

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Automóviles

Precio de Cierre: EUR 8,16 (24 oct 2025)

Fecha del informe: 27 oct 2025 (9:00h)

Revisión de estimaciones: A la baja

Análisis Independiente de Compañías

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 el 1S25 ingresó EUR 107 Mn y empleaba a c. 1.300 personas. Los socios fundadores mantienen el control (72% del capital).

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

+34 915 631 972

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	396,7	461,3
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	555,1	645,4
Número de Acciones (Mn)	48,6	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	9,10 / 8,16 / 6,26	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,02	
Rotación ⁽²⁾	1,3	
Refinitiv / Bloomberg	EBROM.MC / EBROM SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%) ⁽⁶⁾

Rafael Ruiz	48,1
Pedro Calef	8,2
Daniel Asensio	8,2
Mª 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	373,8	611,5	987,1
EBITDA Rec.	-29,9	-18,4	4,6	41,7
% Var.	-35,5	38,5	125,2	800,1
% EBITDA Rec./Ing.	n.a.	n.a.	0,8	4,2
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	-7,8	-27,9	6,3	7,4
Beneficio neto	-23,9	-14,2	-5,7	8,6
BPA (EUR)	-0,49	-0,29	-0,12	0,18
% Var.	-85,5	40,7	59,9	250,5
BPA ord. (EUR)	-0,42	-0,32	-0,19	0,15
% Var.	-24,5	25,1	38,9	175,4
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	-43,3	-152,3	-93,2	-61,0
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	189,7	282,9	343,9
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	8,2
ROE (%)	n.a.	n.a.	n.a.	23,5
ROCE (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	0,3	6,7

Ratios y Múltiplos (x) ⁽⁵⁾

PER	n.a.	n.a.	n.a.	46,4
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	56,3
P/BV	7,6	10,1	12,2	9,9
Dividend Yield (%)	0,0	0,0	0,0	0,0
EV/Ventas	15,84	1,48	0,91	0,56
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	13,3
EV/EBIT	n.a.	n.a.	n.a.	16,2
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 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%

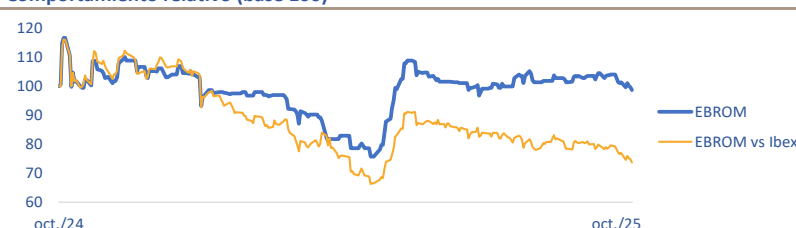
El breakeven se retrasa a 2026e. El equity story permanece intacto

FASE DE “DELIVERY”: CRECIMIENTO, MÁRGENES Y FINANCIACIÓN COMO PALANCAS CLAVE. Tras completar la puesta en marcha industrial y comercial en 2024, EBROM afronta 2025e como el ejercicio clave para convertir capacidad instalada en ventas y márgenes. Con una red prevista de 80–90 concesionarios, más de 1.300 empleados y una gama SUV ampliada (S400, S700 y S800), la compañía avanza en su ejecución operativa.

REVISIÓN DE ESTIMACIONES: INGRESOS AL ALZA Y BREAKEVEN TRASLADADO A 2026E. Los resultados del 1S25 confirman mayor tracción comercial, con previsión de 15.000 unidades en 2025e (+10% vs estimación previa) e ingresos de EUR 374 Mn (+12%). No obstante, unos mayores costes de estructura retrasan el breakeven a 2026e, con un EBITDA rec. -18,4Mn en 2025e y EUR 41,7 Mn (margen del 4,2%) en 2027e. EBROM seguirá siendo intensiva en inversión (CAPEX y circulante), lo que se traducirá en un FCF negativo hasta 2027e y necesidades de financiación acumuladas de c. EUR 300 Mn, a cubrir mediante una combinación equilibrada de deuda y capital.

VISIÓN ESTRATÉGICA INTACTA: HISTORIA INDUSTRIAL EN EJECUCIÓN. El equity story de EBROM mantiene su atractivo: infraestructura industrial real, alianza estratégica con Chery (40% del capital en filiales) y gama SUV competitiva. 2025 será un año de despliegue y expansión comercial, mientras 2026e–2027e marcarán la validación del modelo: transformar (i) capacidad en volumen y (ii) volumen en márgenes, con objetivo posterior de alcanzar la generación orgánica de caja. La puesta en marcha de la línea M1 será un catalizador de eficiencia y escalabilidad.

VALORACIÓN: UNA HISTORIA DE (MUCHO) CRECIMIENTO, AÚN POR DEMOSTRAR. EBROM cotiza a múltiplos que reflejan la confianza del mercado en su capacidad para escalar y rentabilizar su modelo, pero también la exigencia implícita de ejecutar con bajo margen de error. El equity story sigue pivotando sobre dos factores críticos: volumen de ventas y acceso a financiación. El mercado descuenta una senda de crecimiento y rentabilidad aún por demostrar. Lo que convierte a 2026e y 2027e en años determinantes para sostener la valoración y la credibilidad del equity story.

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-4,4	-0,7	-2,9	-7,7	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	-8,5	-10,8	-27,5	-32,5	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-6,2	-1,0	-22,0	-26,9	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-8,0	-6,3	-15,5	-20,4	n.a.	n.a.
vs Índice del sector ⁽³⁾	-2,0	6,2	8,8	0,5	n.a.	n.a.

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

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

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

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).

Bajamos estimaciones: el breakeven se retrasa a 2026e, pero el equity story permanece intacto

A) Revisión de estimaciones: ingresos al alza y EBITDA recurrente a la baja.

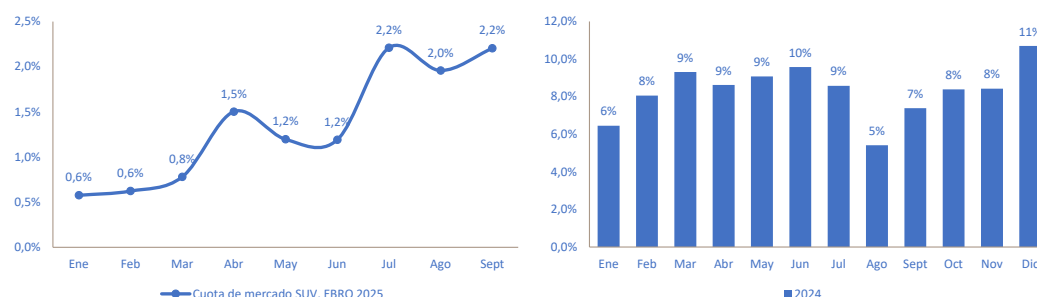
La publicación de resultados del 1S25 permite acotar con mayor precisión las estimaciones de EBROM en una fase clave de despegue operativo. Tras el análisis de las cifras semestrales, revisamos nuestras proyecciones iniciales, ajustando al alza las previsiones de ingresos y revisando la estructura de costes y márgenes, en un contexto de mayor actividad industrial y comercial de la esperada.

Ingresos: mayor tracción comercial

El ritmo de matriculaciones de EBROM hasta septiembre (7.032 unidades) refleja una cuota de mercado del 0,8% en turismos y del 1,3% en el segmento SUV, su nicho específico. La cuota mensual muestra una clara aceleración, pasando del 0,35% en ene-25 al 1,4% en sept-25, con un incremento similar si medimos la cuota de mercado en SUV (del 0,6% en ene-25 al 2,2% en sept-25).

En un contexto de recuperación del mercado de matriculaciones en España (+19% interanual en SUV hasta septiembre 2025) y considerando la estacionalidad del cuarto trimestre del año (c. 27% de las matriculaciones anuales en 2024), estimamos que EBRO alcance las 15.000 unidades vendidas en 2025e, un +10% frente a nuestra estimación previa de 13.600 unidades. Por modelo, esperamos que el S700 continúe siendo el vehículo más vendido (c. 50% del total), seguido del S400 (25%) y el S800 (25%). El impulso del S400, lanzado en julio y orientado a un segmento más utilitario, debería aportar volumen adicional en el último trimestre del año.

Gráfico 1. Evolución mensual de la cuota de mercado de EBROM en el segmento SUV (izq) y estacionalidad de las matriculaciones de turismos en España (dcha)



Fuentes: análisis Lighthouse a partir de datos de Faconauto e Ideauto.

Estas hipótesis sitúan las ventas de automóviles en EUR 349 Mn (+12,6% vs estimaciones previas) y las de la división de ingeniería en EUR 24,5 Mn (+7%), elevando los ingresos consolidados a EUR 374 Mn (+12% vs 333 Mn previos). El peso del negocio de automoción se mantiene en torno al 93% del total, con una progresiva dilución del peso de ingeniería en el mix en los próximos ejercicios (< 3% a partir de 2027e).

En términos de margen bruto, el margen bruto consolidado del 1S25 (28,4%) respalda una mejora frente a nuestras estimaciones iniciales. Para el conjunto de 2025e proyectamos un margen bruto del 24,4% (+0,7 p.p. vs 23,7% previo), equivalente a EUR 91 Mn (+16% vs 79 Mn previos).

EBITDA recurrente: mayor estructura de costes y retraso del punto de equilibrio

El crecimiento de la actividad ha venido acompañado de una estructura de costes superior a la inicialmente prevista, pero en línea con la fase de expansión industrial y comercial de un fabricante de automóviles.

- **Gastos de personal:** EUR 57 Mn 2025e (vs EUR 47 Mn prev.), reflejando el aumento de plantilla (> 1.300 empleados ya en 1S25) y la incorporación del tercer turno durante el 2S25 para alcanzar objetivos de ventas. Del total de gastos de personal, se excluyen EUR 5 Mn no recurrentes ligados a formación de personal. La evolución esperada para 2026e (EUR 80 Mn; +41% vs 2025e) y 2027e (EUR 102 Mn; +28% vs 2026e) se encuentra en línea con el incremento esperado en la producción de vehículos.

- **Otros gastos de explotación:** EUR 53 Mn 2025e (vs EUR 37 Mn prev.), impulsados por campañas de marketing, patrocinios y apertura de concesionarios. Aunque se espera cierta normalización en el 2S25 en los gastos de marketing, otros gastos variables (por ejemplo, costes energéticos y la provisión de garantías) se incrementarán en línea con la mayor producción de vehículos.

La combinación de mayor volumen de vehículos, moderada mejora de margen bruto y mayores gastos de estructura reduce la rentabilidad operativa estimada: EBITDA recurrente 2025e de EUR -18,4 Mn (vs EUR -5 Mn prev.). No obstante, el EBITDA podría beneficiarse puntualmente de dos efectos extraordinarios no incluidos en nuestras estimaciones.

- Por un lado, la Cuarta Adenda suscrita con Goodman Duero Logistics (junio 2025), relativa al traslado y redistribución de activos industriales en la parcela de la Zona Franca de Barcelona, contempla la asunción por parte de Goodman de los costes asociados a determinados trabajos. De este modo, EBROM recuperaría parte de los costes de personal vinculados a los traslados, generando un ingreso neto estimado de c. EUR 3,4 Mn. Este acuerdo se enmarca en el proceso de reorganización y ampliación de la superficie subarrendada, que pasa de 252.720 m² a 309.737 m², reforzando la posición industrial de EBROM en la planta y su potencial de escalabilidad futura.
- Por otro lado, EBROM ha solicitado una ayuda (subvención) del programa AC-PRI de fomento de la contratación en el marco de despidos colectivos y procesos de reindustrialización, vinculada a la contratación de personal incorporado en octubre de 2024. La ayuda, actualmente pendiente de resolución (prevista antes de diciembre de 2025), asciende a c. EUR 5 Mn y tendría impacto directo en la cuenta de pérdidas y ganancias en caso de concesión.

En conjunto, ambos efectos representan potenciales incrementos puntuales sobre el EBITDA 2025e, que se podría situar en EUR -10 Mn. Si bien, dichos efectos no alterarán la tendencia de fondo de un modelo aún en fase de expansión y consolidación operativa.

Lo que traslada el breakeven hasta 2026e, apoyado en la entrada en operación de la línea M1 (procesos de mayor valor añadido: soldadura y pintura; mayor ritmo de producción, etc.), la optimización de procesos industriales y la plena implantación de la red de distribución (80-90 concesionarios ya operativos desde ene-26). En 2026e mantenemos el volumen de unidades vendidas en 25 mil unidades, traduciéndose en unos ingresos de EUR 611,5 Mn y un EBITDA recurrente positivo de EUR 4,6 Mn (0,8% margen). Para el año 2027e proyectamos unas ventas de 40 mil vehículos y unos ingresos de EUR 987,1 Mn. Empezará a hacerse visible el apalancamiento operativo del modelo, traduciéndose en un avance del EBITDA recurrente hasta EUR 41,7 Mn (margen EBITDA rec. del 4,2%), reflejando cierta maduración del modelo productivo y comercial, pero con mucho recorrido potencial.

EBIT: mejora progresiva con la madurez operativa

Las capitalizaciones asociadas a proyectos de I+D (principalmente PERTE VEC) ascenderán a EUR 13 Mn en 2025e, mientras que las amortizaciones aumentarán a EUR 12,4 Mn, con la entrada en funcionamiento de nuevos activos industriales durante el 2S25. En este contexto, estimamos que el EBIT 2025e se sitúe en EUR -20,6 Mn, alcanzando el breakeven en 2026e (EUR 0,9 Mn) y un incremento notable en 2027e hasta EUR 34,2 Mn (margen EBIT del 3,5%).

Free Cash Flow: negativo debido al esfuerzo inversor elevado

EBROM mantiene un perfil intensivo en inversiones, concentrado en (i) la expansión de capacidad industrial y (ii) el capital circulante necesario para el crecimiento. Estimamos un CAPEX de EUR 85 Mn en 2025e, centrado en la puesta en marcha de la línea M1 y en mejoras de procesos industriales, acumulando en torno a EUR 200 Mn entre 2025e–2027e. A su vez, el incremento del capital circulante observado en el 1S25 (c. EUR 35 Mn) responde al despegue comercial y probablemente continuará en niveles elevados durante los próximos ejercicios.

En este contexto, proyectamos un Free Cash Flow recurrente 2025e de EUR -150 Mn, que se mantendrá en terreno negativo a lo largo de 2026e–2027e, reflejando el esfuerzo inversor y la expansión de capacidad productiva. Estimamos necesidades de financiación acumuladas de c. EUR 300 Mn en el periodo, que previsiblemente deberán atenderse mediante una combinación equilibrada de deuda y ampliaciones de capital, preservando la flexibilidad financiera en un entorno aún de fuerte consumo de recursos.

Estructura financiera: más endeudamiento y ampliaciones de capital, combinación inevitable

A cierre de 1S25, la deuda financiera neta se situaba en EUR 133 Mn (vs EUR 37 Mn en 2024), reflejando el impacto del CAPEX y del aumento del circulante asociado al despegue operativo. Paralelamente, el patrimonio

neto se redujo hasta EUR 62 Mn (vs EUR 83 Mn en 2024), afectado por las pérdidas acumuladas del semestre. Con un Free Cash Flow estructuralmente negativo hasta 2027e, anticipamos un aumento progresivo del endeudamiento neto, reflejo de la fase de expansión industrial y comercial. En este contexto, el acceso recurrente a financiación externa, tanto bancaria como a través de los mercados de capitales, será una condición necesaria durante los próximos ejercicios.

Tabla 1. Revisión de estimaciones

EUR Mn	2025e (Nuevo)	Revisión (%)	2026e (Nuevo)	Revisión (%)	2027e (Nuevo)	Revisión (%)
Total Ingresos	373,8	12,2%	611,5	0,5%	987,1	0,4%
EBITDA (Recurrente)	-18,4	-292,3%	4,6	-85,9%	41,7	-50,5%
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>38,5%</i>	<i>-46 p.p.</i>	<i>125,2%</i>	<i>-673 p.p.</i>	<i>800,1%</i>	<i>642,9 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,8%</i>	<i>-4,6 p.p.</i>	<i>4,2%</i>	<i>-4,3 p.p.</i>
EBIT	-20,6	-540,0%	0,9	-97,3%	0,0	n.a.
Beneficio Neto	-14,2	-114,6%	-5,7	-161,3%	8,6	-71,7%
Free Cash Flow (Rec.)	-152,3	-9,1%	-93,2	-26,9%	-61,0	-98,1%
Deuda Neta	189,7	21,4%	282,9	23,1%	343,9	32,0%
<i>DN / EBITDA</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>8,2 x</i>	<i>5,1 x</i>

Conclusión: mayor esfuerzo operativo y financiero

La revisión de estimaciones tras los resultados del 1S25 mantiene intacta la tesis industrial de EBROM, pero pone de manifiesto un mayor esfuerzo operativo y financiero. El breakeven se desplaza hasta 2026e, en un modelo aún muy sensible al volumen de vehículos vendidos (y al canal de venta) y al acceso continuado a capital. En este contexto, el reto inmediato pasa por mantener (e incrementar) la tracción comercial y asegurar una estructura de financiación estable y diversificada que permita sostener el crecimiento sin comprometer la solidez del balance.

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

Nuestra visión estratégica sobre EBROM permanece esencialmente inalterada: el proyecto mantiene su atractivo industrial y su proyección de crecimiento, apoyado en tres pilares que siguen siendo diferenciales: capacidad productiva instalada, alianza tecnológica y comercial con Chery, y una gama SUV competitiva adaptada a la transición energética. Lejos de alterarse tras los resultados del 1S25, estos fundamentos se refuerzan a medida que la compañía avanza en ejecución operativa.

- **Infraestructura existente: base industrial con capacidad de escalado.** La planta de Zona Franca (Barcelona) constituye un activo estratégico: una base industrial ya parcialmente dimensionada, que permite incrementar la producción sin necesidad de acometer nuevas inversiones desde cero. Esta ventaja reduce plazos, CAPEX y riesgo de ejecución, y sitúa a EBROM en una posición singular frente a otros nuevos entrantes en el mercado europeo.
- **Alianza con Chery: acelerador industrial y mitigador de riesgo técnico.** La participación del grupo chino (40% del capital en las filiales productiva y comercial) aporta acceso a plataforma (por ejemplo, Chery Tiggo), know-how tecnológico y volumen inicial, mitigando el riesgo técnico y financiero del proyecto. Además, abre la puerta a una segunda fase de industrialización con potencial de fabricar modelos Omoda y Jaecoo en España, permitiendo diluir costes de estructura y ahorro arancelario.
- **Red comercial en despliegue: foco en el canal particular.** EBROM avanza en el desarrollo de su red de distribución, con el objetivo de alcanzar 80–90 concesionarios a cierre de 2025e (68 puntos de venta a finales de sept-25). La estrategia prioriza el canal particular como motor de demanda, utilizando los canales flotas y *rent-a-car* como palancas tácticas para acelerar visibilidad y rotación.
- **Crecimiento y apalancamiento operativo: industrialización en marcha.** El periodo 2025e–2027e estará marcado por el escalado progresivo de volúmenes y márgenes. Con un TACC de ingresos estimado del c. +63%, el crecimiento se sustentará en la ampliación de gama (S400, S700, S800 ya en mercado y el lanzamiento del S900) y la entrada en funcionamiento de la línea de producción M1 (1T26e), que actuará como catalizador de eficiencia operativa y mayor valor añadido local. El EBITDA recurrente debería pasar de EUR -18,4 Mn en 2025e a EUR +41,7 Mn en 2027e, reflejando el apalancamiento industrial del modelo. Y con mucho recorrido potencial (teórico).

- **Financiación: equilibrio y planificación en una fase de expansión intensiva.** Las necesidades acumuladas de c. EUR 300 Mn (CAPEX y circulante, principalmente) obligan a pensar en una estrategia de financiación equilibrada entre deuda y capital. La clave residirá en mantener flexibilidad financiera sin comprometer el ritmo de ejecución del plan industrial.

EBROM mantiene su hoja de ruta.

2025 se perfila como un año de despegue industrial y expansión comercial, con el foco puesto en ejecutar el plan operativo y ganar tracción en el mercado. La verdadera transformación llegará en 2026e–2027e, cuando la compañía convierta su capacidad instalada en volumen, cuota y rentabilidad sostenida. La validación del modelo dependerá de tres vectores críticos: crecimiento en ventas, ejecución industrial (línea de producción M1) y financiación del despegue en condiciones razonables.

C) ¿Qué nos dice el precio de la acción hoy?

Valoración actual: el mercado sigue pagando el éxito de la ejecución futura

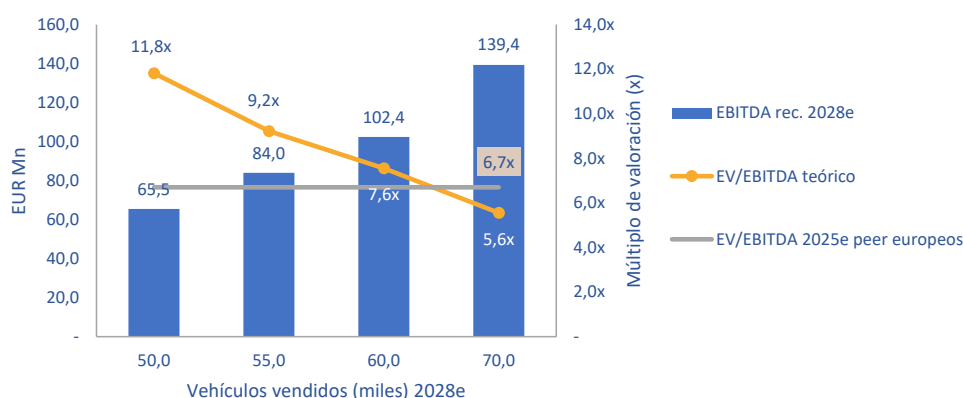
A los precios actuales (capitalización bursátil de EUR 396,7 Mn), nuestras estimaciones de EBROM cotizan a un múltiplo EV/EBITDA 2027e de 13,3x. Que contrasta contra un múltiplo medio EV/EBITDA 2025e de 6,7x para fabricantes europeos, 12,0x para japoneses y surcoreanos, y 6,8x para competidores chinos (incluida Chery).

Este diferencial sugiere que el mercado mantiene un nivel de expectativas elevado, valorando a EBROM como una historia de crecimiento (aún por ejecutar). El precio actual descuenta una trayectoria de expansión acelerada, normalización progresiva de márgenes y validación del modelo industrial y comercial en el horizonte 2025e–2027e.

Valoración inversa: ¿qué escenario justificaría el precio actual?

Bajo hipótesis coherentes con una estructura operativa madura —(i) precio medio por vehículo de EUR 24–25 mil; (ii) margen bruto del 23%; y (iii) gastos de estructura en línea con 2027e—, el precio actual implicaría la necesidad de alcanzar 65-70 mil unidades vendidas/año (vs 40 mil unidades estimadas en 2027e) para generar un EBITDA recurrente de EUR 130–140 Mn y converger hacia un múltiplo EV/EBITDA teórico en el rango de 5,5x-6,5x, en línea (o con ligero descuento) vs comparables europeos. Es decir, el mercado ya está descontando la plena madurez del modelo, con márgenes y volúmenes aún por validar.

Gráfico 2. EBITDA 2028e y múltiplo EV/EBITDA teórico según volumen de vehículos vendidos

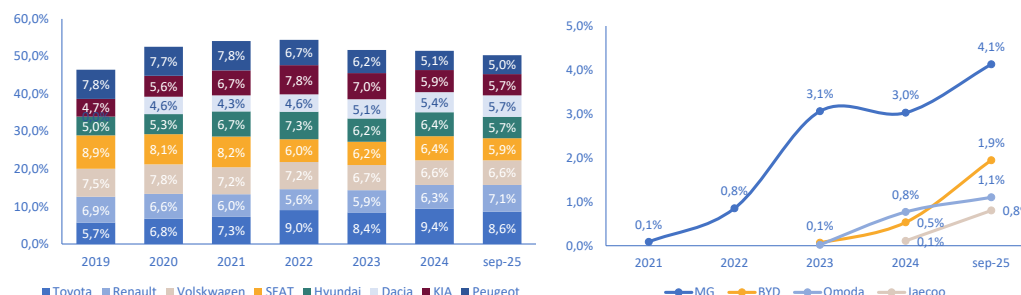


Escenario competitivo: oportunidad y exigencia

Para alcanzar ese volumen, EBROM debería capturar una cuota de mercado en España cercana al 6% en turismos y 9–10% en SUV, niveles que obligan a pensar en mercados más allá de las fronteras nacionales para alcanzar ese volumen de unidades. En comparación, grupos consolidados como Volkswagen–SEAT, Hyundai–Kia o Toyota presentan cuotas totales del 12,5%, 11,4% y 8,6%, respectivamente (acumuladas a sep-25).

En este sentido, la reciente entrada de EBROM en el mercado búlgaro (oct-25), refuerza la tesis de internacionalización gradual del proyecto. Los SUV de la marca —fabricados en la planta de Barcelona con tecnología Chery— debutarán en Bulgaria, previsiblemente, en 2026, marcando el primer paso de la expansión europea y consolidando el papel de la compañía como fabricante con proyección continental.

Gráfico 3. Evolución de la cuota de mercado de matriculaciones de turismos en España. OEMs tradicionales (izq) y fabricantes chinos (dcha)



Fuentes: análisis Lighthouse a partir de datos de Faconauto e Ideauto.

A este respecto, es destacable cómo el mercado español ha mostrado receptividad a nuevos fabricantes en los últimos años: MG alcanza una cuota del 4,1% (c. 35 mil matriculaciones a sep-25) y BYD del 1,9% (c. 17 mil unidades). Estas cifras evidencian que existe espacio para nuevos actores, pero también que el entorno es altamente competitivo y dependiente de marca, red y servicio postventa.

En este contexto, EBROM combina dos atributos diferenciales: (i) producción local bajo marca nacional, y (ii) respaldo tecnológico de Chery, que aporta plataforma, fiabilidad y escalabilidad. Esta combinación refuerza su capacidad de penetración comercial y le otorga credibilidad industrial, dos factores clave para mantener el interés inversor.

Catalizadores: ventas, ritmo de ventas y financiación, las variables críticas

Nuestro escenario base proyecta c. 40 mil unidades vendidas en 2027e, apoyadas en la ampliación de gama (S400, S700, S800, S900) y la entrada en funcionamiento de la línea M1 (1T26e). En ese contexto, EBROM pasaría a ser un actor relevante a escala nacional (3–4 % de cuota) con márgenes operativos positivos (margen EBITDA 2027e del 4,2%). El umbral de 70.000 unidades es exigente, y podría empezar a vislumbrarse si la compañía mantiene la senda de crecimiento 2026e–2027e y evita disrupciones operativas o regulatorias. Pero a día de hoy queda lejos (no antes de 2028e).

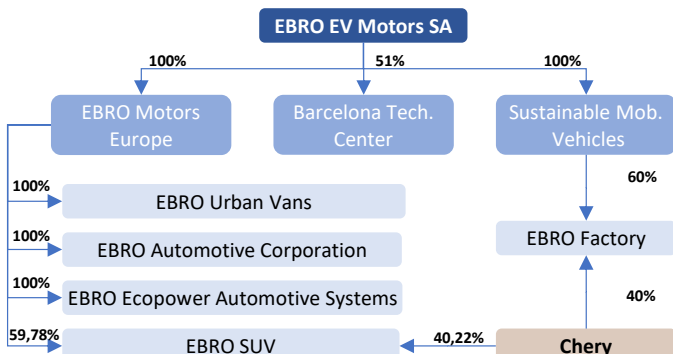
El mercado sigue tratando a EBROM como una “historia de ingresos”, no de costes. Para sostener valoraciones actuales, la ejecución comercial y la velocidad de entrega serán tan determinantes como el control financiero. El modelo de negocio, intensivo en capital (CAPEX y circulante), implicará necesidades adicionales de financiación de c. EUR 300 Mn (2025e–2027e), lo que “obliga” a pensar en soluciones de financiación que implicarán deuda y capital, y por tanto, e inevitablemente, riesgo de dilución.

Conclusión: una historia de “delivery” en fase de validación

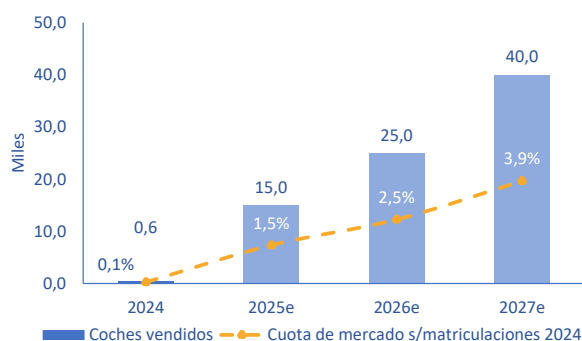
La compañía ha probado su capacidad industrial; ahora debe validar su tracción comercial (“pasar de las musas al teatro”). El cumplimiento de los hitos de 2026e–2027e será condición necesaria (aunque no suficiente) para mantener la confianza en un *equity story* que sigue siendo diferencial. Mientras tanto, la acción seguirá cotizando expectativas de ventas más que resultados contables, en un contexto donde la velocidad de ejecución y el acceso a financiación en condiciones razonables serán los principales catalizadores. Los datos de ventas de los próximos trimestres parecen claves para dar credibilidad a la capacidad de la compañía para alcanzar en tres años los niveles de cuota (y por tanto EBITDA) necesarios para justificar el precio de la acción.

La compañía en 8 gráficos

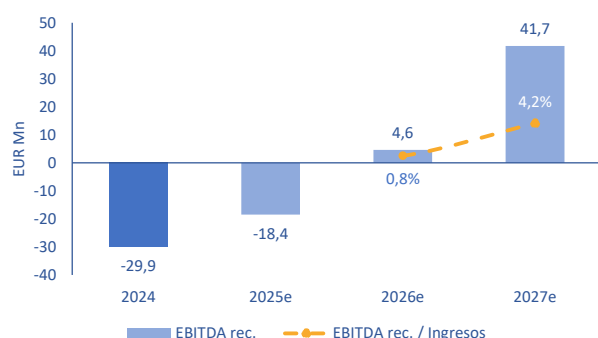
Estructura societaria. Una alianza estratégica con Chery (c. 40% de participación en filiales) para relanzar la histórica marca EBRO



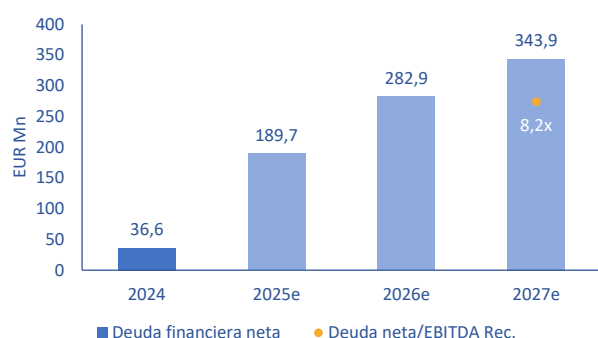
Estimamos un crecimiento acelerado de la venta de coches EBRO, alcanzando un c.2,5% del mercado en 2026e (25 mil coches)



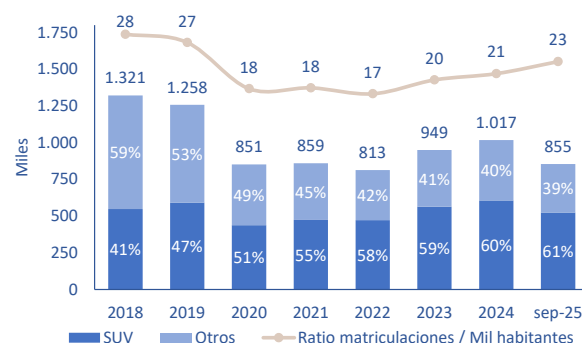
Breakeven de EBITDA rec. en 2026e, con expansión en 2027e por apalancamiento operativo, aún con recorrido. Mg EBITDA 27e 4,2%



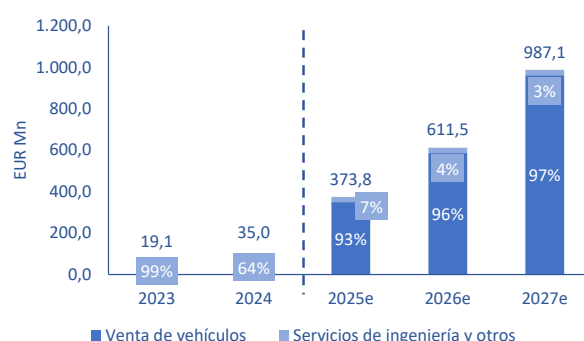
Que se reflejará en un incremento significativo de la deuda neta. El acceso continuado a financiación (capital y deuda) será clave



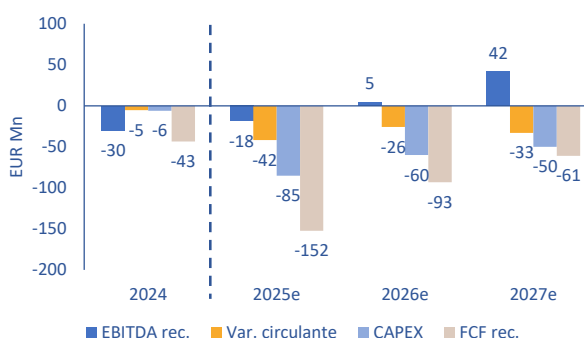
En España se matriculan c. 1 Mn de turismos al año (1,3 Mn en 2019, prepandemia), c. 60% son vehículos SUV



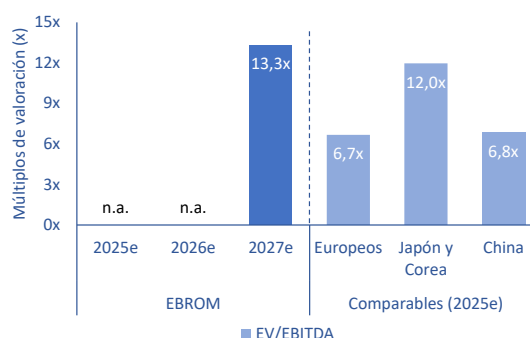
Que provocará que la venta de vehículos sea la principal línea de negocio ya desde 2025e (ingresos 2025e de EUR 374 Mn)



El CAPEX y el circulante presionarán el FCF, que se mantendrá en terreno negativo durante el periodo 2025e-2027e



Nuestras estimaciones implican un EV/EBITDA 2027e de 13,3x. Comparables cotizando en rango 6,7x-12,0x EV/EBITDA 2025e



Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e		
Inmovilizado inmaterial				11,8	17,1	30,1	43,6	60,1		
Inmovilizado material				78,1	83,3	156,1	196,9	220,8		
Otros activos no corrientes				6,3	12,7	16,9	18,6	18,6		
Inmovilizado financiero				2,0	2,4	2,4	2,4	2,4		
Fondo de comercio y otros intangibles				-	-	-	-	-		
Activo circulante				21,0	60,1	115,9	177,3	266,5		
Total activo				119,2	175,7	321,5	438,9	568,5		
Patrimonio neto				6,6	52,3	39,2	32,6	40,3		
Minoritarios				15,3	30,7	21,9	17,5	22,6		
Provisiones y otros pasivos a LP				30,4	14,0	14,6	14,1	13,6		
Otros pasivos no corrientes				-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta				58,6	36,6	189,7	282,9	343,9		
Pasivo circulante				8,2	42,0	56,1	91,7	148,1		
Total pasivo				119,2	175,7	321,5	438,9	568,5		

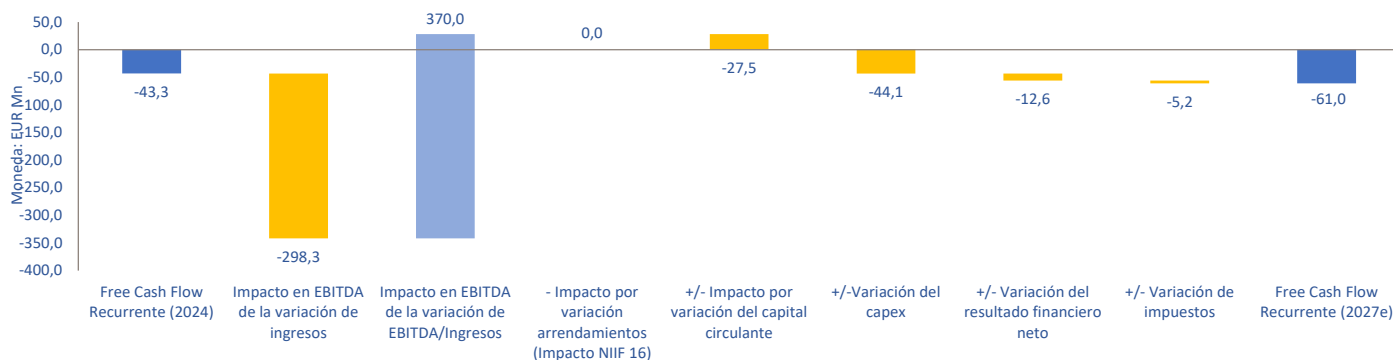
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	
									20-24	24-27e
Total Ingresos				19,1	35,0	373,8	611,5	987,1	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Cto.Total Ingresos</i>				<i>n.a.</i>	<i>83,6%</i>	<i>966,8%</i>	<i>63,6%</i>	<i>61,4%</i>		
Coste de ventas				(12,3)	(15,5)	(282,6)	(465,3)	(756,7)		
Margen Bruto				6,8	19,5	91,3	146,2	230,4	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>				<i>35,4%</i>	<i>55,7%</i>	<i>24,4%</i>	<i>23,9%</i>	<i>23,3%</i>		
Gastos de personal				(16,8)	(28,9)	(56,7)	(79,7)	(102,3)		
Otros costes de explotación				(12,0)	(20,6)	(53,0)	(61,8)	(86,3)		
EBITDA recurrente				(22,1)	(29,9)	(18,4)	4,6	41,7	<i>n.a.</i>	<i>50,3%</i>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>				<i>n.a.</i>	<i>-35,5%</i>	<i>38,5%</i>	<i>125,2%</i>	<i>800,1%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,8%</i>	<i>4,2%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.				0,6	(9,2)	(3,0)	2,0	2,0		
EBITDA				(21,5)	(39,2)	(21,4)	6,6	43,7	<i>n.a.</i>	<i>46,1%</i>
Depreciación y provisiones				(2,2)	(4,5)	(12,2)	(19,2)	(26,1)		
Gastos capitalizados				12,5	9,0	13,0	13,5	16,5		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)				-	-	-	-	-		
EBIT				(11,2)	(34,7)	(20,6)	0,9	34,2	<i>n.a.</i>	<i>44,0%</i>
<i>Cto.EBIT</i>				<i>n.a.</i>	<i>-210,3%</i>	<i>40,6%</i>	<i>104,5%</i>	<i>n.a.</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>0,2%</i>	<i>3,5%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros				-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto				(2,4)	(4,5)	(7,1)	(12,1)	(15,2)		
Resultados por puesta en equivalencia				0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Beneficio ordinario				(13,6)	(39,2)	(27,8)	(11,1)	19,0	<i>n.a.</i>	<i>35,4%</i>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>				<i>n.a.</i>	<i>-188,5%</i>	<i>29,2%</i>	<i>59,9%</i>	<i>270,6%</i>		
Extraordinarios				-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos				(13,6)	(39,2)	(27,8)	(11,1)	19,0	<i>n.a.</i>	<i>35,4%</i>
Impuestos				2,2	5,8	4,2	1,7	(4,8)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios				1,2	9,5	9,4	3,8	(5,7)		
Actividades discontinuadas				-	-	-	-	-		
Beneficio neto				(10,2)	(23,9)	(14,2)	(5,7)	8,6	<i>n.a.</i>	<i>33,1%</i>
<i>Cto.Beneficio neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>-134,3%</i>	<i>40,7%</i>	<i>59,9%</i>	<i>250,5%</i>		
Beneficio ordinario neto				(13,0)	(20,5)	(15,3)	(9,4)	7,1	<i>n.a.</i>	<i>32,8%</i>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>				<i>n.a.</i>	<i>-57,3%</i>	<i>25,1%</i>	<i>38,9%</i>	<i>175,4%</i>		

Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	
									20-24	24-27e
EBITDA recurrente						(18,4)	4,6	41,7	<i>n.a.</i>	<i>50,3%</i>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)				-	-	-	-	-		
Var.capital circulante						(41,8)	(25,8)	(32,8)		
Cash Flow operativo recurrente						-60,2	-21,2	8,9	<i>n.a.</i>	<i>31,1%</i>
CAPEX						(85,0)	(60,0)	(50,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(7,1)	(12,1)	(15,2)		
Impuestos						-	-	(4,8)		
Free Cash Flow Recurrente						(152,3)	(93,2)	(61,0)	<i>n.a.</i>	<i>-12,1%</i>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(5,0)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						1,1	-	-		
Free Cash Flow						(156,3)	(93,2)	(61,0)	<i>n.a.</i>	<i>-28,3%</i>
Ampliaciones de capital						3,2	-	-		
Dividendos						-	-	-		
Variación de Deuda financiera neta						153,1	93,2	61,0		

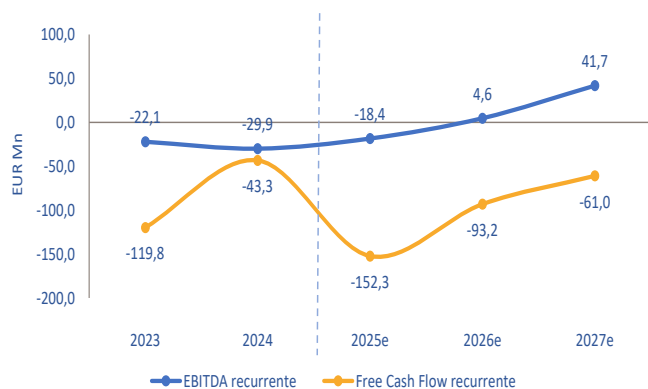
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	
								21-24	24-27e
EBITDA recurrente			(22,1)	(29,9)	(18,4)	4,6	41,7	n.a.	50,3%
Cto. EBITDA recurrente			n.a.	-35,5%	38,5%	125,2%	800,1%		
EBITDA rec. / Ingresos			n.a.	n.a.	n.a.	0,8%	4,2%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante			(12,7)	(5,3)	(41,8)	(25,8)	(32,8)		
= Cash Flow operativo recurrente			(34,8)	(35,3)	(60,2)	(21,2)	8,9	n.a.	31,1%
Cto. Cash Flow operativo recurrente			n.a.	-1,2%	-70,7%	64,9%	142,1%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,9%		
- CAPEX			(82,6)	(5,9)	(85,0)	(60,0)	(50,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow			(2,4)	(2,6)	(7,1)	(12,1)	(15,2)		
- Impuestos			0,1	0,5	-	-	(4,8)		
= Free Cash Flow recurrente			(119,8)	(43,3)	(152,3)	(93,2)	(61,0)	n.a.	-12,1%
Cto. Free Cash Flow recurrente			n.a.	63,9%	-251,6%	38,8%	34,6%		
Free Cash Flow recurrente / Ingresos			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- 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	1,1	-	-		
= Free Cash Flow			(104,5)	(28,9)	(156,3)	(93,2)	(61,0)	n.a.	-28,3%
Cto. Free Cash Flow			n.a.	72,3%	-440,6%	40,3%	34,6%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e		
Free Cash Flow recurrente (Año -1)				(119,8)	(43,3)	(152,3)	(93,2)		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos				(18,5)	(289,4)	(11,7)	2,8		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos				10,6	300,9	34,8	34,3		
= Variación EBITDA recurrente				(7,9)	11,5	23,1	37,1		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)				-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante				7,4	(36,4)	16,0	(7,1)		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente				(0,4)	(24,9)	39,0	30,0		
+/- Variación del CAPEX				76,7	(79,1)	25,0	10,0		
+/- Variación del resultado financiero neto				(0,2)	(4,5)	(4,9)	(3,1)		
+/- Variación de impuestos				0,4	(0,5)	-	(4,8)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente				76,5	(109,0)	59,1	32,2		
Free Cash Flow Recurrente				(43,3)	(152,3)	(93,2)	(61,0)		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	
EBIT			(11,2)	(34,7)	(20,6)	0,9	34,2	n.a.	44,0%
* Tasa fiscal teórica			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	(8,5)		
EBITDA recurrente			(22,1)	(29,9)	(18,4)	4,6	41,7	n.a.	50,3%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)			-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante			(12,7)	(5,3)	(41,8)	(25,8)	(32,8)		
= Cash Flow operativo recurrente			(34,8)	(35,3)	(60,2)	(21,2)	8,9	n.a.	31,1%
- CAPEX			(82,6)	(5,9)	(85,0)	(60,0)	(50,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)			-	-	-	-	(8,5)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente			(117,5)	(41,2)	(145,2)	(81,2)	(49,6)	n.a.	-6,4%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente			n.a.	64,9%	-252,4%	44,1%	38,8%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros			0,1	(1,9)	(5,0)	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones			-	0,0	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow			15,3	16,3	1,1	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"			(102,1)	(26,8)	(149,1)	(81,2)	(49,6)	n.a.	-22,8%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)			n.a.	73,8%	-456,9%	45,6%	38,8%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)			n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		

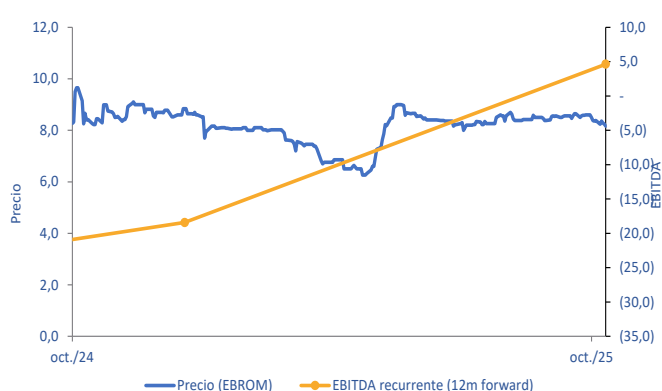
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2024 - 2027e)



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	396,7	
+ Minoritarios	26,5	Rdos. 6m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	2,8	Rdos. 6m 2025
+ Deuda financiera neta	132,6	Rdos. 6m 2025
- Inmovilizado financiero	3,5	Rdos. 6m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	555,1	

Anexo 4. Principales comparables 2025e

	EUR Mn	Comparables europeos					Comparables japoneses y coreanos					Comparables chinos					EBROM
		Volkswagen	Stellantis	Renault	BMW	Mercedes-Benz	Average	Toyota	Honda	Hyundai	Average	BYD	SAIC	Great Wall Motor	Geely	Average	
Datos Mercado	Ticker (Factset)	VOWG.DE	STLAM.MI	RENA.PA	BMWG.DE	MBGn.DE		7203.T	7267.T	005380.KS		002594.SZ	600104.SS	2333.HK	0175.HK		EBROM.MC
	País	Germany	Netherlands	France	Germany	Germany		Japan	Japan	; Republic (S. Korea)		China	China	China	Hong Kong		Spain
	Market cap	45.029,0	27.084,1	10.422,3	49.193,6	50.942,7		277.950,2	48.492,5	39.190,5		110.207,0	22.883,8	21.145,7	21.890,0		396,7
	Enterprise value (EV)	253.219,5	35.579,1	61.243,3	136.641,4	130.982,7		410.725,3	91.827,8	123.462,7		118.397,6	11.415,5	20.889,4	20.222,8		555,1
Información financiera básica	Total Ingresos	322.477,7	151.992,7	57.720,6	139.715,7	134.796,1		281.165,5	121.094,5	111.240,5		109.360,9	79.346,8	25.015,2	37.398,2		373,8
	Cto. Total Ingresos	-0,7%	-3,1%	2,6%	-1,9%	-7,4%	-2,1%	3,3%	-1,5%	5,5%	2,4%	16,4%	4,6%	11,6%	40,5%	18,3%	966,8%
	2y TACC (2025e - 2027e)	2,4%	4,5%	2,2%	2,7%	2,2%	2,8%	2,6%	2,5%	3,2%	2,8%	14,4%	5,8%	10,6%	15,8%	11,6%	62,5%
	EBITDA	38.989,0	9.237,3	1.510,0	19.217,3	14.166,3		32.081,1	8.023,1	10.619,7		13.611,9	4.123,9	2.419,9	2.817,0		(21,4)
	Cto. EBITDA	-26,8%	-47,7%	-79,7%	-4,0%	-48,1%	-41,3%	-22,6%	-49,9%	-6,2%	-26,2%	-2,0%	37,5%	-4,7%	34,8%	16,4%	45,3%
	2y TACC (2025e - 2027e)	10,0%	30,7%	n.a.	8,7%	15,0%	16,1%	7,4%	12,5%	4,3%	8,1%	20,0%	11,6%	11,3%	18,2%	15,3%	n.a.
	EBITDA/Ingresos	12,1%	6,1%	2,6%	13,8%	10,5%	9,0%	11,4%	6,6%	9,5%	9,2%	12,4%	5,2%	9,7%	7,5%	8,7%	n.a.
	EBIT	11.588,6	2.259,0	1.193,5	9.914,3	7.290,0		n.a.	n.a.	7.489,1		5.866,5	1.319,8	1.437,6	1.867,6		(20,6)
	Cto. EBIT	-50,4%	-77,1%	-72,0%	-12,9%	-42,1%	-50,9%	-100,0%	-100,0%	-12,6%	-70,9%	-2,5%	143,3%	-1,1%	76,6%	54,1%	40,6%
	2y TACC (2025e - 2027e)	35,2%	89,1%	69,7%	9,1%	17,6%	44,1%	n.a.	n.a.	1,6%	1,6%	27,4%	27,1%	12,6%	23,7%	22,7%	91,2%
	EBIT/Ingresos	3,6%	1,5%	2,1%	7,1%	5,4%	3,9%	n.a.	n.a.	6,7%	6,7%	5,4%	1,7%	5,7%	5,0%	4,4%	n.a.
	Beneficio Neto	6.115,2	953,5	(9.988,6)	6.464,8	5.275,6		18.583,8	3.480,2	6.568,1		5.214,0	1.429,8	1.438,2	1.776,3		(14,2)
	Cto. Beneficio Neto	-50,7%	-82,7%	n.a.	-15,8%	-49,3%	-49,6%	-31,5%	-32,0%	-19,4%	-27,7%	3,7%	102,8%	2,2%	-4,6%	26,0%	40,7%
	2y TACC (2025e - 2027e)	48,1%	n.a.	49,1%	9,8%	20,6%	31,9%	10,4%	16,2%	-0,8%	8,6%	26,1%	21,8%	10,6%	20,2%	19,7%	61,4%
	CAPEX/Ventas	7,4%	6,8%	4,8%	8,0%	6,6%	6,7%	5,8%	3,1%	4,2%	4,4%	10,5%	3,0%	5,0%	3,5%	5,5%	22,7%
	Free Cash Flow	789,8	(5.361,0)	449,4	4.056,7	4.560,5		7.555,8	2.561,7	1.541,9		4.445,7	3.429,4	1.352,2	2.793,7		(156,3)
	Deuda financiera Neta	(29.936,6)	(6.783,4)	(8.260,5)	(25.412,3)	(31.255,4)		166.100,3	40.363,3	78.284,1		(14.150,2)	(12.445,0)	(2.576,1)	(4.682,8)		189,7
Múltiplos y Ratios	DN/EBITDA (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,2	5,0	7,4	5,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Pay-out	39,9%	121,9%	-6,3%	38,2%	45,5%	47,8%	38,8%	55,7%	28,5%	41,0%	26,3%	42,0%	30,7%	30,3%	32,3%	0,0%
	P/E (x)	6,7	48,0	n.a.	7,8	9,9	18,1	12,1	10,5	5,7	9,4	22,0	16,1	9,2	11,3	14,7	n.a.
	P/BV (x)	0,3	0,3	0,4	0,6	0,6	0,4	1,1	0,5	0,6	0,7	4,0	0,7	1,4	1,8	1,9	10,1
	EV/Ingresos (x)	0,8	0,2	1,1	1,0	1,0	0,8	1,5	0,8	1,1	1,1	1,1	0,1	0,8	0,5	0,7	1,5
	EV/EBITDA (x)	6,5	3,9	40,6	7,1	9,2	13,5	12,8	11,4	11,6	12,0	8,7	2,8	8,6	7,2	6,8	n.a.
	EV/EBIT (x)	21,9	15,7	n.a.	13,8	18,0	17,3	n.a.	n.a.	16,5	16,5	20,2	8,6	14,5	10,8	13,5	n.a.
	ROE	3,5	0,8	n.a.	7,8	5,9	4,5	8,9	4,9	9,6	7,8	19,6	4,1	15,4	16,5	13,9	n.a.
	FCF Yield (%)	1,8	n.a.	4,3	8,2	9,0	5,8	2,7	5,3	3,9	4,0	4,0	15,0	6,4	12,8	9,5	n.a.
	DPA	4,87	0,40	2,32	3,94	2,40	2,78	0,54	0,41	7,11	2,69	0,16	0,05	0,05	0,05	0,08	0,00
	Dvd Yield	5,3%	4,2%	6,8%	4,9%	4,5%	5,1%	3,1%	4,6%	4,7%	4,1%	1,3%	2,6%	3,0%	2,5%	2,3%	0,0%

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

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

Anexo 6. Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo ⁽¹⁾		
Free Cash Flow "To the Firm"	(149,1)	(81,2)	(49,6)	n.a.		
Market Cap	396,7	A la fecha de este informe				
Deuda financiera neta	132,6	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2025)				
					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)			=	=
Coste de la deuda neta	4,4%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)			4,2%	4,6%
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
Coste del Equity	10,6%	Ke = Rf + (R * B)			9,4%	11,9%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	74,9%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	25,1%	D			=	=
WACC	9,0%	WACC = Kd * D + Ke * E			8,1%	10,0%
G "Razonable"	2,0%				2,0%	1,5%

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker	Mkt. Cap	PER 25e	BPA 25e-27e	EV/EBITDA 25e	EBITDA 25e-27e	EV/Vtas. 25e	Ingresos 25e-27e	EBITDA/Vtas. 25e	FCF Yield 25e	FCF 25e-27e
Volkswagen	VOWG.DE	45.029,0	6,7	37,0%	6,5	10,0%	0,8	2,4%	12,1%	1,8%	n.a.
Stellantis	STLAM.MI	27.084,1	48,0	n.a.	3,9	30,7%	0,2	4,5%	6,1%	n.a.	56,4%
Renault	RENA.PA	10.422,3	n.a.	48,8%	40,6	n.a.	1,1	2,2%	2,6%	4,3%	n.a.
BMW	BMWG.DE	49.193,6	7,8	11,4%	7,1	8,7%	1,0	2,7%	13,8%	8,2%	18,9%
Mercedes-Benz	MBGn.DE	50.942,7	9,9	23,1%	9,2	15,0%	1,0	2,2%	10,5%	9,0%	10,2%
Comparables europeos			18,1	30,1%	13,5	16,1%	0,8	2,8%	9,0%	5,8%	28,5%
Toyota	7203.T	277.950,2	12,1	12,8%	12,8	7,4%	1,5	2,6%	11,4%	2,7%	16,3%
Honda	7267.T	48.492,5	10,5	19,6%	11,4	12,5%	0,8	2,5%	6,6%	5,3%	-11,4%
Hyundai	005380.KS	39.190,5	5,7	3,2%	11,6	4,3%	1,1	3,2%	9,5%	3,9%	24,7%
Comparables japoneses y coreanos			9,4	11,9%	12,0	8,1%	1,1	2,8%	9,2%	4,0%	9,9%
BYD	002594.SZ	110.207,0	22,0	26,7%	8,7	20,0%	1,1	14,4%	12,4%	4,0%	25,3%
SAIC	600104.SS	22.883,8	16,1	19,9%	2,8	11,6%	0,1	5,8%	5,2%	15,0%	-50,1%
Great Wall Motor	2333.HK	21.145,7	9,2	10,0%	8,6	11,3%	0,8	10,6%	9,7%	n.a.	1,8%
Geely	0175.HK	21.890,0	11,3	19,9%	7,2	18,2%	0,5	15,8%	7,5%	12,8%	3,3%
Comparables chinos			14,7	19,1%	6,8	15,3%	0,7	11,6%	8,7%	10,6%	-4,9%
EBROM	EBROM.MC	396,7	n.a.	61,4%	n.a.	n.a.	1,5	62,5%	n.a.	n.a.	37,5%

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	0,9%	5,2	105,8x
Central	0,8%	4,6	119,7x
Min	0,7%	4,0	137,9x

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	8,8%	9,8%	10,8%
5,2	(86,5)	(92,6)	(98,7)
4,6	(87,1)	(93,2)	(99,3)
4,0	(87,7)	(93,8)	(99,9)

LIGHTHOUSE

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

Director de análisis

Alfredo Echevarría Otegui
alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Analistas que han contribuido a este informe:

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

Daniel Gandoy López
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

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

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
27-Oct-2025	n.a.	8,16	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Pablo Victoria Rivera, CESGA
09-Oct-2025	n.a.	8,58	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
19-Sep-2025	n.a.	8,54	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Pablo Victoria Rivera, CESGA

