

**Resultados 12m 2025**

 Opinión <sup>(1)</sup>: En línea

 Impacto <sup>(1)</sup>: Mantenemos estimaciones

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

+34 915 631 972

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

**Market Data**

Market Cap (Mn EUR y USD)	66,4	77,7
EV (Mn EUR y USD) <sup>(2)</sup>	318,5	372,6
Número de Acciones (Mn)	5,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	12,90 / 12,33 / 11,00	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación <sup>(3)</sup>	1,6	
Refinitiv / Bloomberg	ALQ.MC / ALQ.SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

**Estructura Accionarial (%) <sup>(7)</sup>**

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

**Datos Financieros**

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

**Ratios y Múltiplos (x) <sup>(6)</sup>**

PER	8,2	6,7	5,4	4,5
PER Ordinario	8,7	6,7	5,4	4,5
P/BV	1,2	1,1	0,9	0,8
Dividend Yield (%)	2,5	2,7	3,0	3,7
EV/Ventas	1,94	1,65	1,48	1,34
EV/EBITDA Rec.	3,4	2,9	2,6	2,3
EV/EBIT	14,6	12,2	11,1	10,1
FCF Yield (%) <sup>(5)</sup>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(1) La opinión sobre los resultados es sobre el EBITDA publicado respecto a nuestra estimación para el ejercicio (12m). El impacto refleja si, a raíz de los resultados, prevemos una revisión significativa (>5 - 10%, dependiendo del sector) de nuestra estimación de EBITDA (en cualquiera de los años estimados).

(2) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(4) Sector: Stoxx Europe 600 Industrial Goods & Services.

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

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

(7) Otros: Autocartera 1,3%

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

## Rdos 2025: en línea. Crecimiento de ingresos y EBITDA del c. +14%, sin señales de agotamiento.

**INGRESOS 2025 DE EUR 164,3 MN (+13,7% VS 2024). EN LÍNEA.** El buen desempeño de la línea de renting (EUR 141,6 Mn; c. +18%) compensa la caída de los ingresos por venta de vehículos de ocasión (EUR 22,7 Mn; c. -8%). La flota alcanza los 21.900 vehículos (+12,8% vs 2024), en línea con estimaciones. ALQ opera ya con 26 delegaciones (vs 24 en 2024), 25 en España y 1 en Italia (inicio de la expansión internacional en 2024).

**EL EBITDA REC. CRECE UN +14% (EN LÍNEA), MANTENIENDO MÁRGENES, Y COMIENZA A TRASLADARSE AL BENEFICIO NETO.** El menor peso de la venta de vehículos de ocasión en el mix (14% vs 17% en 2024) impulsa el margen bruto (+2 p.p. hasta el 92,4%; EUR 151,8 Mn, +16% vs 2024). Este avance se ve compensado por el incremento de los gastos de personal (+19%; crecimiento de la plantilla) y de otros costes operativos (c. +20%, ligados a la mayor flota), situando el margen EBITDA en el 57,2% (+0,2 p.p.). El EBITDA rec. alcanza EUR 94 Mn (+14% vs 2024).

Este crecimiento operativo comienza a trasladarse al BN (EUR 8 Mn; +31,6%; en línea). Las amortizaciones (EUR 72,8 Mn; +17%) reflejan la mayor inversión, mientras que el resultado financiero está estable (EUR 11,2 Mn; -1%), pese al aumento de la DN. De cara a 2026e, estimamos continuidad en esta tendencia (BN: EUR 10,0 Mn).

**APALANCAMIENTO RAZONABLE (DN/EBITDA 2025: 2,5X) EN UN CONTEXTO DE FUERTE INVERSIÓN.** La DN 2025 se incrementa hasta los EUR 237,8 Mn (+12% vs 2024) debido al elevado CAPEX (EUR 120,5 Mn). Pese a ello, el apalancamiento se mantiene en 2,5x DN/EBITDA 2025. El negocio continúa en fase expansiva (FCF < 0).

**MANTENEMOS ESTIMACIONES.** Tras los buenos resultados en 2025, estimamos continuidad en el crecimiento de la flota hasta c. 23.900 vehículos en 2026e (+c. 2.000 vs 2025), lo que se traduciría en unos ingresos de EUR 193,4 Mn (+17,7%) y un EBITDA recurrente de EUR 110,4 Mn (+17,4%; margen del 57,1%).

**NEGOCIO DE NICHU, CON VISIBILIDAD DE CRECIMIENTO Y MEJORA DE RENTABILIDAD.** Los múltiplos de ALQ (PER 2026e de 6,7x y P/BV 2026e de 1,1x) no parecen recoger plenamente su perfil: (i) exposición a un driver sectorial aún vigente (penetración del renting: c. 3% en España vs c. 4,4% en UK y c. 4% en Francia), (ii) crecimientos de doble dígito (históricamente probados) y (iii) una mejora esperada de la rentabilidad (ROCE 2028e c. 6,4%), que debería traducirse en un ROE de c. 20% en 2027e-2028e. Lo que justifica un mejor múltiplo. El gran driver del equity story es sectorial: el gran potencial de crecimiento del renting flexible en España (e Italia...).

**Comportamiento relativo (base 100)**


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	0,0	-0,8	3,4	-2,4	57,7	121,6
vs Ibex 35	-6,5	-3,3	-32,6	-6,7	-18,9	4,9
vs Ibex Small Cap Index	-3,6	1,3	-17,9	-3,1	20,4	84,7
vs Eurostoxx 50	-3,6	0,9	-19,0	-4,1	15,3	49,6
vs Índice del sector <sup>(4)</sup>	-2,0	0,8	-25,8	-7,2	-7,1	29,5

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.

## Alquiber (ALQ) 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).

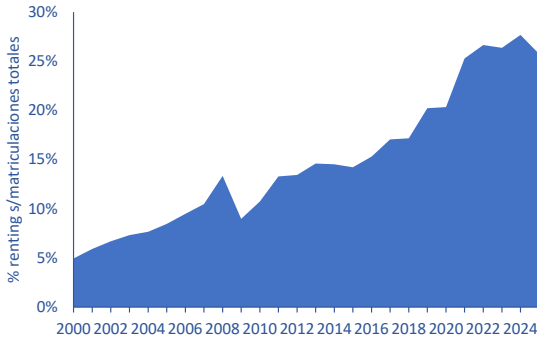
**Resultados 12m 2025**
**Tabla de resultados**

EUR Mn	12m25 Real	12m24	12m25 Real vs 12m24	2025e	2025 vs 2025e
<b>Total Ingresos</b>	<b>164,3</b>	<b>144,5</b>	<b>13,7%</b>	<b>169,7</b>	<b>-3,2%</b>
Renting	141,6	119,9	18,1%	139,2	1,7%
Venta de vehículo usado	22,7	24,6	-7,7%	27,9	-18,6%
<b>EBITDA (Recurrente)</b>	<b>94,0</b>	<b>82,3</b>	<b>14,3%</b>	<b>98,3</b>	<b>-4,3%</b>
<i>EBITDA Rec. / Ingresos</i>	<i>57,2%</i>	<i>57,0%</i>	<i>0,3 p.p.</i>	<i>57,9%</i>	<i>-0,7 p.p.</i>
<b>EBITDA</b>	<b>94,6</b>	<b>81,8</b>	<b>15,7%</b>	<b>98,3</b>	<b>-3,7%</b>
<i>EBITDA / Ingresos</i>	<i>57,6%</i>	<i>56,6%</i>	<i>1,0 p.p.</i>	<i>57,9%</i>	<i>-0,3 p.p.</i>
<b>EBIT</b>	<b>21,9</b>	<b>19,7</b>	<b>11,1%</b>	<b>22,8</b>	<b>-4,2%</b>
<b>BAI</b>	<b>10,7</b>	<b>8,4</b>	<b>27,2%</b>	<b>11,0</b>	<b>-3,1%</b>
<b>BN</b>	<b>8,0</b>	<b>6,1</b>	<b>31,6%</b>	<b>8,1</b>	<b>-1,9%</b>
<b>BN ordinario</b>	<b>7,5</b>	<b>6,4</b>	<b>17,4%</b>	<b>8,1</b>	<b>-7,5%</b>
Cash Flow operativo recurrente <sup>1</sup>	94,4	83,0	13,7%	98,6	-4,2%
Capex	120,5	106,3	13,4%	145,1	-17,0%
	<b>12m25 Real</b>	<b>12m24</b>	<b>12m25 Real vs 12m24</b>	<b>2025e</b>	<b>2025 vs 2025e</b>
Deuda Neta	237,8	212,4	12,0%	261,2	-9,0%
Deuda Neta / EBITDA rec.	2,5 x	2,6 x	-0,1 x	2,7 x	
Número de sedes comerciales	26	24	8,3%		
Flota (número de vehículos)	21.913	19.426	12,8%		

Nota 1: Cash Flow operativo recurrente calculado como (1) EBITDA Recurrente menos (2) la variación de capital circulante. Una métrica que permite medir la capacidad de generación de caja de ALQ al margen del CAPEX necesario para el continuo crecimiento de la flota (un factor que, dada la estrategia de crecimiento de la compañía, habría marcado el FCF Recurrente durante los últimos años). Una normalización del CAPEX en relación con la cifra de negocio de la compañía (CAPEX/Ventas medio -4y: c. 80%) implica "matemáticamente" un potencial evidente de crecimiento en FCF Recurrente.

**La compañía en 8 gráficos**

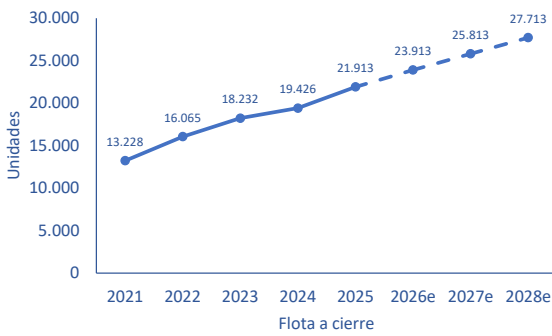
**Renting de vehículos: un sector en crecimiento en España...**



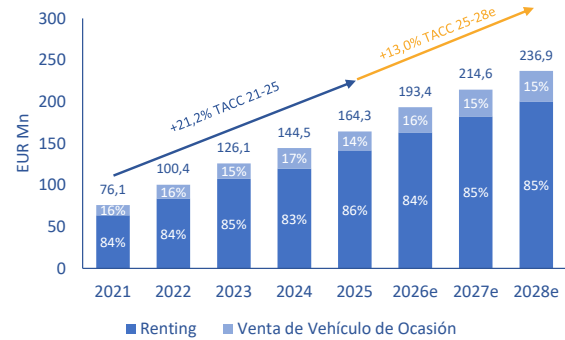
**... donde ALQ cuenta con elevada presencia (25 delegaciones)**



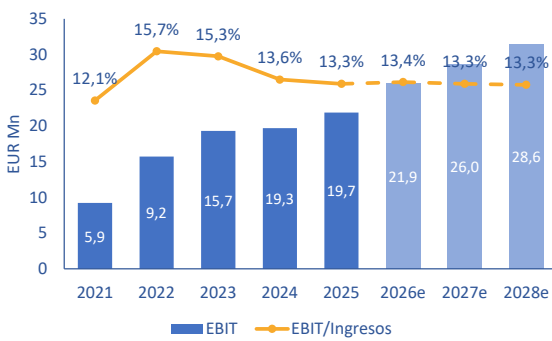
**Con una flota de vehículos en continuo crecimiento (+8,1% TACC 25-28e)...**



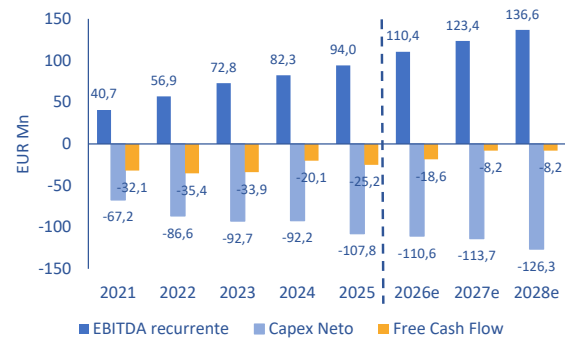
**... que permitirá seguir creciendo en ingresos (+13,0% TACC 25-28e)**



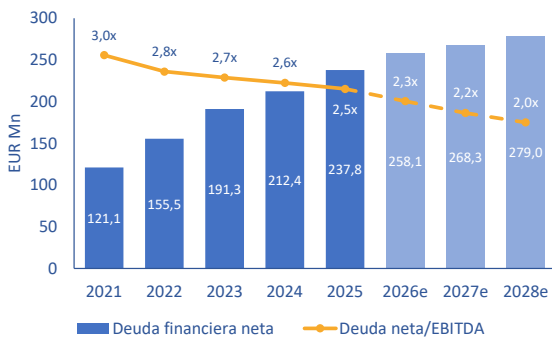
**Manteniendo un margen EBIT de c. 13,0%**



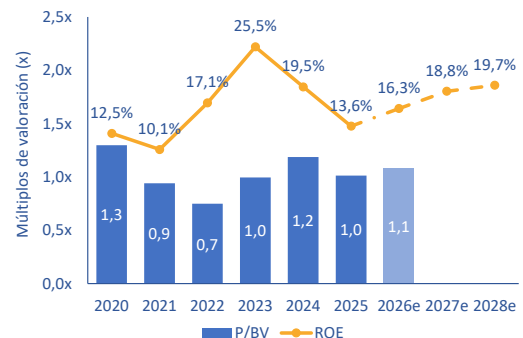
**FCF: negativo (negocio intensivo en capital), mientras continúe el crecimiento a doble dígito**



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



**Cotizando a un P/BV 2026e de 1,1x, que no parece recoger todo su potencial**



## Inputs de valoración

### Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo <sup>(1)</sup>			
Free Cash Flow "To the Firm"	(9,0)	0,9	0,7	n.a.			
<b>Market Cap</b>	<b>66,4</b>	A la fecha de este informe					
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>237,8</b>	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 12m 2025)					
					Inputs favorables	Inputs desfavorables	
Coste de la deuda	4,8%	Coste de la deuda neta			4,3%	5,3%	
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)			=	=	
<b>Coste de la deuda neta</b>	<b>3,8%</b>	<b>Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)</b>			<b>3,4%</b>	<b>4,2%</b>	
Risk free rate (rf)	3,4%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)			=	=	
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)			5,5%	6,5%	
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)			1,2	1,4	
<b>Coste del Equity</b>	<b>11,2%</b>	<b>Ke = Rf + (R * B)</b>			<b>10,0%</b>	<b>12,5%</b>	
Equity / (Equity + Deuda Neta)	21,8%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)			=	=	
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	78,2%	D			=	=	
<b>WACC</b>	<b>5,5%</b>	<b>WACC = Kd * D + Ke * E</b>			<b>4,9%</b>	<b>6,1%</b>	
<b>G "Razonable"</b>	<b>2,0%</b>				<b>2,5%</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 Factset	Mkt. Cap	PER 26e	BPA 26e-28e	EV/EBITDA 26e	EBITDA 26e-28e	EV/Vtas. 26e	Ingresos 26e-28e	EBITDA/Vtas. 26e	FCF Yield 26e	FCF 26e-28e
Avis Budget	CAR.O	8.970,2	74,8	67,6%	42,7	15,8%	3,0	2,0%	7,0%	0,9%	-41,4%
Hertz	HTZ.O	1.754,2	n.a.	53,1%	n.a.	54,8%	2,1	2,4%	3,5%	126,0%	-41,4%
Sixt	SIXG.DE	3.102,3	10,2	10,5%	4,4	6,9%	1,4	6,3%	32,4%	7,9%	-13,2%
Ayvens	AYV.PA	8.501,4	8,6	9,0%	31,9	7,3%	2,4	6,6%	7,6%	n.a.	-7,5%
Zigup	ZIG.L	1.054,4	7,5	-41,4%	3,4	-41,4%	0,9	-41,4%	28,0%	5,5%	-41,4%
<b>Alquiler de vehículos</b>			25,3	19,7%	20,6	8,7%	2,0	-4,8%	15,7%	35,1%	-29,0%
ALQ	ALQ.MC	66,4	6,7	21,0%	2,9	11,3%	1,6	10,7%	57,1%	n.a.	33,4%

### Análisis de sensibilidad (2027e)

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

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

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e				Escenario			FCF Rec./Yield 27e		
EBITDA 27e	55,3%	61,5%	67,7%		Max	Central	Min	17,0%	7,7%	n.a.
129,6	11,3	(2,0)	(15,3)	➔	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
123,4	5,1	(8,2)	(21,5)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
117,2	(1,1)	(14,4)	(27,7)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

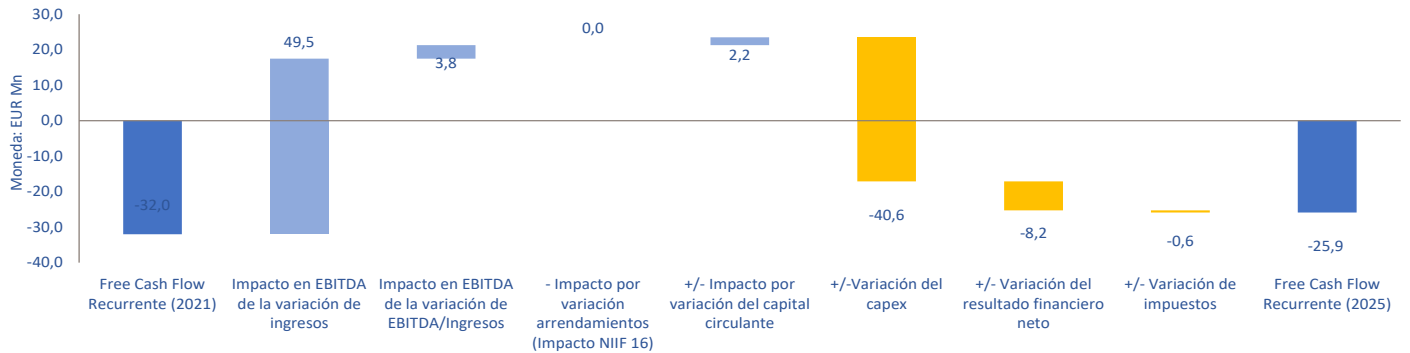
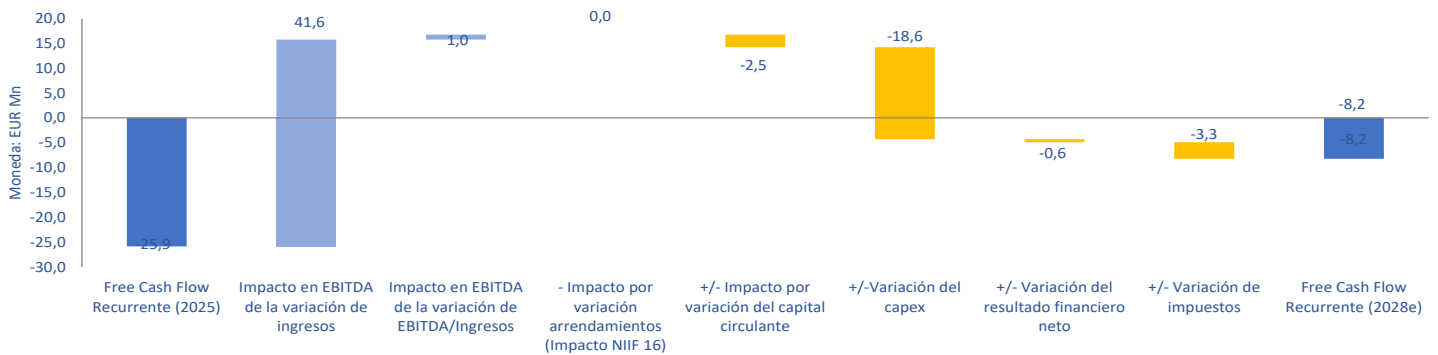
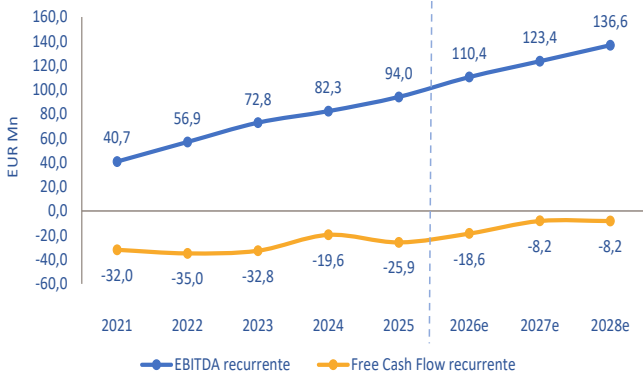
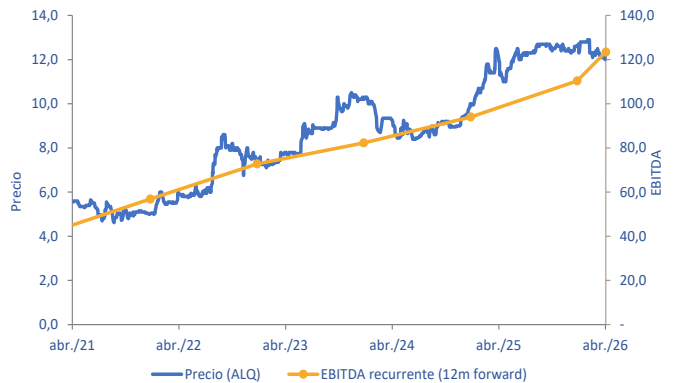
## Anexo 1. Proyecciones financieras

<b>Balance (EUR Mn)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>		
Inmovilizado inmaterial	0,4	0,4	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6		
Inmovilizado material	142,4	187,8	227,9	254,6	288,1	314,4	333,2	354,3		
Otros activos no corrientes	1,9	1,9	2,2	2,8	3,6	3,6	3,6	3,6		
Inmovilizado financiero	0,7	0,6	0,7	2,2	3,9	3,9	3,9	3,9		
Fondo de comercio y otros intangibles	-	-	-	-	-	-	-	-		
Activo circulante	17,6	17,6	23,9	22,6	25,4	29,9	33,2	36,6		
<b>Total activo</b>	<b>163,0</b>	<b>208,4</b>	<b>255,0</b>	<b>282,6</b>	<b>321,6</b>	<b>352,3</b>	<b>374,4</b>	<b>399,0</b>		
Patrimonio neto	29,3	37,5	42,3	46,8	53,3	61,5	71,8	83,9		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Provisiones y otros pasivos a LP	7,4	9,1	11,7	14,6	18,1	18,1	18,1	18,1		
Otros pasivos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-		
Deuda financiera neta	121,1	155,5	191,3	212,4	237,8	258,1	268,3	279,0		
Pasivo circulante	5,3	6,4	9,8	8,9	12,4	14,6	16,2	17,9		
<b>Total pasivo</b>	<b>163,0</b>	<b>208,4</b>	<b>255,0</b>	<b>282,6</b>	<b>321,6</b>	<b>352,3</b>	<b>374,4</b>	<b>399,0</b>		
										<b>TACC</b>
<b>Cuenta de Resultados (EUR Mn)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>	<b>21-25</b>	<b>25-28e</b>
<b>Total Ingresos</b>	<b>76,1</b>	<b>100,4</b>	<b>126,1</b>	<b>144,5</b>	<b>164,3</b>	<b>193,4</b>	<b>214,6</b>	<b>236,9</b>	<b>21,2%</b>	<b>13,0%</b>
<i>Cto.Total Ingresos</i>	<i>29,1%</i>	<i>31,9%</i>	<i>25,7%</i>	<i>14,6%</i>	<i>13,7%</i>	<i>17,7%</i>	<i>11,0%</i>	<i>10,4%</i>		
Coste de ventas	(6,6)	(8,7)	(9,6)	(13,8)	(12,5)	(17,2)	(18,4)	(20,9)		
<b>Margen Bruto</b>	<b>69,5</b>	<b>91,7</b>	<b>116,6</b>	<b>130,7</b>	<b>151,8</b>	<b>176,2</b>	<b>196,2</b>	<b>216,0</b>	<b>21,6%</b>	<b>12,5%</b>
<i>Margen Bruto / Ingresos</i>	<i>91,4%</i>	<i>91,4%</i>	<i>92,4%</i>	<i>90,4%</i>	<i>92,4%</i>	<i>91,1%</i>	<i>91,4%</i>	<i>91,2%</i>		
Gastos de personal	(5,5)	(6,8)	(8,3)	(9,7)	(11,5)	(13,0)	(14,3)	(15,5)		
Otros costes de explotación	(23,3)	(28,0)	(35,5)	(38,7)	(46,3)	(52,8)	(58,5)	(63,8)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>40,7</b>	<b>56,9</b>	<b>72,8</b>	<b>82,3</b>	<b>94,0</b>	<b>110,4</b>	<b>123,4</b>	<b>136,6</b>	<b>23,3%</b>	<b>13,3%</b>
<i>Cto.EBITDA recurrente</i>	<i>27,2%</i>	<i>39,7%</i>	<i>28,0%</i>	<i>13,1%</i>	<i>14,3%</i>	<i>17,4%</i>	<i>11,8%</i>	<i>10,7%</i>		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	<i>53,5%</i>	<i>56,7%</i>	<i>57,7%</i>	<i>57,0%</i>	<i>57,2%</i>	<i>57,1%</i>	<i>57,5%</i>	<i>57,7%</i>		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	(0,2)	(0,4)	(1,2)	(0,5)	0,6	-	-	-		
<b>EBITDA</b>	<b>40,6</b>	<b>56,4</b>	<b>71,6</b>	<b>81,8</b>	<b>94,6</b>	<b>110,4</b>	<b>123,4</b>	<b>136,6</b>	<b>23,6%</b>	<b>13,0%</b>
Depreciación y provisiones	(31,3)	(40,7)	(52,3)	(62,1)	(72,8)	(84,4)	(94,9)	(105,2)		
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>EBIT</b>	<b>9,2</b>	<b>15,7</b>	<b>19,3</b>	<b>19,7</b>	<b>21,9</b>	<b>26,0</b>	<b>28,6</b>	<b>31,4</b>	<b>24,1%</b>	<b>12,8%</b>
<i>Cto.EBIT</i>	<i>56,6%</i>	<i>70,5%</i>	<i>22,7%</i>	<i>2,0%</i>	<i>11,1%</i>	<i>18,9%</i>	<i>9,8%</i>	<i>9,9%</i>		
<i>EBIT / Ingresos</i>	<i>12,1%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,3%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,3%</i>	<i>13,4%</i>	<i>13,3%</i>	<i>13,3%</i>		
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(3,1)	(4,5)	(8,9)	(11,3)	(11,2)	(12,7)	(12,2)	(11,9)		
Resultados por puesta en equivalencia	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio ordinario</b>	<b>6,1</b>	<b>11,2</b>	<b>10,4</b>	<b>8,4</b>	<b>10,7</b>	<b>13,3</b>	<b>16,4</b>	<b>19,5</b>	<b>15,0%</b>	<b>22,1%</b>
<i>Cto.Beneficio ordinario</i>	<i>87,2%</i>	<i>83,3%</i>	<i>-6,9%</i>	<i>-19,3%</i>	<i>27,2%</i>	<i>24,3%</i>	<i>23,2%</i>	<i>18,9%</i>		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio antes de impuestos</b>	<b>6,1</b>	<b>11,2</b>	<b>10,4</b>	<b>8,4</b>	<b>10,7</b>	<b>13,3</b>	<b>16,4</b>	<b>19,5</b>	<b>15,0%</b>	<b>22,1%</b>
Impuestos	(1,4)	(2,7)	(2,6)	(2,3)	(2,7)	(3,3)	(4,1)	(4,9)		
<i>Tasa fiscal efectiva</i>	<i>23,5%</i>	<i>23,9%</i>	<i>25,3%</i>	<i>27,8%</i>	<i>25,3%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>		
Minoritarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Beneficio neto</b>	<b>4,7</b>	<b>8,5</b>	<b>7,8</b>	<b>6,1</b>	<b>8,0</b>	<b>10,0</b>	<b>12,3</b>	<b>14,6</b>	<b>14,4%</b>	<b>22,3%</b>
<i>Cto.Beneficio neto</i>	<i>91,0%</i>	<i>82,3%</i>	<i>-8,6%</i>	<i>-22,0%</i>	<i>31,6%</i>	<i>24,8%</i>	<i>23,2%</i>	<i>18,9%</i>		
<b>Beneficio ordinario neto</b>	<b>4,8</b>	<b>8,9</b>	<b>8,7</b>	<b>6,4</b>	<b>7,5</b>	<b>10,0</b>	<b>12,3</b>	<b>14,6</b>	<b>11,9%</b>	<b>24,7%</b>
<i>Cto. Beneficio ordinario neto</i>	<i>97,0%</i>	<i>84,5%</i>	<i>-2,3%</i>	<i>-25,8%</i>	<i>17,4%</i>	<i>32,4%</i>	<i>23,2%</i>	<i>18,9%</i>		
										<b>TACC</b>
<b>Cash Flow (EUR Mn)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>	<b>21-25</b>	<b>25-28e</b>
<b>EBITDA recurrente</b>						<b>110,4</b>	<b>123,4</b>	<b>136,6</b>	<b>23,3%</b>	<b>13,3%</b>
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						(2,3)	(1,7)	(1,8)		
<b>Cash Flow operativo recurrente</b>						<b>108,1</b>	<b>121,7</b>	<b>134,9</b>	<b>24,6%</b>	<b>12,5%</b>
CAPEX						(127,9)	(132,0)	(147,3)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(12,7)	(12,2)	(11,9)		
Impuestos						(3,3)	(4,1)	(4,9)		
- Adquisiciones / + Desinversiones						17,2	18,4	20,9		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>						<b>(18,6)</b>	<b>(8,2)</b>	<b>(8,2)</b>	<b>5,2%</b>	<b>31,7%</b>
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
<b>Free Cash Flow</b>						<b>(18,6)</b>	<b>(8,2)</b>	<b>(8,2)</b>	<b>5,9%</b>	<b>31,2%</b>
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(1,8)	(2,0)	(2,5)		
<b>Variación de Deuda financiera neta</b>						<b>20,4</b>	<b>10,2</b>	<b>10,7</b>		

## Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC	
								22-25	25-28e
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>56,9</b>	<b>72,8</b>	<b>82,3</b>	<b>94,0</b>	<b>110,4</b>	<b>123,4</b>	<b>136,6</b>	<b>18,2%</b>	<b>13,3%</b>
<i>Cto. EBITDA recurrente</i>	39,7%	28,0%	13,1%	14,3%	17,4%	11,8%	10,7%		
<i>EBITDA rec. / Ingresos</i>	56,7%	57,7%	57,0%	57,2%	57,1%	57,5%	57,7%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	1,1	(2,9)	0,4	0,7	(2,3)	(1,7)	(1,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>57,9</b>	<b>69,9</b>	<b>82,7</b>	<b>94,8</b>	<b>108,1</b>	<b>121,7</b>	<b>134,9</b>	<b>17,8%</b>	<b>12,5%</b>
<i>Cto. Cash Flow operativo recurrente</i>	47,5%	20,6%	18,3%	14,6%	14,1%	12,6%	10,8%		
<i>Cash Flow operativo recurrente / Ingresos</i>	57,7%	55,4%	57,2%	57,7%	55,9%	56,7%	56,9%		
- CAPEX	(95,7)	(102,9)	(106,3)	(120,5)	(127,9)	(132,0)	(147,3)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(4,5)	(8,2)	(11,3)	(11,3)	(12,7)	(12,2)	(11,9)		
- Impuestos	(1,8)	(1,8)	1,1	(1,6)	(3,3)	(4,1)	(4,9)		
- Adquisiciones / + Desinversiones	9,1	10,1	14,1	12,7	17,2	18,4	20,9		
<b>= Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(35,0)</b>	<b>(32,8)</b>	<b>(19,6)</b>	<b>(25,9)</b>	<b>(18,6)</b>	<b>(8,2)</b>	<b>(8,2)</b>	<b>9,6%</b>	<b>31,7%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow recurrente</i>	-9,3%	6,3%	40,1%	-31,7%	28,2%	55,8%	-0,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,4)	(1,2)	(0,5)	0,6	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow</b>	<b>(35,4)</b>	<b>(33,9)</b>	<b>(20,1)</b>	<b>(25,2)</b>	<b>(18,6)</b>	<b>(8,2)</b>	<b>(8,2)</b>	<b>10,7%</b>	<b>31,2%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow</i>	-10,1%	4,2%	40,7%	-25,5%	26,4%	55,8%	-0,3%		
<i>Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<i>Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
<b>B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>		
<b>Free Cash Flow recurrente (Año -1)</b>	<b>(32,0)</b>	<b>(35,0)</b>	<b>(32,8)</b>	<b>(19,6)</b>	<b>(25,9)</b>	<b>(18,6)</b>	<b>(8,2)</b>		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	13,0	14,6	10,6	11,3	16,7	12,1	12,9		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	3,2	1,3	(1,1)	0,5	(0,3)	0,9	0,4		
<b>= Variación EBITDA recurrente</b>	<b>16,2</b>	<b>15,9</b>	<b>9,5</b>	<b>11,7</b>	<b>16,4</b>	<b>13,0</b>	<b>13,2</b>		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Impacto por variación del capital circulante	2,5	(4,0)	3,3	0,3	(3,0)	0,6	(0,1)		
<b>= Variación del Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>18,7</b>	<b>12,0</b>	<b>12,8</b>	<b>12,1</b>	<b>13,3</b>	<b>13,7</b>	<b>13,1</b>		
+/- Variación del CAPEX	(19,4)	(6,1)	0,5	(15,5)	(2,9)	(3,0)	(12,7)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(1,4)	(3,6)	(3,1)	(0,0)	(1,4)	0,5	0,3		
+/- Variación de impuestos	(0,8)	0,0	2,9	(2,7)	(1,8)	(0,8)	(0,8)		
<b>= Variación del Free Cash Flow recurrente</b>	<b>(3,0)</b>	<b>2,2</b>	<b>13,1</b>	<b>(6,2)</b>	<b>7,3</b>	<b>10,4</b>	<b>(0,0)</b>		
<b>Free Cash Flow Recurrente</b>	<b>(35,0)</b>	<b>(32,8)</b>	<b>(19,6)</b>	<b>(25,9)</b>	<b>(18,6)</b>	<b>(8,2)</b>	<b>(8,2)</b>		
<b>C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026e</b>	<b>2027e</b>	<b>2028e</b>	TACC	
<b>EBIT</b>	<b>15,7</b>	<b>19,3</b>	<b>19,7</b>	<b>21,9</b>	<b>26,0</b>	<b>28,6</b>	<b>31,4</b>	<b>11,7%</b>	<b>12,8%</b>
<i>* Tasa fiscal teórica</i>	23,9%	25,3%	27,8%	25,3%	25,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,8)	(4,9)	(5,5)	(5,5)	(6,5)	(7,1)	(7,8)		
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>56,9</b>	<b>72,8</b>	<b>82,3</b>	<b>94,0</b>	<b>110,4</b>	<b>123,4</b>	<b>136,6</b>	<b>18,2%</b>	<b>13,3%</b>
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	1,1	(2,9)	0,4	0,7	(2,3)	(1,7)	(1,8)		
<b>= Cash Flow operativo recurrente</b>	<b>57,9</b>	<b>69,9</b>	<b>82,7</b>	<b>94,8</b>	<b>108,1</b>	<b>121,7</b>	<b>134,9</b>	<b>17,8%</b>	<b>12,5%</b>
- CAPEX	(95,7)	(102,9)	(106,3)	(120,5)	(127,9)	(132,0)	(147,3)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(3,8)	(4,9)	(5,5)	(5,5)	(6,5)	(7,1)	(7,8)		
- Adquisiciones / + Desinversiones	9,1	10,1	14,1	12,7	17,2	18,4	20,9		
<b>= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente</b>	<b>(32,4)</b>	<b>(27,7)</b>	<b>(15,0)</b>	<b>(18,5)</b>	<b>(9,0)</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>17,0%</b>	<b>26,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente</i>	-7,8%	14,5%	45,9%	-23,7%	51,2%	110,3%	-24,8%		
<i>Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,4%	0,3%		
- Gastos de reestructuración y otros	(0,4)	(1,2)	(0,5)	0,6	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
<b>= Free Cash Flow "To the Firm"</b>	<b>(32,8)</b>	<b>(28,9)</b>	<b>(15,5)</b>	<b>(17,9)</b>	<b>(9,0)</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>18,3%</b>	<b>26,8%</b>
<i>Cto. Free Cash Flow (To the Firm)</i>	-8,6%	12,1%	46,4%	-15,9%	49,5%	110,3%	-24,8%		
<i>Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	0,2%		
<i>Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)</i>	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,3%	0,2%		

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

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

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

**Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente**

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

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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	66,4	
+ Minoritarios	-	Rdos. 12m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	18,1	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	237,8	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	3,9	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>318,5</b>	

## Anexo 4. Comportamiento histórico (1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)																TACC	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	15-25	25-28e	
Total Ingresos	18,8	23,6	31,8	41,4	50,9	58,9	76,1	100,4	126,1	144,5	164,3	193,4	214,6	236,9	24,2%	13,0%	
Cto. Total ingresos	38,3%	25,3%	34,9%	30,1%	22,9%	15,8%	29,1%	31,9%	25,7%	14,6%	13,7%	17,7%	11,0%	10,4%			
EBITDA	10,4	13,2	17,1	22,1	27,4	32,0	40,6	56,4	71,6	81,8	94,6	110,4	123,4	136,6	24,7%	13,0%	
Cto. EBITDA	39,8%	26,6%	29,8%	29,2%	23,9%	16,8%	26,6%	39,1%	26,9%	14,2%	15,7%	16,6%	11,8%	10,7%			
EBITDA/Ingresos	55,4%	56,0%	53,9%	53,5%	53,9%	54,4%	53,3%	56,2%	56,8%	56,6%	57,6%	57,1%	57,5%	57,7%			
Beneficio neto	1,5	2,3	2,4	2,5	2,7	2,4	4,7	8,5	7,8	6,1	8,0	10,0	12,3	14,6	17,9%	22,3%	
Cto. Beneficio neto	91,6%	49,6%	3,0%	4,4%	10,6%	-11,0%	91,0%	82,3%	-8,6%	-22,0%	31,6%	24,8%	23,2%	18,9%			
Nº Acciones Ajustado (Mn)	4,0	4,0	4,0	5,6	5,6	5,5	5,5	5,5	5,3	5,3	5,3	5,4	5,4	5,4			
BPA (EUR)	0,39	0,58	0,60	0,44	0,49	0,44	0,85	1,55	1,46	1,14	1,50	1,85	2,28	2,71	14,5%	21,7%	
Cto. BPA	n.a.	49,6%	3,0%	-25,6%	11,8%	-10,7%	91,3%	83,7%	-5,8%	-22,0%	31,4%	23,2%	23,2%	18,9%			
BPA ord. (EUR)	0,54	0,58	0,60	0,44	0,50	0,44	0,87	1,61	1,63	1,21	1,41	1,85	2,28	2,71	10,0%	24,2%	
Cto. BPA ord.	n.a.	6,7%	3,4%	-25,7%	11,4%	-11,2%	97,4%	85,9%	0,8%	-25,8%	17,2%	30,7%	23,2%	18,9%			
CAPEX	(18,4)	(20,5)	(31,6)	(39,4)	(46,4)	(46,5)	(74,6)	(95,7)	(102,9)	(106,3)	(120,5)	(127,9)	(132,0)	(147,3)			
CAPEX/Vtas % <sup>1</sup>	97,5%	86,9%	99,2%	95,2%	91,2%	78,9%	98,1%	95,3%	81,6%	73,6%	73,3%	66,1%	61,5%	62,2%			
Free Cash Flow	(8,4)	(11,0)	(13,9)	(16,5)	(18,5)	(11,6)	(32,1)	(35,4)	(33,9)	(20,1)	(25,2)	(18,6)	(8,2)	(8,2)	-11,7%	31,2%	
DN/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	2,7x	2,9x	3,0x	2,7x	2,8x	2,8x	3,0x	2,8x	2,7x	2,6x	2,5x	2,3x	2,2x	2,0x			
PER (x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11,8x	11,1x	5,9x	4,8x	7,0x	8,8x	8,4x	6,7x	5,4x	4,5x			
EV/Vtas (x)	1,57x	1,69x	1,68x	2,30x	2,27x	2,08x	2,05x	2,05x	2,04x	1,93x	1,94x	1,65x	1,48x	1,34x			
EV/EBITDA (x) <sup>(2)</sup>	2,8x	3,0x	3,1x	4,3x	4,2x	3,8x	3,8x	3,7x	3,6x	3,4x	3,4x	2,9x	2,6x	2,3x			
Comport. Absoluto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-16,2%	2,0%	50,0%	37,3%	-2,9%	26,0%	-2,4%					
Comport. Relativo vs Ibx 35	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-0,9%	-5,5%	58,8%	11,9%	-15,4%	-15,6%	-6,7%					

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

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

## Anexo 5. Principales comparables 2026e

		Alquiler de vehículos							
EUR Mn		Avis Budget	Hertz	Sixt	Ayvens	Zigup	Average	ALQ	
Datos Mercado	Ticker (Factset)	CAR.O	HTZ.O	SIXG.DE	AYV.PA	ZIG.L		ALQ.MC	
	País	USA	USA	Germany	France	UK		Spain	
	Market cap	8.970,2	1.754,2	3.102,3	8.501,4	1.054,4		66,4	
	Enterprise value (EV)	30.193,3	15.848,5	6.516,1	57.005,2	2.136,0		318,5	
Información financiera básica	Total Ingresos	10.068,4	7.552,4	4.525,9	23.567,6	2.249,1		193,4	
	Cto.Total Ingresos	1,1%	3,9%	5,7%	-6,2%	4,8%	1,9%	17,7%	
	2y TACC (2026e - 2028e)	2,0%	2,4%	6,3%	6,6%	-41,4%	-4,8%	10,7%	
	EBITDA	706,6	262,7	1.467,1	1.786,8	630,7		110,4	
	Cto. EBITDA	-80,1%	-86,8%	78,0%	-82,5%	8,5%	-32,6%	16,6%	
	2y TACC (2026e - 2028e)	15,8%	54,8%	6,9%	7,3%	-41,4%	8,7%	11,3%	
	EBITDA/Ingresos	7,0%	3,5%	32,4%	7,6%	28,0%	15,7%	57,1%	
	EBIT	756,9	432,9	590,0	1.532,0	237,4		26,0	
	Cto. EBIT	-30,4%	623,6%	4,1%	7,1%	4,7%	121,8%	18,9%	
	2y TACC (2026e - 2028e)	23,2%	28,2%	6,7%	8,4%	-41,4%	5,0%	9,9%	
	EBIT/Ingresos	7,5%	5,7%	13,0%	6,5%	10,6%	8,7%	13,4%	
	Beneficio Neto	119,6	(230,8)	318,3	1.015,4	136,5		10,0	
	Cto. Beneficio Neto	114,1%	63,9%	11,4%	1,6%	7,5%	39,7%	24,8%	
	2y TACC (2026e - 2028e)	56,1%	51,6%	10,5%	7,3%	-41,4%	16,8%	21,0%	
CAPEX/Ventas	6,4%	1,6%	2,0%	1,7%	18,4%	6,0%	66,1%		
Free Cash Flow	83,3	2.209,6	244,6	(2.860,0)	58,2		(18,6)		
Deuda financiera Neta	4.599,8	10.541,9	3.384,4	46.439,8	1.149,7		258,1		
DN/EBITDA (x)	6,5	40,1	2,3	26,0	1,8	15,4	2,3		
Pay-out	0,0%	0,0%	53,7%	51,6%	51,3%	31,3%	17,9%		
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	74,8	n.a.	10,2	8,6	7,5	25,3	6,7	
	P/BV (x)	n.a.	n.a.	1,4	0,8	0,8	1,0	1,1	
	EV/Ingresos (x)	3,0	2,1	1,4	2,4	0,9	2,0	1,6	
	EV/EBITDA (x)	42,7	n.a.	4,4	31,9	3,4	20,6	2,9	
	EV/EBIT (x)	39,9	36,6	11,0	37,2	9,0	26,8	12,2	
	ROE	n.a.	29,7	13,7	9,3	5,0	14,4	17,4	
	FCF Yield (%)	0,9	126,0	7,9	n.a.	5,5	35,1	n.a.	
	DPA	0,00	0,00	3,64	0,64	0,31	0,92	0,33	
	Dvd Yield	0,0%	0,0%	5,2%	5,9%	0,1%	2,2%	2,7%	

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

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

## LIGHTHOUSE

Calle Núñez de Balboa, 108 1ª Planta  
28006 Madrid  
T: +34 91 563 19 72  
[institutodeanalistas.com/lighthouse](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 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](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 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
10-Abr-2026	n.a.	12,30	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
20-Nov-2025	n.a.	12,50	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones	Pablo Victoria Rivera, CESGA
08-Oct-2025	n.a.	12,40	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
17-Jun-2025	n.a.	12,00	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
14-Abr-2025	n.a.	11,30	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2024	Pablo Victoria Rivera, CESGA
18-Oct-2024	n.a.	9,20	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024	Luis Esteban Arribas, CESGA
27-May-2024	n.a.	9,00	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
11-Abr-2024	n.a.	9,20	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023 - Subimos estimaciones	Luis Esteban Arribas, CESGA
30-Oct-2023	n.a.	10,00	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Luis Esteban Arribas, CESGA
12-Jun-2023	n.a.	9,00	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
20-Abr-2023	n.a.	7,75	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
20-Oct-2022	n.a.	8,00	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
07-Abr-2022	n.a.	6,00	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
09-Mar-2022	n.a.	5,55	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

