamblan localmente en la sociedad filial EBRO Factory, S.L. (EBRO Factory, anteriormente denominada Hub Tech Factory, S.L.), participada en un 40% por el Grupo Chery y un 60% por EBROM. Su comercialización se realiza a través de la sociedad EBRO SUV, S.L. (EBRO SUV), participada en un 40,2% por el Grupo Chery y un 59,8% por EBROM. Chery ha realizado distintas aportaciones de capital en estas sociedades por importe de EUR 27,1 millones (EUR 11,1 millones en EBRO SUV y EUR 16 millones en EBRO Factory) para financiar el arranque del proyecto de ensamblaje y la comercialización de los modelos S700 y S800, consolidando así su apuesta por la alianza estratégica con EBROM.

La comercialización de los modelos EBRO se lleva a cabo mediante una red híbrida: (i) venta directa a empresas con flotas propias y compañías de renting/leasing y (ii) red de concesionarios especializados en movilidad electrificada. EBRO contaba con 75 concesionarios a finales de septiembre de 2025 y un objetivo de alcanzar 85 concesionarios para finales de 2025. A este respecto, EBROM prevé que el canal particular sea el principal motor de la demanda. En paralelo, el canal flotas jugará un papel complementario y con potencial de mayor

relevancia en escenarios de menor dinamismo del mercado, lo que podría influir en el mix de precios y en los márgenes de contribución. Especialmente en la fase actual, de arranque del proyecto (2025 – 2026).

Desde su lanzamiento, los modelos SUV de EBRO han tenido una acogida positiva. A agosto de 2025, se habían matriculado más de 6 mil unidades desde su arranque, con un ritmo de matriculaciones cercano a las 1.500 unidades/mes actualmente (estimación Lighthouse).

**Fabricación industrial de vehículos (EBRO Factory).** EV Motors concentra su capacidad productiva en EBRO Factory, S.L. (EBRO Factory, anteriormente denominada Hub Tech Factory, S.L.), sociedad propietaria de los activos industriales de la antigua fábrica de Nissan en Zona Franca (Barcelona) y Montcada i Reixac. En 2022, el gobierno de Cataluña concedió a Goodman Duelo Logistics (entidad dedicada al alquiler de bienes inmobiliarios por cuenta propia), la licencia para explotar las instalaciones de Nissan en la Zona Franca. Ulteriormente, se llega a un acuerdo entre Goodman Duero Logistics y EBRO Factory para el subarrendamiento de las instalaciones durante un plazo máximo de 50 años (vencimiento en 2073). Estas instalaciones permiten ensamblar hasta 200.000 vehículos anuales (capacidad máxima alcanzable tras acometer las inversiones programadas hasta 2030) y cuentan con líneas de estampación, soldadura, carrocería, pintura y montaje final. En junio de 2025 se llegó a un acuerdo con Goodman para ampliar la superficie de las instalaciones, con condiciones más favorables.

Actualmente, la producción se realiza bajo un esquema M0 (montaje de vehículos), es decir, ensamblaje de vehículos a partir de componentes importados, principalmente desde Grupo Chery. El plan industrial contempla una transición hacia el sistema M1 (montaje y localización) en 2026 (primer trimestre), lo que implica la incorporación de procesos como soldadura, pintura y carrocería, elevando el valor añadido local.

Adicionalmente, en 2026, se iniciará la producción en la Zona Franca de los modelos Omoda 5 y Jaecoo 5 (marcas de Chery) bajo el formato M0. Cabe resaltar que los modelos S700, S800, S400, Omoda 5 y Jaecoo 5 compartirán plataforma, lo que permitirá agilizar procesos.

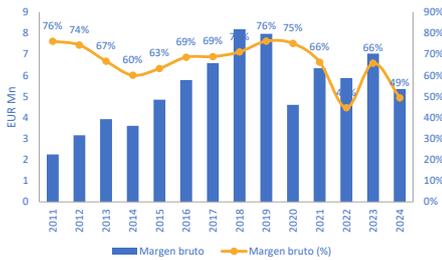
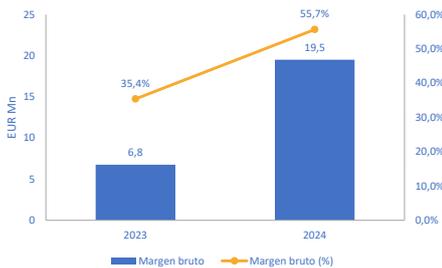
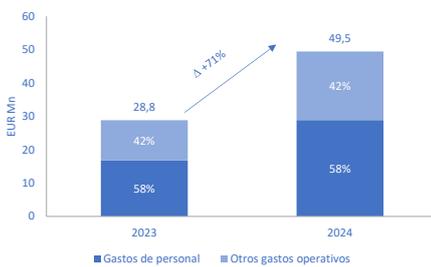
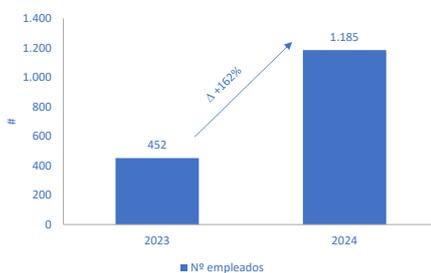
En relación con la exposición al yuan, la compañía señala que los acuerdos con Chery se encuentran denominados en EUR, eliminando la volatilidad asociada al tipo de cambio EUR/CNY.

### ¿Qué define el modelo de negocio de EBROM?

EBROM ha construido un modelo de negocio integral y escalable, con una estructura de costes optimizada y adaptada a la nueva realidad del sector. Combina capacidad industrial instalada, tecnología propia y alianzas estratégicas con actores globales. A diferencia de otros nuevos participantes en el sector de la movilidad electrificada, EBROM no parte de cero ni se limita a ensamblar productos de terceros: ha recuperado activos industriales estratégicos, ha adquirido propiedad intelectual clave y ha articulado un ecosistema productivo con proyección internacional. Tres pilares definen su propuesta:

- Capacidad productiva operativa, con una planta de más de 300.000 m<sup>2</sup> en la Zona Franca de Barcelona y Montcada i Reixac, capaz de ensamblar hasta 200.000 vehículos al año (capacidad máxima alcanzable tras acometer inversiones previstas). La reutilización de esta infraestructura industrial (anteriormente propiedad de Nissan) posiciona a EBROM como fabricante con capacidad instalada real en España.
- Alianzas industriales con líderes globales como el Grupo Chery, que aportan know-how, escalabilidad, acceso a plataformas tecnológicas probadas y entrada a nuevos mercados, al tiempo que permiten compartir riesgos y acelerar los plazos de desarrollo y lanzamiento.
- Control sobre la propiedad industrial y tecnológica, gracias a la titularidad de la marca EBRO y a la adquisición de los derechos sobre las plataformas NV200 y Navara. Conocimiento técnico y experiencia del equipo de ingeniería.

Este enfoque posiciona a EBROM como un integrador industrial flexible, capaz de fabricar vehículos propios, ensamblar modelos para terceros o convertirse en la plataforma productiva de referencia para marcas internacionales que buscan fabricar en Europa. Todo ello se alinea

**Gráfico 6. Margen bruto BTECH individual**

**Gráfico 7. Margen bruto EBROM**

**Gráfico 8. Evolución costes operativos**

**Gráfico 9. Evolución empleados**


con los grandes vectores de transformación del sector: electrificación, digitalización industrial y relocalización de la producción ante un escenario geopolítico complejo.

En 2024, EBROM alcanzó una facturación consolidada de EUR 35 Mn, impulsada principalmente por los servicios de ingeniería (BTECH) y el inicio de la venta de vehículos. Durante el ejercicio, se ensamblaron 582 unidades del modelo EBRO S700 y cerró el año con una red de 30 concesionarios, generando unos ingresos de EUR 12,6 Mn. Los servicios de ingeniería y otras actividades aportaron EUR 22,4 Mn.

### Transición natural hacia un margen bruto menor

El margen bruto consolidado de EBROM refleja la composición de su modelo de negocio: por un lado, los servicios de ingeniería, que presentan márgenes brutos elevados (c. 60%, estimación Lighthouse) debido a su menor dependencia de materiales; por otro, la venta de vehículos, que arrastra márgenes más ajustados al incorporar componentes adquiridos externamente (principalmente a Grupo Chery).

A medida que el negocio de automoción gane peso sobre la ingeniería, el margen bruto consolidado tenderá a estabilizarse en niveles inferiores. Dentro del segmento de automoción, la evolución del margen estará condicionada por múltiples factores: (i) el mix de modelos —los SUV S700 y S800, con precios más elevados, ofrecen márgenes unitarios superiores frente al modelo S400, concebido como vehículo de volumen— y (ii) el canal de ventas predominante (particulares o flotas B2B/rent-a-car). Por tanto, la evolución del margen consolidado estará determinada tanto por la proporción entre ingeniería y automoción, como por la composición de la gama de vehículos y el mix de canales de venta utilizados. Nuestras estimaciones contemplan una transición del margen bruto hacia niveles del 22,4% en 2027e (media sector auto europeo en 2025 de c.20%) debido también a un menor peso del negocio de ingeniería (2% de los ingresos estimados en 2027e).

### Estructura de costes competitiva y adaptada al medio

La estructura operativa de EBROM se apoya en una combinación de eficiencia de costes y adecuación al entorno productivo europeo. Los gastos operativos están conformados, principalmente, por gastos de personal y otros gastos de explotación, entre los que destacan los servicios profesionales (consultoría financiera, legal y laboral), arrendamientos industriales (Zona Franca y Montcada), servicios generales (seguridad, limpieza), y costes de marketing y publicidad asociados a la comercialización de vehículos.

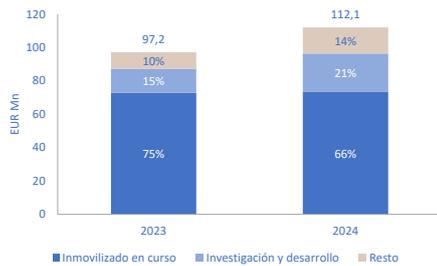
Durante 2024, la plantilla se incrementó desde 452 hasta 1.185 trabajadores, impulsada por la incorporación de +600 empleados en EBRO Factory y BTECH para dar soporte al arranque industrial (producción del S700 y S800) y dimensionar las operaciones de cara a 2025. Este crecimiento, anticipado a la generación de ingresos significativos (el ensamblaje comenzó en noviembre 2024), provocó un incremento del +72% en gastos de personal. Por su parte, los otros gastos operativos crecieron un c. 70%. Esta dinámica situó el EBITDA recurrente<sup>3</sup> de 2024 en EUR -29,9 Mn, reflejando la fase de inversión y despliegue industrial en la que se encuentra el grupo.

### Negocio intensivo en CAPEX

EBROM opera en un sector industrial intensivo en capital, con inversiones concentradas en activos fijos productivos e intangibles de desarrollo. En 2024, el activo fijo bruto ascendía a EUR 112,1 Mn, con un peso predominante del inmovilizado material (>75%), en su mayoría maquinaria y equipamiento industrial adquirido a Nissan y situado en la Zona Franca de Barcelona. La adquisición de estos activos en 2023 supuso una inversión de EUR 70 Mn.

La adjudicación de la antigua planta de Nissan en la Zona Franca se produjo en el marco de un proceso de reindustrialización promovido por las administraciones públicas tras su cierre en 2021. EBROM (a través de EBRO Factory) accedió a las instalaciones mediante un contrato de subarrendamiento a largo plazo (con una duración máxima de 50 años), sujeto al cumplimiento de compromisos vinculantes en materia de inversión (EUR 250 Mn 2024-2029e), empleo y actividad industrial. Este marco permitió a la compañía adquirir los activos productivos

<sup>3</sup> Las estimaciones de EBITDA recurrente realizadas por Lighthouse excluyen determinados elementos como subvenciones de explotación o de inmovilizado, gastos extraordinarios relativos a formación de personal, y los trabajos realizados por la empresa para su activo, entre otros. Por ello, el EBITDA recurrente puede presentar diferencias respecto a las cifras de EBITDA publicadas en el guidance y las cifras de EBITDA reportadas por la compañía.

**Gráfico 10. Desglose inmovilizado fijo bruto**


(maquinaria, equipamiento, etc.) a un coste reducido y de forma escalonada en el tiempo, sin necesidad de realizar un desembolso inicial elevado.

Además, el grupo activa de forma sistemática los trabajos realizados para su propio inmovilizado (capitalización de costes de desarrollo), principalmente vinculados al diseño de los modelos EBRO van y EBRO pick-up, así como al desarrollo de una línea de producción modular multirreferencia. En 2023, se activaron EUR 12,5 Mn, y en 2024, EUR 9,0 Mn adicionales. Estos importes están asociados a horas de ingeniería aplicadas al desarrollo de vehículos y procesos productivos, parte de los cuales han sido subvencionados o cofinanciados mediante préstamos parcialmente no reembolsables.

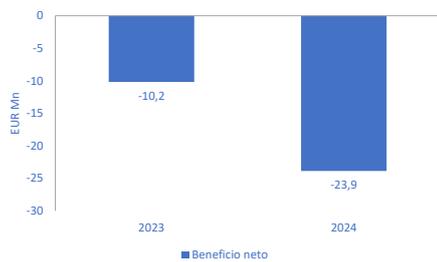
En noviembre de 2024, EBRO Factory comenzó a amortizar los activos asociados a la línea M0 (ensamblaje), mientras que la línea M1 (producción con mayor integración local) permanece como inmovilizado en curso, con inicio de amortización previsto en 2026.

La vida útil de estos activos (5 años para desarrollos y 10-12 años para maquinaria y utillaje) genera una amortización significativa en P&L (EUR 4,5 Mn en 2024) que se incrementará en los próximos ejercicios.

**Gráfico 11. EBITDA y EBIT de EBROM**

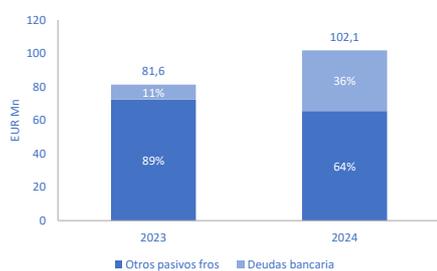

### Activos y pasivos por impuesto diferido

En línea con la naturaleza intensiva en inversión y desarrollo del grupo, EBROM presenta un saldo relevante de activos por impuesto diferido, originado principalmente por las bases imponibles negativas generadas de ejercicios anteriores, así como por la capitalización de costes relacionados con proyectos de I+D. A cierre de 2024, el grupo reconoce un activo por impuesto diferido de EUR 10,7 Mn, derivado fundamentalmente de (i) bases imponibles negativas pendientes de compensar (fases preoperativas y de arranque industrial) y (ii) gastos activados en concepto de I+D y desarrollo tecnológico que todavía no han sido fiscalmente deducibles.

**Gráfico 12. Beneficio neto de EBROM**


En paralelo, el grupo reconoce un pasivo por impuesto diferido de EUR 13,7 Mn, asociado principalmente a diferencias temporarias derivadas del reconocimiento contable de subvenciones asociadas a proyectos PERTE y otras ayudas públicas vinculadas a inversiones. A este respecto, EBROM ha recibido varias subvenciones de capital de carácter no reintegrable, principalmente por los proyectos PERTE VEC (I, II y III), contabilizadas en el balance consolidado a cierre de 2024 por EUR 41,2 Mn (EUR 24,0 Mn relativos a la sociedad dominante).

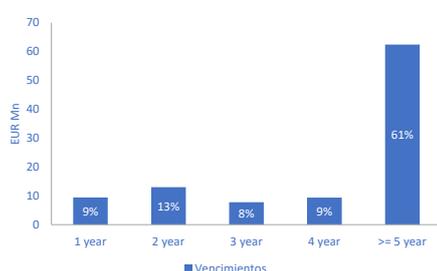
La recuperación de los activos por impuesto diferido dependerá de la capacidad del grupo para generar beneficios fiscales en ejercicios futuros. Se espera que esta reversión comience a partir de 2025/2026, en paralelo al incremento en la producción y comercialización de vehículos. Esto debería ir reduciendo la brecha entre el resultado contable y la base imponible.

**Gráfico 13. Desglose endeudamiento**


### Endeudamiento para financiar una estrategia industrial de largo plazo

El endeudamiento financiero de EBROM refleja una estrategia apalancada para acometer el relanzamiento industrial del antiguo complejo de Nissan y el desarrollo de una nueva gama de vehículos eléctricos e híbridos. A cierre de 2024, la deuda financiera bruta ascendía a EUR 102,1 Mn, con una deuda financiera neta de EUR 36,6 Mn, destacando:

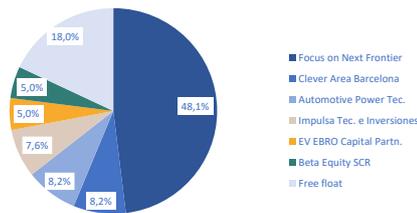
- Deuda con Nissan (EUR 40 Mn): ligada a la compra de activos industriales, con pagos variables según volumen y tipo de vehículo ensamblado (entre 200-500 EUR/vehículo).
- Préstamo con Goodman Duero Logistics (EUR 16 Mn): con un plazo de 20 años y tipo de interés del 8%, en concepto de compra de inmovilizado y de devolución de la fianza del arrendamiento. Línea disponible: hasta EUR 30 Mn.
- Financiación bancaria y pólizas (EUR 30,2 Mn): para necesidades de circulante y arranque operativo. En marzo de 2025 se añadió un préstamo de EUR 15 Mn con Andbank y se amplió la póliza desde EUR 25 Mn hasta EUR 40 Mn.
- Efectivo y otros activos líquidos equivalentes: EUR 65 Mn.

**Gráfico 14. Vencimientos de la deuda**


La estructura de vencimientos (>70% a partir de 2028) permite acompasar los pagos con la maduración del negocio. Aunque la ratio DN/EBITDA rec. 2024 no es representativa —dado

**Tabla 1. Ampliaciones de capital**

| Fecha        | Importe (EUR Mn)     | Porcentaje | Inversores | Valoración (EUR Mn) |
|--------------|----------------------|------------|------------|---------------------|
| Jul. 2021    | 0,003                | n.a.       | Fundadores | n.a.                |
| Dic. 2022    | No dineraria (BTECH) | n.a.       | Fundadores | n.a.                |
| Oct. 2023    | 15,6                 | 7,3%       | >70        | 213,6               |
| Dic. 2023    | 2,2                  | 1,0%       | 5          | 215,8               |
| Oct. 2024    | 40,0                 | 12,2%      | >400       | 328,3               |
| Dic. 2024    | 5,7                  | 1,7%       | 4          | 334,5               |
| <b>Total</b> | <b>63,5</b>          |            |            |                     |

**Gráfico 15 Composición accionarial 2025**


que EBROM aún no ha alcanzado escala operativa—, se espera que, a medida que aumente el volumen de vehículos ensamblados (especialmente con el lanzamiento del EBRO S400 en 2025) y se apalanque su estructura de costes fijos, EBROM comience a generar EBITDA positivo (contemplado en nuestras estimaciones para 2026e) y reduzca progresivamente su nivel de endeudamiento.

### Ampliaciones de capital

Desde su constitución en 2021, EBROM ha ejecutado diversas ampliaciones de capital que han permitido financiar las fases iniciales de su plan industrial. Estas operaciones han sido clave para (i) consolidar la estructura societaria del grupo, (ii) adquirir activos estratégicos —como la maquinaria de Nissan o la marca EBRO—, (iii) avanzar en el desarrollo de su gama de vehículos eléctricos e híbridos y (iv) financiar el arranque industrial y comercial.

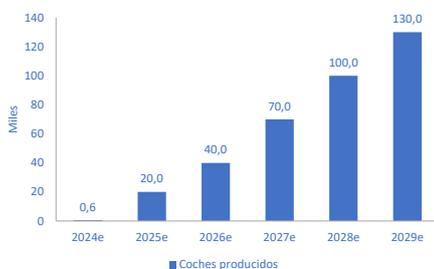
El capital social ha evolucionado desde los EUR 0,003 Mn iniciales en 2021 hasta alcanzar los EUR 4,86 Mn en 2024, representado por 48,62 Mn de acciones.

| Fecha     | Capital <sup>(1)</sup> (EUR Mn) | Nº acciones <sup>(1)</sup> (Mn) | Prima emisión (EUR / Acción) | Importe ampliación (EUR Mn)            |
|-----------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------|--|
| Jul. 2021 | 0,003                           | 3.000                           | -                            | 0,003                                  |
| Dic. 2022 | 3,850238                        | 3,850238                        | -                            | No dineraria (BTECH)                   |
| Oct. 2023 | 4,1541703                       | 41,541703                       | 5,0425                       | 15,6                                   |
| Dic. 2023 | 4,1969507                       | 41,969.507                      | 5,0425                       | 2,2                                    |
| Oct. 2024 | 4,7791923                       | 47,791923                       | 6,77                         | 40                                     |
| Dic. 2024 | 4,862042                        | 48,620420                       | 6,78                         | No dineraria (ECOPOWER) <sup>(2)</sup> |

(1) La cifra del capital social y el número de acciones son los resultantes tras las ampliaciones. (2) Aumento de capital por aportación no dineraria mediante la aportación de 58.087 participaciones sociales de EBRO Ecopower Automotive Systems, S.L., con emisión de hasta 828.497 acciones ordinarias y con una prima de emisión de 6,78 EUR/acción.

- Aportaciones no dinerarias (2022): en diciembre de 2022, los socios fundadores aportaron el 51% de BTECH, núcleo de la ingeniería del grupo, mediante una ampliación sin prima de emisión. Esta operación marcó el inicio del perímetro actual del grupo.
- Ampliaciones dinerarias (2023–2024): EBROM ha ejecutado dos rondas relevantes de ampliación de capital con inversores privados, elevando los fondos propios en más de EUR 60 Mn. Las sucesivas primas de emisión reflejan una creciente valoración del proyecto por parte del mercado.
- Alta atomización del capital: en la ampliación de octubre de 2024 participaron más de 400 inversores, reflejando un notable interés del mercado (esencialmente retail) por el proyecto.

Aunque las últimas ampliaciones de capital (octubre y diciembre 2024) han reforzado significativamente la posición de fondos propios, el plan de negocio contempla un CAPEX 2024-2029e de c. EUR 250 Mn, lo que empuja a pensar en futuras ampliaciones de capital y su correspondiente riesgo de dilución.

**Gráfico 16. Guidance coches producidos EBROM**


### Guidance: aceleración industrial y comercial a partir de 2025e

El plan estratégico de EBROM contempla un crecimiento progresivo tanto en ingresos como en EBITDA, con un punto de inflexión relevante a partir de 2025. Tras un 2024 marcado por el arranque operativo (producción en formato M0, ensamblaje de primeras unidades del S700 y puesta en marcha de red comercial), el grupo proyecta una aceleración de su actividad a partir del segundo semestre de 2025. El Consejo de Administración de EBROM aprobó en septiembre de 2024 las previsiones financieras (coincidentes con las manejadas en el contexto de la operación de capital que respalda el precio de referencia establecido en el Documento Informativo de Incorporación al Mercado; 6,88 EUR/acción).

**Tabla 2. Guidance de EBROM 2024e-2029e**

| Cifras en miles    | 2024e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e | 2029e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Vehículos vendidos | n.a.  | 20    | 40    | 70    | 100   | 130   |

Los objetivos de producción y comercialización de EBROM compartidos en el Foro MedCap (mayo 2025) ofrecen una referencia pública útil. Estos contemplan una aceleración progresiva, pasando de 582 unidades ensambladas en 2024 al objetivo de 130.000 vehículos anuales en 2029e. En 2025 se incorporan los modelos EBRO S800 y S400, con el objetivo de alcanzar las

20.000 unidades anuales. Durante el primer trimestre de 2026 se prevé el arranque de la línea M1, con procesos completos de soldadura, pintura y ensamblaje. En 2026 se añadirán el EBRO S900 y los primeros vehículos de la marca Omoda y Jaecoo (Grupo Chery), con el objetivo de alcanzar las 40.000 unidades anuales. Y en 2028 se lanzarán los modelos EBRO van y EBRO pick-up, 100% eléctricos y desarrollados internamente. Este crecimiento se apoya en alianzas estratégicas con Chery, la expansión de la red comercial, una estructura de costes optimizada mediante integración vertical y un modelo de fabricación flexible que permite ofrecer servicios industriales a terceros.

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

EBROM es un grupo industrial integral que combina ingeniería, capacidad productiva y alianzas estratégicas para capturar la oportunidad que ofrece la electrificación del transporte. Bajo la histórica marca EBRO, y con sede en las antiguas instalaciones de Nissan en la Zona Franca de Barcelona, estructura su modelo de negocio en tres líneas principales: servicios de ingeniería (BTECH), desarrollo y comercialización de vehículos (EBRO MOTORS y EBRO SUV) y fabricación industrial (EBRO Factory).

Desde su fundación en 2021, EBROM ha pasado de ser un proyecto incipiente a convertirse en una plataforma industrial operativa con c. 1.250 empleados y una infraestructura de 300.000 m<sup>2</sup>, con capacidad potencial para ensamblar hasta 200.000 vehículos al año (tras acometer las inversiones previstas). En 2024 alcanzó una facturación consolidada de EUR 35 Mn, con un 64% procedente de la ingeniería y el resto vinculado a la venta de vehículos (principalmente el EBRO S700).

2024 fue el primer ejercicio con producción industrial activa (formato M0), y 2025 marcará un punto de inflexión: se han lanzado nuevos modelos (S800 y S400) y se está ampliando la red de concesionarios. En 2026 comenzará la transición hacia el sistema M1, que permitirá mayor integración local y valor añadido. Además, está previsto el comienzo de la producción de los primeros modelos de Chery (Omoda 5 y Jaecoo 5) en la planta de Barcelona. A medio plazo (2028), el grupo prevé lanzar vehículos propios desarrollados internamente: EBRO van y EBRO pick-up eléctrica.

El proyecto se apoya en una alianza estratégica con Chery, que aporta tecnología, escalabilidad y capital. Chery participa en las sociedades industriales y comerciales del grupo (EBRO Factory y EBRO SUV, respectivamente) y ha inyectado EUR 27,1 Mn, lo que convierte a EBROM en la única joint venture de un fabricante chino con operación industrial propia en España.

Pero el crecimiento también implica riesgos relevantes. EBROM opera con una estructura de costes anticipada al negocio (plantilla industrial incorporada antes de alcanzar escala) y un volumen de deuda significativo (DN de EUR 36,6 Mn en 2024), lo que ha llevado a un EBITDA recurrente negativo de EUR -29,9 Mn ese mismo año. Su negocio de automoción, más intensivo en capital y con márgenes ajustados, irá ganando peso sobre el de ingeniería, lo que reducirá el margen bruto consolidado (55,7% en 2024 vs 22,4% en 2027e).

El éxito del plan depende ahora de la tracción comercial, la capacidad para escalar la producción, estabilizar los márgenes y asegurar financiación adicional que cubra las necesidades de CAPEX previstas en 2025e y ejercicios posteriores. Los objetivos comerciales de EBROM: ensamblar 20.000 vehículos en 2025e, 40.000 en 2026e y 70.000 en 2027e; alcanzar una cuota de mercado en España del 4%-5% en 2026e (30.000–40.000 unidades), y comercializar el resto en Europa. Se espera que el canal particular actúe como principal impulsor de volúmenes, mientras que las ventas B2B (flotas corporativas y rent-a-car) desempeñen un papel complementario. Una mayor exposición a estos últimos canales podría derivar en mayores descuentos y, previsiblemente, presionar el precio medio y los márgenes de contribución.

EBROM ha recuperado activos industriales estratégicos, adquirido propiedad intelectual clave y atraído capital público y privado para impulsar la reindustrialización. Ahora, el foco está en ejecutar con disciplina su salto de escala, estabilizar su cuenta de resultados y, sobre todo, validar que existe una demanda sostenida por parte del mercado, capaz de adoptar la marca sin depender estructuralmente de canales como flotas, renting o descuentos que presionen los márgenes. Y demostrar así que puede convertirse en un actor relevante en el nuevo mapa europeo de la automoción. Dada la naturaleza del proyecto, *de facto*, una start-up industrial,

con la tecnología y capacidad resueltas, todo pivota sobre un único pilar, que es, a la vez, oportunidad y riesgo: el comercial. La capacidad y velocidad de penetración en el mercado.

#### Posicionamiento competitivo del producto

- **EBRO S700 – SUV del segmento D (SUV medio, tecnología ICE y PHEV).** El EBRO S700 es un SUV del segmento D (longitud aprox. 4,5 metros), disponible con motorización de combustión interna (ICE, 147 CV) o híbrida enchufable (PHEV). La versión PHEV ofrece hasta 90 km de autonomía eléctrica (ciclo WLTP) y etiqueta medioambiental CERO. Está orientado al mercado nacional, donde compite con modelos como el Hyundai Tucson, Kia Sportage, Renault Austral, MG HS o el OMODA 5.

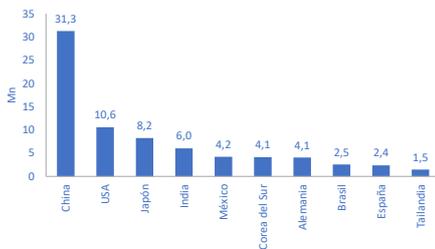
En España, el segmento SUV medio muestra una tendencia de crecimiento sostenido, con 344 mil matriculaciones en 2024 (+9 % vs 2023), consolidándose como uno de los principales nichos del mercado.

- **EBRO S800 – SUV del segmento E (SUV grande, tecnología ICE y PHEV).** Será el modelo de gama más alta de EBROM, un SUV del segmento E con motorización de combustión (ICE, 147 CV) o híbrida enchufable (PHEV). Con una longitud superior a los 4,7 metros. La modalidad PHEV tiene una autonomía eléctrica de c. 90 km en ciclo WLTP y etiqueta CERO de la DGT. Competirá con modelos como el Nissan X-Trail, Škoda Kodiaq o el Volkswagen Tayron.
- **EBRO S400 – SUV del segmento B/C (SUV urbano, tecnología HEV).** Modelo más económico de la gama, situado en el segmento B/C y con motorización híbrida convencional (HEV). Con una longitud de c. 4,3 metros, está orientado a un público urbano que busca una alternativa asequible con etiqueta ECO. Competirá con los siguientes modelos: MG ZS, Toyota Yaris Cross, Hyundai Kona o Dacia Duster, entre otros. Su diferenciación vendrá por el ensamblaje nacional y posicionamiento de precio competitivo.

Al igual que el segmento SUV medio, el segmento SUV pequeño muestra una tendencia de crecimiento sostenido, con c. 200 mil matriculaciones en 2024 (+7% vs 2023), consolidándose como otro de los principales nichos del mercado.

## Sector de la automoción en España: un pilar industrial en plena transformación estructural

**Gráfico 17. Mayores productores de vehículos en el mundo (2024)**



Fuente: OICA

La automoción desempeña un papel clave en la estructura económica y productiva de España. Su contribución al PIB industrial, al empleo y la balanza comercial la sitúan como uno de los motores del tejido industrial. Según ANFAC, representa c. el 11% del PIB industrial, siendo la segunda mayor industria del país tras el sector agroalimentario.

España es el segundo mayor productor de vehículos de la Unión Europea, solo por detrás de Alemania (Gráfico 17). Esta posición se debe a una combinación de factores estructurales: base industrial consolidada, mano de obra cualificada, infraestructuras logísticas de primer nivel y acceso a mercados clave dentro y fuera de Europa.

Tras tres ejercicios marcados por disrupciones en la cadena de suministro y limitaciones en el aprovisionamiento de componentes, la industria de la automoción española registró en 2023 un ejercicio de recuperación progresiva (Gráfico 18). La producción total alcanzó 2,5 Mn de vehículos, lo que representa un crecimiento del +10% vs 2022, pero aún un -13% inferior a los niveles de 2019. La mejora en los ritmos de aprovisionamiento, la mayor estabilidad logística y la recuperación de la demanda en los principales mercados europeos fueron los principales catalizadores del incremento de producción.

**Gráfico 18. Producción de vehículos en España**

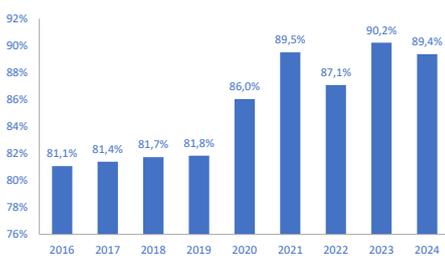


Fuente: ANFAC

En 2024, las fábricas españolas ensamblaron 2,4 Mn de vehículos, lo que representa un descenso del -3% vs 2023 (según datos de ANFAC). Esta caída refleja tanto la débil demanda de vehículos electrificados en Europa y España como el ajuste industrial previo al lanzamiento de nuevos modelos eléctricos.

La elevada vocación exportadora sigue siendo uno de los principales activos del sector: c. el 90% de la producción se destina a mercados internacionales (Gráfico 19), con fuerte peso en países de la UE como Francia, Alemania, Italia y Reino Unido (Gráfico 20). Este perfil ha convertido a España en un hub industrial atractivo para fabricantes globales que buscan eficiencia y proximidad a los mercados.

**Gráfico 19. Tasa de exportación del automóvil en España (% s/producción total)**



Fuente: ANFAC

El sector genera más de 2 Mn de empleos directos e indirectos, incluyendo toda la cadena de valor: fabricación de vehículos y motores, proveedores de componentes, logística, concesionarios y servicios posventa. A nivel institucional, la automoción es considerada industria estratégica, reflejándose en programas de apoyo como el Proyecto Estratégico para la Recuperación y Transformación Económica del Vehículo Eléctrico y Conectado (PERTE VEC) y el Plan MOVES III.

### Transformación estructural del sector: electrificación, regulación y nuevos hábitos de consumo

Sin embargo, el sector se encuentra en un proceso de transformación estructural. Factores como la transición hacia la electrificación, las exigencias regulatorias europeas en materia de emisiones (normativa Euro 7, Fit for 55, ETS2), la digitalización de procesos productivos y los cambios en el modelo de consumo están forzando a los fabricantes a adaptar su capacidad industrial y sus modelos de negocio.

**Gráfico 20. Destino de las exportaciones de vehículos desde España (2024)**

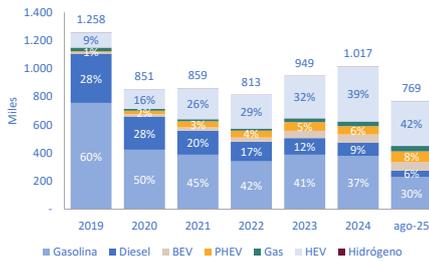


Fuente: ANFAC

España parte de una posición competitiva sólida, pero afronta desafíos relevantes para mantener su peso en el contexto europeo y mundial. La captación de nuevos proyectos de inversión, la atracción de factorías de baterías, la adaptación de la red de proveedores al vehículo eléctrico y la aceleración del despliegue de infraestructura de recarga son elementos clave para el futuro del sector.

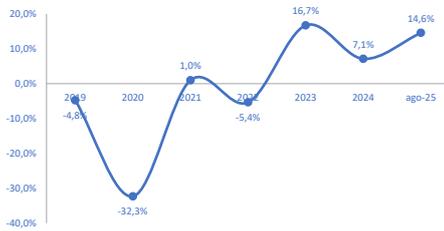
En este contexto, EBROM, como nuevo actor industrial con capacidad real de ensamblaje de vehículos electrificados desde España, parte de una posición diferencial frente a otros proyectos emergentes que carecen de base productiva propia.

**Gráfico 21. Matriculaciones de turismos en España por tecnología**



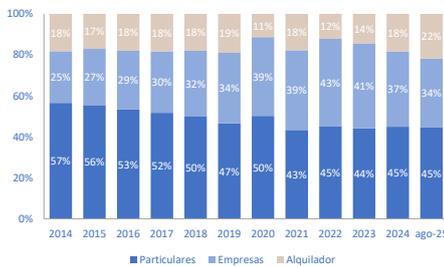
Fuente: Ideauto y ANFAC

**Gráfico 22. Variación anual de las matriculaciones de turismos en España**



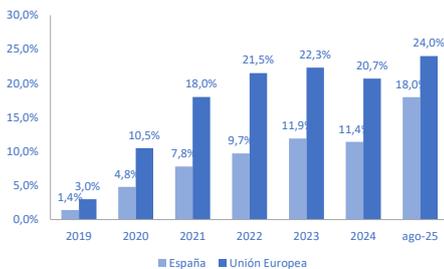
Fuente: Ideauto y ANFAC

**Gráfico 23. Canal de matriculaciones de turismos en España**



Fuente: ANFAC

**Gráfico 24. Cuota de mercado de vehículo electrificado (BEV + PHEV) (% matriculaciones)**



Fuente: ANFAC y ACEA

**Cinco vectores clave que están rediseñando el mercado automovilístico europeo**

El sector de la automoción europeo vive una transformación estructural, marcada por cinco grandes vectores de cambio:

**1. Descarbonización y electrificación:** el principal catalizador de cambio en el sector es el proceso de descarbonización de la movilidad, alineado con los objetivos climáticos de la Unión Europea. La normativa europea, articulada principalmente a través del paquete legislativo Fit for 55 y la futura implantación del ETS2 (Emissions Trading System para transporte por carretera), establece un calendario claro hacia la eliminación progresiva de los motores de combustión interna.

La Comisión Europea ha ratificado el objetivo de cero emisiones netas de CO<sub>2</sub> para turismos y vehículos comerciales ligeros en 2035, lo que supone, de facto, la prohibición de venta de vehículos nuevos de combustión a partir de dicha fecha. Además, se prevén mecanismos de penalización fiscal (mediante créditos de CO<sub>2</sub> o tasas a flotas contaminantes) que encarecerán los modelos no electrificados incluso antes de ese horizonte.

No obstante, la Comisión Europea ha introducido cierta flexibilidad en el corto plazo: se ha pospuesto la plena aplicación de sanciones asociadas al reglamento europeo de emisiones de CO<sub>2</sub> para turismos (CAFE), trasladando el cálculo a una media de cumplimiento para el trienio 2025-2027. En este periodo, el límite acumulado será de 93,6 g/km de CO<sub>2</sub>, en lugar de exigirse año a año. Adicionalmente a este cálculo por trienio, la Comisión Europea, en virtud del Artículo 10 de la Regulación 2019 / 631, permite la solicitud de una derogación a aquellos fabricantes cuyas ventas anuales estén entre los 10.000 y los 300.000 vehículos. Esta derogación fijará un objetivo específico para el periodo 2025 – 2028 acorde con diferentes indicadores del solicitante (volúmenes, tecnologías, mercados...).

En este contexto, el peso de los vehículos electrificados (tanto eléctricos puros -BEV- como híbridos enchufables -PHEV-) sobre las nuevas matriculaciones sigue creciendo. Según datos de ANFAC, a agosto de 2025, los BEV y PHEV alcanzaron un peso del 18% en las matriculaciones (Gráficos 24 y 25). No obstante, la adopción del vehículo eléctrico en España continúa rezagada respecto a otros países europeos como Alemania o Francia, donde las cuotas combinadas de BEV y PHEV superan ya el 23%. Lo que evidencia el recorrido potencial.

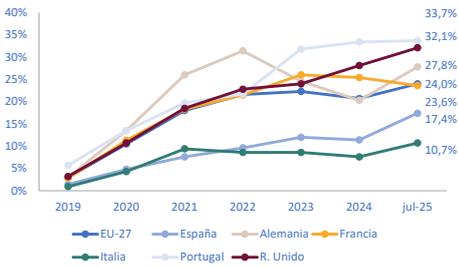
**2. Digitalización y transformación del producto:** la creciente relevancia del software en el vehículo, la conectividad, las actualizaciones over-the-air (OTA) y la conducción autónoma redefinen el concepto tradicional de automóvil. Esto genera nuevas oportunidades para fabricantes capaces de integrar estas tecnologías en su oferta. La especialización de EBROM en ingeniería y su colaboración con Chery le permiten acelerar la integración de funcionalidades digitales en sus modelos.

**3. Cambios en el modelo de consumo:** el auge del renting, las flotas corporativas, el carsharing y la movilidad como servicio (MaaS) están desplazando el concepto de propiedad hacia el uso. Según la Asociación Española de Renting de Vehículos (AER), el renting representó en 2024 más del 27% de las matriculaciones de vehículos nuevos en España, frente al c. 17% en 2018.

**4. Relocalización industrial (reshoring):** las tensiones geopolíticas, el impacto de la pandemia en la logística global y el aumento de los costes de transporte están acelerando el retorno de capacidad productiva a Europa. En este contexto, España emerge como un destino atractivo por costes, logística y base industrial. La joint venture de EBROM con Chery es un ejemplo tangible de esta tendencia.

**5. Cambios en el mix de producto:** el mercado europeo sigue mostrando una preferencia estructural por los SUV (más del 50% de las ventas en varios mercados, Gráfico 26). A esto se suma el crecimiento de la demanda de vehículos comerciales eléctricos, vinculados al comercio electrónico y las restricciones urbanas.

**Gráfico 25. Cuota de mercado de vehículo electrificado (BEV + PHEV) (% matriculaciones)**



Fuente: ANFAC y ACEA

**Gráfico 26. Mix de matriculaciones de turismos en España**



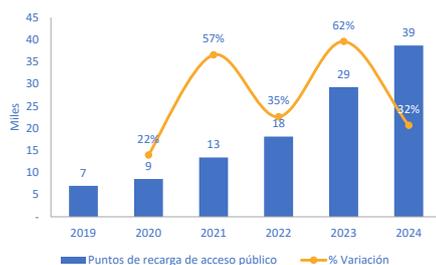
Fuente: Ideauto y ANFAC

**Gráfico 27. Evolución de matriculaciones de automóviles BEV+PHEV en España**



Fuente: ANFAC

**Gráfico 28. Infraestructura de recarga pública en España**



Fuente: AEDIVE

La estrategia de EBROM, centrada en el desarrollo de SUV híbridos y BEV, así como de vehículos comerciales eléctricos, responde a parte de estas tendencias de mercado.

**La electrificación avanza a dos velocidades: España vs Europa**

El mercado del vehículo eléctrico (VE) en Europa mantiene una trayectoria de crecimiento sostenido, aunque con importantes diferencias entre países en cuanto a penetración de mercado, infraestructura de recarga y políticas de incentivos.

España, pese a ser el segundo mayor productor de automóviles de la Unión Europea, presenta un retraso en la adopción del vehículo eléctrico respecto a la media europea. La flota total de vehículos electrificados (BEV + PHEV) ascendía a c. 500 mil a finales de 2024 (1,6% sobre el parque de vehículos total). En este sentido, cabe destacar que el Plan Nacional Integrado de Energía y Clima (PNIEC) sitúa el objetivo en 5,5 Mn de vehículos eléctricos en 2030. Lo que implica que, para alcanzar este objetivo, se deberían matricular c. 800.000 vehículos por año hasta 2030.

Según datos de ANFAC, a fecha de agosto de 2025, se habían matriculado en España c. 140.000 turismos electrificados, y c. 62.000 turismos eléctricos puros (+95% vs mismo periodo de 2024). A agosto de 2025, la cuota de mercado de los vehículos electrificados (BEV + PHEV) se situó en el c. 18%, frente a un promedio europeo del 24% según la ANFAC (Gráfico 25), evidenciando el retraso estructural frente a mercados como Alemania (27,8%) o Francia (23,6%).

Este gap de adopción no solo afecta a la demanda, sino también a la infraestructura. A cierre de 2024, España contaba con c. 40.000 puntos de recarga públicos (Gráfico 28), de los cuales apenas el 35% son de carga rápida o ultrarrápida, según el último informe de AEDIVE (Gráfico 29). La limitada cobertura, especialmente en áreas rurales, y los retrasos en permisos administrativos siguen siendo un cuello de botella para el despliegue del vehículo eléctrico.

**Una base industrial en transición: hacia una mayor producción de vehículos electrificados**

En el ámbito industrial, la capacidad de producción de BEV en España es todavía limitada, aunque se observan avances: proyectos de Volkswagen-Seat en Sagunto, Stellantis en Zaragoza y Vigo, y EBROM en la Zona Franca de Barcelona están contribuyendo a fortalecer la base productiva local.

En 2024, se produjeron en España 19 modelos de vehículos electrificados, con la previsión de incrementarse hasta 25 modelos en 2025. El peso de los vehículos electrificados sobre la producción total ascendió al 8,5% en 2024 (4,8% BEV y 3,7% PHEV).

**Un enfoque dual para EBROM: híbridos para España y BEV para Europa**

Para EBROM, esta situación presenta un doble enfoque comercial: por un lado, una orientación inicial hacia modelos híbridos (HEV y PHEV) con mayor tracción en el mercado nacional a corto plazo; por otro, una ventana de oportunidad para exportar a mercados europeos donde la demanda BEV es mayor.

Además, el contexto geopolítico —con la amenaza de aranceles europeos a vehículos eléctricos importados desde China— refuerza el atractivo de la joint venture de EBROM como plataforma industrial local para Chery, capaz de servir tanto al mercado español como a otros países europeos sin barreras comerciales.

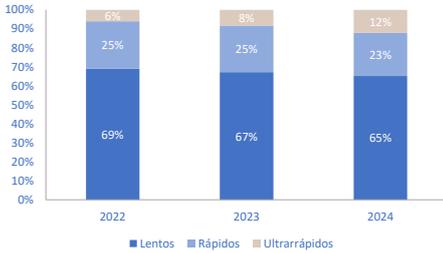
**España vs Europa: costes competitivos, pero desafíos en infraestructura y ejecución institucional**

La posición competitiva de España frente a otros hubs industriales europeos y globales presenta una combinación de fortalezas y debilidades.

Entre las fortalezas destacan: (i) una base industrial consolidada, con una red de proveedores altamente cualificada, (ii) costes laborales competitivos respecto a Alemania o Francia, (iii) infraestructura logística avanzada, con conexión terrestre y marítima con el resto de Europa, y (iv) capacidad instalada y disponibilidad de plantas susceptibles de reconversión a BEV.

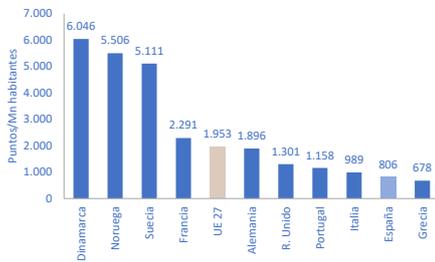
Por el lado de los desafíos estructurales, España arrastra: (i) un retraso en la adopción del vehículo eléctrico, con cuotas todavía por debajo de la media europea, (ii) déficit en

**Gráfico 29. Detalle de la infraestructura de recarga pública en España**



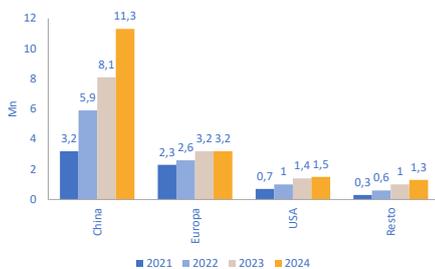
Fuente: AEDIVE

**Gráfico 30. Infraestructura de recarga en Europa 2024**



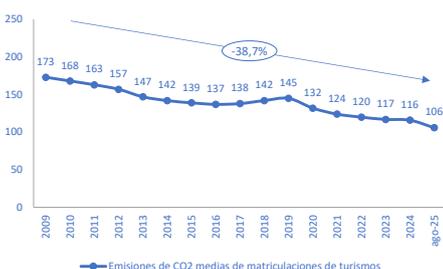
Fuente: ANFAC

**Gráfico 31. Ventas de vehículos eléctricos en el mundo**



Fuente: International Energy Agency

**Gráfico 32. Emisiones de CO2 de las nuevas matriculaciones de turismos en España**



Fuente: Ideauto

infraestructura de recarga rápida, que limita la demanda final, (iii) una menor capacidad actual de fabricación de baterías, aunque con proyectos en desarrollo, y (iv) procesos administrativos y regulatorios más lentos que en otros países europeos a la hora de desplegar fondos públicos.

**Un contexto geopolítico que acelera el reshoring y favorece el modelo de EBROM**

China sigue siendo el líder global indiscutible en la fabricación y venta de vehículos eléctricos, tanto en volumen (11,3 Mn de vehículos, Gráfico 31) como en tecnología de baterías, coste de producción y velocidad de innovación. Grupos como BYD, Geely, Chery o SAIC dominan la producción mundial de BEV.

Ante el riesgo de aranceles en Europa y la creciente necesidad de producir localmente, varios fabricantes chinos han comenzado a establecer joint ventures o fábricas en suelo europeo. Existen ya proyectos anunciados en países como Hungría (BYD), Eslovaquia (Polestar/Geely) o España.

Sin embargo, esta estrategia de relocalización hacia Europa no está exenta de fricciones. En los últimos meses, el Gobierno chino ha recomendado cautela a sus fabricantes a la hora de invertir en determinados países europeos, como respuesta al respaldo de medidas arancelarias. Aunque no existe una prohibición formal, este cambio ha ralentizado ciertas decisiones de inversión.

En este contexto, la alianza entre EBROM y Chery —formalizada en abril 2024, antes del endurecimiento regulatorio— adquiere un carácter singular. El acceso a instalaciones industriales ya operativas y la participación de un gran fabricante chino convierten a EBROM en uno de los pocos proyectos ya materializados en Europa bajo este modelo de colaboración. Un elemento diferencial difícil de replicar en el entorno actual.

**La política industrial como palanca clave: PERTE VEC y Plan MOVES**

El marco de ayudas públicas es un factor determinante para el éxito de los proyectos industriales vinculados a la electrificación. Los PERTE VEC (I, II y III), con un presupuesto de aproximadamente EUR 2.500 Mn, constituyen la principal vía de financiación pública para inversiones industriales, desarrollo de modelos BEV y fortalecimiento de la cadena de suministro. En mayo de 2025, el Ministerio de Industria anunció la puesta en marcha de la cuarta convocatoria (PERTE VEC IV) dotada con EUR 1.250 Mn, (1.000 Mn en préstamos y 250 Mn en subvenciones). EBROM ha sido ya beneficiaria de varias convocatorias tanto en forma de subvenciones directas como de préstamos parcialmente reembolsables.

El Plan MOVES III, por su parte, incentiva la demanda final con ayudas de hasta EUR 7 miles por vehículo (precio máximo sin IVA por vehículo de EUR 45 miles) y subvenciones a la instalación de puntos de recarga (hasta el 70% del coste de la instalación). El programa está prorrogado hasta el 31 de diciembre de 2025, pero se espera que el plan sucesor, MOVES IV, entre en vigor en 2026 con el objetivo de agilizar el acceso y aumentar los umbrales de precios elegibles.

En paralelo, la regulación europea seguirá actuando como catalizador de la transformación. Las siguientes directivas y reglamentos tienen un impacto significativo y directo en la industria:

- Reglamento de emisiones de CO<sub>2</sub>: a partir de 2035, todos los turismos y furgonetas nuevos vendidos en la UE deberán ser cero emisiones (0 g/km de CO<sub>2</sub>; Gráfico 32).
- Normativa AFIR (Alternative Fuels Infrastructure Regulation): obliga a los Estados miembros a desplegar una red mínima de infraestructuras de recarga rápida en las principales rutas europeas antes de 2030.
- ETS II (Sistema de Comercio de Emisiones para transporte y edificios): prevé introducir un coste adicional al uso de combustibles fósiles en movilidad a partir de 2027.

No obstante, el riesgo institucional persiste: la ejecución lenta o parcial de los fondos PERTE, así como la posibilidad de cambios regulatorios o presupuestarios, son variables a considerar.

**Gráfico 33. Comparativa salario medio sector automoción 2022**



Fuente: Ministerio de Industria y Turismo

**EBROM: posicionada en el epicentro de la transformación industrial de la automoción española**

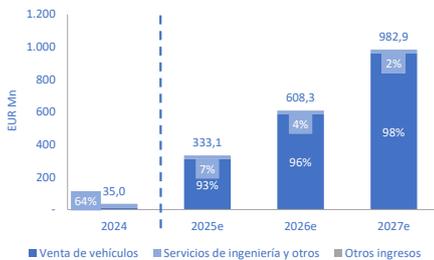
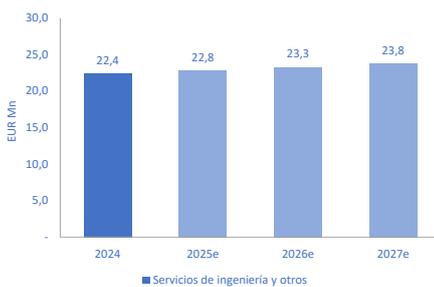
El sector de la automoción en Europa, y especialmente en España, se encuentra en plena transformación estructural, impulsado por la doble disrupción de la electrificación y la relocalización industrial. La presión regulatoria para acelerar la transición hacia vehículos de cero emisiones, combinada con los incentivos públicos (PERTE VEC, Plan MOVES) y los cambios en la demanda del consumidor, está generando tanto oportunidades como riesgos para los fabricantes (asentados y emergentes).

En resumen, España combina una sólida base industrial —segundo productor de vehículos de la UE, fuerza laboral cualificada, costes competitivos, vocación exportadora e infraestructura existente, como la Zona Franca en Barcelona— con desafíos relevantes en la transición hacia el vehículo electrificado. La elevada dependencia histórica de plataformas térmicas y el retraso relativo en la electrificación obligan a acelerar la reconversión del tejido productivo nacional. En este contexto, el marco regulatorio europeo, los programas de apoyo público y el interés inversor internacional ofrecen una ventana de oportunidad para reposicionar al país como hub clave de la nueva movilidad. El éxito dependerá de su capacidad para atraer proyectos industriales, desplegar infraestructura y acelerar la adopción del vehículo electrificado en plazos competitivos.

Para EBROM, este escenario representa una ventana de oportunidad de alto impacto, pero también de alta ejecución. La compañía ha logrado posicionarse en un nicho estratégico dentro de esta transformación sectorial gracias a tres factores diferenciales:

- i. Acceso a capacidad industrial real y operativa, en un entorno donde muchos proyectos de nueva movilidad carecen de infraestructura física.
- ii. Alianza con un socio tecnológico e industrial de primer nivel (Grupo Chery), lo que le aporta plataformas de producto, escalabilidad y know-how en tiempos de desarrollo reducidos.
- iii. Un modelo híbrido y flexible que combina ensamblaje y fabricación de vehículos y prestación de servicios de ingeniería avanzada a OEMs tradicionales.

## Mucho potencial teórico. Y tres grandes retos prácticos: vender, ejecutar y financiarse.

**Gráfico 34. Ingresos EBROM**

**Gráfico 35. Ingresos EBROM (servicios de ingeniería)**

**Gráfico 36. Ingresos EBROM (venta de vehículos)**


El año 2024 marcó un punto de inflexión (comercial e industrial) para EBROM, con las primeras unidades EBRO vendidas y el inicio de la producción en la planta de Zona Franca a partir del 23 de noviembre. En este contexto de transición operativa —sin ingresos por ventas hasta diciembre y con parte de la plantilla ya incorporada desde principios de año—, las cifras financieras no son representativas del modelo objetivo, pero sí ilustrativas del punto de partida real, la estructura de costes y la capacidad de ejecución.

EBROM registró ingresos consolidados de EUR 35,0 Mn en 2024, impulsados por la venta de 582 unidades del modelo EBRO S700 en diciembre (EUR 12,6 Mn) y por los ingresos recurrentes del negocio de ingeniería y subcontratación industrial. El margen bruto alcanzó el 55,7%, reflejando el bajo peso relativo del negocio de automoción en esta fase inicial (36% s/ingresos). Los gastos de personal (EUR 43,9 Mn; EUR 15 Mn relativos a personal en formación), ligados al proceso de reindustrialización y la reincorporación de extrabajadores de Nissan, junto con otros gastos operativos (EUR 20,6 Mn) concentrados en consultoría, servicios generales y marketing, situaron el EBITDA en EUR -29,9 Mn, en línea con lo previsto por la compañía para el primer ejercicio operativo. El resultado neto atribuible fue de EUR -23,9 Mn.

### 2025e–2027e: fase crítica de arranque operativo y validación comercial

El ejercicio 2024 ha sentado los pilares industriales y organizativos sobre los que se articula el plan de negocio de EBROM. El arranque de la producción, la validación de procesos clave, las primeras unidades vendidas y la reincorporación progresiva del equipo humano han supuesto hitos estratégicos para afrontar el trienio 2025e–2027e, que se perfila como la fase crítica de arranque operativo y validación comercial.

El foco estará en incrementar volúmenes, ampliar la gama de modelos, consolidar la red comercial —tanto en España como en mercados exteriores— y mejorar gradualmente los márgenes operativos. El plan contempla un crecimiento sostenido de ingresos y una senda progresiva de mejora del EBITDA recurrente y beneficio neto, aunque se mantendrá un Free Cash Flow negativo durante todo del periodo 2025e–2027e. La ejecución del plan industrial requerirá inversiones significativas en CAPEX, capital circulante, marketing/publicidad y estructura de personal, por lo que el acceso a financiación externa será clave para sostener el ritmo de crecimiento previsto.

### Ingresos: en plena fase de “despegue” (c. +200% CAGR 2024e–2027e)

Tras un primer ejercicio marcado por la puesta en marcha industrial y unas ventas de vehículos limitadas al último mes del año, proyectamos una senda de crecimiento sostenido en ingresos para el periodo 2025e–2027e, impulsada por la aceleración progresiva de la producción y la comercialización de vehículos híbridos. La estrategia de EBROM se apoya en una doble palanca: (i) ampliación del portafolio de modelos — con la entrada del S400 en 2025 y nuevas versiones PHEV del S700 y S800 — y (ii) expansión comercial (85 concesionarios para finales de 2025e). Las proyecciones contemplan una CAGR del +c.70% en ingresos consolidados 2025e–2027e.

- **Servicios de ingeniería y otros:** en línea con los ejercicios previos y con el enfoque estratégico centrado en escalar el negocio de venta de vehículos, estimamos que los ingresos del área de ingeniería se mantendrán estables. Actividad basada en relaciones de largo plazo con OEMs (los clientes requieren continuidad para planificar su producción), con bajo grado de diferenciación, donde la calidad del servicio y la competitividad en precios son claves para la fidelización. Proyectamos un crecimiento moderado del +2,0% en 2025e, hasta alcanzar los EUR 22,8 Mn, con una evolución similar para 2026 y 2027.
- **Venta de vehículos:** según datos de Ideauto, hasta agosto de 2025 se han matriculado en España aproximadamente 6.000 unidades de modelos EBRO, de las cuales el c. 66% corresponden al modelo S700, 26% al S800 y 8% al S400.

**Gráfico 37. Venta de vehículos EBROM**


- Para el conjunto de 2025e, estimamos unas ventas de c. 13.600 unidades, apalancadas en el despliegue comercial (85 concesionarios previstos a cierre del año) y el lanzamiento del modelo S400, que debería acelerar el ritmo de matriculaciones gracias a su posicionamiento accesible en el segmento B/C.
- En 2026e, preveemos que el modelo S400 alcance plena tracción comercial, apoyado por una mayor notoriedad de marca. La continuidad en la buena aceptación comercial del S700 y S800 será clave para sostener el volumen, junto con el inicio del ensamblaje local de modelos del Grupo Chery (Omoda 5 y Jaecoo 5), ya validados en mercado. Estimamos unas ventas totales de 25.000 vehículos
- En 2027e, preveemos que EBROM mantenga su crecimiento, alcanzando unas matriculaciones cercanas a las 40.000 unidades (c.4% del mercado de turismos en España en 2024, c.6,5% del mercado SUV en 2024 en España). Consideramos que el S700 seguirá siendo clave, dado su aporte combinado en volumen y margen. El S400, por su parte, también jugará un rol relevante en términos de volumen gracias a su relación calidad-precio y la tracción del segmento SUV urbano. En conjunto, ambos modelos sostendrán la tracción comercial, mientras comienza la expansión en mercados europeos.
- El precio medio por vehículo dependerá del mix de producto y canal de venta en cada ejercicio. Preveemos que el S700 concentre el mayor volumen de matriculaciones, al mismo tiempo que el S400 tendrá un peso significativo. Bajo este escenario, estimamos un precio medio por unidad entre EUR 23 – 24 mil durante el periodo 2025e – 2027e.
- El escenario base contempla una distribución de ventas 2025e – 2027e dominadas por el canal particular (60%), con el canal flotas B2B/rent-a-car representando el 40% restante. Esta exposición al canal flotas responde, en parte, a la necesidad de compensar la aún incipiente notoriedad y posicionamiento de la marca EBRO en el mercado. Si bien este canal opera con descuentos frente al PVP, lo que implica cierta dilución en ingresos y margen bruto, su menor peso acota el impacto. Adicionalmente, estas unidades aportan una segunda derivada: elevan la visibilidad de la marca en circulación y contribuyen a validar el producto ante el consumidor final, pudiendo considerarse una forma de inversión promocional dentro de la estrategia de go-to-market.

**Tabla 3. Detalle de los ingresos por división y principales magnitudes**

| EUR Mn                          | 2024        | 2025e        | 2026e        | 2027e        | TACC 24-27e   |
|---------------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Venta de vehículos              | 12,6        | 310,2        | 584,9        | 959,1        | 323,8%        |
| Servicios de ingeniería y otros | 22,4        | 22,8         | 23,3         | 23,8         | 2,0%          |
| Otros ingresos                  | 0,0         | 0,0          | 0,1          | 0,1          | 2,0%          |
| <b>Total ingresos</b>           | <b>35,0</b> | <b>333,1</b> | <b>608,3</b> | <b>982,9</b> | <b>203,8%</b> |
| <b>Variación</b>                |             |              |              |              |               |
| Venta de vehículos              |             | 2363%        | 89%          | 64%          |               |
| Servicios de ingeniería y otros |             | 2%           | 2%           | 2%           |               |
| Otros ingresos                  |             | 2%           | 2%           | 2%           |               |
| <b>Total ingresos</b>           |             | <b>851%</b>  | <b>83%</b>   | <b>62%</b>   |               |
| <b>KPIs</b>                     |             |              |              |              |               |
| Coches vendidos (miles)         | 0,6         | 13,6         | 25,0         | 40,0         | 309,7%        |

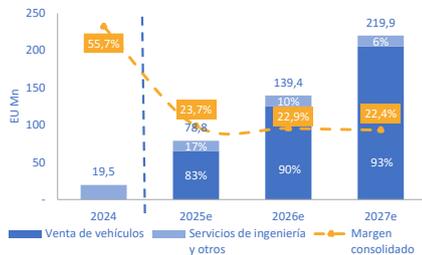
**Márgenes: transición a un modelo de menor margen debido al mayor peso de la venta de vehículos. El canal de venta será clave.**

El crecimiento acelerado del negocio de automoción provocará un cambio estructural en el mix de ingresos de EBROM, con un mayor peso de la venta de vehículos en detrimento de los servicios de ingeniería. Esta transformación tendrá un impacto directo sobre el margen bruto

consolidado, dado que la actividad de ingeniería ha presentado, históricamente, márgenes superiores (c. 60%-65%) frente al negocio de automoción.

Nuestras estimaciones contemplan que el margen bruto del área de ingeniería se mantenga estable en c. 60% a lo largo del trienio 2025e–2027e, mientras que el margen bruto del negocio de vehículos mejorará ligeramente en 2026e, impulsado por las siguientes palancas:

**Gráfico 38. Margen bruto de EBROM**



- entrada en operación de la línea de producción M1 (soldadura y pintura), que añade mayor valor industrial local;
- reducción de costes logísticos y arancelarios gracias a la mayor nacionalización de componentes y la sustitución progresiva de producto importado; y
- mejora operativa por escalado de volúmenes y dilución de costes.

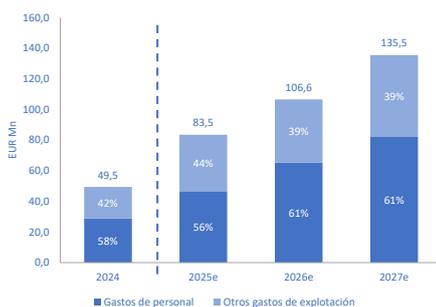
A este respecto, el canal particular concentra la mayor parte del volumen estimado. No obstante, si la demanda no evoluciona según lo previsto, EBROM podría verse obligada a recurrir de forma más intensiva al canal flotas B2B/rent-a-car, lo que afectaría al precio medio de venta y reduciría márgenes.

Como resultado, proyectamos una senda de incremento del margen bruto en línea con el crecimiento de ingresos (TACC 2024 – 2027e del c. 124%), aunque la ratio consolidada descendería a medida que el área de automoción gane peso relativo. En todo caso, la evolución del margen consolidado estará estrechamente ligada a la composición del mix de ingresos y, dentro del negocio de vehículos, al mix de modelos y canales de venta.

#### EBITDA recurrente: próximo a breakeven “ya” en 2025e y con mucho recorrido por apalancamiento operativo

En línea con la fase de expansión industrial y escalado comercial en la que se encuentra EBROM, nuestras estimaciones contemplan un incremento significativo tanto en gastos de personal como en otros gastos de explotación (OGE) durante el trienio 2025e–2027e, especialmente intensificado por el aumento de actividad productiva, comercial y publicitaria.

**Gráfico 39. Gastos operativos de EBROM**



- Gastos de personal.** En mayo de 2025, EBROM contaba con c. 1.250 empleados: 400 en ingeniería, 800 en operaciones industriales y 50 en áreas comerciales y de marca. Se espera el inicio de un tercer turno en la planta de Zona Franca durante 2025e (c. 120 personas, extrabajadores de Nissan), así como una ampliación de la fuerza comercial, en línea con la expansión de la red de concesionarios (objetivo: 85 concesionarios operativos a cierre de año vs 75 en septiembre de 2025). Como resultado, estimamos que los gastos de personal alcancen EUR 46,6 Mn en 2025e, con un crecimiento en 2026e (EUR 65,2 Mn) asociado al funcionamiento a plena capacidad de la línea M1 y un salto relevante en 2027e (EUR 82,4 Mn), debido al incremento de la producción proyectado.
- Otros gastos de explotación.** En 2024, ascendieron a EUR 20,6 Mn, centrados en servicios de profesionales independientes (consultoría estratégica, legal, reorganización societaria y procesos laborales vinculados al plan de reindustrialización). Aunque parte de estos costes no serán recurrentes, proyectamos un aumento relevante de los OGE en 2025e (EUR 36,9 Mn), debido al despliegue de campañas de marketing (publicidad en medios, patrocinio de la Selección Española de Fútbol, construcción de imagen de marca) y al aumento de los costes energéticos derivados del mayor ritmo de producción. Para 2026e, estimamos EUR 41,4 Mn, aún impulsados por inversión en notoriedad y por costes variables crecientes. En 2027e, proyectamos un aumento adicional hasta EUR 53 Mn, explicado principalmente por el fin del periodo de carencia del contrato de subarrendamiento del suelo de Zona Franca (EUR 6 Mn anuales). La carencia de la nave (EUR 2 Mn/año) se mantendrá aún vigente en 2027e.

El progresivo escalado operativo y el efecto de apalancamiento por volumen deberían permitir a EBROM registrar un EBITDA recurrente próximo a breakeven (EUR -4,7 Mn; margen del -1%) ya en 2025e. El punto de equilibrio operativo se alcanza prácticamente en 2025e, apoyado en

**Gráfico 40. EBITDA recurrente de EBROM**


la primera fase de maduración de la estructura industrial y comercial. A partir de ahí, el apalancamiento operativo generaría una expansión significativa del margen.

En 2026e, el aumento de la producción, la eficiencia derivada de la línea M1 y la dilución de costes fijos impulsarán el EBITDA hasta EUR 32,8 Mn, con un margen estimado del 5,4%. Para 2027e, proyectamos un EBITDA de EUR 84,3 Mn, con un margen del 8,6%, consolidando así el modelo operativo rentable a escala.

### Sensibilidad del EBITDA: ¿qué pasaría si se vendieran más/menos coches?

La evolución del EBITDA durante el periodo 2025e-2026e dependerá de dos variables clave: (i) el número de vehículos vendidos y (ii) el margen bruto del negocio de venta de coches. Ambos elementos, en combinación con el apalancamiento operativo, determinarán la capacidad del grupo para alcanzar una rentabilidad estructural.

A continuación, se presenta una matriz de sensibilidad del EBITDA rec. estimado para 2025e-2026e, partiendo del escenario base y simulando desviaciones en volúmenes y margen bruto.

**Tabla 4. Sensibilidad del EBITDA rec. 2025e-2026e**

|                         |  | EBITDA rec. 2025e (EUR Mn) |        |        |       | EBITDA rec. 2026e (EUR Mn) |       |      |      |
|-------------------------|--|----------------------------|--------|--------|-------|----------------------------|-------|------|------|
|                         |  | Margen bruto               |        |        |       | Margen bruto               |       |      |      |
|                         |  | 20,5%                      | 21,0%  | 21,5%  | 20,9% | 21,4%                      | 21,9% |      |      |
| Coches vendidos (miles) |  | 12,2                       | (12,1) | (10,7) | (9,4) | 22,5                       | 18,4  | 21,1 | 23,7 |
|                         |  | 12,9                       | (9,2)  | (7,7)  | (6,2) | 23,8                       | 24,1  | 26,9 | 29,7 |
|                         |  | 13,6                       | (6,2)  | (4,7)  | (3,1) | 25,0                       | 29,9  | 32,8 | 35,7 |
|                         |  | 14,3                       | (3,3)  | (1,7)  | (0,0) | 26,3                       | 35,6  | 38,6 | 41,7 |
|                         |  | 15,0                       | (0,4)  | 1,4    | 3,1   | 27,5                       | 41,3  | 44,5 | 47,7 |

|                 |  | Margen bruto |       |            |            | Margen bruto |            |      |      |
|-----------------|--|--------------|-------|------------|------------|--------------|------------|------|------|
|                 |  | -0,50 p.p.   | -     | +0,50 p.p. | -0,50 p.p. | -            | +0,50 p.p. |      |      |
| Coches vendidos |  | -10%         | -159% | -129%      | -99%       | -10%         | -44%       | -36% | -28% |
|                 |  | -5%          | -96%  | -64%       | -33%       | -5%          | -26%       | -18% | -9%  |
|                 |  | -            | -33%  | -          | 33%        | -            | -9%        | -    | 9%   |
|                 |  | 5%           | 30%   | 64%        | 99%        | 5%           | 8%         | 18%  | 27%  |
|                 |  | 10%          | 92%   | 129%       | 165%       | 10%          | 26%        | 36%  | 46%  |

Nota: en este ejercicio no se ha modificado el margen bruto del área de servicios ingeniería ni otros gastos operativos. El objetivo del análisis es reflejar exclusivamente la variación asociada al negocio de venta de vehículos. Adicionalmente, las variaciones de +/- 10% en coches vendidos y +/- 0,50 p.p. en margen bruto se calculan con respecto al escenario central de Lighthouse para 2025e y 2026e.

- Una variación del +10% en volúmenes vendidos en 2026e (es decir, alcanzar los 27.500 vehículos) puede incrementar el EBITDA rec. hasta los c. EUR 44,5 Mn (+36% vs escenario base). Esta variación es similar para el caso de vender un volumen de coches un -10% vs escenario base, dado el elevado peso de los costes fijos en la fase inicial.
- Una variación de 0,5 p.p. en el margen bruto puede impactar en un +/- 9% en el EBITDA rec. 2026e.

Este análisis pone de manifiesto la alta sensibilidad del modelo operativo al ramp up comercial e industrial. Para EBROM es crítico alcanzar volúmenes mínimos sostenidos y estabilizar la estructura de costes para garantizar rentabilidad operativa en el corto y medio plazo.

Adicionalmente, el mix de modelo y el mix de canales comerciales también representan una palanca crítica. Una mayor exposición al canal flotas (B2B, rent-a-car, etc.), con menores precios unitarios, reduciría el margen bruto, incluso si los volúmenes se mantienen. En un modelo con alta proporción de costes fijos, esta variable cobra especial relevancia en fases tempranas de escalado.

### Las amortizaciones crecientes no impiden el despegue del EBIT

La evolución prevista del EBITDA recurrente permitirá una mejora progresiva del EBIT a lo largo del trienio 2025e-2027e, pese al incremento sostenido de las amortizaciones derivadas del despliegue industrial de EBROM. Las principales fuentes de amortización previstas son:

- Desarrollos de I+D: activación de costes relativos a proyectos de descarbonización para la fábrica adaptativa modular y multirreferencia de VECs, así como del desarrollo del vehículo eléctrico (pick-up y VAN) y del proyecto EBRO. Con un valor neto contable de EUR 16,6 Mn 2024 y una vida útil estimada de 5 años.
- Maquinaria adquirida al Grupo Nissan: inmovilizado material por valor de EUR 70 Mn correspondiente, principalmente, a la maquinaria de la Zona Franca. El inicio de su amortización afectará de forma significativa al P&L a partir de 2025e, con vidas útiles de entre 10 y 12 años.
- CAPEX 2025e-2026e: inversiones asociadas al despliegue de la línea de producción M1, con una valoración estimada de c. EUR 90-100 Mn, comenzarán a amortizarse parcialmente desde su entrada en funcionamiento.

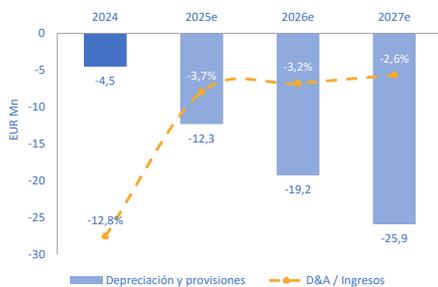
En este contexto, estimamos un EBIT negativo en 2025e (EUR -3,2 Mn), aún condicionado por el ramp up productivo y la carga de amortización inicial. Para 2026e, el incremento del volumen de producción y el apalancamiento operativo permitirán superar ese umbral, alcanzando un EBIT estimado de EUR 34,8 Mn. En 2027e, proyectamos un salto relevante hasta EUR 82,7 Mn, en línea con el fuerte crecimiento del EBITDA recurrente.

### Inversión: escalado industrial y consumo de circulante

Durante el trienio 2025e–2027e, el modelo de negocio de EBROM requerirá un esfuerzo inversor considerable para acompañar el crecimiento proyectado en producción y ventas. Que se concentrará en dos grandes bloques: capital circulante operativo y CAPEX industrial, ambos con impacto directo sobre el Free Cash Flow recurrente y la necesidad de financiación externa.

En cuanto al capital circulante, se espera que consuma capital durante el proceso de ramp up asociado al crecimiento del inventario, la expansión comercial y logística, la red de postventa, etc. Esperamos que la ratio de capital circulante operativo sobre ingresos se estabilice en el entorno del 12% a partir de 2027e, más alineada con referencias sectoriales.

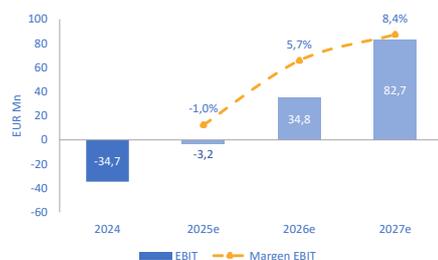
Gráfico 41. D&A de EBROM



EBROM ejecutará un plan de inversiones industriales de gran magnitud, centrado en el refuerzo de su capacidad productiva y en la nacionalización progresiva de procesos de mayor valor añadido. Las principales líneas de inversión son:

- línea de producción M1 (incluye soldadura y pintura), con entrada en funcionamiento prevista durante el primer trimestre de 2026e y una inversión asociada de EUR 90-100 Mn.
- Mantenimiento y adaptación de instalaciones en la Zona Franca, incluyendo actualizaciones tecnológicas, automatizaciones y adaptación de la planta a los requerimientos de ensamblaje y producción de los nuevos modelos.
- Desarrollos de producto y activaciones de I+D, esencialmente relacionados con el diseño industrial de las versiones eléctricas.

Gráfico 42. EBIT de EBROM



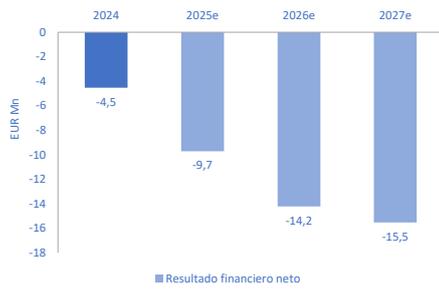
En total, estimamos una inversión acumulada de c. EUR c. 200 Mn entre 2025e y 2027e, incluyendo tanto inmovilizado material como activo intangible. Esta cifra se situaría por encima de la generación de caja operativa durante el periodo, implicando la necesidad de financiación adicional.

### Free Cash Flow: negativo durante la fase de arranque, pese a la mejora operativa

Nuestras proyecciones contemplan que el Free Cash Flow (FCF) recurrente se mantenga en terreno negativo durante todo 2025e–2027e, reflejando el elevado esfuerzo inversor requerido para escalar el modelo industrial y comercial, así como por la inversión en capital circulante (ratio de capital circulante/Ingresos del 16% en 2025e y 12% en 2027e).

En 2025e, anticipamos un Cash Flow operativo aún en terreno negativo, condicionado por dos factores clave: (i) el limitado efecto del apalancamiento operativo durante el primer ejercicio completo de producción, y (ii) una salida relevante por capital circulante, en línea con el aumento de la actividad. Este contexto, unido a un CAPEX estimado de EUR 90 Mn y a los gastos financieros, situaría el FCF recurrente en EUR -139,6 Mn en 2025e.

**Gráfico 43. Resultado financiero de EBROM**



A partir de 2026e, proyectamos que el Cash Flow operativo pase a ser positivo, apoyado en la mejora significativa del EBITDA. La moderación del CAPEX prevista para 2026e y 2027e permitirá una reducción progresiva del déficit de caja, con FCF recurrente estimado de EUR -73,4 Mn y EUR -30,8 Mn, respectivamente.

En conjunto, estimamos unas necesidades de financiación acumuladas de c. EUR 240 Mn durante el periodo 2025e–2027e, cifra que refuerza la importancia del acceso sostenido a financiación externa —tanto bancaria como vía equity o instrumentos híbridos— para ejecutar el plan de negocio. Lo que pone de manifiesto que la gran restricción del modelo de negocio de EBROM es comercial (“vender”) pero la segunda es financiera (“captar capital”).

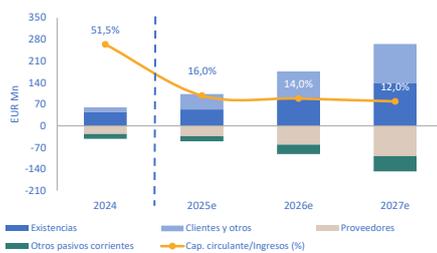
**Más endeudamiento y ampliaciones de capital: combinación inevitable en el futuro**

A cierre de 2024, EBROM presentaba una deuda financiera neta de EUR 36,6 Mn y una estructura de capital aún mayoritariamente sustentada por patrimonio neto. Esta situación refleja el carácter fundacional del proyecto y una primera fase de inversión intensiva, financiada mediante subvenciones y sucesivas ampliaciones de capital acometidas entre 2023 y 2024, que permitieron afrontar el arranque industrial sin incurrir en niveles significativos de apalancamiento.

De cara al periodo 2025e–2027e, el mantenimiento previsto de un FCF recurrentemente negativo, consecuencia de las necesidades de inversión (CAPEX, capital circulante, marketing y expansión comercial), anticipan unas necesidades acumuladas de financiación de c. EUR 240 Mn. Este esfuerzo deberá cubrirse mediante una combinación de nueva deuda financiera y ampliaciones de capital, lo que introduce un riesgo de dilución para los accionistas actuales.

Como resultado, se espera una presión creciente del gasto financiero sobre la cuenta de resultados durante el próximo trienio. En ausencia de generación de FCF positivo hasta, al menos, 2028e, no se contempla un desapalancamiento estructural por medios propios, por lo que la solvencia de EBROM seguirá estrechamente ligada al acceso fluido y continuado a financiación externa, tanto bancaria como en mercados de capitales.

**Gráfico 44. Capital circulante de EBROM**

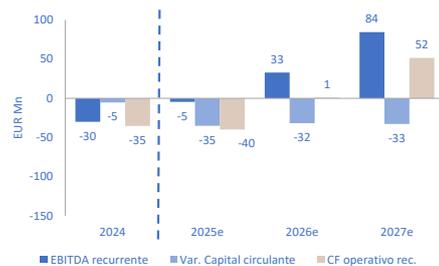


**Conclusión: proyecto diferencial con alto potencial teórico. Con tres frentes clave en 2025-2027 para llevar ese potencial a la práctica: ventas, ejecución y financiación.**

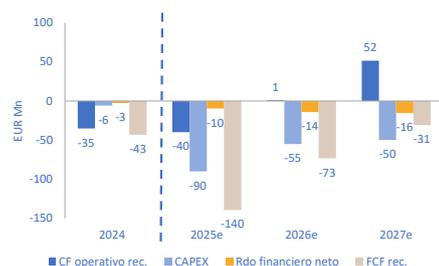
EBROM ha completado en 2024 la fase fundacional de su proyecto industrial, consolidando las bases operativas y organizativas sobre las que se construye su plan de negocio. La entrada en producción, la reincorporación de parte de la plantilla procedente de Nissan y los primeros ingresos por venta de vehículos marcan el inicio de una nueva etapa centrada en el escalado productivo y comercial.

A lo largo del trienio 2025e–2027e, se prevé una mejora progresiva y significativa de los márgenes operativos, apoyada en el apalancamiento operativo, la eficiencia industrial y la ampliación del porfolio de modelos. No obstante, esta mejora no impedirá un FCF recurrentemente negativo hasta, al menos, 2027e, debido, principalmente, a (i) una inversión industrial elevada (CAPEX acumulado c. EUR 200 Mn) y (ii) una salida de caja por capital circulante. En este escenario, la ejecución del plan industrial requerirá necesariamente la captación de recursos financieros adicionales, tanto vía deuda como a través de ampliaciones de capital, lo que introduce un elevado riesgo de dilución para los accionistas actuales (estimación Lighthouse de necesidades acumuladas de financiación 2025e-2027e de EUR 240 Mn, c. 50% del Enterprise Value a fecha de este informe).

**Gráfico 45. Evolución CF Operativo de EBROM**



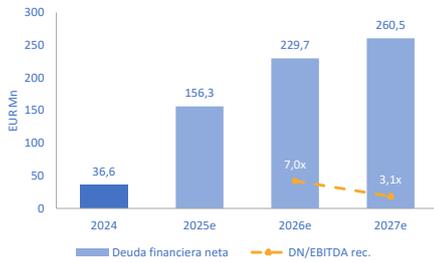
**Gráfico 46. Evolución FCF recurrente de EBROM**



Más allá del despliegue industrial, el reto fundamental en el corto y medio plazo será de naturaleza comercial: validar la aceptación sostenida del producto en el mercado, evitar una excesiva dependencia del canal flotas B2B/rent-a-car (menos rentable) y mantener márgenes. La capacidad de fabricación se podría decir acreditada; ahora es necesario demostrar tracción de ventas en el canal particular y escalabilidad con rentabilidad.

La viabilidad financiera del modelo dependerá de la articulación coordinada de cuatro palancas clave:

**Gráfico 47. Deuda financiera neta de EBROM**



- i. la ejecución efectiva del plan industrial y comercial, incluyendo el despliegue de la línea M1 durante el primer trimestre de 2026e y la tracción de los modelos S700 y S400;
- ii. la consolidación de una red comercial eficiente y escalable, capaz de sostener el crecimiento de ventas previsto y generar economías de escala.
- iii. el mantenimiento de una disciplina estricta en el control de costes operativos y estructura; y
- iv. la capacidad para acceder de forma sostenida a financiación externa en condiciones razonables.

Si estas condiciones se cumplen, EBROM representa una opción industrial diferencial dentro del sector europeo de automoción. La gestión del balance y la tracción comercial serán los factores más determinantes en esta fase inicial. En la que nuestro escenario central es un salto cuántico en ingresos y EBITDA. La senda de ambas métricas es autoexplicativa: ingresos 2027e de 982,9 Mn (vs 333,1 Mn 2025) y EBITDA 2027e de 84,3 Mn (vs -4,7 Mn en 2025e).

Por otro lado, y como es consustancial a una start-up industrial con una estructura de costes necesariamente pesada y alto apalancamiento operativo, la sensibilidad del resultado (EBITDA) y generación de caja (FCF) a pequeñas variaciones en los volúmenes vendidos es muy alta. Lo que implica una fuente adicional e inevitable de riesgo en la fase de “despegue” (2025e-2027e) por la volatilidad de los resultados.

## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

|                                    | 2025e        | 2026e  | 2027e  | Perpetuo <sup>(1)</sup> |                   |                      |  |
|------------------------------------|--------------|--|--------|-------------------------|-------------------|----------------------|--|
| Free Cash Flow "To the Firm"       | (128,7)      | (62,8)   | (19,2) | n.a.                    |                   |                      |  |
| <b>Market Cap</b>                  | <b>415,2</b> | A la fecha de este informe                             |        |                         |                   |                      |  |
| <b>Deuda financiera neta</b>       | <b>36,6</b>  | Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2024)           |        |                         |                   |                      |  |
|                                    |              |  |        |                         | Inputs favorables | Inputs desfavorables |  |
| Coste de la deuda                  | 5,5%         | Coste de la deuda neta                                 |        |                         | 5,3%              | 5,8%                 |  |
| Tasa fiscal (T)                    | 20,0%        | T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo) |        |                         | =                 | =                    |  |
| <b>Coste de la deuda neta</b>      | <b>4,4%</b>  | <b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>                |        |                         | <b>4,2%</b>       | <b>4,6%</b>          |  |
| Risk free rate (rf)                | 3,2%         | Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)   |        |                         | =                 | =                    |  |
| Equity risk premium                | 6,0%         | R (estimación propia)                                  |        |                         | 5,5%              | 6,5%                 |  |
| Beta (B)                           | 1,2          | B (estimación propia)                                  |        |                         | 1,1               | 1,3                  |  |
| <b>Coste del Equity</b>            | <b>10,7%</b> | <b>Ke = Rf + (R * B)</b>                               |        |                         | <b>9,5%</b>       | <b>11,9%</b>         |  |
| Equity / (Equity + Deuda Neta)     | 91,9%        | E (tomando como valor del equity su Market Cap)        |        |                         | =                 | =                    |  |
| Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta) | 8,1%         | D  |        |                         | =                 | =                    |  |
| <b>WACC</b>                        | <b>10,2%</b> | <b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>                          |        |                         | <b>9,1%</b>       | <b>11,3%</b>         |  |
| <b>G "Razonable"</b>               | <b>2,0%</b>  |  |        |                         | <b>2,0%</b>       | <b>1,5%</b>          |  |

(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<br>Factset | Mkt. Cap  | PER 25e     | BPA<br>25e-27e | EV/EBITDA<br>25e | EBITDA<br>25e-27e | EV/Vtas.<br>25e | Ingresos<br>25e-27e | EBITDA/Vtas.<br>25e | FCF Yield<br>25e | FCF<br>25e-27e |
|---|-------------------|-----------|-------------|----------------|------------------|-------------------|-----------------|---------------------|---------------------|------------------|----------------|
| Volkswagen                              | VOW-DE            | 49.118,9  | 5,6         | 24,5%          | 6,2              | 8,3%              | 0,8             | 2,6%                | 13,5%               | 9,5%             | 40,4%          |
| Stellantis                              | STLAM-IT          | 31.474,0  | 8,8         | 55,0%          | 3,4              | 31,5%             | 0,2             | 4,4%                | 6,3%                | n.a.             | 57,8%          |
| Renault                                 | RNO-FR            | 10.427,2  | 6,9         | 29,4%          | n.a.             | n.a.              | 1,1             | 2,3%                | n.a.                | 13,5%            | 19,6%          |
| BMW                                     | BMW-DE            | 51.355,6  | 7,6         | 11,5%          | 7,2              | 8,6%              | 1,0             | 2,9%                | 13,9%               | 10,1%            | 12,1%          |
| Mercedes-Benz                           | MBG-DE            | 49.647,3  | 8,8         | 20,1%          | 8,6              | 8,8%              | 1,0             | 2,3%                | 11,5%               | 9,8%             | 9,3%           |
| <b>Comparables europeos</b>             |                   |           | <b>7,5</b>  | <b>28,1%</b>   | <b>6,4</b>       | <b>14,3%</b>      | <b>0,8</b>      | <b>2,9%</b>         | <b>11,3%</b>        | <b>10,7%</b>     | <b>27,8%</b>   |
| Toyota                                  | 7203-JP           | 266.445,0 | 11,6        | 13,9%          | 12,0             | 8,5%              | 1,4             | 3,2%                | 11,7%               | 4,0%             | -11,4%         |
| Honda                                   | 7267-JP           | 49.675,8  | 11,2        | 20,3%          | 10,7             | 12,3%             | 0,7             | 2,4%                | 6,3%                | 1,7%             | 3,7%           |
| Hyundai                                 | 005380-KR         | 33.610,4  | 4,8         | 4,4%           | 11,0             | 5,3%              | 1,1             | 3,6%                | 9,7%                | 0,2%             | n.a.           |
| <b>Comparables japoneses y coreanos</b> |                   |           | <b>9,2</b>  | <b>12,9%</b>   | <b>11,3</b>      | <b>8,7%</b>       | <b>1,1</b>      | <b>3,1%</b>         | <b>9,3%</b>         | <b>2,0%</b>      | <b>-3,9%</b>   |
| BYD                                     | 002594-CN         | 115.057,9 | 22,6        | 23,9%          | 4,4              | 18,4%             | 0,5             | 15,1%               | 12,5%               | 3,3%             | 53,6%          |
| SAIC                                    | 600104-CN         | 25.833,6  | 17,7        | 18,8%          | 6,8              | 14,1%             | 0,3             | 6,4%                | 4,9%                | 8,8%             | -39,0%         |
| Geely                                   | 175-HK            | 20.783,5  | 11,0        | 20,8%          | 5,6              | 19,7%             | 0,4             | 16,6%               | 7,5%                | 11,9%            | 26,2%          |
| <b>Comparables chinos</b>               |                   |           | <b>17,1</b> | <b>21,2%</b>   | <b>5,6</b>       | <b>17,4%</b>      | <b>0,4</b>      | <b>12,7%</b>        | <b>8,3%</b>         | <b>8,0%</b>      | <b>13,6%</b>   |
| EBROM                                   | EBROM-ES          | 415,2     | n.a.        | n.a.           | n.a.             | n.a.              | 1,4             | 71,8%               | n.a.                | n.a.             | 52,8%          |

### 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       | 5,9%                | 35,8       | 13,4x         |
| Central   | 5,4%                | 32,8       | 14,7x         |
| Min       | 4,9%                | 29,7       | 16,2x         |

#### 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      | 8,1%             | 9,0%   | 9,9%   |
| 35,8            | (64,9)           | (70,4) | (75,9) |
| 32,8            | (68,0)           | (73,4) | (78,9) |
| 29,7            | (71,0)           | (76,5) | (82,0) |

## ¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el EBITDA, el cash flow operativo y la ejecución del plan industrial. La materialización simultánea de varios de estos factores podría comprometer la ejecución del plan de negocio, así como retrasar la generación de caja prevista.

- 1. Riesgos de ejecución industrial, escalabilidad y recursos humanos.** EBROM está en fase de ramp up productivo, con el objetivo de escalar rápidamente su capacidad industrial. Retrasos en la puesta en marcha de las líneas de ensamblaje, problemas logísticos, tensiones en la cadena de suministro o limitaciones en la incorporación y adecuación de la plantilla podrían afectar al ritmo de producción y entrega. Cabe destacar que EBROM opera infraestructuras industriales previamente validadas (antigua planta de Nissan en la Zona Franca) y cuenta con una plantilla experimentada —en su mayoría, antiguos empleados de Nissan— con conocimiento directo de los procesos productivos. Lo que mitiga parcialmente el riesgo de ejecución.

Adicionalmente, el proceso de negociación colectiva para adaptar la estructura laboral a la producción prevista podría generar riesgos de huelgas o interrupciones operativas en líneas críticas, comprometiendo la capacidad de producción y ensamblaje en momentos clave. No obstante, los acuerdos alcanzados recientemente con los sindicatos reducen la probabilidad de materialización de este riesgo.

- 2. Riesgos derivados del régimen de subarrendamiento de la fábrica de la Zona Franca.** Las instalaciones industriales de Barcelona y Montcada, operadas por EBRO Factory, están sujetas a un contrato de subarrendamiento con Goodman Duero Logistics, con una duración máxima de 50 años (vencimiento 2073). Este régimen podría limitar la capacidad de EBROM para modificar, redistribuir o ampliar el uso de los espacios industriales en función de sus necesidades futuras. Además, el contrato contempla obligaciones de inversión y restricciones estructurales, lo que podría reducir la flexibilidad operativa. Recientemente se ha alcanzado nuevo acuerdo con Goodman para ampliar la superficie de las instalaciones, con condiciones más favorables.
- 3. Riesgos comerciales: captación de demanda y penetración del vehículo electrificado.** El principal riesgo estratégico de EBROM reside en su capacidad para generar demanda sostenida a gran escala. El plan de negocio se apoya en un crecimiento acelerado de las ventas, especialmente en el mercado nacional, donde EBROM concentra inicialmente sus esfuerzos y donde la penetración del vehículo electrificado sigue por debajo de la media europea.

La aceptación comercial de los modelos SUV —especialmente en el canal particular— es crítica. El escenario base contempla que este canal represente el 60% de las unidades vendidas. Sin embargo, en un contexto de demanda inferior a lo previsto, EBROM podría verse obligada a intensificar su política comercial mediante (i) descuentos más agresivos, (ii) campañas promocionales, o (iii) una mayor exposición al canal de flotas (B2B, rent-a-car), que suele implicar descuentos frente al precio de venta al público. Este ajuste comercial, si bien permitiría sostener volúmenes de ventas, tendría un impacto directo en el precio medio de venta y en los márgenes brutos, afectando la rentabilidad del modelo operativo en sus fases iniciales. El escenario base contempla un 40% de las ventas en el periodo 2025e – 2027e a través del canal flotas (B2B, rent-a-car...).

Adicionalmente, una evolución más lenta de la infraestructura de recarga, una reducción de los incentivos fiscales o un deterioro en la percepción del vehículo eléctrico por parte de los consumidores podrían limitar la velocidad de penetración comercial de los modelos electrificados, amplificando el riesgo comercial.

A esto se suma el elevado apalancamiento operativo del modelo. Al igual que ocurre en otros fabricantes de automóviles, la estructura de costes presenta un alto componente fijo, lo que genera una elevada sensibilidad del EBITDA a variaciones en los volúmenes de producción y ventas. Según nuestras estimaciones, en 2026e, una desviación del -10% en el volumen de vehículos vendidos

(~2.500 unidades menos frente al escenario base) podría traducirse en una reducción de aproximadamente el 40% en el EBITDA proyectado.

4. **Riesgo de inflación de costes (materias primas y logística).** La producción de vehículos es sensible a fluctuaciones en costes clave: acero y fundiciones de hierro (60% de los materiales de un vehículo), componentes electrónicos, baterías o costes logísticos. Un aumento sostenido del coste medio de materiales o transporte erosionaría el margen bruto. Un descenso del margen bruto de 0,50 p.p. se traduciría en una reducción del EBITDA recurrente de c. EUR 3 Mn en 2026e (-9%).
5. **Dependencia estratégica, tecnológica y operativa de Grupo Chery.** El modelo de negocio de EBROM se apoya en su alianza industrial y comercial con el Grupo Chery, que participa en las sociedades clave: EBRO Factory (producción de vehículos) y EBRO SUV (comercialización de vehículos). Este acuerdo constituye un activo estratégico crítico para el grupo, tanto por el acceso a plataformas de producto (plataforma Chery Tiggo) como por la transferencia de know-how industrial y la provisión de componentes esenciales.

No obstante, existe un riesgo de dependencia estructural respecto a Chery, tanto en términos operativos como societarios. La ruptura, debilitamiento o pérdida de alineamiento estratégico con Chery podría afectar de forma directa a la ejecución del plan industrial, comprometiendo el suministro de tecnología, piezas clave y capital. Adicionalmente, tensiones geopolíticas, restricciones comerciales o disrupciones logísticas en Asia podrían impactar negativamente en los plazos de entrega y la continuidad productiva.

6. **Riesgo regulatorio: ayudas públicas y normativa europea.** EBROM ha obtenido la adjudicación de programas de ayudas públicas (PERTE VEC) para ejecutar su plan de inversión. Una reducción, retraso o cancelación de estas ayudas podría impactar la financiación del CAPEX previsto.

Asimismo, el plan de negocio de EBROM está alineado con el marco regulatorio europeo actual, que impulsa la electrificación mediante medidas como la prohibición de ventas de vehículos de combustión interna a partir de 2035, el nuevo régimen de comercio de derechos de emisión (ETS2), y la normativa AFIR sobre infraestructuras de recarga.

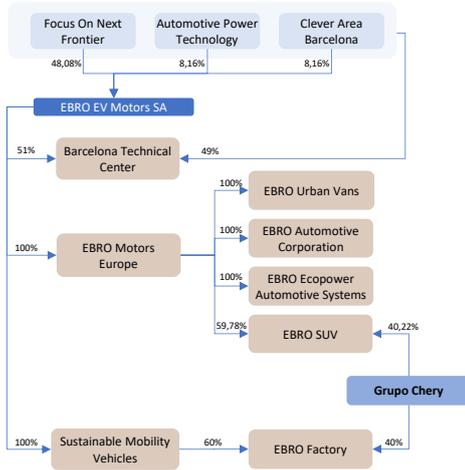
No obstante, posibles cambios en este entorno normativo —como retrasos en la aplicación de las regulaciones, relajación de los objetivos de emisiones o modificaciones en el programa Fit for 55— podrían ralentizar la transición hacia el vehículo electrificado en Europa. Este riesgo se ve parcialmente mitigado por la estrategia multitecnológica de EBROM (PHEV, HEV e ICE), centrada actualmente en los PHEV como solución de transición, lo que permite adaptar su oferta a distintos escenarios regulatorios y niveles de penetración del BEV.

Del mismo modo, una mayor exigencia técnica en futuras normativas (como Euro 7 o nuevas condiciones de homologación para vehículos eléctricos) podría traducirse en mayores costes de desarrollo o requerir adaptaciones en la gama de productos de la compañía.

7. **Riesgo de liquidez y dependencia de financiación externa.** El modelo actual de EBROM requiere inversiones significativas en capital circulante y CAPEX durante el periodo 2025e-2027e. Según nuestras proyecciones, la compañía no generará FCF positivo hasta después de 2027e. La no materialización de nuevas fuentes de financiación (capital o deuda) podría generar tensiones de liquidez y comprometer la ejecución del plan industrial. Esta dependencia de financiación externa introduce un riesgo de dilución para el accionista actual.
8. **Riesgo de conflicto de interés y pérdida de clientes en BTECH.** La filial de ingeniería de EBROM, presta servicios a fabricantes de automóviles que podrían percibir un conflicto de intereses tras la entrada de EBROM en la fabricación y venta de vehículos. Esta percepción podría derivar en cancelaciones o reducción de pedidos. Adicionalmente, BTECH se enfrenta a una presión creciente por parte de competidores de menor coste en mercados emergentes (India, Pakistán, etc.), presionando márgenes y dificultando su competitividad a medio plazo. No obstante, nuestras estimaciones consideran que el peso de esta línea de negocio sobre el conjunto irá disminuyendo progresivamente: 7% / ingresos en 2025e vs 2% en 2027e (17% /margen bruto en 2025e vs 6% en 2027e).

## Consejo liderado por el equipo fundador. Y acuerdos clave con socios industriales (Grupo Chery)

**Gráfico 48. Estructura societaria (junio 2025)**



A fecha de este informe, el Consejo de Administración de EBROM está compuesto formalmente por 8 miembros, si bien uno de ellos (el presidente de EBROM, Rafael Ruiz) actúa simultáneamente en representación de sí mismo y como persona física representante de una sociedad consejera, por lo que el número efectivo de personas físicas sentadas en el Consejo se reduce a siete. De los 7 consejeros, 4 están vinculados a los socios fundadores (dominicales; 62,5% del total), que controlan conjuntamente el 72% del capital social, y 3 son consejeros independientes (37,5%).

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

- Consejo de Administración formado por los socios fundadores e independientes con perfil profesional.** El modelo de gobierno está fuertemente influenciado por el equipo promotor, que mantiene el control tanto accionarial como ejecutivo. Los tres fundadores (Rafael Ruiz, Pedro Calef y Daniel Asensio) están presentes en el Consejo a través de sus sociedades instrumentales: Focus On Next Frontier, Automotive Power Technology y Clever Area Barcelona. Adicionalmente, figura como consejera dominical Impulsa Tecnologías e Inversiones, también vinculada al núcleo promotor a través de Rafael Ruiz.

Los tres consejeros independientes cuentan con perfiles técnicos o empresariales. Vicent Aguilera posee una participación no significativa en el capital de la sociedad, mientras que el resto de los consejeros independientes no mantiene vinculación accionarial directa.

Asimismo, cabe destacar que, de acuerdo con lo establecido en el Acuerdo de Inversión y Pacto de Socios entre las filiales de EBROM y Grupo Chery, se ha establecido que el órgano de administración de EBRO Factory será un Consejo de Administración de 5 miembros, compuesto por 3 consejeros designados por EBROM y 2 por el Grupo Chery.

Por otra parte, el Consejo de Administración de BTECH está formado por 4 consejeros: (i) Focus On Next Frontier, (ii) Automotive Power Technology, (iii) Clever Area Barcelona y (iv) EBRO EV Motors.

- Los socios fundadores están plenamente involucrados en la gestión.** Los fundadores de la compañía cuentan con el 64,4% del capital a fecha de este informe. Rafael Ruiz (presidente de EBROM), Pedro Calef (CEO de EBROM) y Daniel Asensio (CEO de BTECH) se encuentran plenamente involucrados en la gestión de la compañía (Tablas 6 y 8), alineando los intereses del Consejo de Administración y Equipo Directivo con los minoritarios.

**Tabla 5. Estructura accionarial a fecha de este informe**

| Nombre                           | Directa       | Indirecta | Total |
|----------------------------------|---------------|-----------|-------|
| Focus on Next Frontier           | 48,1%         |           | 48,1% |
| Clever Area Barcelona            | 8,2%          |           | 8,2%  |
| Automotive Power Technology      | 8,2%          |           | 8,2%  |
| Impulsa Tecnología e Inversiones | 7,6%          |           | 7,6%  |
| EV EBRO Capital Partners FCRE    | 5,0%          |           | 5,0%  |
| Beta Equity SCR                  | 5,0%          |           | 5,0%  |
| Rafael Ruiz                      |               | 48,1%     | 48,1% |
| Daniel Asensio                   |               | 8,2%      | 8,2%  |
| Pedro Calef                      |               | 8,2%      | 8,2%  |
| Mª Antonia Raventós              |               | 7,6%      | 7,6%  |
| Free float                       | 18,0%         |           |       |
| <b>Total</b>                     | <b>100,0%</b> |           |       |

**Tabla 6. Consejo de Administración**

| Nombre                            | Categoría     | Cargo      | Fecha        | % Capital    |
|-----------------------------------|---------------|------------|--------------|--------------|
| Rafael Ruiz                       | Dominical     | Presidente | 2023         | 48,1%        |
| Focus on Next Frontier            | Dominical     |            | 2023         | 8,2%         |
| Clever Area Barcelona             | Dominical     | CEO        | 2023         | 8,2%         |
| Automotive Power Technology       | Dominical     | Consejero  | 2023         | 7,6%         |
| Impulsa Tecnologías e Inversiones | Dominical     | Consejero  | 2023         | n.d.         |
| Joan Miquel Malagelada            | Independiente | Consejero  | 2023         | n.d.         |
| Vicente Aguilera                  | Independiente | Consejero  | 2023         | n.d.         |
| Federico Blanco                   | Independiente | Consejero  | 2024         | n.d.         |
| <b>Total</b>                      |               |            | <b>Total</b> | <b>72,0%</b> |

**Tabla 8. Alta dirección**

| Alta Dirección | Cargo            |
|----------------|------------------|
| Rafael Ruiz    | Presidente EBROM |
| Pedro Calef    | CEO EBROM        |
| Daniel Asensio | CEO BTECH        |

**Tabla 7. Principales indicadores de gobierno corporativo**

| KPI  | 2023  | 2024  |
|--|-------|-------|
| % de consejeros independientes                     | 33,3% | 37,5% |
| % de consejeros dominicales                        | 66,7% | 62,5% |
| % de consejeros ejecutivos                         | 0,0%  | 0,0%  |
| % de mujeres en el Consejo de Administración       | 0,0%  | 0,0%  |
| % de mujeres en la plantilla                       | 13,7% | 15,9% |
| % Remuneración del Consejo /Gastos de personal (%) | 0,3%  | 0,2%  |
| Nº casos de corrupción confirmados                 | 0     | 0     |

- Comisiones del Consejo de Administración compuestas por mayoría de independientes.** EBROM dispone de una Comisión de Nombramientos y Retribuciones y una Comisión de Auditoría. La Comisión de Nombramientos y Retribuciones está compuesta por tres miembros, de los cuales dos son

independientes. La Comisión de Auditoría está formada íntegramente por consejeros independientes (Tablas 9 y 10). La presencia mayoritaria de independientes en ambas comisiones refuerza la credibilidad del modelo de gobierno.

**Tabla 9. Comisión de Auditoría**

| Miembro de la Comisión | Categoría     | Cargo      |
|------------------------|---------------|------------|
| Federico Blanco        | Independiente | Presidente |
| Joan Miquel Malagelada | Independiente | Miembro    |
| Vicente Aguilera       | Independiente | Miembro    |

**Tabla 10. Comisión de Nombramientos y Retribuciones**

| Miembro de la Comisión | Categoría     | Cargo      |
|------------------------|---------------|------------|
| Vicente Aguilera       | Independiente | Presidente |
| Federico Blanco        | Independiente | Miembro    |
| Focus on Next Frontier | Dominical     | Miembro    |

- 4. Retribución al Consejo de Administración y Equipo Directivo.** En 2024, las remuneraciones devengadas por los miembros del Consejo de Administración de EBROM, en calidad de consejeros, ascendieron a EUR 76,4 Miles (EUR 54,1 Miles en 2023). Las remuneraciones devengadas por los miembros del Consejo de Administración supusieron un 0,3% de los gastos de personal en 2024 (0,3% en 2023). De mantenerse el importe de 2024 este representaría un c.0,2% del gasto de personal 2025e.

La Junta General de Accionistas (JGA) del 29 de julio de 2024 aprobó fijar la retribución máxima bruta anual a percibir por el conjunto de los consejeros, en el ejercicio de su condición de tales, en EUR 297 miles.

El personal de alta dirección y los miembros del Consejo de Administración de la sociedad dominante del grupo, EBROM, percibieron por el desempeño de sus funciones en 2023 un total de EUR 421,8 miles, un 2,5% de los gastos de personal, conjuntamente. En 2024 no se detalla la retribución correspondiente al resto de la alta dirección.

No existen compromisos por complementos en materia de pensiones, seguros de vida, avales o garantías respecto a los miembros del Consejo de Administración.

- 5. Plan de incentivos a largo plazo 2025–2027.** El Consejo de Administración aprobó el 31 de julio de 2025 un plan de incentivos basado en opciones sobre acciones (stock options) para el periodo 2025–2027, vinculado al cumplimiento de objetivos estratégicos. El plan contempla un máximo de 215.407 acciones, equivalentes al 0,44% del capital social, de las cuales 136.667 opciones se asignaron en el momento de la aprobación y 75.221 se reservaron para futuras incorporaciones. El número final de acciones a ejercer por los beneficiarios dependerá del cumplimiento de tres métricas: ingresos consolidados, ratio EBIT/ventas y evolución del precio de la acción, cada una ponderando un tercio. Las acciones estarán sujetas a un periodo de lock-up de un año tras su entrega, con restricciones adicionales durante los 18 meses posteriores. Asimismo, se aprobó una retribución en especie (consistente en la entrega de acciones de EBROM) para cinco empleados clave por un importe conjunto de EUR 410 mil, adicional a los tres compromisos ya existentes por valor de EUR 160 mil.
- 6. Contratos y cláusulas aplicables a los fundadores.** No existen cláusulas de blindaje o garantía específicas para miembros del Consejo o altos directivos para casos de extinción de sus contratos, despido o cambio de control.
- 7. Política de diversidad.** La plantilla de EBROM estaba compuesta en 2024 por un 16% de mujeres y un 84% de hombres, distribución condicionada por la naturaleza industrial de su actividad. A este respecto, BTECH ha elaborado ya un plan de igualdad, mientras que en EBRO Factory se prevé su desarrollo e implementación a lo largo de 2025.

En cuanto al Equipo Directivo (compuesto por siete personas en 2024: dos consejeros y cinco directivos), estuvo integrado exclusivamente por hombres, al igual que en 2023, cuando estaba formado por seis miembros (dos consejeros y cuatro directivos).

Igualmente, el Consejo de Administración no contó con presencia femenina en 2024. En este sentido, el Código de Buen Gobierno de la CNMV recomienda una representación de, al menos, un 40% en las sociedades cotizadas.

- 8. Sostenibilidad y política ESG.** En 2024 EBRO publicó, por segundo año consecutivo, un Informe de Sostenibilidad que constituye el Estado de Información No Financiera (EINF) de acuerdo con el marco de las Normas Europeas de Información en Sostenibilidad (ESRS, por sus siglas en inglés).

En línea con los compromisos europeos en materia de sostenibilidad, EBROM sitúa su actividad en el marco del Pacto Verde Europeo y del objetivo comunitario de neutralidad climática para 2050 (NetZero). Este contexto regulatorio ofrece una ventana de oportunidad para la compañía, en especial por la entrada en vigor, a partir de 2035, de normativas que limitan la venta de vehículos con motor de combustión en la Unión Europea.

9. **Políticas internas de cumplimiento y control.** El Consejo aprobó en julio de 2025 el Reglamento Interno de Conducta, alineado con las prácticas de gobierno corporativo de sociedades cotizadas, designando un responsable de su cumplimiento.

Adicionalmente, si bien EBRO Factory y EBROM cumplen con la normativa nacional aplicable en material laboral, de seguridad y salud, fiscal y de gobernanza, aún no disponen de sistemas o procedimientos específicos en materia de ética. Actualmente, se dispone de un Código de Conducta a nivel de BTECH, pero no a nivel de grupo. Sin embargo, se ha formado un grupo de trabajo con representantes de EBRO SUV y EBRO Factory para desarrollar un Código Ético a nivel de grupo e implementar un sistema de compliance durante 2025.

10. **Retribución al accionista.** En el corto plazo, EBRO está focalizada en una intensiva fase de inversión, centrada en el acondicionamiento de la planta de Zona Franca, el avance en la producción de vehículos electrificados y el desarrollo de su red comercial. La atención estará puesta en avanzar en la estrategia de crecimiento y alcanzar una escala de producción eficiente que permita generar resultados y FCF positivos recurrentes a medio y largo plazo. En este contexto esperamos un pay-out del 0% durante los próximos 3 ejercicios.

**Tabla 11. Saldos con partes vinculadas 2024**

| Saldos con partes vinculadas  | Tipo de vinculación | Importe, EUR Mn |
|-------------------------------|---------------------|-----------------|
| Business Technological Center | Sociedad vinculada  | 2,0             |
| <b>Activo</b>                 |                     | <b>2,0</b>      |
| Business Technological Center | Sociedad vinculada  | 0,1             |
| <b>Pasivos</b>                |                     | <b>0,1</b>      |

**Tabla 12. Transacciones con partes vinculadas 2024**

| Transacciones con partes vinculadas | Tipo de vinculación    | Importe, EUR Mn |
|-------------------------------------|------------------------|-----------------|
| Automotive Power Technology         | Accionista y consejero | 0,1             |
| Clever Area Barcelona               | Accionista y consejero | 0,0             |
| Focus On Next Frontier              | Accionista y consejero | 0,1             |
| Impulsa Tecnologías e Inversiones   | Accionista y consejero | 0,0             |
| Barcelona Technical Center          | Sociedad participada   | 0,0             |
| O&J Automotive Netherlands          | Acc. de HTF y EBRO SUV | 8,6             |
| <b>Gastos</b>                       |                        | <b>8,8</b>      |
| Barcelona Technical Center          | Sociedad participada   | 0,0             |
| Hub Tech Factory                    | Sociedad participada   | 0,0             |
| EBRO Motors Europe                  | Sociedad participada   | 0,1             |
| Sustainable Mobility Vehicles       | Sociedad participada   | 0,0             |
| <b>Ingresos</b>                     |                        | <b>0,1</b>      |

Durante el ejercicio 2024 no se han efectuado transacciones con entidades vinculadas cuyo efecto no haya sido eliminado de la cuenta consolidada.

11. **Saldos y transacciones con partes vinculadas.** A cierre de 2024, el importe de los saldos con partes vinculadas recogidos en el activo ascendía a EUR 2,0 Mn (Business Technological Center), y el pasivo ascendía a 0,14 Mn (Business Technological Center). Durante 2024 no se efectuaron transacciones con entidades vinculadas cuyo efecto no haya sido eliminado de la cuenta consolidada.

12. **Conflicto de interés.** A la fecha de este informe, ninguno de los miembros del Consejo de Administración ni del equipo directivo ha declarado situaciones activas de conflicto de interés con la sociedad. No obstante, determinados consejeros están vinculados a sociedades que, además de ser accionistas relevantes de EBRO EV Motors, participan de forma significativa en otras empresas del grupo. En particular, Clever Area Barcelona, S.L.U., Focus on Next Frontier, S.L.U. y Automotive Power Technology, S.L., además de formar parte del accionariado de EBROM, ostentan conjuntamente el 49% del capital de BTECH, sociedad participada del grupo dedicada a los servicios de ingeniería. Esta situación podría derivar en conflictos, que se gestionarán conforme a la Ley de Sociedades de Capital.

13. **Aprobación de las CCAA consolidadas sin salvedades.** Las CCAA Consolidadas de EBROM correspondientes a los ejercicios 2023 y 2024 han sido formuladas, auditadas y aprobadas sin salvedades. Según el informe emitido por el auditor independiente (BDO), las cuentas expresan, en todos los aspectos significativos, la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados consolidados del grupo.

14. **Relación societaria con Chery: Acuerdo de Inversión y documentación complementaria.** El 19 de abril de 2024, EBROM suscribió, a través de sus dos filiales (EBRO Motors Europe y Sustainable Mobility Vehicles) con O&J Automotive Netherlands, B.V., filial del grupo chino Chery (en adelante, Grupo Chery), sendos Acuerdos de Inversión en EBRO SUV, S.L. y EBRO Factory, S.L. (anteriormente denominada Hub Tech Factory, S.L.), así como los correspondientes pactos de socios para regular su relación futura.

Tras la verificación y formalización, el 11 de octubre de 2024, del cumplimiento de las condiciones pactadas, se perfeccionaron ambos acuerdos, con una duración de 15 años, produciéndose la entrada efectiva del Grupo Chery en el capital de EBRO

SUV y EBRO Factory mediante ampliaciones de capital por un total de EUR 20,81 Mn (EUR 4,81 Mn en EBRO SUV y EUR 16 Mn en EBRO Factory).

Como resultado, el Grupo Chery ostenta el 40,22% del capital de EBRO SUV y el 40,0% del capital de EBRO Factory, mientras que EBROM retiene una participación del 59,78% y 60,0%, respectivamente.

Los Acuerdos de Inversión y su documentación complementaria (incluyendo pactos de socios, contratos de licencia, fabricación, distribución, entre otros) regulan, entre otros aspectos:

- i. Las relaciones entre las filiales de EBROM (EBRO SUV, a través de EBRO Motors Europe, y EBRO Factory, a través de Sustainable Mobility Vehicles) y el Grupo Chery.
- ii. El calendario de aportaciones comprometidas y futuras contribuciones a fondos propios en función del cumplimiento del plan de negocio.
- iii. Las normas de gobierno corporativo, incluyendo derechos de representación, mecanismos de cambio de control, cláusulas de indemnidad, confidencialidad y garantías habituales en este tipo de acuerdos.

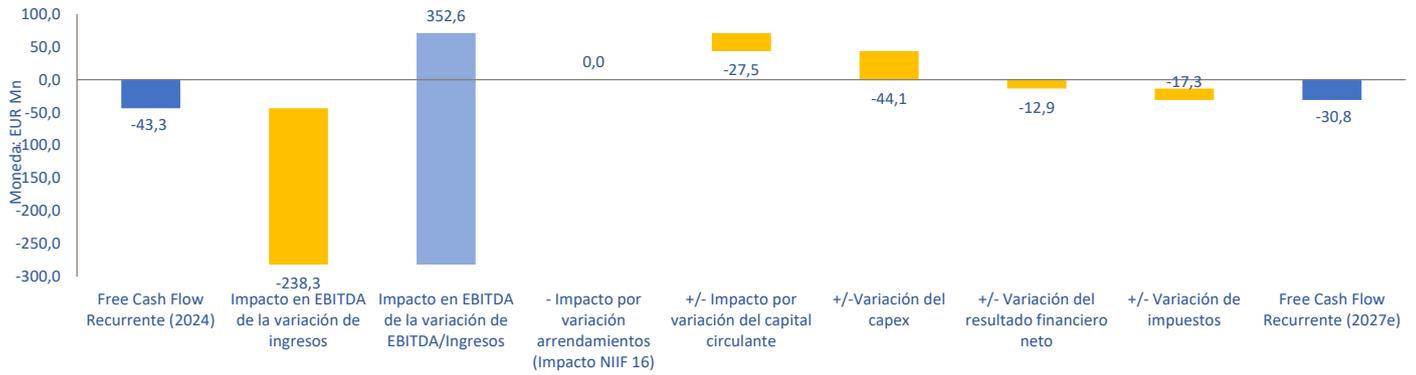
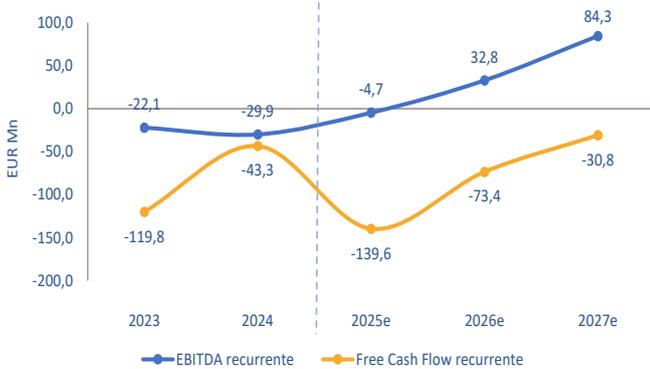
Asimismo, se ha establecido que el órgano de administración de EBRO Factory sea un Consejo de Administración de 5 miembros, compuesto por 3 consejeros designados por EBROM y 2 por el Grupo Chery.

## Anexo 1. Proyecciones financieras

| <b>Balance (EUR Mn)</b>                    | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b>   | <b>2024</b>    | <b>2025e</b>   | <b>2026e</b>  | <b>2027e</b>  |              |               |
|--|-------------|-------------|-------------|---------------|----------------|----------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
| Inmovilizado inmaterial                    |             |             |             | 11,8          | 17,1           | 28,1           | 41,6          | 58,1          |              |               |
| Inmovilizado material                      |             |             |             | 78,1          | 83,3           | 161,0          | 196,8         | 220,9         |              |               |
| Otros activos no corrientes                |             |             |             | 6,3           | 12,7           | 14,7           | 14,7          | 14,7          |              |               |
| Inmovilizado financiero                    |             |             |             | 2,0           | 2,4            | 2,4            | 2,4           | 2,4           |              |               |
| Fondo de comercio y otros intangibles      |             |             |             | -             | -              | -              | -             | -             |              |               |
| Activo circulante                          |             |             |             | 21,0          | 60,1           | 103,3          | 176,4         | 265,4         |              |               |
| <b>Total activo</b>                        |             |             |             | <b>119,2</b>  | <b>175,7</b>   | <b>309,5</b>   | <b>431,9</b>  | <b>561,5</b>  |              |               |
| Patrimonio neto                            |             |             |             | 6,6           | 52,3           | 53,5           | 59,3          | 86,0          |              |               |
| Minoritarios                               |             |             |             | 15,3          | 30,7           | 31,4           | 35,3          | 53,1          |              |               |
| Provisiones y otros pasivos a LP           |             |             |             | 30,4          | 14,0           | 18,3           | 16,4          | 14,4          |              |               |
| Otros pasivos no corrientes                |             |             |             | -             | -              | -              | -             | -             |              |               |
| Deuda financiera neta                      |             |             |             | 58,6          | 36,6           | 156,3          | 229,7         | 260,5         |              |               |
| Pasivo circulante                          |             |             |             | 8,2           | 42,0           | 50,0           | 91,2          | 147,4         |              |               |
| <b>Total pasivo</b>                        |             |             |             | <b>119,2</b>  | <b>175,7</b>   | <b>309,5</b>   | <b>431,9</b>  | <b>561,5</b>  |              |               |
|  |             |             |             |               |                |                |               |               | <b>TACC</b>  |               |
| <b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>       | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b>   | <b>2024</b>    | <b>2025e</b>   | <b>2026e</b>  | <b>2027e</b>  | <b>20-24</b> | <b>24-27e</b> |
| <b>Total Ingresos</b>                      |             |             |             | <b>19,1</b>   | <b>35,0</b>    | <b>333,1</b>   | <b>608,3</b>  | <b>982,9</b>  | <i>n.a.</i>  | <i>n.a.</i>   |
| <i>Cto.Total Ingresos</i>                  |             |             |             | <i>n.a.</i>   | <i>83,6%</i>   | <i>850,5%</i>  | <i>82,6%</i>  | <i>61,6%</i>  |              |               |
| Coste de ventas                            |             |             |             | (12,3)        | (15,5)         | (254,3)        | (468,9)       | (763,0)       |              |               |
| <b>Margen Bruto</b>                        |             |             |             | <b>6,8</b>    | <b>19,5</b>    | <b>78,8</b>    | <b>139,4</b>  | <b>219,9</b>  | <i>n.a.</i>  | <i>n.a.</i>   |
| <i>Margen Bruto / Ingresos</i>             |             |             |             | <i>35,4%</i>  | <i>55,7%</i>   | <i>23,7%</i>   | <i>22,9%</i>  | <i>22,4%</i>  |              |               |
| Gastos de personal                         |             |             |             | (16,8)        | (28,9)         | (46,6)         | (65,2)        | (82,4)        |              |               |
| Otros costes de explotación                |             |             |             | (12,0)        | (20,6)         | (36,9)         | (41,4)        | (53,1)        |              |               |
| <b>EBITDA recurrente</b>                   |             |             |             | <b>(22,1)</b> | <b>(29,9)</b>  | <b>(4,7)</b>   | <b>32,8</b>   | <b>84,3</b>   | <i>n.a.</i>  | <i>68,9%</i>  |
| <i>Cto.EBITDA recurrente</i>               |             |             |             | <i>n.a.</i>   | <i>-35,5%</i>  | <i>84,3%</i>   | <i>797,9%</i> | <i>157,2%</i> |              |               |
| <i>EBITDA rec. / Ingresos</i>              |             |             |             | <i>n.a.</i>   | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>5,4%</i>   | <i>8,6%</i>   |              |               |
| Gastos de reestructuración y otros no rec. |             |             |             | 0,6           | (9,2)          | 2,8            | 7,8           | 7,8           |              |               |
| <b>EBITDA</b>                              |             |             |             | <b>(21,5)</b> | <b>(39,2)</b>  | <b>(1,9)</b>   | <b>40,6</b>   | <b>92,1</b>   | <i>n.a.</i>  | <i>63,3%</i>  |
| Depreciación y provisiones                 |             |             |             | (2,2)         | (4,5)          | (12,3)         | (19,2)        | (25,9)        |              |               |
| Gastos capitalizados                       |             |             |             | 12,5          | 9,0            | 11,0           | 13,5          | 16,5          |              |               |
| Arrendamientos (Impacto NIIF 16)           |             |             |             | -             | -              | -              | -             | -             |              |               |
| <b>EBIT</b>                                |             |             |             | <b>(11,2)</b> | <b>(34,7)</b>  | <b>(3,2)</b>   | <b>34,8</b>   | <b>82,7</b>   | <i>n.a.</i>  | <i>63,7%</i>  |
| <i>Cto.EBIT</i>                            |             |             |             | <i>n.a.</i>   | <i>-210,3%</i> | <i>90,7%</i>   | <i>n.a.</i>   | <i>137,6%</i> |              |               |
| <i>EBIT / Ingresos</i>                     |             |             |             | <i>n.a.</i>   | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>5,7%</i>   | <i>8,4%</i>   |              |               |
| Impacto fondo de comercio y otros          |             |             |             | -             | -              | -              | -             | -             |              |               |
| Resultado financiero neto                  |             |             |             | (2,4)         | (4,5)          | (9,7)          | (14,2)        | (15,5)        |              |               |
| Resultados por puesta en equivalencia      |             |             |             | 0,0           | (0,0)          | (0,0)          | (0,0)         | (0,0)         |              |               |
| <b>Beneficio ordinario</b>                 |             |             |             | <b>(13,6)</b> | <b>(39,2)</b>  | <b>(12,9)</b>  | <b>20,6</b>   | <b>67,2</b>   | <i>n.a.</i>  | <i>54,9%</i>  |
| <i>Cto.Beneficio ordinario</i>             |             |             |             | <i>n.a.</i>   | <i>-188,5%</i> | <i>67,0%</i>   | <i>259,3%</i> | <i>226,1%</i> |              |               |
| Extraordinarios                            |             |             |             | -             | -              | -              | -             | -             |              |               |
| <b>Beneficio antes de impuestos</b>        |             |             |             | <b>(13,6)</b> | <b>(39,2)</b>  | <b>(12,9)</b>  | <b>20,6</b>   | <b>67,2</b>   | <i>n.a.</i>  | <i>54,9%</i>  |
| Impuestos                                  |             |             |             | 2,2           | 5,8            | 1,9            | (5,2)         | (16,8)        |              |               |
| <i>Tasa fiscal efectiva</i>                |             |             |             | <i>n.a.</i>   | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>25,0%</i>  | <i>25,0%</i>  |              |               |
| Minoritarios                               |             |             |             | 1,2           | 9,5            | 4,4            | (6,2)         | (20,2)        |              |               |
| Actividades discontinuadas                 |             |             |             | -             | -              | -              | -             | -             |              |               |
| <b>Beneficio neto</b>                      |             |             |             | <b>(10,2)</b> | <b>(23,9)</b>  | <b>(6,6)</b>   | <b>9,3</b>    | <b>30,2</b>   | <i>n.a.</i>  | <i>48,4%</i>  |
| <i>Cto.Beneficio neto</i>                  |             |             |             | <i>n.a.</i>   | <i>-134,3%</i> | <i>72,3%</i>   | <i>240,5%</i> | <i>226,1%</i> |              |               |
| <b>Beneficio ordinario neto</b>            |             |             |             | <b>(13,0)</b> | <b>(20,5)</b>  | <b>(11,3)</b>  | <b>3,4</b>    | <b>24,4</b>   | <i>n.a.</i>  | <i>47,2%</i>  |
| <i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>       |             |             |             | <i>n.a.</i>   | <i>-57,3%</i>  | <i>44,7%</i>   | <i>130,3%</i> | <i>610,7%</i> |              |               |
|  |             |             |             |               |                |                |               |               | <b>TACC</b>  |               |
| <b>Cash Flow (EUR Mn)</b>                  | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b>   | <b>2024</b>    | <b>2025e</b>   | <b>2026e</b>  | <b>2027e</b>  | <b>20-24</b> | <b>24-27e</b> |
| <b>EBITDA recurrente</b>                   |             |             |             |               |                | <b>(4,7)</b>   | <b>32,8</b>   | <b>84,3</b>   | <i>n.a.</i>  | <i>68,9%</i>  |
| Arrendamientos (Impacto NIIF 16)           |             |             |             |               |                | -              | -             | -             |              |               |
| Var.capital circulante                     |             |             |             |               |                | (35,2)         | (31,9)        | (32,8)        |              |               |
| <b>Cash Flow operativo recurrente</b>      |             |             |             |               |                | <b>-39,9</b>   | <b>0,9</b>    | <b>51,5</b>   | <i>n.a.</i>  | <i>51,3%</i>  |
| CAPEX                                      |             |             |             |               |                | (90,0)         | (55,0)        | (50,0)        |              |               |
| Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow    |             |             |             |               |                | (9,7)          | (14,2)        | (15,5)        |              |               |
| Impuestos                                  |             |             |             |               |                | -              | (5,2)         | (16,8)        |              |               |
| <b>Free Cash Flow Recurrente</b>           |             |             |             |               |                | <b>(139,6)</b> | <b>(73,4)</b> | <b>(30,8)</b> | <i>n.a.</i>  | <i>10,7%</i>  |
| Gastos de reestructuración y otros no rec. |             |             |             |               |                | (5,0)          | -             | -             |              |               |
| - Adquisiciones / + Desinversiones         |             |             |             |               |                | -              | -             | -             |              |               |
| Extraordinarios con impacto en Cash Flow   |             |             |             |               |                | 6,3            | -             | -             |              |               |
| <b>Free Cash Flow</b>                      |             |             |             |               |                | <b>(138,4)</b> | <b>(73,4)</b> | <b>(30,8)</b> | <i>n.a.</i>  | <i>-2,1%</i>  |
| Ampliaciones de capital                    |             |             |             |               |                | 18,8           | -             | -             |              |               |
| Dividendos                                 |             |             |             |               |                | -              | -             | -             |              |               |
| <b>Variación de Deuda financiera neta</b>  |             |             |             |               |                | <b>119,6</b>   | <b>73,4</b>   | <b>30,8</b>   |              |               |

## 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       |
| <b>EBITDA recurrente</b>   |             |             | <b>(22,1)</b>  | <b>(29,9)</b>  | <b>(4,7)</b>   | <b>32,8</b>    | <b>84,3</b>   | <i>n.a.</i> | <b>68,9%</b> |
| <i>Cto. EBITDA recurrente</i>  |             |             | <i>n.a.</i>    | <i>-35,5%</i>  | <i>84,3%</i>   | <i>797,9%</i>  | <i>157,2%</i> |             |              |
| <i>EBITDA rec. / Ingresos</i>  |             |             | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>5,4%</i>    | <i>8,6%</i>   |             |              |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16)   |             |             | -              | -              | -              | -              | -             |             |              |
| +/- Var. Capital circulante  |             |             | (12,7)         | (5,3)          | (35,2)         | (31,9)         | (32,8)        |             |              |
| <b>= Cash Flow operativo recurrente</b>  |             |             | <b>(34,8)</b>  | <b>(35,3)</b>  | <b>(39,9)</b>  | <b>0,9</b>     | <b>51,5</b>   | <i>n.a.</i> | <b>51,3%</b> |
| <i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>                                       |             |             | <i>n.a.</i>    | <i>-1,2%</i>   | <i>-13,3%</i>  | <i>102,3%</i>  | <i>n.a.</i>   |             |              |
| <i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>                                 |             |             | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>0,2%</i>    | <i>5,2%</i>   |             |              |
| - CAPEX  |             |             | (82,6)         | (5,9)          | (90,0)         | (55,0)         | (50,0)        |             |              |
| - Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow                                  |             |             | (2,4)          | (2,6)          | (9,7)          | (14,2)         | (15,5)        |             |              |
| - Impuestos  |             |             | 0,1            | 0,5            | -              | (5,2)          | (16,8)        |             |              |
| <b>= Free Cash Flow recurrente</b>   |             |             | <b>(119,8)</b> | <b>(43,3)</b>  | <b>(139,6)</b> | <b>(73,4)</b>  | <b>(30,8)</b> | <i>n.a.</i> | <b>10,7%</b> |
| <i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>  |             |             | <i>n.a.</i>    | <i>63,9%</i>   | <i>-222,3%</i> | <i>47,4%</i>   | <i>58,1%</i>  |             |              |
| <i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>                                      |             |             | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>   |             |              |
| - Gastos de reestructuración y otros   |             |             | 0,1            | (1,9)          | (5,0)          | -              | -             |             |              |
| - Adquisiciones / + Desinversiones   |             |             | -              | 0,0            | -              | -              | -             |             |              |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow                                     |             |             | 15,3           | 16,3           | 6,3            | -              | -             |             |              |
| <b>= Free Cash Flow</b>  |             |             | <b>(104,5)</b> | <b>(28,9)</b>  | <b>(138,4)</b> | <b>(73,4)</b>  | <b>(30,8)</b> | <i>n.a.</i> | <b>-2,1%</b> |
| <i>Cto. Free Cash Flow</i>   |             |             | <i>n.a.</i>    | <i>72,3%</i>   | <i>-378,8%</i> | <i>46,9%</i>   | <i>58,1%</i>  |             |              |
| <i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>                             |             |             | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>   |             |              |
| <i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>  |             |             | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>   |             |              |
| <b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b>    | <b>2024</b>    | <b>2025e</b>   | <b>2026e</b>   | <b>2027e</b>  |             |              |
| <b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>  |             |             |                | <b>(119,8)</b> | <b>(43,3)</b>  | <b>(139,6)</b> | <b>(73,4)</b> |             |              |
| Impacto en EBITDA de la variación de ingresos                                    |             |             |                | (18,5)         | (254,6)        | (3,9)          | 20,2          |             |              |
| Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos                             |             |             |                | 10,6           | 279,9          | 41,4           | 31,3          |             |              |
| <b>= Variación EBITDA recurrente</b>   |             |             |                | <b>(7,9)</b>   | <b>25,2</b>    | <b>37,5</b>    | <b>51,5</b>   |             |              |
| - Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)                         |             |             |                | -              | -              | -              | -             |             |              |
| +/- Impacto por variación del capital circulante                                 |             |             |                | 7,4            | (29,9)         | 3,4            | (0,9)         |             |              |
| <b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>                            |             |             |                | <b>(0,4)</b>   | <b>(4,7)</b>   | <b>40,8</b>    | <b>50,6</b>   |             |              |
| +/- Variación del CAPEX  |             |             |                | 76,7           | (84,1)         | 35,0           | 5,0           |             |              |
| +/- Variación del resultado financiero neto                                      |             |             |                | (0,2)          | (7,1)          | (4,5)          | (1,3)         |             |              |
| +/- Variación de impuestos   |             |             |                | 0,4            | (0,5)          | (5,2)          | (11,6)        |             |              |
| <b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>                                 |             |             |                | <b>76,5</b>    | <b>(96,3)</b>  | <b>66,2</b>    | <b>42,6</b>   |             |              |
| <b>Free Cash Flow Recurrente</b>   |             |             |                | <b>(43,3)</b>  | <b>(139,6)</b> | <b>(73,4)</b>  | <b>(30,8)</b> |             |              |
| <b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>     | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023</b>    | <b>2024</b>    | <b>2025e</b>   | <b>2026e</b>   | <b>2027e</b>  | TACC        |              |
| <b>EBIT</b>  |             |             | <b>(11,2)</b>  | <b>(34,7)</b>  | <b>(3,2)</b>   | <b>34,8</b>    | <b>82,7</b>   | <i>n.a.</i> | <b>63,7%</b> |
| <i>* Tasa fiscal teórica</i>   |             |             | <i>0,0%</i>    | <i>0,0%</i>    | <i>0,0%</i>    | <i>25,0%</i>   | <i>25,0%</i>  |             |              |
| = Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)                           |             |             | -              | -              | -              | (8,7)          | (20,7)        |             |              |
| <b>EBITDA recurrente</b>   |             |             | <b>(22,1)</b>  | <b>(29,9)</b>  | <b>(4,7)</b>   | <b>32,8</b>    | <b>84,3</b>   | <i>n.a.</i> | <b>68,9%</b> |
| - Arrendamientos (Impacto NIIF 16)   |             |             | -              | -              | -              | -              | -             |             |              |
| +/- Var. Capital circulante  |             |             | (12,7)         | (5,3)          | (35,2)         | (31,9)         | (32,8)        |             |              |
| <b>= Cash Flow operativo recurrente</b>  |             |             | <b>(34,8)</b>  | <b>(35,3)</b>  | <b>(39,9)</b>  | <b>0,9</b>     | <b>51,5</b>   | <i>n.a.</i> | <b>51,3%</b> |
| - CAPEX  |             |             | (82,6)         | (5,9)          | (90,0)         | (55,0)         | (50,0)        |             |              |
| - Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)                           |             |             | -              | -              | -              | (8,7)          | (20,7)        |             |              |
| <b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>                                 |             |             | <b>(117,5)</b> | <b>(41,2)</b>  | <b>(129,9)</b> | <b>(62,8)</b>  | <b>(19,2)</b> | <i>n.a.</i> | <b>22,5%</b> |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>                              |             |             | <i>n.a.</i>    | <i>64,9%</i>   | <i>-215,4%</i> | <i>51,7%</i>   | <i>69,5%</i>  |             |              |
| Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos                               |             |             | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>   |             |              |
| - Adquisiciones / + Desinversiones   |             |             | -              | 0,0            | -              | -              | -             |             |              |
| +/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow                                     |             |             | 15,4           | 14,4           | 1,3            | -              | -             |             |              |
| <b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>  |             |             | <b>(102,1)</b> | <b>(26,8)</b>  | <b>(128,7)</b> | <b>(62,8)</b>  | <b>(19,2)</b> | <i>n.a.</i> | <b>10,6%</b> |
| <i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>   |             |             | <i>n.a.</i>    | <i>73,8%</i>   | <i>-380,6%</i> | <i>51,2%</i>   | <i>69,5%</i>  |             |              |
| <i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>                   |             |             | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>   |             |              |
| <i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>                                 |             |             | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>    | <i>n.a.</i>   |             |              |

**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                         | 415,2        |                |
| + Minoritarios                     | 30,7         | Rdos. 12m 2024 |
| + Provisiones y otros pasivos a LP | 0,3          | Rdos. 12m 2024 |
| + Deuda financiera neta            | 36,6         | Rdos. 12m 2024 |
| - Inmovilizado financiero          | 2,4          | Rdos. 12m 2024 |
| +/- Otros                          |              |                |
| <b>Enterprise Value (EV)</b>       | <b>480,4</b> |                |

## Anexo 4. Principales comparables 2025e

|                         |                  | Comparables europeos |             |           |            |               | Comparables japoneses y coreanos |           |           |             | Comparables chinos |            |            |           |         |          |
|-------------------------|------------------|----------------------|-------------|-----------|------------|---------------|----------------------------------|-----------|-----------|-------------|--------------------|------------|------------|-----------|---------|----------|
| EUR Mn                  |                  | Volkswagen           | Stellantis  | Renault   | BMW        | Mercedes-Benz | Average                          | Toyota    | Honda     | Hyundai     | Average            | BYD        | SAIC       | Geely     | Average | EBROM    |
| Datos Mercado           | Ticker (Factset) | VOW-DE               | STLAM-IT    | RNO-FR    | BMW-DE     | MBG-DE        |                                  | 7203-JP   | 7267-JP   | 005380-KR   |                    | 002594-CN  | 600104-CN  | 175-HK    |         | EBROM-ES |
|                         | País             | Germany              | Netherlands | France    | Germany    | Germany       |                                  | Japan     | Japan     | South Korea |                    | China      | China      | Hong Kong |         | Spain    |
|                         | Market cap       | 49.118,9             | 31.474,0    | 10.427,2  | 51.355,6   | 49.647,3      |                                  | 266.445,0 | 49.675,8  | 33.610,4    |                    | 115.057,9  | 25.833,6   | 20.783,5  |         | 415,2    |
| Enterprise value (EV)   |                  | 271.164,2            | 32.658,3    | 61.713,5  | 141.628,8  | 133.521,3     |                                  | 398.765,3 | 83.221,8  | 120.522,2   |                    | 60.178,1   | 26.533,7   | 16.928,2  |         | 480,4    |
| Total Ingresos          |                  | 322.852,2            | 151.895,9   | 57.575,2  | 141.343,5  | 135.705,4     |                                  | 283.670,7 | 122.130,9 | 112.584,9   |                    | 110.132,7  | 79.436,4   | 40.436,7  |         | 333,1    |
| Cto.Total Ingresos      |                  | -0,6%                | -3,2%       | 2,4%      | -0,7%      | -6,8%         | -1,8%                            | 2,9%      | -1,8%     | 5,0%        | 2,0%               | 20,9%      | 6,8%       | 42,2%     | 23,3%   | 850,5%   |
| 2y TACC (2025e - 2027e) |                  | 2,6%                 | 4,4%        | 2,3%      | 2,9%       | 2,3%          | 2,9%                             | 3,2%      | 2,4%      | 3,6%        | 3,1%               | 15,1%      | 6,4%       | 16,6%     | 12,7%   | 71,8%    |
| EBITDA                  |                  | 43.519,5             | 9.560,9     | (937,3)   | 19.705,5   | 15.585,2      |                                  | 33.187,8  | 7.750,4   | 10.954,0    |                    | 13.772,1   | 3.893,6    | 3.027,0   |         | (1,9)    |
| Cto. EBITDA             |                  | -19,9%               | -24,5%      | -113,2%   | -2,6%      | -37,2%        | -39,5%                           | -19,8%    | -52,2%    | -5,0%       | -25,6%             | 12,2%      | 53,7%      | 49,9%     | 38,6%   | 95,1%    |
| 2y TACC (2025e - 2027e) |                  | 8,3%                 | 31,5%       | n.a.      | 8,6%       | 8,8%          | 14,3%                            | 8,5%      | 12,3%     | 5,3%        | 8,7%               | 18,4%      | 14,1%      | 19,7%     | 17,4%   | n.a.     |
| EBITDA/Ingresos         |                  | 13,5%                | 6,3%        | n.a.      | 13,9%      | 11,5%         | 11,3%                            | 11,7%     | 6,3%      | 9,7%        | 9,3%               | 12,5%      | 4,9%       | 7,5%      | 8,3%    | n.a.     |
| EBIT                    |                  | 15.260,7             | 3.530,6     | 3.692,7   | 10.410,6   | 7.617,4       |                                  | 22.255,5  | 5.032,1   | 7.824,5     |                    | 6.842,9    | 2.395,2    | 1.934,2   |         | (3,2)    |
| Cto. EBIT               |                  | -37,4%               | -35,0%      | -13,4%    | -10,2%     | -24,8%        | -24,2%                           | -19,1%    | -27,7%    | -10,2%      | -19,0%             | 59,9%      | n.a.       | 113,3%    | 86,6%   | 90,7%    |
| 2y TACC (2025e - 2027e) |                  | 19,7%                | 61,0%       | 0,2%      | 9,7%       | 17,2%         | 21,6%                            | 10,3%     | 16,3%     | 4,0%        | 10,2%              | 18,6%      | 19,6%      | 24,9%     | 21,0%   | n.a.     |
| EBIT/Ingresos           |                  | 4,7%                 | 2,3%        | 6,4%      | 7,4%       | 5,6%          | 5,3%                             | 7,8%      | 4,1%      | 6,9%        | 6,3%               | 6,2%       | 3,0%       | 4,8%      | 4,7%    | n.a.     |
| Beneficio Neto          |                  | 8.963,2              | 2.477,8     | (9.335,3) | 6.683,2    | 5.744,3       |                                  | 18.781,5  | 3.473,9   | 6.997,1     |                    | 5.258,4    | 1.494,5    | 1.905,5   |         | (6,6)    |
| Cto. Beneficio Neto     |                  | -16,4%               | -54,7%      | n.a.      | -8,3%      | -43,7%        | -30,8%                           | -31,3%    | -27,6%    | -11,0%      | -23,3%             | 9,3%       | 650,6%     | -2,4%     | 219,2%  | 72,3%    |
| 2y TACC (2025e - 2027e) |                  | 24,4%                | 63,8%       | 49,8%     | 10,3%      | 17,1%         | 33,1%                            | 11,6%     | 17,3%     | 3,7%        | 10,9%              | 24,9%      | 19,0%      | 20,9%     | 21,6%   | n.a.     |
| CAPEX/Ventas            |                  | 7,8%                 | 6,8%        | 4,9%      | 7,2%       | 7,1%          | 6,7%                             | 5,8%      | 2,9%      | 4,5%        | 4,4%               | 10,2%      | 2,7%       | 3,5%      | 5,5%    | 27,0%    |
| Free Cash Flow          |                  | 4.649,7              | (5.801,7)   | 1.408,9   | 5.178,1    | 4.875,6       |                                  | 10.682,8  | 866,2     | 79,7        |                    | 3.747,0    | 2.275,3    | 2.479,7   |         | (138,4)  |
| Deuda financiera Neta   |                  | (45.398,3)           | (1.728,3)   | (8.712,4) | (20.464,0) | (29.043,5)    |                                  | 169.470,3 | 34.018,4  | 80.411,6    |                    | (14.237,2) | (12.272,5) | (5.547,3) |         | 156,3    |
| DN/EBITDA (x)           |                  | n.a.                 | n.a.        | n.a.      | n.a.       | n.a.          | n.a.                             | 5,1       | 4,4       | 7,3         | 5,6                | n.a.       | n.a.       | n.a.      | n.a.    | n.a.     |
| Pay-out                 |                  | 30,1%                | 29,0%       | -6,6%     | 38,0%      | 46,0%         | 27,3%                            | 38,9%     | 56,5%     | 27,9%       | 41,1%              | 27,0%      | 35,9%      | 29,9%     | 31,0%   | 0,0%     |
| P/E (x)                 |                  | 5,6                  | 8,8         | 6,9       | 7,6        | 8,8           | 7,5                              | 11,6      | 11,2      | 4,8         | 9,2                | 22,6       | 17,7       | 11,0      | 17,1    | n.a.     |
| P/BV (x)                |                  | 0,2                  | 0,3         | 0,5       | 0,6        | 0,5           | 0,4                              | 1,0       | 0,5       | 0,5         | 0,7                | 4,3        | 0,7        | 1,7       | 2,2     | 7,8      |
| EV/Ingresos (x)         |                  | 0,8                  | 0,2         | 1,1       | 1,0        | 1,0           | 0,8                              | 1,4       | 0,7       | 1,1         | 1,1                | 0,5        | 0,3        | 0,4       | 0,4     | 1,4      |
| EV/EBITDA (x)           |                  | 6,2                  | 3,4         | n.a.      | 7,2        | 8,6           | 6,4                              | 12,0      | 10,7      | 11,0        | 11,3               | 4,4        | 6,8        | 5,6       | 5,6     | n.a.     |
| EV/EBIT (x)             |                  | 17,8                 | 9,2         | 16,7      | 13,6       | 17,5          | 15,0                             | 17,9      | 16,5      | 15,4        | 16,6               | 8,8        | 11,1       | 8,8       | 9,5     | n.a.     |
| ROE                     |                  | 4,4                  | 3,5         | 6,6       | 7,4        | 6,1           | 5,6                              | 8,9       | 4,8       | 9,9         | 7,9                | 18,9       | 4,0        | 15,8      | 12,9    | n.a.     |
| FCF Yield (%)           |                  | 9,5                  | n.a.        | 13,5      | 10,1       | 9,8           | 10,7                             | 4,0       | 1,7       | 0,2         | 2,0                | 3,3        | 8,8        | 11,9      | 8,0     | n.a.     |
| DPA                     |                  | 5,38                 | 0,24        | 2,25      | 4,05       | 2,64          | 2,91                             | 0,55      | 0,42      | 7,41        | 2,80               | 0,16       | 0,05       | 0,06      | 0,09    | 0,00     |
| Dvd Yield               |                  | 5,5%                 | 2,9%        | 6,4%      | 4,8%       | 5,1%          | 4,9%                             | 3,3%      | 4,5%      | 5,5%        | 4,4%               | 1,2%       | 2,1%       | 2,8%      | 2,0%    | 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](https://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](https://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 IEF 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 IEF 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, IEF 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, IEF 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, IEF 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, IEF 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, IEF Servicios de Análisis S.L.U.
9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEF 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, IEF 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 IEF Servicios de Análisis S.L.U. Dichos analistas han recibido (o recibirán) una remuneración en función de los beneficios generales de IEF Servicios de Análisis S.L.U. Para obtener una copia del Código de Conducta de IEF 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](mailto: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 IEF 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 IEF 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 IEF 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                     |
|---------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|---------------------|------------------------------|
| 19-Sep-2025   | n.a.          | 8,54         | n.a.              | n.a.          | Inicio de cobertura | Pablo Victoria Rivera, CESGA |

