PROEDUCA

A BME GROWTH

En virtud de lo previsto en el artículo 17 del Reglamento (UE) nº 596/2014 sobre abuso de mercado y en el artículo 227 de la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, y disposiciones concordantes, así como en la Circular 3/2020 del segmento BME Growth de BME MTF Equity ("**BME GROWTH**") pone en su conocimiento la siguiente:

OTRA INFORMACIÓN RELEVANTE

El Consejo de Administración de esta sociedad, en su reunión celebrada el día 23 de abril de 2025, de conformidad con lo previsto en el artículo 12 de los Estatutos Sociales, acordó convocar Junta General de Accionistas de carácter Extraordinario, que se celebrará en la calle García Martín, 21, 28224 Pozuelo de Alarcón (Madrid), el 28 de mayo de 2025 a las 11:00 horas en primera convocatoria y, en su caso, el día 29 de mayo de 2025, a las 11:00 horas en el mismo lugar, en segunda convocatoria. Se prevé que la celebración de la Junta General tenga lugar en primera convocatoria.

Se acompaña copia de la convocatoria publicada en la página web de la sociedad.

De conformidad con lo dispuesto en la Circular 3/2020 se indica que la información comunicada por la presente ha sido elaborada bajo la exclusiva responsabilidad de la Sociedad y sus administradores.

Quedando a su disposición para cuantas aclaraciones consideren oportunas. Atentamente

En Madrid, a 25 de abril de 2025

Fdo. Dña. Cristina Ruiz Ortega
Presidente del Consejo de Administración de Proeduca Altus, S.A.

PROEDUCA

PROEDUCA ALTUS, S.A.

Convocatoria de Junta General Extraordinaria de Accionistas

El Consejo de Administración de esta Sociedad, en su reunión celebrada el día 23 de abril de 2025, de conformidad con lo previsto en el artículo 12 de los Estatutos Sociales, acordó convocar Junta General de Accionistas de carácter Extraordinario, que se celebrará en la calle García Martín, 21, 28224 Pozuelo de Alarcón (Madrid), el 28 de mayo de 2025 a las 11:00 horas en primera convocatoria y, en su caso, el día 29 de mayo de 2025, a las 11:00 horas en el mismo lugar, en segunda convocatoria. Se prevé que la celebración de la Junta General tenga lugar en primera convocatoria.

La Junta General Extraordinaria tendrá lugar con arreglo al siguiente

Orden del día

1º. **Examen y aprobación, en su caso, de la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de Proeduca Altus, S.A. del segmento de negociación BME Growth de BME MTF Equity y de la realización de una oferta pública de adquisición de acciones de Proeduca Altus, S.A. por terceros.**

2º. **Delegación de Facultades.**

3º. **Ruegos y Preguntas.**

4º. **Redacción, lectura y aprobación, en su caso, del acta de la Reunión.**

En Madrid, 25 de abril de 2025

D. Ignacio Velilla Fernández
Secretario del Consejo de Administración

PROEDUCA

TARJETA DE ASISTENCIA, DELEGACIÓN Y VOTO A DISTANCIA

Tarjeta de Asistencia, Delegación y Voto a Distancia para la Junta General Extraordinaria de accionistas de Proeduca Altus, S.A. (la "**Sociedad**") que se celebrará en la calle García Martín, 21, 28224 Pozuelo de Alarcón (Madrid), el día 28 de mayo de 2025, a las 11:00 horas, en primera convocatoria, o el día 29 de mayo de 2025, en segunda convocatoria, en el mismo lugar y hora.

ASISTENCIA – *El accionista que desee asistir a la Junta deberá presentar esta tarjeta* o *la tarjeta de asistencia facilitada por la entidad depositaria, debidamente cumplimentada y firmada, en el lugar de celebración de la Junta al momento de la celebración de la Junta General de la Sociedad.*

Datos identificativos

Nombre, apellidos y D.N.I. / Razón social y N.I.F. del accionista:

.....

Nº de acciones y numeración de las mismas:

.....

Adicionalmente, caso de accionista persona jurídica:

- Nombre, apellidos y D.N.I. de su representante:

  .....

- Título acreditativo de la representación:

  .....

Firma del accionista o, en su caso, representante (en caso de delegación, conforme se indica en el apartado siguiente) que asiste

En....., a..... de..... de 2025

El titular de esta tarjeta puede delegar su representación o votar a distancia cumplimentando sus datos identificativos y firmando el apartado correspondiente que se indica más adelante.

En caso de firma de ambos apartados, prevalecerá el voto a distancia y quedará sin efecto la delegación.

PROEDUCA

DELEGACIÓN - *Accionistas que deseen delegar sus derechos de voto*

El accionista anteriormente identificado confiere su representación para esta Junta a:
(Marque sólo una de las siguientes casillas y, en su caso, designe al representante. Para que sea válida esta representación el accionista que delega deberá firmar en el lugar designado a tal efecto)

☐ Presidente del Consejo de Administración o, en su caso, Presidente de la Junta General.
☐ D./Dña. ..... con D.N.I. .....

Se entenderá conferida al Presidente del Consejo de Administración o, en su caso, el Presidente de la Junta General, toda delegación que no contenga expresión nominativa del representante en el que se delega. Para el caso en que se produjese un conflicto de interés del representante en la votación de alguno de los puntos sometidos a la Junta General, se autoriza al representante designado para que pueda designar a un tercero que ejerza la representación conferida. En todo caso, además de lo previsto en la Ley y en los Estatutos Sociales, deberán atenderse las reglas incluidas en el anuncio de convocatoria y transcritas a continuación. Las instrucciones de voto a las propuestas del Consejo de Administración son las siguientes:

Orden Día	**1**		**2**	**3**	**4**
	1A	**1B**			
A favor					
En contra					
Abstención					

(Marque con una cruz la casilla correspondiente. A falta de indicación, se entenderá que se vota a favor de las propuestas del Consejo de Administración)

Propuestas sobre puntos no previstos en el Orden del Día de la convocatoria

Salvo indicación en contrario marcando la casilla NO siguiente (en cuyo caso se entenderá que el accionista instruye al representante para que se abstenga), la delegación se extiende también a las propuestas sobre puntos no previstos en el Orden del Día, quedando facultado el representante para votar tales propuestas en el sentido que estime conveniente.

☐ NO

Firma del accionista que delega

En....., a..... de..... de 2025

PROEDUCA

VOTACIÓN A DISTANCIA - *Accionistas que deseen votar a distancia*

Si antes de la celebración de la Junta, el accionista anteriormente identificado desea votar a distancia en relación con las propuestas del Orden del Día de esta Junta deberá marcar con una cruz la casilla correspondiente, según cuál sea el sentido de su voto o abstención. Si, en relación con alguno de los puntos del Orden del Día, no marca ninguna de las casillas habilitadas al efecto, se entenderá que vota a favor de la propuesta del Consejo de Administración. En todo caso, además de lo previsto en la Ley y en los Estatutos Sociales, deberán atenderse las reglas incluidas en el anuncio de convocatoria y transcritas a continuación.

Orden Día	**1**		**2**	**3**	**4**
	1A	**1B**			
A favor					
En contra					
Abstención					

(Marque con una cruz la casilla correspondiente. A falta de indicación, se entenderá que se vota a favor de las propuestas del Consejo de Administración)

El accionista que emita su voto a distancia será considerado como presente a los efectos de la constitución de la Junta General.

Firma del accionista que vota a distancia

En....., a..... de..... de 2025

PROEDUCA

PROTECCIÓN DE DATOS PERSONALES

Los datos personales que se hagan constar en esta tarjeta de asistencia, delegación y voto a distancia y los que se faciliten en la Junta General serán tratados bajo la responsabilidad de Proeduca Altus, S.A. para: (i) el desarrollo, gestión y control del ejercicio de los derechos del accionista (a cuyo favor se ha expedido esta tarjeta) en su Junta General; (ii) la gestión y control de la celebración y difusión de la Junta General; (iii) y el cumplimiento de obligaciones legales. Los datos podrán ser facilitados a terceros en el ejercicio del derecho de información previsto en la ley o accesibles al público en la medida en que se manifiesten en la Junta General.

Los titulares de los datos personales podrán ejercitar los derechos reconocidos en los artículos 15 a 22 del Reglamento (EU) 2016/679, mediante comunicación escrita dirigida bien al domicilio social de Proeduca Altus, S.A. (Logroño, La Rioja, en la Avenida de la Paz 137), bien a la dirección de correo electrónico: pdd@grupoproeduca.com, donde también podrá solicitar información adicional sobre el tratamiento de sus datos.

El accionista se compromete a informar y obtener el consentimiento de los terceros respecto de cuyos datos de carácter personal la Sociedad pueda tener acceso, y en particular los terceros a los que el accionista haya conferido su representación, para el tratamiento de sus datos conforme a la presente cláusula. En especial, informará a dichos terceros de la existencia del tratamiento de sus datos, las finalidades del tratamiento de sus datos, la comunicación de sus datos a Proeduca Altus, S.A. y de la posibilidad de ejercitar sus derechos o solicitar información adicional, conforme a los términos indicados anteriormente.

PROEDUCA

COMPLEMENTO DE LA CONVOCATORIA

Los accionistas que representen, al menos, el 5 por ciento del capital social podrán solicitar que se publique un complemento a la presente convocatoria, incluyendo uno o más puntos en el orden del día (siempre que los nuevos puntos vayan acompañados de una justificación o, en su caso, de una propuesta de acuerdo), así como presentar propuestas fundamentadas de acuerdos sobre asuntos ya incluidos o que deban incluirse en el orden del día. El ejercicio de estos derechos deberá hacerse mediante notificación fehaciente, que habrá de recibirse en el domicilio social de la Sociedad (Avenida de la Paz, nº 137 en Logroño – 26006 La Rioja) dentro de los cinco días siguientes a la publicación de esta convocatoria, con indicación de la identidad de los accionistas que ejercitan el derecho y del número de acciones de que son titulares, así como de los puntos a incluir en el orden del día o el contenido de las propuestas de acuerdo, acompañando, en su caso, cuanta otra documentación resulte procedente.

El complemento de la convocatoria se publicará con quince días de antelación, como mínimo, a la fecha establecida para la celebración de la Junta. Lo anterior se entiende sin perjuicio del derecho de cualquier accionista durante el desarrollo de la Junta General de formular propuestas sobre puntos que no precisen figurar incluidos en el orden del día en los términos previstos en la Ley de Sociedades de Capital.

DERECHO DE INFORMACIÓN

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 197 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, se informa a los señores accionistas que a partir de la convocatoria de Junta General podrán examinar en el domicilio social y obtener de la Sociedad de forma inmediata y gratuita los documentos que han de someterse a la aprobación de la misma.

Desde la publicación de esta convocatoria, los accionistas tienen derecho a consultar en la página web de la Sociedad (www.grupoproeduca.com) o solicitar a la Sociedad en la dirección postal antes indicada, que les sea remitida, de forma inmediata y gratuita, copia de los siguientes documentos:

1. El presente anuncio de convocatoria.
2. El texto íntegro de las propuestas de los acuerdos que se someterán a la Junta General de accionistas.
3. El informe del Consejo de Administración en relación con la propuesta de exclusión de negociación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de Proeduca Altus, S.A. del segmento de negociación BME Growth de BME MTF Equity y de la realización de una oferta pública de adquisición de acciones de Proeduca Altus, S.A. por terceros.
4. El informe de valoración de las acciones de Proeduca Altus, S.A. con arreglo a los criterios de valoración previstos en los artículos 9 y 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio elaborado por Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L.

Asimismo, desde la fecha de la convocatoria se publicarán ininterrumpidamente en la página web de la Sociedad (www.grupoproeduca.com), las propuestas de acuerdo presentadas por los accionistas de conformidad con lo legal y estatutariamente previsto. A los efectos del ejercicio del derecho de información previo a la celebración de la Junta General en los términos previstos en el artículo 197 de la Ley de Sociedades de Capital, hasta el séptimo día anterior al previsto para la celebración de la Junta, los accionistas además de poder ejercitar el derecho de información sobre los asuntos comprendidos en el orden del día podrán solicitar informaciones o aclaraciones por escrito. Las solicitudes de información podrán realizarse mediante la entrega de la petición en el domicilio social (Avenida de la Paz, nº 137 en Logroño, 26006 – La Rioja) o mediante su envío a la Sociedad por correspondencia postal a dicho domicilio. El solicitante deberá acreditar su identidad y su condición de accionista.

Corresponderá al accionista la prueba del envío de solicitud en forma y plazo. En la página web de la Sociedad se contienen las explicaciones pertinentes para el ejercicio del derecho de información de los accionistas, en los términos legalmente previstos. Para cualquier aclaración sobre la entrega de documentación y otros extremos referentes a esta convocatoria, los accionistas pueden dirigirse al email de accionistas que se recoge en la página web: www.grupoproeduca.com.

DERECHO DE ASISTENCIA Y REPRESENTACIÓN

En los términos previstos en la legislación vigente, podrán asistir a la Junta General convocada todos los accionistas de la Sociedad cuyas acciones figuren inscritas a su nombre en el registro contable de anotaciones en cuenta con cinco días de antelación a la fecha en que haya de celebrarse la Junta. Dicha circunstancia deberá acreditarse por medio de la presente tarjeta de asistencia, delegación y voto a distancia expedida por la Sociedad, debidamente cumplimentada en el apartado “Datos identificativos”, o por medio de la correspondiente tarjeta o certificado de legitimación expedido por la entidad o entidades depositarias o encargadas de la llevanza del registro de anotaciones en cuenta.

A los efectos de acreditar la identidad de los accionistas, en la entrada del lugar donde se celebre la Junta General, con la presentación de cualquiera de los documentos anteriormente citados se solicitará a los asistentes la acreditación de su identidad mediante la presentación del Documento Nacional de Identidad (D.N.I.) o Tarjeta de Identidad de Extranjero (T.I.E.) o pasaporte, en caso de tratarse de ciudadanos extranjeros y, además, escritura de poder en caso de persona jurídica.

Todo accionista que tenga derecho de asistencia podrá hacerse representar en la Junta General por medio de otra persona, aunque ésta no sea accionista. La representación deberá conferirse por escrito y con carácter especial para esta Junta, en los términos y con el alcance establecido en la Ley de Sociedades de Capital.

Cuando la representación se confiera por medios de comunicación a distancia, sólo se reputará válida la que se efectúe mediante correspondencia postal, remitiendo al domicilio social, o enviando a través de correo electrónico a la dirección accionistas@grupoproeduca.com:

(i) la tarjeta de asistencia expedida por la entidad depositaria debidamente firmada y cumplimentada por el accionista; o

(ii) la tarjeta de asistencia, delegación y voto a distancia elaborada por la Sociedad, igualmente cumplimentada por el accionista y acompañada por la certificación de la entidad depositaria.

El accionista persona jurídica deberá acreditar también poder suficiente que evidencie las facultades de la persona que haya conferido la delegación a distancia.

La representación conferida o notificada por este medio deberá recibirse por la Sociedad antes de las veinticuatro horas del día inmediatamente anterior al previsto para la celebración de la Junta General en primera convocatoria. En caso contrario la representación no será válida y se tendrá por no otorgada. La persona en quien se delegue el voto sólo podrá ejercerlo asistiendo a la Junta General.

Los accionistas con derecho de asistencia y voto podrán emitir su voto sobre las propuestas relativas a los puntos del orden del día a través de los siguientes medios de comunicación a distancia:

a) Mediante correspondencia escrita postal o a través de correo electrónico a la dirección accionistas@grupoproeduca.com, remitiendo a la Sociedad la tarjeta de asistencia y voto a distancia expedida por la entidad o entidades encargadas de la llevanza del registro de anotaciones en cuenta o por las entidades depositarias debidamente firmada y cumplimentada, marcando con una cruz en la casilla correspondiente; o

b) En el supuesto de que las tarjetas expedidas por las citadas entidades no contemplaran la posibilidad de emisión de voto a distancia, mediante la tarjeta de asistencia, delegación y voto a distancia elaborada por la Sociedad remitida mediante correspondencia escrita postal o a través de correo electrónico a la dirección accionistas@grupoproeduca.com.

El voto emitido por los sistemas referidos anteriormente sólo será válido cuando se haya recibido por la Sociedad antes de las veinticuatro horas del día inmediatamente anterior al previsto para la celebración de la Junta General en primera convocatoria. El Consejo de Administración podrá señalar un plazo inferior para la recepción de votos a distancia.

Las delegaciones de representación emitidas por un accionista con anterioridad a la emisión por este del voto a distancia se entenderán revocadas y las conferidas con posterioridad se tendrán por no hechas. La asistencia personal a la Junta del accionista que hubiera delegado previamente dejará sin efecto dicha delegación.

El voto emitido a distancia quedará sin efecto por revocación posterior y expresa, dentro del plazo establecido para la emisión y realizada por el mismo medio empleado para la votación o por la asistencia a la Junta del accionista que lo hubiera emitido.

Finalmente, se hace constar que la Junta General Extraordinaria será retransmitida vía streaming permitiendo a los accionistas que lo deseen realizar preguntas vía chat. Si bien, dichos accionistas no se considerará que asisten a la reunión presencialmente a efectos de quórum.

PROEDUCA

INFORME QUE FORMULA EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE PROEDUCA ALTUS, S.A. EN RELACIÓN CON LA PROPUESTA DE EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN DE LA TOTALIDAD DE SUS ACCIONES DEL SEGMENTO BME GROWTH DE BME MTF EQUITY Y LA FORMULACIÓN DE UNA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES

1. OBJETO DEL INFORME

El consejo de administración de Proeduca Altus, S.A. (el "**Consejo de Administración**" y la "**Sociedad**", respectivamente), en su reunión de 23 de abril de 2025, ha acordado someter a la consideración y aprobación, en su caso, de la junta general de accionistas de la Sociedad, entre otros acuerdos, (i) la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad del segmento de negociación BME Growth de BME MTF Equity ("**BME Growth**"); y (ii) que, la oferta que a tal efecto deba realizarse de acuerdo con la Circular 1/2025 sobre requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en BME Growth de 10 de abril (la "**Circular 1/2025**"), o en su caso la orden sostenida de compra que pudiera ser exigible de conformidad con cualesquiera otras disposiciones que resulten de aplicación en cada momento, sea formulada por Proeduca Summa, S.L., Sofina SA, Academia Bidco, S.L.U., Asúa Inversiones, S.L. y Renta Génova, S.L. (conjuntamente, los "**Oferentes**"), todo ello en los términos y condiciones que se describen en las correspondientes propuestas de acuerdos a aprobar, en su caso, por la junta general de accionistas de la Sociedad (la "**Oferta**").

En consecuencia, el Consejo de Administración ha redactado y aprobado el presente informe con el objeto de justificar detalladamente la propuesta de exclusión de negociación y el precio de la Oferta.
Las opiniones manifestadas en este informe se han emitido de buena fe y exclusivamente con base en las circunstancias conocidas a la fecha de su emisión, sin que puedan ser tenidas en cuenta circunstancias o hechos sobrevenidos, previsibles o no, posteriores a dicha fecha.

Este informe no constituye recomendación ni asesoramiento de inversión o desinversión y corresponde a cada accionista de la Sociedad decidir si acepta o no la potencial Oferta atendiendo, entre otros, a sus particulares circunstancias, intereses y tipología, con base en la información contenida en, entre otros, el presente informe, que debe ser leído íntegramente.

2. PROPUESTA DE EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN

2.1 SOLICITUD DE EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN

La Sociedad ha recibido de los Oferentes una comunicación en la que informan al Consejo de Administración de su decisión de promover la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad de BME Growth y que, la oferta que a tal efecto deba realizarse de acuerdo con la Circular 1/2025 o con cualesquiera otras disposiciones que resulten de aplicación en cada momento, sea formulada por los Oferentes.

En virtud de dicha comunicación, los Oferentes (i) informaron a la Sociedad de la formalización de un acuerdo de exclusión de cotización (*delisting agreement*), elevado a público mediante escritura pública otorgada el 25 de febrero de 2025 ante la notario de Madrid, Dña. María Eugenia Reviriego Picón en sustitución del notario D. Manuel Gerardo Tarrío Berjano, bajo el número 193 de orden de protocolo de este último (el "**Acuerdo de Exclusión**"), que regula los términos y condiciones en virtud de los cuales se llevará a cabo la solicitud de exclusión de las acciones de la Sociedad de BME Growth y, en su caso, la formulación de la Oferta, si bien la misma está sujeta a la aprobación por parte de la junta general de accionistas de la Sociedad de los correspondientes acuerdos sociales relativos a la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad de BME Growth y la formulación de la Oferta por los Oferentes; y (ii) solicitaron al Consejo de Administración que llevase a cabo a la mayor brevedad posible cuantas actuaciones fuesen necesarias o convenientes para la convocatoria y celebración de una junta general de accionistas de la Sociedad en la que se incluya dentro de su orden del día, entre otros, los acuerdos relativos a la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad de BME Growth y la formulación de la Oferta por los Oferentes, todo ello en los términos descritos en la comunicación.

En atención al contenido de dicha comunicación, el Consejo de Administración ha acordado someter a la consideración y aprobación, en su caso, de la junta general de accionistas de la Sociedad, entre otros acuerdos, la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad de BME Growth, así como que, la oferta que a tal efecto deba realizarse de acuerdo con la Circular 1/2025 o con cualesquiera otras disposiciones que resulten de aplicación en cada momento, sea formulada por los Oferentes, por entender que concurren circunstancias y razones, descritas en el apartado 2.2 siguiente, que justifican y hacen razonable la adopción de tales acuerdos.

Se hace constar que el apartado 2.3 de la norma Segunda de la Circular 1/2025 establece la obligación de la Sociedad, en caso de adoptar un acuerdo de exclusión de BME Growth que no esté respaldado por la totalidad de los accionistas, de ofrecer a los accionistas que no hubiesen votado a favor de la referida exclusión la adquisición de sus acciones a un precio justificado de acuerdo con los criterios previstos en la regulación aplicable a las ofertas públicas de adquisición de valores para los supuestos de exclusión de negociación, esto es, el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el "**Real Decreto 1066/2007**"). Asimismo, de conformidad con la normativa de BME Growth aplicable, dicha obligación se encuentra expresamente prevista en el artículo 10 de los estatutos sociales de la Sociedad.

Por su parte, el apartado 1.2.b).(ii) de la norma Sexta de la Circular 1/2025 habilita a la junta general de accionistas para acordar que la oferta de adquisición de acciones prevista en el apartado 2.3 de la norma Segunda de la Circular 1/2025 sea formulada por un tercero.

2.2 JUSTIFICACIÓN DE LA EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN

La solicitud de los Oferentes y la propuesta del Consejo de Administración, dirigidas a la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad en BME Growth, así como a la formulación a tal efecto y en caso de resultar necesario de la Oferta por los Oferentes, parten de la constatación del escaso volumen de negociación de las acciones de la Sociedad en BME Growth, debido, entre otros, a una estructura accionarial caracterizada por un volumen de capital flotante (*free float*) reducido.

A la fecha de aprobación del presente informe, el capital social de la Sociedad asciende a 903.579,34 euros, dividido en 45.178.967 acciones de 0,02 euros de valor nominal cada una de ellas, íntegramente suscritas y desembolsadas, pertenecientes a una única clase y serie, representadas por medio de anotaciones en cuenta. Los principales accionistas de la Sociedad, esto es, los Oferentes y D. Miguel Tomás Arrufat Pujol (conjuntamente, los "**Accionistas Significativos**"), son titulares del número de acciones y del porcentaje capital social que se indica a continuación:

Nombre	Nº Acciones	Porcentaje
Proeduca Summa, S.L.	22.594.001	50,01%
Sofina SA	7.260.905	16,07%
Academia Bidco, S.L.U.	6.476.913	14,33%
Asúa Inversiones, S.L.	2.937.369	6,50%
Renta Génova, S.L.	2.710.756	6,00%
Total Oferentes	**41.979.944**	**92,919%**
Miguel Tomás Arrufat Pujol	1.505	0,0033%
Total Accionistas Significativos	**41.981.449**	**92,923%**

Conforme a lo anterior, el número de acciones titularidad de accionistas distintos de los Accionistas Significativos (*free float*) representa aproximadamente un 7,077% del capital social de la Sociedad (incluyendo las acciones en autocartera, cuyo saldo varía diariamente en función de la operativa del contrato de liquidez). Tal y como se ha indicado, este reducido porcentaje de *free float* impide que se alcancen niveles de difusión accionarial adecuados para la negociación de las acciones en BME Growth, presentando consecuentemente la negociación de las acciones en BME Growth un escaso volumen de contratación, con la volatilidad que ello, a su vez, puede conllevar.

Además, la exclusión de negociación de la Sociedad simplificaría su funcionamiento y estructura, lo que permitiría el ahorro de determinados costes directos e indirectos en los que la Sociedad actualmente incurre como consecuencia de su condición de sociedad incorporada a negociación en BME Growth y entidad de interés público a efectos de la normativa de auditoría de cuentas. Asimismo, el Consejo de Administración considera beneficioso para la Sociedad y su equipo directivo la exclusión de negociación, ya que les permitiría centrarse en la implementación del plan estratégico con un enfoque a largo plazo,

sin las vicisitudes generadas por las fluctuaciones en el precio de cotización de las acciones derivadas de una formación potencialmente ineficiente de los precios como consecuencia del escaso volumen de contratación.

En vista del reducido porcentaje de *free float,* que impide que se alcancen niveles de difusión accionarial, de contratación y de liquidez adecuados para la negociación de las acciones de la Sociedad en BME Growth, y atendiendo a criterios de economía y eficacia en el desarrollo de la actividad y estructura de la Sociedad, el Consejo de Administración estima oportuno someter a la consideración de la junta general de accionistas de la Sociedad el correspondiente acuerdo de exclusión de negociación.

Igualmente, para el caso de que el acuerdo de exclusión de negociación no sea aprobado de forma unánime por la totalidad de los accionistas de la Sociedad, y de conformidad con lo previsto en el apartado 1.2.b).(ii) de la norma Sexta de la Circular 1/2025, el Consejo de Administración estima oportuno proponer a la junta general de accionistas de la Sociedad que sean los Oferentes quienes formulen, en caso de resultar necesario, la correspondiente oferta pública de adquisición de las acciones de la Sociedad prevista en el apartado 2.3 de la norma Segunda y la norma Sexta de la Circular 1/2025.

3. PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA OFERTA

La exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad de BME Growth se realizará, en caso de aprobación por la junta general de accionistas de la Sociedad, previa formulación de la Oferta por los Oferentes, en el caso de que el correspondiente acuerdo de exclusión de negociación no sea aprobado por la totalidad de los accionistas de la Sociedad, y previo acuerdo favorable de los correspondientes órganos rectores de BME Growth.

Los principales términos y condiciones de la Oferta son los siguientes:

3.1 OFERENTES

De conformidad con lo previsto en el apartado 1.2.b).(ii) de la norma Sexta de la Circular 1/2025, la Oferta se formularía por los Oferentes sin que ello implique, por tanto, la adquisición por la Sociedad de acciones propias con cargo al patrimonio social de la Sociedad.

A continuación, se detallan los datos identificativos de los Oferentes y la participación que cada uno de ellos mantiene en la Sociedad a la fecha del presente informe:

- Proeduca Summa, S.L ("**Proeduca Summa**") es una sociedad limitada de nacionalidad española, con domicilio social en calle García Martín, 21, 28224, Pozuelo de Alarcón, Madrid (España), inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 19.617, Folio 166, Sección 8ª, Hoja M-344.817, titular del número de identificación fiscal (N.I.F.) B-83877498 y código LEI (*Legal Entity Identifier*) 959800CC9WT3ZMU1GU51.

A la fecha del presente informe Proeduca Summa es titular directo de 22.594.001 acciones de la Sociedad, representativas aproximadamente del 50,01% de su capital social.

- Sofina, SA ("**Sofina**") es una sociedad de nacionalidad belga, con domicilio social en 31, rue de l'industrie, 1040 Bruselas (Bélgica), inscrita en el Banco de Datos de Empresas de Bélgica, con el número 0403.219.397, titular del número de identificación fiscal (N.I.F.) N-0172587H y código LEI (*Legal Entity Identifier*) 5493000GMVR38VUO5D39.

  A la fecha del presente informe Sofina es titular directo de 7.260.905 acciones de la Sociedad, representativas aproximadamente del 16,07% de su capital social.

- Academia Bidco, S.L.U. ("**Portobello**") es una sociedad limitada de nacionalidad española, con domicilio social en calle Almagro, 36, 2º piso, 28010, Madrid (España), inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, Hoja M-845.629, IRUS: 1000442824043, titular del número de identificación fiscal (N.I.F.) B-75857227 y código LEI (*Legal Entity Identifier*) 959800DHCEH8Q2LS1530.

  A la fecha del presente informe Portobello es titular directo de 6.476.913 acciones de la Sociedad, representativas aproximadamente del 14,34% de su capital social.

- Asúa Inversiones, S.L. ("**Asúa**") es una sociedad limitada de nacionalidad española, con domicilio social en calle Serrano, 43-45, 28006, Madrid (España), inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 26.970, Folio 147, Hoja M-485.971, titular del número de identificación fiscal (N.I.F.) B-85774354 y código LEI (*Legal Entity Identifier*) 959800QG89LTTYR10009.

  A la fecha del presente informe Asúa es titular directo de 2.937.369 acciones de la Sociedad, representativas aproximadamente del 6,50% de su capital social.

- Renta Génova, S.L. ("**Renta Génova**") es una sociedad limitada de nacionalidad española, con domicilio social en calle Génova, 15, 6º Interior C, 28004, Madrid (España), inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 19.089, Folio 176, Hoja M-333.841, titular del número de identificación fiscal (N.I.F.) B-83723510 y código LEI (*Legal Entity Identifier*) 959800KNMP5C357XG329.

  A la fecha del presente informe Renta Génova es titular directo de 2.710.756 acciones de la Sociedad, representativas aproximadamente del 6,00% de su capital social.

Se hace constar que cada uno de los Oferentes participará en la Oferta en proporción a su participación en el capital social de la Sociedad, considerando únicamente las acciones de las que sean titulares directos, a excepción de Proeduca Summa, a cuya participación directa se sumará, adicionalmente, la participación directa de D. Miguel Tomás Arrufat Pujol.

3.2 VALORES A LOS QUE SE EXTIENDE LA OFERTA

La Oferta se dirigiría a todos los titulares de las acciones de la Sociedad distintos de los Oferentes y de D. Miguel Tomás Arrufat Pujol, independientemente de que hubiesen votado a favor o en contra de la exclusión de negociación (incluida la autocartera de la Sociedad). En consecuencia, la Oferta se dirigiría a un máximo de 3.197.518 acciones de la Sociedad, representativas aproximadamente del 7,077% de su capital social.

Los términos de la Oferta serían idénticos para la totalidad de las acciones de la Sociedad a las que se dirija.

3.3 CONTRAPRESTACIÓN DE LA OFERTA

La Oferta se formularía como compraventa, consistiendo en dinero la totalidad de la contraprestación, que será satisfecha en el momento de su liquidación.

El precio de la Oferta se ha fijado en la cantidad de 34,01 euros por acción de la Sociedad (el "**Precio de la Oferta**"), conforme a lo previsto en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007. En este sentido, el Precio de la Oferta no es inferior al mayor que resulta entre (i) el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007; y (ii) el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el apartado 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

Se hace constar igualmente que con fecha 6 de marzo de 2025 el Consejo de Administración designó a Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L. ("**EY**") como experto independiente para la elaboración de un informe de valoración independiente de las acciones de la Sociedad atendiendo para ello a las reglas previstas en los artículos 10.5 y 9, respectivamente, del Real Decreto 1066/2007, o en la normativa correspondiente que pudiera resultar de aplicación en cada momento.
EY ha emitido, con fecha 15 de abril de 2025, el correspondiente informe de valoración (el "**Informe de Valoración**").

3.3.1 Métodos de valoración del artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007

A continuación, se incluye un breve resumen de los diferentes valores por acción de las acciones de la Sociedad, conforme han sido determinados por EY siguiendo las reglas y métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, junto con la justificación de su respectiva relevancia, tal y como resulta del contenido y conclusiones del Informe de Valoración:

a) Valor teórico contable

El método del valor teórico contable ("**VTC**") se basa en estimar el valor de la Sociedad a partir de su patrimonio neto ("**PN**"). Una vez determinado el valor del PN, este se divide entre el número total de acciones en circulación, excluyendo las acciones en autocartera, para calcular el VTC por acción.

Para la aplicación de este método de valoración, se han calculado los valores de VTC correspondientes a los estados financieros individuales y consolidados en dos fechas: el 31 de agosto de 2024 (último cierre auditado) y el 31 de enero de 2025. De entre los cuatro valores de VTC, el mayor valor obtenido corresponde a los estados financieros consolidados a 31 de enero de 2025, con un resultado de 0,62 euros por acción.

No obstante, debido al carácter estático de este método —que refleja los activos y pasivos en un momento concreto y no considera factores como la evolución futura de la Sociedad, la situación del mercado o sus perspectivas de crecimiento—, EY no ha considerado el VTC como referencia para la determinación del valor de mercado de las acciones de la Sociedad.

b) Valor liquidativo

Este método de valoración refleja el valor de una empresa en un escenario de disolución y cese definitivo de sus actividades, considerando un proceso de venta de activos y cancelación de deudas. Para ello, se tienen en cuenta las plusvalías o minusvalías latentes, así como las contingencias que pudieran existir.
El valor liquidativo se considera un valor mínimo de referencia para la Sociedad, ya que una eventual liquidación implicaría una serie de costes asociados, como los gastos laborales derivados del despido del personal, entre otros. Además, este escenario conllevaría una venta forzosa de activos, lo que requeriría realizar las ventas de forma acelerada y, en consecuencia, aplicar descuentos adicionales sobre el valor de dichos activos frente a los que se considerarían en otros métodos de valoración.

En este sentido, EY considera que la aplicación del método del valor liquidativo al grupo resulta en un valor significativamente inferior al obtenido mediante los restantes métodos analizados en el presente informe. Por tanto, y en línea con lo previsto en el artículo 10.5.b) del Real Decreto 1066/2007, dicho método no se considera apropiado en un contexto de creación de valor y no ha sido tenido en cuenta para la determinación del valor de mercado de las acciones de la Sociedad.

c) Cotización media ponderada

Este método de valoración se basa en la cotización media ponderada de las acciones de la Sociedad durante los seis meses inmediatamente anteriores al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la comunicación de información privilegiada publicada por la Sociedad el 25 de febrero de 2025 informando de la intención de los Oferentes de promover la exclusión de negociación.

A partir de la evolución del precio de las acciones de la Sociedad en BME Growth durante el período analizado, se han obtenido las siguientes conclusiones:

(i) El precio medio ponderado ha sido de 28,55 euros por acción, calculado a partir del precio medio diario de cotización, ponderado según el volumen diario de acciones negociadas.

(ii) El volumen medio diario de acciones negociadas ha sido limitado, ascendiendo a 1.174. Este volumen, ponderado por el precio medio diario, equivale a un efectivo medio negociado diario de aproximadamente 34.000 euros.

(iii) Dicho volumen medio diario es insuficiente para entender que las acciones de la Sociedad son líquidas a efectos de la normativa de mercado de valores (artículo 2 apartado 1, punto 17 letra b) del Reglamento (UE) nº 600/2014 -MiFIR- en relación con el artículo 1 del Reglamento Delegado (UE) 2017/567).

Adicionalmente, EY ha realizado un análisis comparativo de la liquidez de la Sociedad frente a otras compañías del sector de educación online. En particular, se ha evaluado la ratio entre el volumen medio diario negociado y el *free float* de cada compañía durante los seis meses previos a la Fecha de Valoración. De este análisis se desprende que la liquidez de la Sociedad ha sido un 90% inferior a la de las compañías comparables.

Esta reducida liquidez limita la precisión y fiabilidad del precio de cotización como indicador del valor real de la empresa. Por este motivo, EY ha decidido no considerar este método en la determinación del valor de mercado de las acciones

d) Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad en ofertas públicas de adquisición

El Real Decreto 1066/2007 establece que, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión, la contraprestación ofrecida debe ser considerada como uno de los métodos de valoración incluidos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/20007.

A este respecto, se hace constar que no se ha formulado ninguna oferta pública de adquisición sobre las acciones de la Sociedad durante el último año. En consecuencia, este método de valoración no resulta de aplicación a la Sociedad por la inexistencia de este tipo de referencias durante el último año.

e) Otros métodos de valoración aplicables

Adicionalmente a los criterios referidos en los apartados anteriores, y de conformidad con lo establecido en el artículo 10.5.e) del Real Decreto 1066/2007, EY ha aplicado otros métodos de valoración comúnmente aceptados por la comunidad financiera internacional, tales como el descuento de flujos de caja, el método de múltiplos de cotizadas comparables y el método de múltiplos de operaciones recientes comparables.

Los resultados de la aplicación de estos métodos y su respectiva relevancia se detallan a continuación:

- **Descuento de flujos de caja:** El método de descuento de flujos de caja (DCF, por sus siglas en inglés) es una técnica de valoración comúnmente utilizada que consiste en estimar los flujos de caja libre para un período determinado. En este caso, se basan en las proyecciones del plan de negocio de la Sociedad entre agosto de 2025 y agosto de 2028. Estos flujos se actualizan al valor presente aplicando una tasa de descuento que refleja tanto el valor temporal del dinero como los riesgos inherentes a los flujos proyectados. Finalmente, se calcula el valor terminal bajo la suposición de un crecimiento perpetuo a partir del último año del período proyectado.
  Según este enfoque de valoración, el rango estimado por EY para el valor del DCF se encuentra entre 30,77 euros por acción y 36,90 euros por acción, con un valor central de 33,56 euros por acción.

  En conclusión, EY considera el DCF como el método de valoración principal para determinar el valor de mercado del 100% de las acciones de la Sociedad, dado que es una metodología generalmente aceptada que refleja de manera más precisa las expectativas de los flujos de caja futuros del negocio y captura de forma más adecuada las particularidades y proyecciones específicas de la empresa en comparación con otros métodos.

- **Método de múltiplos de empresas cotizadas comparables:** Los múltiplos comparables de empresas cotizadas son indicadores de valoración (por ejemplo, el EV/EBITDA) que se derivan del precio medio de cotización de empresas similares en mercados negociados. Aunque las empresas analizadas operan principalmente en el mismo sector que la Sociedad, la muestra presenta ciertas limitaciones en términos de comparabilidad, debido a diferencias en la composición académica (i.e., grados, postgrados, otros títulos), la presencia geográfica, el peso de la enseñanza online y presencial, y el crecimiento esperado de ingresos y EBITDA a futuro. Para ilustrar el análisis, se ha seleccionado el múltiplo correspondiente a la mediana EV/EBITDA de la muestra, teniendo en cuenta las diferencias con las empresas cotizadas comparables.

En cuanto al cálculo del valor de empresa de la Sociedad (*enterprise value* o **"EV**" por sus siglas en ingles), se ha considerado (i) el EV del negocio recurrente, relacionado con su actividad tradicional, y (ii) el EV del negocio no recurrente, derivado de los flujos de caja futuros atribuibles a nuevos proyectos en los que la Sociedad está invirtiendo a largo plazo. Para estimar el valor de mercado de las acciones (*equity value*), se han incluido la posición financiera neta, otros activos y pasivos no operativos, y el valor atribuible a los minoritarios.

En cuanto al EBITDA, se ha utilizado como base el valor recurrente de los últimos 12 meses. No obstante, dado que la Sociedad está invirtiendo en nuevas iniciativas fuera de su actividad recurrente con el objetivo de mejorar ciertos KPIs operativos a medio y largo plazo, se ha llevado a cabo una valoración de esta unidad de forma independiente. Esto se ha hecho para estimar el valor adicional que los nuevos proyectos aportarán a la Sociedad, el cual se suma al EBITDA recurrente.

Como resultado de aplicar el método de compañías cotizadas comparables, el valor de mercado de las acciones oscila entre 18,31 euros por acción y 28,62 euros por acción, con un valor central de 25,45 euros por acción. Debido a la dispersión de los múltiplos y las limitaciones en la comparabilidad con la Sociedad, este método de valoración no ha sido utilizado por EY para su conclusión de valor, y se ha considerado únicamente a efectos de contraste.

- **Múltiplos de transacciones precedentes comparables**: El análisis de múltiplos de operaciones recientes determina el valor de mercado de una compañía aplicando los múltiplos de transacciones de empresas similares a las variables relevantes, en este caso, el EV y el EBITDA, utilizando el mismo enfoque explicado previamente en el apartado sobre múltiplos de empresas cotizadas comparables.

  Aunque las empresas analizadas operan principalmente en la educación online o en modelos híbridos, no todas ofrecen la misma gama de programas formativos ni están en los mismos mercados geográficos, lo que genera una dispersión en los múltiplos. Además, los múltiplos pueden reflejar expectativas de mercado y sinergias del adquirente, lo que complica la comparabilidad. La falta de información pública sobre los EBITDA ajustados y las características de las transacciones también afecta la fiabilidad de los resultados.

  Como resultado, el valor de mercado de las acciones, según el método de transacciones comparables, se sitúa entre 29,05 euros y 42,93 euros por acción, con un valor central de 34,25 euros. Debido a la dispersión y la falta de comparabilidad, este método no se utiliza para la conclusión de valor de EY, y se considera solo a efectos de contraste.

En resumen, las valoraciones que resultan de los distintos métodos de valoración previstos en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, con arreglo al Informe de Valoración, son las que se exponen a continuación:

Método de valoración	Valor por acción			Relevancia
Valor teórico contable (VTC)	0,62			No adecuada
Cotización media ponderada	28,55			No adecuada
Valor liquidativo	n.a.			No adecuada
Contraprestación ofrecida en ofertas públicas de adquisición previas	n.a.			No aplicable
Descuento de flujos de caja (DFC)	30,77	33,56	36,90	Adecuada (metodología principal)
Múltiplos compañías cotizadas comparables	18,31	25,45	28,62	Contraste
Múltiplos de transacciones precedentes comparables	29,05	34,54	42,93	Contraste

Conforme a lo indicado en el Informe de Valoración, EY considera el DFC como el método más adecuado para valorar las acciones de la Sociedad y, con base en este, concluye que el valor por acción de la Sociedad podría situarse razonablemente entre 30,77 euros por acción y 36,90 euros por acción, con un valor central de 33,56 euros por acción.

De acuerdo con el Informe de Valoración, en el que se han tenido en cuenta las características de la Sociedad y del sector en el que opera, así como el propósito de la valoración, el contexto y el objetivo del informe, el Consejo de Administración considera que, de entre todas las metodologías usadas, el descuento de flujos de caja, los múltiplos de compañías cotizadas comparables y los múltiplos de transacciones precedentes comparables son metodologías de valoración adecuadas, conforme a lo establecido en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, para su uso en la valoración de las acciones de la Sociedad, si bien considera que el descuento de flujos de caja es la metodología más adecuada de entre todas ellas.

3.3.2 Precio equitativo del artículo 9 del Real Decreto 1066/2007

El artículo 9.1 del Real Decreto 1066/2007 establece que las ofertas públicas de deberán llevarse a cabo con un precio equitativo, es decir, un precio o contraprestación no inferior al más alto que el oferente, o las personas que actúen en concertación con él, hayan pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta.

En este contexto, el 8 de abril de 2025 se comunicó, mediante una comunicación de otra información relevante, que Proeduca Summa y Asúa habían formalizado la operación de compraventa con Sofina y Portobello, anunciada en la comunicación de información privilegiada del 25 de febrero de 2025. Como resultado de esta operación, Sofina y Portobello adquirieron respectivamente 7.260.905 y 6.476.913 acciones de la Sociedad, lo que representa un 16,07% y un 14,34% del capital social de la misma. Por su parte, Proeduca Summa vendió 12.157.290 acciones (26,91% del capital) y Asúa 1.580.528 acciones (3,50% del capital) (la "**Operación**").

En el marco de la Operación, se estableció un precio fijo de 30,99 euros por acción a fecha del 31 de agosto de 2024. Conforme a lo previsto en el contrato de compraventa de la Operación, dicho precio se ajustará según los siguientes conceptos:

- Incremento diario de 144.936 euros desde (y excluyendo) el 31 de agosto de 2024, hasta (e incluyendo) el 8 de abril de 2025 en concepto de compensación por el transcurso del tiempo (*ticking fee*), multiplicado por el porcentaje accionarial de Sofina y Portobello.

- Disminución por el segundo dividendo a cuenta de, aproximadamente, 18 millones de euros, multiplicado por el porcentaje accionarial de Sofina y Portobello.

- Disminución por el dividendo de febrero de 2025 de, aproximadamente, 939,3 miles de euros, multiplicado por el porcentaje accionarial de Sofina y Portobello.

- Incremento condicionado al cumplimiento de objetivos (*earn-out*) en una cantidad ("**MOIC**" por sus siglas en inglés) cuyo cálculo depende de si Sofina y Portobello venden su participación en la Sociedad antes del 31 de agosto de 2029:

  1. *Realised Exit Additional Amount*

     Si la desinversión se realizase antes del 31 de agosto de 2029, el MOIC se calcularía en función del valor efectivo de la Operación. Dada la naturaleza del pago contingente y su estructura de pago no lineal, EY ha utilizado el modelo de Option Pricing Model (OPM), específicamente el modelo de Árbol Binomial (Lattice-Based Model). Tras aplicar este modelo, EY ha determinado un valor del Realised Exit Additional Amount de 121,1 millones de euros, equivalente a 2,68 euros por acción. Como contraste, mediante simulaciones de Montecarlo, se obtiene un valor del Realised Exit Additional Amount de 111,8 millones de euros, lo que equivale a 2,47 euros por acción.

2. *Synthetic Exit Additional Amount*

   Si la desinversión no se realizase antes del 31 de agosto de 2029, el MOIC se calcularía de manera sintética usando el método de Montecarlo, debido a que el pago depende de una métrica no diversificable (EBITDA ejecutable en el momento acordado). Según los cálculos de EY, el valor del Synthetic Exit Additional Amount sería de 133,8 millones de euros, lo que equivale a 2,96 euros por acción.

Finalmente, se ha aplicado el método PWERM (*Probability Weighted Expected Return Method*) para determinar el valor definitivo del earn-out. Para calcular la probabilidad de que la desinversión de Sofina y Portobello se realice antes del 31 de agosto de 2029 (lo que activaría el Realised Exit Additional Amount), o que no se lleve a cabo antes de esa fecha (lo que activaría el Synthetic Exit Additional Amount), se ha utilizado el modelo de Black-Scholes. Según el análisis realizado, la probabilidad de que la desinversión ocurra antes del 31 de agosto de 2029 es del 85,5%, mientras que la probabilidad de que no se realice antes de dicha fecha es del 14,5%. Por lo tanto, al ponderar por probabilidad el valor presente de los dos posibles earn-outs (i.e., Realised Exit Additional Amount y Synthetic Exit Additional Amount), se obtiene una cantidad de 122,9 millones de euros, lo que equivale a 2,72 euros por acción.

Por lo tanto, tomando como referencia el precio de 30,99 euros por acción y aplicando los ajustes pertinentes según los métodos de valoración mencionados y los análisis realizados, el valor correspondiente a la estructura de precio acordada en el contrato de compraventa de la Operación alcanza los 1.536 millones de euros, lo que equivale a un precio de 34,01 euros por acción.

Por último, se hace constar que los Oferentes se han comprometido a no adquirir, ni acordar la adquisición de, acciones de la Sociedad, directamente o a través de cualesquiera sociedades de los grupos a los que pertenecen los Oferentes ni a través de otras personas o entidades que actúen por cuenta o de forma concertada con los Oferentes, a un precio superior al Precio de la Oferta hasta la fecha de publicación del primer anuncio en relación con la Oferta.

3.3.3 Conclusión

Teniendo en cuenta lo anterior, el Consejo de Administración considera que el Precio de la Oferta propuesto por los Oferentes, esto es, 34,01 euros por acción, cumple con lo establecido en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007, en la medida en que no es inferior al mayor que resulta entre (i) el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007; y (ii) el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el apartado 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

3.4 PLAZO DE ACEPTACIÓN

El plazo de aceptación de la Oferta sería de 1 mes contado a partir del día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del correspondiente anuncio de la Oferta en las páginas web de BME Growth y la Sociedad, sin perjuicio de la posibilidad de que los Oferentes acuerden prórrogas.

3.5 CONDICIONES Y AUTORIZACIONES PREVIAS A LAS QUE ESTÁ SUJETA LA OFERTA

La efectividad de la Oferta no se sujetaría a condición alguna, sin perjuicio de que no sería necesaria su formulación en caso de que el acuerdo de exclusión de negociación de la totalidad de las acciones de la Sociedad de BME Growth sea aprobado por la totalidad de los accionistas de la Sociedad, de conformidad con lo previsto en el apartado 2.3 de la norma Segunda de la Circular 1/2025.

No obstante, la formulación de la Oferta requiere de su previa aprobación por la junta general de accionistas de la Sociedad, en los términos previstos en la propuesta de acuerdos que el Consejo de Administración somete a la consideración y aprobación de los accionistas de la Sociedad.

4. INTENCIÓN DE LA SOCIEDAD DE ACEPTAR O NO LA OFERTA

El Consejo de Administración manifiesta su decisión de no aceptar la Oferta en relación con las acciones de la Sociedad que mantenga en cada momento en autocartera en atención al obligatorio mantenimiento del contrato de liquidez de la Sociedad hasta, al menos, la efectiva exclusión de negociación de la totalidad de las acciones de la Sociedad de BME Growth, sin perjuicio, en su caso, de la suspensión de las operaciones previstas en el referido contrato de liquidez.

5. EVENTUAL SUSTITUCIÓN DE LA OFERTA POR UNA ORDEN SOSTENIDA DE COMPRA

A la fecha de aprobación del presente informe de administradores está pendiente de aprobación por el Consejo de Ministros el Real Decreto por el que se extenderá a los sistemas multilaterales de negociación españoles, tales como BME MTF Equity, al que pertenece el segmento de negociación BME Growth en el que se negocian las acciones de la Sociedad, la aplicación de la normativa sobre ofertas públicas de adquisición aplicable a las acciones negociadas en mercados regulados, incluyendo las Bolsas de Valores, todo ello de conformidad con lo previsto en la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. En el caso de que dicho Real Decreto se dictara y entrara en vigor de forma tal que resultara de aplicación a la Oferta, esta se adaptará a lo previsto en la normativa aplicable en ese momento. Si dicho Real Decreto contemplara la posibilidad de una excepción a la oferta pública de adquisición obligatoria con motivo de la exclusión de negociación que resultase de aplicación a la Oferta en el caso de que esta se reconfigurarse como una orden sostenida de compra a cargo de todos o alguno(s) de los Oferentes, esta se ajustará en los términos necesarios para dar cumplimiento a la referida excepción.

6. PROPUESTA DE ACUERDOS A LA JUNTA

En vista de todo lo anterior, se somete a la consideración y, en su caso, aprobación de la junta general de accionistas de la Sociedad:

(i) la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad de BME Growth;
(ii) que, la oferta que a tal efecto deba realizarse de acuerdo con la Circular 1/2025, sea formulada por los Oferentes, en los términos y condiciones previsto en la correspondiente propuesta de acuerdo; y
(iii) la correspondiente delegación de las facultades de ejecución de los anteriores acuerdos,

todo ello con arreglo a los términos y condiciones que se recogen en la correspondiente propuesta de acuerdos que se somete a la consideración y aprobación de los accionistas de la Sociedad.

En Madrid, a 23 de abril de 2025

* * *

PROEDUCA

PROPUESTA DE ACUERDOS FORMULADAS POR EL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN A LA JUNTA GENERAL EXTRAORDINARIA DE ACCIONISTAS DE PROEDUCA ALTUS, S.A. A CELEBRAR LOS DÍAS 28 Y 29 DE MAYO DE 2025, EN PRIMERA Y SEGUNDA CONVOCATORIA, RESPECTIVAMENTE

1.- Examen y aprobación, en su caso, de la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de Proeduca Altus, S.A. del segmento de negociación BME Growth de BME MTF Equity y de la realización de una oferta pública de adquisición de acciones de Proeduca Altus, S.A. por terceros. Delegación de facultades.

(A) Exclusión de negociación

Aprobar la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de Proeduca Altus, S.A. (la "**Sociedad**") del segmento de negociación BME Growth de BME MTF Equity ("**BME Growth**"), así como la solicitud de exclusión de negociación de las referidas acciones, todo ello con expreso sometimiento a lo dispuesto en la Circular 1/2025 sobre requisitos y procedimiento aplicables a la incorporación y exclusión en BME Growth de 10 de abril (la "**Circular 1/2025**") así como a cualesquiera otras disposiciones que resulten de aplicación en cada momento.

(B) Oferta pública de adquisición

Para el caso de que el acuerdo (A) anterior, relativo a la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones de la Sociedad de BME Growth, no sea aprobado por la totalidad de los accionistas de la Sociedad, aprobar (i) que la oferta pública de adquisición de acciones de la Sociedad a realizar de conformidad con lo previsto en el apartado 2.3 de la norma Segunda y en la norma Sexta de la Circular 1/2025 o en cualesquiera otras disposiciones que resulten de aplicación en cada momento y el artículo 10 de los estatutos sociales de la Sociedad (la "**Oferta**") sea formulada por Proeduca Summa, S.L., Sofina SA, Academia Bidco, S.L.U., Asúa Inversiones, S.L. y Renta Génova, S.L. (conjuntamente, los "**Oferentes**"), de conformidad con lo previsto en el apartado 1.2.b).(ii) de la norma Sexta de la Circular 1/2025; y (ii) los acuerdos relativos a la Oferta y a su precio, en los términos que seguidamente se resumen y que se desarrollan en el informe justificativo emitido por el consejo de administración de la Sociedad (el "**Consejo de Administración**") y puesto a disposición de los accionistas con ocasión de la convocatoria de la junta general:

– **Oferentes**:

(i) Proeduca Summa, S.L ("**Proeduca Summa**"), sociedad limitada de nacionalidad española, con domicilio social en calle García Martín, 21, 28224, Pozuelo de Alarcón, Madrid (España), inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 19.617, Folio 166, Sección 8ª, Hoja M-344.817, titular del número de identificación fiscal (N.I.F.) B-83877498 y código LEI (*Legal Entity Identifier*) 959800CC9WT3ZMU1GU51.

(ii) Sofina SA ("**Sofina**"), sociedad de nacionalidad belga, con domicilio social en 31, rue de l'industrie, 1040, Bruselas (Bélgica), inscrita en el Banco de Datos de Empresas de Bélgica, con el número 0403.219.397, titular del número de identificación fiscal (N.I.F.) N-0172587H y código LEI (*Legal Entity Identifier*) 5493000GMVR38VUO5D39.

(iii) Academia Bidco, S.L.U. ("**Portobello**"), sociedad limitada de nacionalidad española, con domicilio social en calle Almagro, 36, 2º piso, 28010, Madrid (España), inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, Sección 8ª, Hoja M-845.629, IRUS: 1000442824043, titular del número de identificación fiscal (N.I.F.) B-75857227 y código LEI (*Legal Entity Identifier*) 959800DHCEH8Q2LS1530.

(iv) Asúa Inversiones, S.L. ("**Asúa**"), sociedad limitada de nacionalidad española, con domicilio social en calle Serrano, 43-45, 28006, Madrid (España), inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 26.970, Folio 147, Sección 8ª, Hoja M-485.971, titular del número de identificación fiscal (N.I.F.) B-85774354 y código LEI (*Legal Entity Identifier*) 959800QG89LTTYR10009.

(v) Renta Génova, S.L. ("**Renta Génova**"), sociedad limitada de nacionalidad española, con domicilio social en calle Génova, 15, 6º Interior C, 28004, Madrid (España), inscrita en el Registro Mercantil de Madrid al Tomo 19.089, Folio 176, Sección 8ª; Hoja M-333.841, titular del número de identificación fiscal (N.I.F.) B-83723510 y código LEI (*Legal Entity Identifier*) 959800KNMP5C357XG329.

- **Valores a los que se dirige la Oferta**: la Oferta se dirigirá a todos los titulares de las acciones de la Sociedad (incluida la autocartera) distintos de los Oferentes y de D. Miguel Tomás Arrufat Pujol, independientemente de que hubiesen votado a favor o en contra de la exclusión de negociación. Los términos de la Oferta serán idénticos para la totalidad de las acciones de la Sociedad a las que se dirija.

- **Contraprestación**: la Oferta se formulará como compraventa, consistiendo en dinero la totalidad de la contraprestación, que será satisfecha al contado en el momento de su liquidación.
  El precio de la Oferta se ha fijado en la cantidad de 34,01 euros por acción de la Sociedad (el "**Precio de la Oferta**"), conforme a lo previsto en el artículo 10.6 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el "**Real Decreto 1066/2007**"), ya que no es inferior al mayor que resulta entre (i) el precio equitativo al que se refiere el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007; y (ii) el que resulta de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el apartado 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

– **Período de aceptación**: 1 mes a partir del día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del correspondiente anuncio de la Oferta en las páginas web de BME Growth y la Sociedad, sin perjuicio de la posibilidad de que los Oferentes acuerden posteriores extensiones o prórrogas.

En el caso de que resulte de aplicación a la Oferta la normativa que se dicte en cumplimiento de lo previsto en la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión para extender a los sistemas multilaterales de negociación la aplicación de la normativa sobre ofertas públicas de adquisición aplicable a las acciones negociadas en mercados regulados, esta se adaptará a lo previsto en la normativa aplicable en ese momento. Si dicha normativa contemplara la posibilidad de una excepción a la oferta pública de adquisición obligatoria con motivo de la exclusión de negociación que resultase de aplicación a la Oferta en el caso de que esta se reconfigurarse como una orden sostenida de compra a cargo de todos o alguno(s) de los Oferentes, esta se ajustará en los términos necesarios para dar cumplimiento a la referida excepción.

2.- Delegación de facultades

Facultar solidariamente al Consejo de Administración, a la presidenta del Consejo de Administración, al consejero delegado, a los demás miembros del Consejo de Administración, al secretario no consejero y vicesecretario no consejero, con facultades expresas de sustitución, auto contratación y multi-representación, para que cualquiera de ellos, indistinta y solidariamente, y con toda la amplitud que fuera necesaria en derecho, proceda a la ejecución de estos acuerdos, pudiendo determinar aquellos extremos que no hayan sido fijados expresamente en los mismos o que sean consecuencia de ellos. En particular, y a título meramente ilustrativo, se acuerda delegar solidariamente en las referidas personas, con toda la amplitud que fuera necesaria en derecho, las siguientes facultades:

(i) Realizar cuantos actos o negocios jurídicos sean necesarios o meramente convenientes para la ejecución de estos acuerdos, otorgando cuantos documentos públicos o privados estimaren necesarios o convenientes para la más plena eficacia de los mismos.

(ii) Subsanar, aclarar, interpretar, precisar o completar los presentes acuerdos o los que se recogiesen en cuantas escrituras o documentos se otorguen en ejecución de los mismos en todo lo que no esté previsto en aquellos y, de modo particular, cuantas omisiones, defectos o errores de fondo o de forma impidieran la admisión de los presentes acuerdos y de sus consecuencias por BME Growth, la Comisión Nacional del Mercado de Valores o cualesquiera otras instituciones u organismos o su inscripción en el Registro Mercantil.

(iii) Presentar y tramitar la totalidad de los expedientes y documentación necesaria ante BME Growth, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear), cualesquiera entidades participantes, adheridas o encargadas del registro contable de las anotaciones en cuenta u otros organismos públicos o privados, seguir e instar el procedimiento de verificación en todos sus trámites, hasta su finalización y, en general, firmar todo tipo de documentos, realizar todos los actos, contratos, apoderamientos, llevar a cabo cuantas comunicaciones y adoptar cuantos acuerdos y medidas se estimen necesarios o convenientes para llevar a buen fin el procedimiento de exclusión.

(iv) Realizar todas las actuaciones necesarias o convenientes para, tras la Oferta, obtener la exclusión de negociación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de la Sociedad de BME Growth.

(v) Revocar, en su caso, la designación de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear) y su entidades participantes como entidades encargadas de la llevanza del registro contable de las acciones de la Sociedad, y, en tal caso, designar, a su discreción, una vez queden excluidas de negociación las acciones de la Sociedad en BME Growth, y en tanto las acciones de la Sociedad estén representadas mediante anotaciones en cuenta, una nueva entidad encargada de la llevanza del registro contable de las acciones de la Sociedad.

(vi) Representar a la Sociedad ante cualesquiera organismos, oficinas públicas, registros, entidades, públicos o privados, nacionales o extranjeros, ante los que sea necesario llevar a cabo cualesquiera actuaciones relativas a la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad y, en particular de las citadas en el apartado (iii) anterior.

(vii) Comparecer ante los Registros Mercantiles que sean competentes, BME Growth, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear) y cualesquiera otras autoridades, organismos o entidades, públicas o privadas, firmando al efecto cuantos documentos, públicos o privados, y realizando y dando cumplimiento a cuantos trámites y actuaciones sean precisos o convenientes para la ejecución y buen fin de los presentes acuerdos, pudiendo, en particular y a título meramente enunciativo y no limitativo, determinar, aclarar, precisar, modificar e interpretar su contenido en todas las condiciones de los mismos en lo no previsto por la presente junta general de accionistas, incluso modificando la redacción y las condiciones en aquellos aspectos que sean precisos al objeto de ajustar su texto y contenidos a cualesquiera modificaciones legislativas o recomendaciones de carácter no vinculante que pudieran producirse desde la fecha de adopción de los presentes acuerdos y la de su presentación o inscripción en cualquier registro público, y a las calificaciones que sobre dichos documentos pudieran realizar cualquiera de las autoridades y organismos anteriormente citados o cualesquiera otros competentes, formalizando los documentos complementarios que sean precisos o convenientes

al respecto, así como subsanar cualesquiera defectos, omisiones o errores que fueren apreciados o puestos de manifiesto por tales autoridades, organismos o entidades.

(viii) Representar a la Sociedad ante cualesquiera organismos, oficinas públicas, registros, entidades, públicos o privados, nacionales o extranjeros, ante los que sea necesario o conveniente realizar cualesquiera actuaciones relativas a la exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad y la Oferta.

(ix) Publicar, en la forma que establece la Ley de Sociedades de Capital y demás legislación aplicable, los anuncios relativos a los presentes acuerdos, en particular y a título meramente enunciativo y no limitativo, cualesquiera anuncios relativos a la Oferta.

(x) Realizar cuantos actos complementarios o accesorios fuesen necesarios o convenientes para la efectiva conclusión del procedimiento de exclusión de negociación de las acciones de la Sociedad y la Oferta, incluyendo, de forma enunciativa y no limitativa, la celebración con entidades de crédito, o con cualesquiera otras, de contratos de intermediación, agencia o depósito, instrucciones operativas y cualesquiera otros que fuesen necesarios o convenientes a estos efectos.

(xi) En general, llevar a cabo cuantos actos, conexos o complementarios, fueren necesarios o convenientes para el buen fin de los presentes acuerdos.

* * *

Proyecto Elyseum

Informe de valoración de Proeduca Altus, S.A. en el contexto de la Oferta Pública de Adquisición

Privado y confidencial

15 de abril de 2025

Building a better working world

Privado y Confidencial

Proeduca Altus, S.A.
Avda. de la Paz, 137
26006, Logroño, La Rioja
España

Ernst & Young
Servicios Corporativos S.L.
Torre Azca
Calle Raimundo Fernández Villaverde, 65,
28003, Madrid, España
www.ey.com/es

Ángel Redondo Moreira
Socio I Strategy and Transactions
T: +34 91 57 27 284
M: +34 64 93 49 961
E: Angel.redondo.moreira@es.ey.com

Cecilia de la Hoz Arespacochaga
Socia I Strategy and Transactions
T: +34 91 57 27 710
M: +34 65 39 74 500
E: cecilia.delahozarespacochaga@es.ey.com

Iñigo Astobieta Uribarren
Director I Strategy and Transactions
T: +34 91 56 75 334
M: +34 63 06 41 871
E: inigo.astobietauribarren@es.ey.com

Dalibor Loy, CFA
Director I Strategy and Transactions
T: +34 91 74 93 625
M: +34 68 9033 937
E: dalibor.loy@es.ey.com

Informe de valoración de Proeduca Altus, S.A. — 15 de abril de 2025

Muy señores nuestros:

De acuerdo con sus instrucciones, hemos llevado a cabo los trabajos descritos en nuestra carta de encargo con fecha 7 de marzo de 2025 (en adelante, el "Contrato" o "la Carta de Encargo") firmada entre Proeduca Altus, S.A. (en adelante, "Proeduca", la "Sociedad", la "Compañía" o el "Cliente") y Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L. (en adelante, "EY"). En base a ello, tenemos el placer de remitirle el presente informe (en adelante, "el Informe") del cálculo del valor del 100% de las acciones (en adelante "los Servicios") de Proeduca siguiendo los criterios establecidos en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, en el marco de la oferta pública de exclusión (en adelante, "OPA de Exclusión", "Oferta de Exclusión", o "anuncio de la propuesta de exclusión") que ciertos accionistas de la Compañía anunciaron en la comunicación de información privilegiada publicada el 25 de febrero de 2025 (en adelante, "la Transacción").

Restricciones de uso

Dadas las especiales características de las materias contenidas en este documento, el mismo deberá considerarse de uso exclusivo del Cliente para la finalidad descrita. EY declina cualquier responsabilidad derivada del uso del presente Informe fuera del contexto definido en el mismo. Este Informe de valoración debe ser leído y considerado en su conjunto, teniendo en cuenta el propósito de nuestro encargo, y en ningún caso debe interpretarse o extraerse parte del mismo de forma independiente o aislada o con otra finalidad.

Naturaleza y alcance de los servicios

La naturaleza y el alcance de nuestros servicios, incluyendo las limitaciones, se detallan en la Carta de Encargo. Nuestro Informe no tiene en cuenta eventos o circunstancias que hayan surgido después de la fecha de emisión del presente Informe y no asumimos la responsabilidad de actualizar el Informe por dichos eventos o circunstancias.

Hemos proporcionado un borrador de este informe al Cliente y nos ha confirmado que la información que nos fue suministrada es precisa y que no se ha retenido ninguna información significativa y/o esencial para nuestro trabajo.

Agradecemos la oportunidad de brindar nuestros servicios a Proeduca. No dude en ponerse en contacto con nosotros si tiene alguna pregunta sobre este encargo o si podemos ser de más ayuda.

Atentamente,

Ángel Redondo Moreira
Socio

Cecilia de la Hoz Arespacochaga
Socia

Consideraciones

Consideraciones

La dirección de la Compañía (“la Dirección”) nos ha proporcionado su plan de negocio para los años con cierre entre agosto de 2025 y 2032 (el “Plan de Negocio”), utilizado por las partes en el contexto de la Transacción y contenido en el Pacto de Socios. EY ha analizado la razonabilidad del Plan de Negocio teniendo en cuenta su coherencia con la trayectoria histórica de la Compañía y con los crecimientos esperados por el sector. EY considera que las proyecciones del Plan de Negocio en su conjunto son razonables para la estimación del flujo de caja libre proyectado para la Compañía, en el contexto de un ejercicio de valoración. Sobre dichas proyecciones del Cliente, EY ha realizado su propia estimación de las amortizaciones y el capital circulante, cuyo detalle puede encontrarse más adelante en el presente Informe. Adicionalmente, de cara al ejercicio de valoración según el método del Descuento de Flujos de Caja, como parte de la estimación del Valor Terminal, EY ha llevado a cabo un ejercicio de normalización incorporando un año adicional a las proyecciones facilitadas por la Compañía.

El Plan de Negocio se compone de dos grandes bloques: (1) Proyecciones financieras asociadas al negocio recurrente de UNIR y Otras marcas; (2) Estimaciones a futuro relacionadas con una serie de nuevos proyectos de negocio identificados y cuantificados por la Dirección del Cliente, cuyo detalle se muestra en la página 55 y 56 y que EY ha incluido en el análisis de valor realizado.

A los efectos del trabajo realizado por EY, la Dirección nos ha manifestado que:

- No existe acontecimiento, circunstancia u otra información relevante que no se nos haya entregado o comunicado como parte de la información facilitada, y que pudiera afectar a la realización de nuestro trabajo, haciendo que el contenido del mismo sea inexacto, engañoso o inadecuado.
- La información comunicada verbalmente o por escrito por la Dirección de la Compañía es veraz y completa en todos sus aspectos significativos. En el caso de estar referida esta a futuro, la misma representa la mejor estimación sobre la evolución futura del negocio, desde el conocimiento y experiencia de la Compañía, teniendo en cuenta la situación y expectativas a nivel económico, financiero, contractual, comercial y legal.
- A la fecha de valoración, la Dirección no ha establecido un nivel de apalancamiento financiero objetivo. A lo largo de los últimos años históricos previos a la fecha de valoración, la Compañía ha mostrado niveles muy limitados de apalancamiento, en parte derivados por la forma de pago de los alumnos y su política de financiación y por el hecho de que el crecimiento ha sido orgánico.
- Es consciente de que EY, en el desarrollo de sus servicios profesionales, no ha llevado a cabo, y no se le ha solicitado que llevase a cabo, la auditoría de la información utilizada para la prestación de dichos servicios profesionales, no asumiendo, ni EY, ni sus socios, ni sus empleados, responsabilidad alguna acerca de la veracidad y exactitud de los datos y de la información utilizada, la cual nos ha sido proporcionada en una gran parte por la Dirección de la Compañía.

Para la prestación de sus servicios profesionales, EY se ha basado en información y en datos financieros y de negocio, tanto públicos como no públicos, proporcionados por la Dirección de la Compañía y otras fuentes relevantes. Asimismo, EY ha mantenido conversaciones con la Dirección de la Compañía. En su conjunto, dicha información ha sido suficiente para la elaboración del presente Informe.

Nuestro análisis de valor es válido únicamente hasta la fecha de emisión de este Informe. Cualquier hecho relevante que tenga lugar con posterioridad a la fecha del Informe, como un cambio en las condiciones de mercado, puede dar como resultado valores sustancialmente diferentes a los indicados a la fecha del Informe. EY no asume responsabilidad alguna por esta circunstancia, no teniendo obligación de actualizar los análisis y conclusiones establecidas en este documento ni en otros documentos relacionados con nuestros servicios.

La valoración está basada en estimaciones futuras de flujos de caja, ingresos estimados y otras variables que por su naturaleza están sujetas a incertidumbre, y podrían no materializarse como está previsto en el Informe.

Consideraciones

Consideraciones (cont.)

Este documento no constituye una recomendación al Cliente ni a ningún otro tercero que pudiera disponer de este Informe en el futuro, sobre la Oferta de Exclusión ni el rango de precio estimado, y no evalúa ninguna de las posibles opciones que estos pudieran tomar en relación con la correspondiente oferta pública de exclusión.

Este documento debe ser leído y considerado en su totalidad, teniendo en cuenta el propósito del Informe y el contexto de la oferta de exclusión, y en ningún caso deben interpretarse o extraerse partes del mismo de forma independiente o aislada. El presente Informe no deberá ser utilizado con otra finalidad que la mencionada anteriormente. EY declina cualquier responsabilidad por un uso indebido de este documento o con una finalidad distinta a la establecida en nuestro Contrato o por usuarios distintos a los descritos en el mismo.

La estimación de nuestros honorarios se ha realizado con base en el equipo necesario y la experiencia de sus profesionales, la naturaleza del servicio y el tiempo necesario para la realización del mismo. Los honorarios de EY para este trabajo son independientes del precio de la Oferta de Exclusión y de la aceptación por parte de los inversores de la Oferta de Exclusión.

Puede haber diferencias entre las sumas totales de los gráficos y las tablas mostrados en el Informe debido al redondeo de decimales.

Índice

1 Alcance del trabajo 6

2 Resumen ejecutivo 9

3 Descripción de la Compañía 11

4 Descripción de la Transacción 20

5 Descripción del Mercado 22

6 Cálculo del precio equitativo 27

7 Cálculo del Valor de Mercado 40

8 Conclusión 68

9 Anexos 70

1

Alcance del trabajo

Objetivo y premisa de valor

Objetivo

Este documento ha sido preparado por EY con el objetivo de, por un lado, estimar el valor, a 31 de agosto de 2024 (en adelante, "Fecha de cálculo del Precio Equitativo"), equivalente a la estructura de precio establecida en el contrato de compraventa de acciones (SPA) firmado entre las partes con fecha 25 de febrero de 2025; y, por otro, un rango indicativo del valor de mercado del 100% de las acciones de Proeduca a 31 de enero de 2025 (en adelante, "Fecha de Valoración"), en el contexto descrito en páginas anteriores y siguiendo los términos y condiciones de los servicios profesionales acordados en nuestro Contrato. Los resultados de nuestro trabajo deben ser utilizados de acuerdo con el alcance descrito en la carta de encargo.

Premisa de valoración

A efectos de nuestro trabajo, la premisa de valoración utilizada es el valor de mercado ("Valor de Mercado" o "Market Value") que, según el International Valuation Standards Council, se define del siguiente modo: *El Valor de Mercado es la cantidad estimada por la cual un activo o pasivo debería intercambiarse a la fecha de valoración entre un comprador y un vendedor dispuesto, en una transacción independiente, después de adecuada comercialización y en la cual las partes hayan actuado con conocimiento, prudencia y sin presión.*

Alcance y procedimientos

De conformidad con los artículos 10 de los estatutos sociales de Proeduca y 2.3 de la Circular 1/2020, de 3 de septiembre, de BME Growth, si la junta general de accionistas adoptara un acuerdo de exclusión de negociación en BME Growth de las acciones de la Sociedad sin el voto favorable de alguno de los accionistas, ésta deberá ofrecer, a los accionistas que no hayan votado a favor de la exclusión, la adquisición de sus acciones a un precio justificado de acuerdo con los criterios previstos en la regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores para los supuestos de exclusión de negociación.

El objetivo de este Informe ha sido determinar el Valor de Mercado de las acciones de Proeduca con arreglo a los criterios establecidos en los artículos 9 y 10 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, mediante los siguientes procedimientos:

1. Cálculo del precio equitativo, definido según el artículo 9 del mencionado Real Decreto 1066/2007, como el importe más alto pagado o acordado por los oferentes o personas que actúen en concierto con ellos durante los 12 meses anteriores al anuncio de la oferta.
   - A efectos de estimar el precio equitativo, EY ha calculado el valor equivalente a la estructura de precio fijo más el earn out (analizando también el impacto de las opciones cruzadas), todo ello estipulado en el SPA firmado entre las partes, fechado a 25 de febrero de 2025.
2. Hemos realizado la valoración de las acciones de Proeduca, aplicando los métodos de valoración establecidos en el artículo 10.5 del Real Decreto (RD) 1066/2007 y justificando pertinentemente la relevancia respectiva de cada uno de ellos en nuestra conclusión de valor:
   - Valor teórico contable de la Sociedad y, en su caso, del grupo consolidado.
   - Valor liquidativo de la Sociedad y, en su caso, del grupo consolidado.
   - Cotización media ponderada de la Compañía durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión.
   - Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.
   - Otros métodos de valoración aplicables y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como:
     - Descuento de flujos de caja
     - Múltiplos de compañías comparables
     - Múltiplos de transacciones comparables
3. El Informe, preparado por EY, será presentado por el Consejo de Administración de Proeduca a su Junta de Accionistas a los efectos de, en su caso, la aprobación de su exclusión de cotización en BME Growth y por tanto publicado para la referencia de cualquier interesado.

Objetivo y premisa de valor

Alcance y procedimientos (Cont.)

Adicionalmente, EY ha llevado a cabo los siguientes procedimientos:

- EY ha basado su análisis, en la información proporcionada por la Compañía e información pública disponible relativa al mercado.
- Se han mantenido reuniones con la Dirección para discutir los aspectos relevantes de la valoración, al igual que otros aspectos considerados de utilidad para llevar a cabo la valoración.

  El alcance de nuestros servicios ha incluido los siguientes trabajos:

  - Obtención y análisis de la información económica y financiera histórica y proyectada facilitada por la Dirección del Cliente.
  - Obtención y análisis de información pública relativa al sector y al entorno macroeconómico en que opera la Compañía.
  - Mantenimiento de reuniones con la Dirección al objeto de obtener explicación sobre las cuestiones que se han planteado durante la realización de nuestro trabajo, así como recabar cualquier otra información considerada de utilidad.
  - Entendimiento del Plan de Negocio de la Compañía.
  - Estimación del precio equitativo en virtud de lo dispuesto en el articulo 9 del RD 1066/2007.
  - Realización de la valoración de las acciones de Proeduca aplicando los métodos de valoración establecidos en el artículo 10.5 del RD 1066/2007.
  - Análisis de sensibilidad a los diferentes parámetros financieros de la valoración.
  - Emisión del presente informe de valoración en castellano dirigido al Cliente, explicando en detalle el alcance de nuestro trabajo, los procedimientos realizados, los métodos de valoración empleados, las principales hipótesis de valoración utilizadas, así como las conclusiones alcanzadas en relación con el valor de mercado de las acciones de la Compañía a la Fecha de Valoración, así como con respecto a la estimación del valor equivalente a la estructura de precio establecida en el contrato de compraventa de acciones (SPA) firmado entre las partes.

2 Resumen ejecutivo

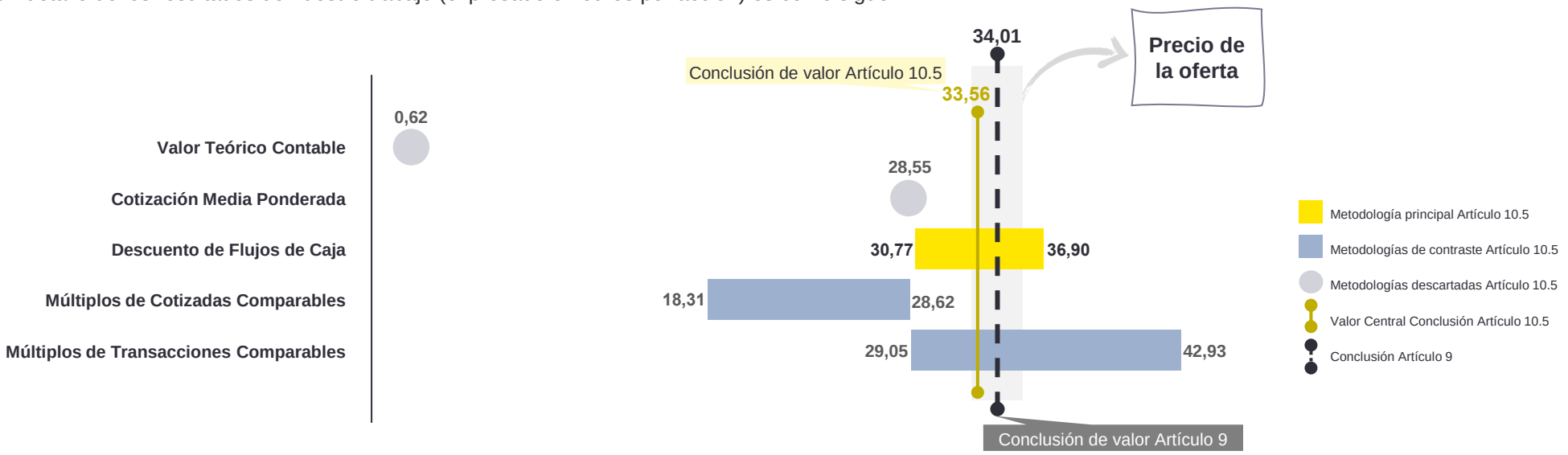
Resumen ejecutivo

Objetivo, métodos de valoración y resultados de nuestro trabajo

El Cliente ha solicitado asistencia de EY al objeto de realizar una estimación del rango indicativo del valor de mercado del 100% de las acciones de la Compañía a la Fecha de Valoración, así como del valor equivalente a la estructura de precio establecida en el SPA, en el marco de la oferta pública de exclusión (OPA de exclusión) de Proeduca de BME Growth y en línea con lo dispuesto en los artículos 10.5 y 9 del Real Decreto 1066/2007, respectivamente.

- Respecto al artículo 10.5, EY ha utilizado como principal metodología de valoración el Enfoque de Ingresos, particularmente el Descuento de Flujos de Caja, habiendo considerado el Enfoque de Mercado (Múltiplos de Cotizadas y Transacciones Comparables) como métodos de contraste. El resto de los métodos dispuestos en el mencionado artículo 10.5 han sido descartados por EY por los motivos que se exponen en las siguientes secciones del presente Informe.
- En términos del artículo 9, a efectos de la estimación de la parte variable del precio ofertado, EY ha empleado Opciones Reales y simulaciones de Montecarlo.

Un detalle de los resultados de nuestro trabajo (expresado en euros por acción) es como sigue:



Conclusión

A efectos de determinar el valor de mercado del 100% de las acciones de Proeduca de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007, en base a los métodos de valoración anteriormente descritos y los análisis realizados, EY ha basado su conclusión de valor en el método del DCF, como metodología principal, dando como resultando preliminar un rango de entre €30,77 y €36,90 por acción para las acciones de Proeduca, con un valor central de €33,56. Al objeto de estimar el precio equitativo según definido en el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, en base a las metodologías de valoración anteriormente descritas y los análisis realizados, el valor equivalente a la estructura de precio establecida en el SPA asciende a 1.538 millones de euros, lo que equivale a un precio de 34,01 euros por acción. En virtud de lo dispuesto en el artículo 10.6 del mencionado Real Decreto, **el precio de la oferta no podrá ser inferior al mayor que resulte de los dos anteriores, que en este caso son 34,01 euros por acción.**

3

Descripción de la Compañía

Descripción de la Compañía

Descripción de la Compañía

- Proeduca Altus, empresa cotizada en BME Growth desde 2019, es una compañía líder de educación superior oficial en línea. Opera en más de 90 países, centrando su actividad principalmente en España, Colombia, Perú, México, Ecuador, y EEUU, entre otros.
- La Compañía es pionera en el desarrollo de un modelo educativo digital, aprovechando la tecnología para mejorar las experiencias de aprendizaje, mediante la inversión en plataformas digitales y herramientas educativas innovadoras para atender a una audiencia global.
- La Compañía ofrece una variedad de servicios de educación superior oficial en línea, que incluyen:
  - Programas de grado y posgrado en línea
  - Títulos propios en línea y otros cursos

Principales KPIs, acreditaciones y reconocimientos

KPIs

- **+440** títulos ofertados
- **8 sedes**
- **+6.000** empleados
- Estudiantes en **+90 países**
- **+100.000** estudiantes
- **2007** Fundación

Reconocimientos

ANECA

THE Times Higher Education

Ranking Educativo Innovatec

SHANGHAI RANKING

Principales marcas del grupo

UNIR LA UNIVERSIDAD EN INTERNET

cunimad Centro de Educación Superior

UNIR MÉXICO

miu City University Miami

Qualentum

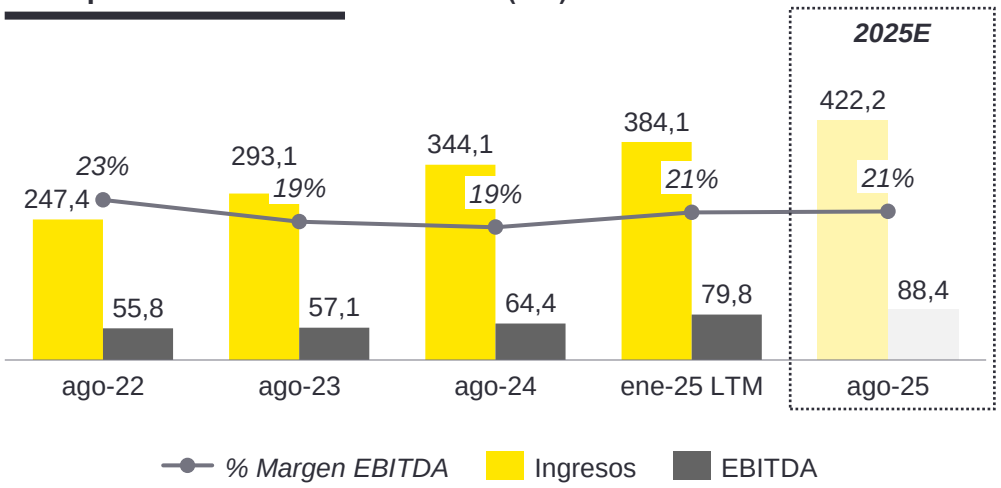
Newman Escuela de Posgrado

UNIR FORMACIÓN PROFESIONAL

KSCHOOL

UNIPRO

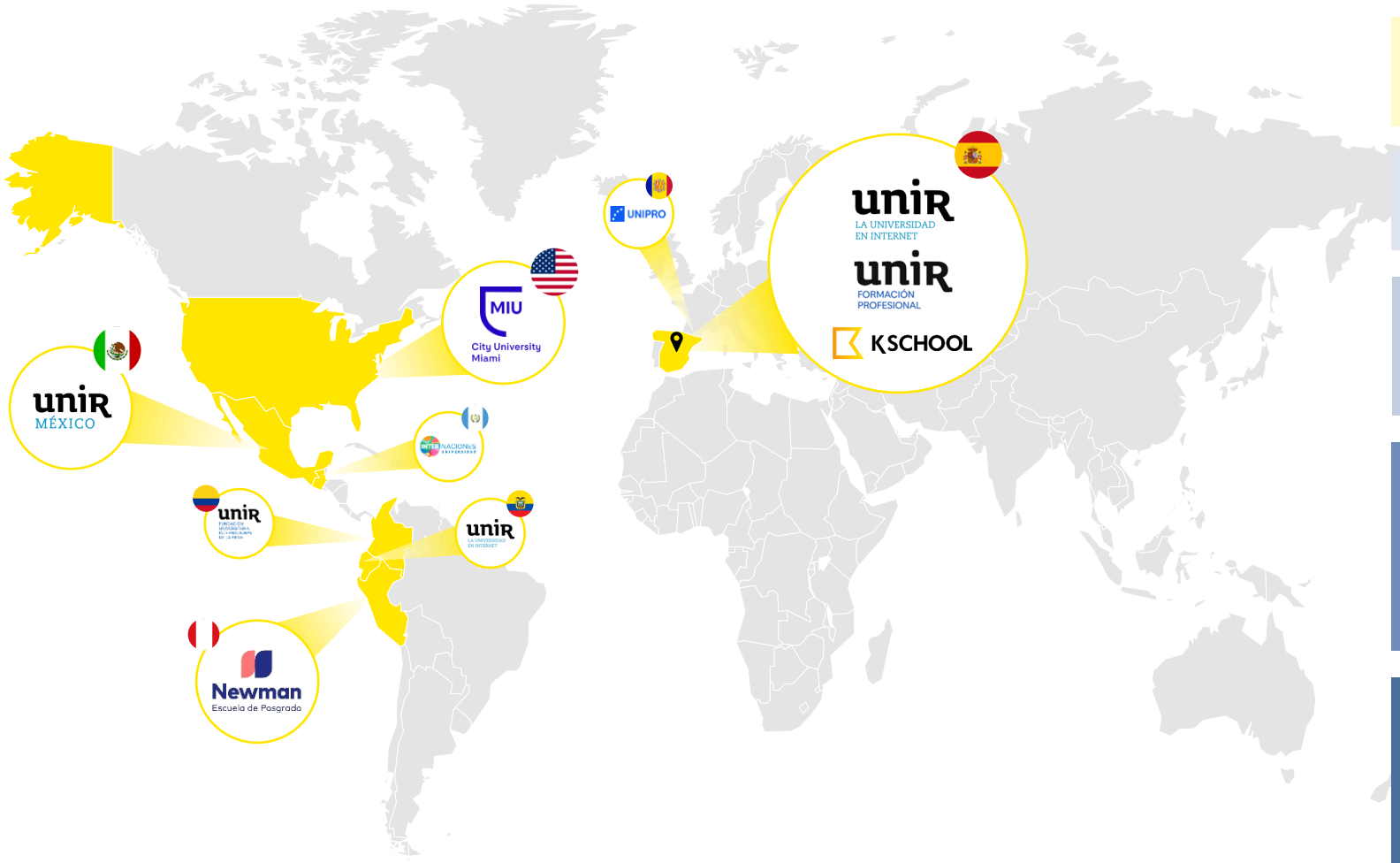
Principales indicadores financieros (€m)



Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por el Cliente y presentaciones corporativas.

Presencia geográfica

La Compañía cuenta con estudiantes en más de 90 países, a través de sus diferentes marcas:



+100.000 estudiantes en todo el mundo.

Oferta de **+440 programas formativos.**

Universidad online con **mayor crecimiento en España.**

Posicionamiento como ***player*** **principal en la mayoría de los países de Latinoamérica.**

Foco en **aumentar la presencia en mercados con menores tasas de estudios superiores**.

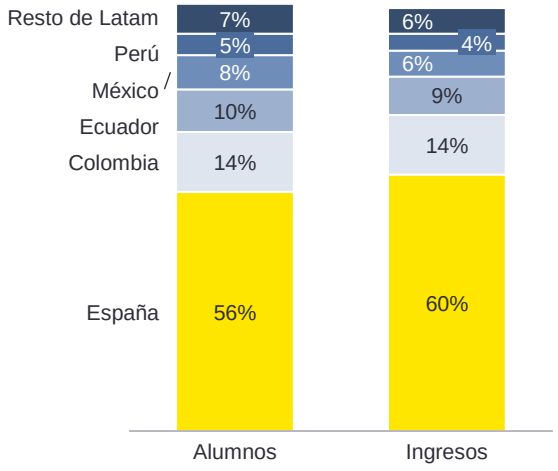
Sede de Proeduca

Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por el Cliente y presentaciones corporativas.

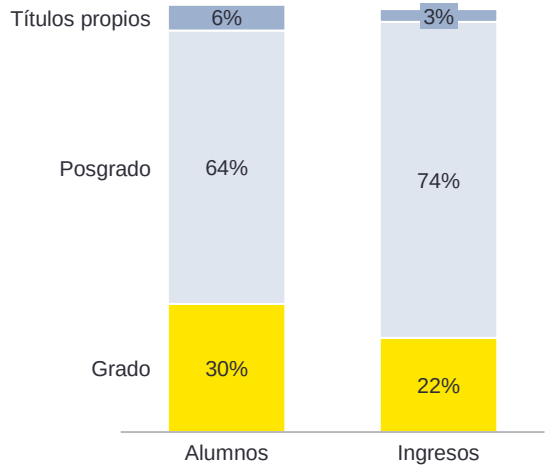
Marcas y métricas relevantes

	unir LA UNIVERSIDAD EN INTERNET	unir MÉXICO	miu City University Miami	Newman Escuela de Posgrado	KSCHOOL	cunimad Centro de Educación Superior	INTERNACIONES UNIVERSIDAD	unir COLOMBIA	unir FORMACIÓN PROFESIONAL
País									
Propiedad	100%	100%	100%	100%	100%	100%	Centro gestionado	Centro gestionado	100%
Oferta[1]	▸ 54 grados ▸ 166 postgrado ▸ 2 doctorados ▸ 93 títulos propios	▸ 12 grados ▸ 54 postgrado	▸ 2 grados ▸ 7 postgrado ▸ 10 expertos	▸ 66 postgrado	▸ 39 títulos propios	▸ 3 grados	▸ 23 postgrado ▸ 5 licenciaturas	▸ 10 pregrado ▸ 23 especialización	▸ 7 bachelors

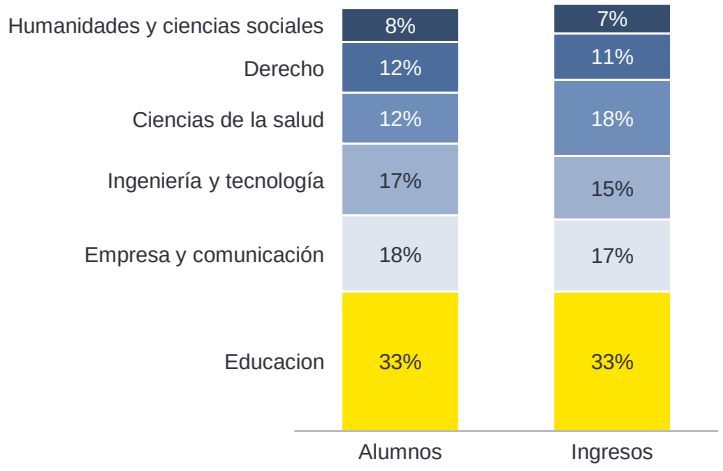
Ingresos por país[2]



Ingresos según categoría educativa[2]

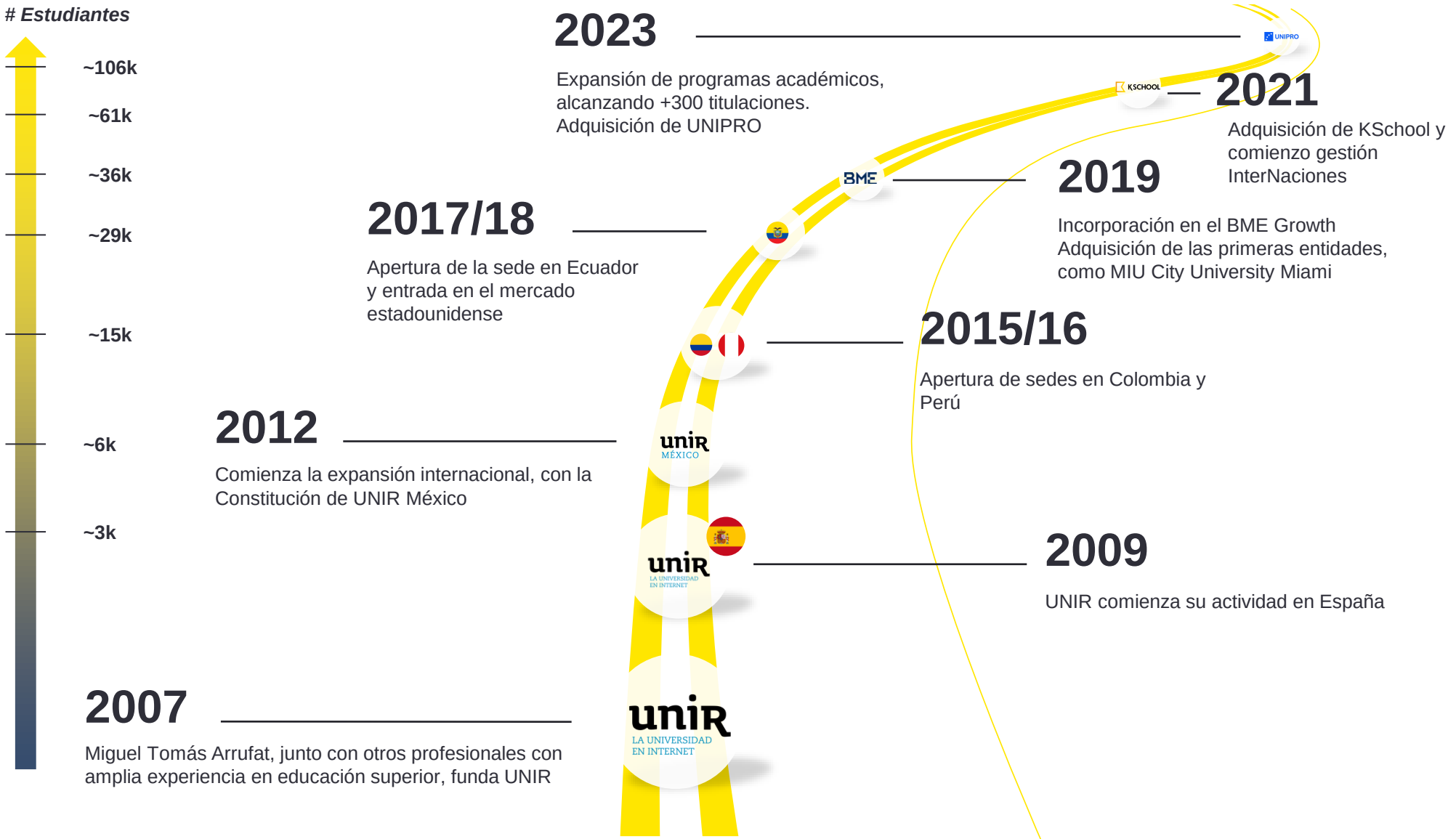


Ingresos por especialidad formativa[2]



Notas: (1) Los títulos propios no son grados oficiales, por tanto, la estructura y contenido de cada título es diseñada por Proeduca; (2) Cifras basadas en el presupuesto de 2025 (FY25B).
Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por el Cliente y presentaciones corporativas.

Principales hitos



Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por el Cliente y presentaciones corporativas.

Principales magnitudes financieras

Balance de Situación Consolidado (1/4)

€k		Ago23A	Ago24A	Ene25A
Patentes, licencias, marcas y similares	1	474	772	723
Fondo de Comercio de consolidación		2.463	1.982	1.901
Aplicaciones informáticas	2	3.210	12.888	15.098
Otro inmovilizado intangible	3	5.041	5.559	5.396
Terrenos y construcciones	4	1.561	1.759	4.300
Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	5	5.481	5.565	6.428
Inmovilizado en curso y anticipos		174	75	-
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo		-	18	0
Instrumentos de patrimonio	6	166	96	97
Créditos a terceros		1.517	477	477
Valores representativos de deuda	7	44.094	43.663	40.797
Otros activos financieros	8	2.577	2.050	2.044
Activos por impuesto diferido		1.426	1.284	1.497
Total activos no corrientes		**68.185**	**76.186**	**78.758**
Existencias		-	-	-
Clientes por ventas y prestaciones de servicios		72.687	103.535	109.704
Clientes. empresas del grupo y asociadas		8	304	482
Deudores varios		481	1.129	1.108
Personal		254	824	240
Activos por impuesto corriente		1.678	2.025	884
Otros créditos con las Administraciones Públicas		545	655	667
Créditos a empresas de grupo		106	-	-
Otros activos financieros con empresas del grupo		123	392	11
Instrumentos de patrimonio		504	521	529
Créditos a empresas		6	491	38
Valores representativos de deuda		24.839	23.405	27.311
Derivados		15	156	1
Otros activos financieros		3.177	7.162	12.382
Periodificaciones a corto plazo		4.129	3.451	5.324
Efectivo y equivalentes al efectivo		56.986	78.754	56.598
Total activos corrientes		**165.537**	**222.803**	**215.278**
Total activos		**233.722**	**298.989**	**294.036**

Magnitudes financieras a 31 de enero de 2025 – Activo

Las principales magnitudes financieras del balance de situación consolidado son las siguientes:

1. **Patentes, licencias y marcas** está compuesto principalmente por la propiedad de la marca Kschool.
2. **Aplicaciones informáticas:** se compone de los programas informáticos adquiridos y/o desarrollados necesarios para la actividad normal del Grupo.
3. **Otro inmovilizado intangible:** en este epígrafe se recogen los costes de creación de los contenidos utilizados en las titulaciones. El período de amortización varia entre 3 años, para aquellos contenidos con una obsolescencia elevada (como, por ejemplo, para titulaciones de ingeniería) y 5 años, para aquellos contenidos con una obsolescencia menor (como, por ejemplo, para titulaciones de derecho).
4. **Terrenos y construcciones:** corresponde principalmente a la adquisición de un terreno en Logroño con el objetivo de ampliar las oficinas de la Universidad Internacional de La Rioja y a los trabajos realizados en la adecuación de las oficinas de Pozuelo de Alarcón, Newman y Unipro.
5. **Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material.** Esta partida incluye equipos informáticos, mobiliario, instalaciones técnicas, dispositivos de aire acondicionado, además de tablets y teléfonos, entre otros.
6. **Instrumentos de patrimonio:** se corresponde con inversiones a largo plazo que tiene la Compañía en otras dos sociedades, Seeketing SL y MyPublicInbox SL[1].
7. **Valores representativos de deuda:** correspondientes principalmente con bonos a largo plazo mantenidos en JPMorgan, Santander y Caixabank en los que el grupo ha invertido su liquidez.
8. **Otros activos financieros:** la Compañía mexicana ha provisionado un importe de 285 miles de euros en relación con el riesgo considerado probable sobre la reclamación planteada por la Hacienda Pública. No obstante, ha presentado un recurso sobre la totalidad y ha constituido un depósito por el monto total con el objetivo de evitar nuevos intereses de demora. Se considera que dicho depósito será recuperado al finalizar el proceso judicial, junto con los intereses generados.

Notas: (1) Se han mantenido a valor en libros de acuerdo con conversaciones con la Dirección. MyPublicInboxSL fue adquirida en 2024, mientras que Seeketing SL fue deteriorada parcialmente durante 2024. En consecuencia, se estima que el valor en libros representa su valor razonable.
Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por el Cliente y Cuentas Anuales de la Compañía.

Principales magnitudes financieras

Balance de Situación Consolidado (2/4)

€k		Ago23A	Ago24A	Ene25A
Patentes, licencias, marcas y similares		474	772	723
Fondo de Comercio de consolidación		2.463	1.982	1.901
Aplicaciones informáticas		3.210	12.888	15.098
Otro inmovilizado intangible		5.041	5.559	5.396
Terrenos y construcciones		1.561	1.759	4.300
Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material		5.481	5.565	6.428
Inmovilizado en curso y anticipos		174	75	-
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo		-	18	0
Instrumentos de patrimonio		166	96	97
Créditos a terceros		1.517	477	477
Valores representativos de deuda		44.094	43.663	40.797
Otros activos financieros		2.577	2.050	2.044
Activos por impuesto diferido		1.426	1.284	1.497
Total activos no corrientes		**68.185**	**76.186**	**78.758**
Existencias		-	-	-
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	9	72.687	103.535	109.704
Clientes. empresas del grupo y asociadas		8	304	482
Deudores varios		481	1.129	1.108
Personal		254	824	240
Activos por impuesto corriente		1.678	2.025	884
Otros créditos con las Administraciones Públicas		545	655	667
Créditos a empresas de grupo		106	-	-
Otros activos financieros con empresas del grupo		123	392	11
Instrumentos de patrimonio		504	521	529
Créditos a empresas		6	491	38
Valores representativos de deuda	10	24.839	23.405	27.311
Derivados		15	156	1
Otros activos financieros	11	3.177	7.162	12.382
Periodificaciones a corto plazo		4.129	3.451	5.324
Efectivo y equivalentes al efectivo	12	56.986	78.754	56.598
Total activos corrientes		**165.537**	**222.803**	**215.278**
Total activos		**233.722**	**298.989**	**294.036**

Magnitudes financieras a 31 de enero de 2025 – Activo

Las principales magnitudes financieras del balance de situación consolidado son las siguientes (cont.):

9 **Clientes por ventas y prestación de servicios:** esta cuenta registra los saldos pendientes de los alumnos que pagan a plazos. El aumento de la cuenta de clientes demuestra el crecimiento del negocio a lo largo de los años, esperando a futuro que una mayor proporción de sus alumnos utilice un esquema de pago aplazado frente a aquellos que abonen los programas al contado.

10 **Valores representativos de deuda:** porción de los bonos registrada a corto plazo mantenidos en JPMorgan, Santander y Caixabank.

11 **Otros activos financieros:** esta cuenta registra principalmente depósitos en entidades financieras con vencimiento inferior a un año.

12 **Efectivo y equivalentes al efectivo:** los importes están denominados en euros, pesos mexicanos, bolivianos, y colombianos, dólares estadounidenses, soles, quetzales guatemaltecos, y pesos uruguayos. Las cuentas corrientes devengan un tipo de interés de mercado y no existen restricciones en cuanto a la disponibilidad de los saldos, siendo todos ellos de libre disposición.

Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por el Cliente y Cuentas Anuales de la Compañía.

Principales magnitudes financieras

Balance de Situación Consolidado (3/4)

€k		Ago23A	Ago24A	Ene25A
Capital social	13	904	904	904
Prima de emisión		2.838	2.838	2.838
Reservas		3.837	(2.100)	18.872
(Acciones y participaciones de la Sociedad Dominante)		(440)	(452)	(521)
Resultados de ejercicios anteriores		4	7	21.356
Otras aportaciones de socios		-	-	940
Resultado del ejercicio atribuido		34.921	42.196	35.985
(Dividendo a cuenta)	14	(33.887)	(20.496)	(53.487)
Operaciones de cobertura		(884)	117	(547)
Otros ajustes por cambios de valor		2.215	624	1.589
Subvenciones, donaciones y legados recibidos		6	6	6
Socios externos		25	17	5
Patrimonio Neto		**9.538**	**23.660**	**27.939**
Provisiones a largo plazo, obligaciones por prestaciones al personal	15	1.023	859	1.190
Provisiones a largo plazo	15	-	474	494
Deudas con entidades de crédito		60	-	-
Pasivos por arrendamiento		507	125	-
Pasivos por impuesto diferidos		221	319	272
Total pasivos no corrientes		**1.811**	**1.776**	**1.956**
Provisiones a corto plazo	15	366	2	2
Deudas con entidades de crédito		67	35	74
Derivados	16	1.194	-	731
Otros pasivos financieros		2.152	2.695	3.292
Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo		876	2.375	9.654
Proveedores		3.395	5.938	5.308
Proveedores, empresas del grupo asociadas		723	65	7
Acreedores varios		14.813	13.303	11.647
Personal (Remuneraciones pendientes de pago)		5.268	7.276	2.567
Pasivos por impuesto corriente		1.997	2.036	984
Otras deudas con Administraciones Públicas		5.710	6.929	7.219
Anticipos de clientes		14.986	15.649	8.796
Periodificaciones a corto plazo		170.827	217.250	213.859
Total pasivos corrientes		**222.373**	**273.554**	**264.141**
Total pasivos y patrimonio neto		**233.722**	**298.989**	**294.036**

Magnitudes financieras a 31 de enero de 2025 – Pasivo

Las principales magnitudes financieras del balance de situación consolidado son las siguientes (cont.):

13 El **capital social** de la Compañía a Fecha de Valoración está representado por 45.178.967 acciones de 0,02 euros de valor nominal cada una. La Compañía cuenta con 17.626 acciones propias a 31 de enero de 2025.

14 **Dividendo:** en el desarrollo de su actividad, el Consejo de Administración de la Compañía ha aprobado diferentes dividendos a cuenta, los cuales están registrados en el balance. Sin embargo, aunque estos dividendos hayan sido aprobados por el Consejo y pagados, el registro del asiento de distribución del resultado del ejercicio anterior no se lleva a cabo hasta que se apruebe en Junta. Por lo tanto, a 31 de enero de 2025, encontramos registrados los siguientes importes en este epígrafe[1]:

€k		Consideraciones
21 de diciembre de 2023	8.505	Dividendo a cuenta del ejercicio 23/24
22 de marzo de 2024	11.993	Dividendo a cuenta del ejercicio 23/24
3 de octubre de 2024	14.997	Dividendo a cuenta del ejercicio 24/25
17 de diciembre de 2024	853	Dividendo a cuenta del ejercicio 23/24
17 de diciembre de 2024	17.141	Dividendo a cuenta del ejercicio 24/25
Total dividendo a cuenta	**53.489**	

- Por otra parte, en febrero 25 se aprobó un dividendo con cargo de aportaciones de socios, pagado en marzo 25 que supuso una cuya salida de caja de €940k[2].

15 **Provisiones:** incluye, en el largo plazo (i) la provisión por obligaciones futuras de las jubilaciones patronales y otras obligaciones laborales y (ii) la provisión por el riesgo correspondiente a un recurso judicial. A corto plazo, se trata de provisiones para cubrir el riesgo por potenciales reclamaciones y responsabilidades que puedan derivarse del desarrollo de la actividad del grupo.

16 **Derivados**, incluye contratos de cobertura contra fluctuaciones en los tipos de cambio del COP y el USD frente al EUR. Estos derivados se utilizan en el curso normal del negocio y se mantienen hasta su vencimiento.

Notas: (1) El detalle ha sido proporcionado por el Cliente. La discrepancia con Cuentas Anuales, por un importe de c.2k euros, no se considera material a efectos del análisis. (2) Para más información, ver Anexo VI.
Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por el Cliente y Cuentas Anuales de la Compañía.

Principales magnitudes financieras

Balance de Situación Consolidado (4/4)

€k		Ago23A	Ago24A	Ene25A
Capital social		904	904	904
Prima de emisión		2.838	2.838	2.838
Reservas		3.837	(2.100)	18.872
(Acciones y participaciones de la Sociedad Dominante)		(440)	(452)	(521)
Resultados de ejercicios anteriores		4	7	21.356
Otras aportaciones de socios		-	-	940
Resultado del ejercicio atribuido		34.921	42.196	35.985
(Dividendo a cuenta)		(33.887)	(20.496)	(53.487)
Operaciones de cobertura		(884)	117	(547)
Otros ajustes por cambios de valor		2.215	624	1.589
Subvenciones, donaciones y legados recibidos		6	6	6
Socios externos		25	17	5
Patrimonio Neto		**9.538**	**23.660**	**27.939**
Provisiones a largo plazo, obligaciones por prestaciones al personal		1.023	859	1.190
Provisiones a largo plazo		-	474	494
Deudas con entidades de crédito		60	-	-
Pasivos por arrendamiento		507	125	-
Pasivos por impuesto diferidos		221	319	272
Total pasivos no corrientes		**1.811**	**1.776**	**1.956**
Provisiones a corto plazo		366	2	2
Deudas con entidades de crédito		67	35	74
Derivados		1.194	-	731
Otros pasivos financieros	17	2.152	2.695	3.292
Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo	18	876	2.375	9.654
Proveedores	19	3.395	5.938	5.308
Proveedores, empresas del grupo asociadas		723	65	7
Acreedores varios	19	14.813	13.303	11.647
Personal (Remuneraciones pendientes de pago)	20	5.268	7.276	2.567
Pasivos por impuesto corriente		1.997	2.036	984
Otras deudas con Administraciones Públicas	21	5.710	6.929	7.219
Anticipos de clientes	22	14.986	15.649	8.796
Periodificaciones a corto plazo	23	170.827	217.250	213.859
Total pasivos corrientes		**222.373**	**273.554**	**264.141**
Total pasivos y patrimonio neto		**233.722**	**298.989**	**294.036**

Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por el Cliente y Cuentas Anuales de la Compañía.

Magnitudes financieras a 31 de enero de 2025 – Pasivo

Las principales magnitudes financieras del balance de situación consolidado son las siguientes (cont.):

17 **Otros pasivos financieros** se corresponden principalmente con importes a pagar a otras universidades participantes por proyectos de investigación y becas de alumnos.

18 **Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo:** este epígrafe recoge la deuda por IVA a pagar al accionista mayoritario, el cual es cabecera del grupo de consolidación fiscal de IVA en España, así como la provisión del impuesto sobre sociedades que se registra mensualmente con el mismo accionista mayoritario, con el objetivo en ambos casos de que el Accionista pueda depositar dichas cuantías en la AEAT.

19 La cuenta de **proveedores** y **acreedores varios** incluye (i) cuentas a pagar con los profesores en régimen autónomo, (ii) conceptos relativos a servicios profesionales independientes (auditoría, consultoría, IT o notarías), y (iii) otros importes menores relacionados con alquileres o gastos de marketing.

20 **Personal:** este concepto recoge el importe de potenciales variables relacionados con el rendimiento y otros beneficios al personal.

21 **Otras deudas con Administraciones Públicas** incluyen (i) cuentas por pagar de seguridad social; (ii) el impuesto sobre la renta de las personas físicas, correspondiente a las retenciones de impuesto sobre la renta personal sobre ingresos laborales; (iii) el impuesto sobre el valor añadido y el impuesto sobre sociedades, o similares, aplicable a aquellas sociedades del grupo que no forman parte del consolidado fiscal español.

22 **Anticipos de clientes**, recoge principalmente los importes pagados por los alumnos con anterioridad a la fecha de matriculación. Un gran porcentaje de estudiantes localizados en España paga el año académico por adelantado, mientras que, en otras localizaciones, la mayoría opta por pagar en cuotas mensuales.

23 **Periodificaciones a corto plazo**, importe de las tarifas de matrícula que han sido facturadas a los estudiantes, pero cuyo devengo todavía no se ha producido. El Grupo periodifica los ingresos de forma lineal a lo largo de la duración de cada programa educativo.

4

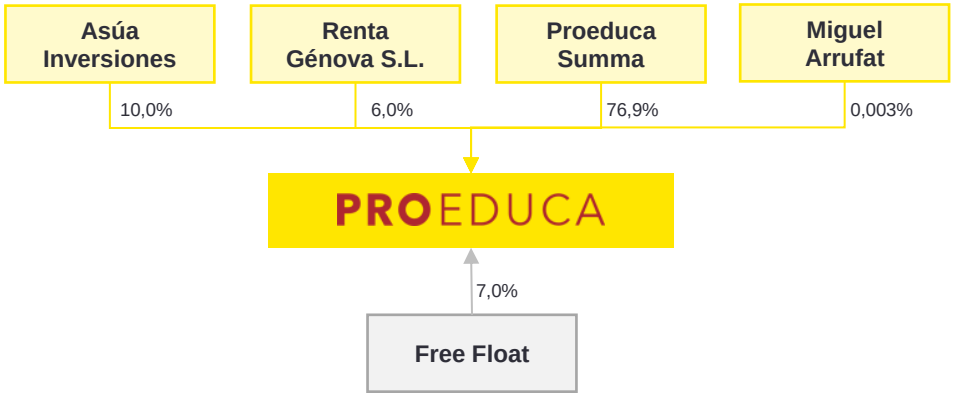
Descripción de la Transacción

Descripción de la Transacción

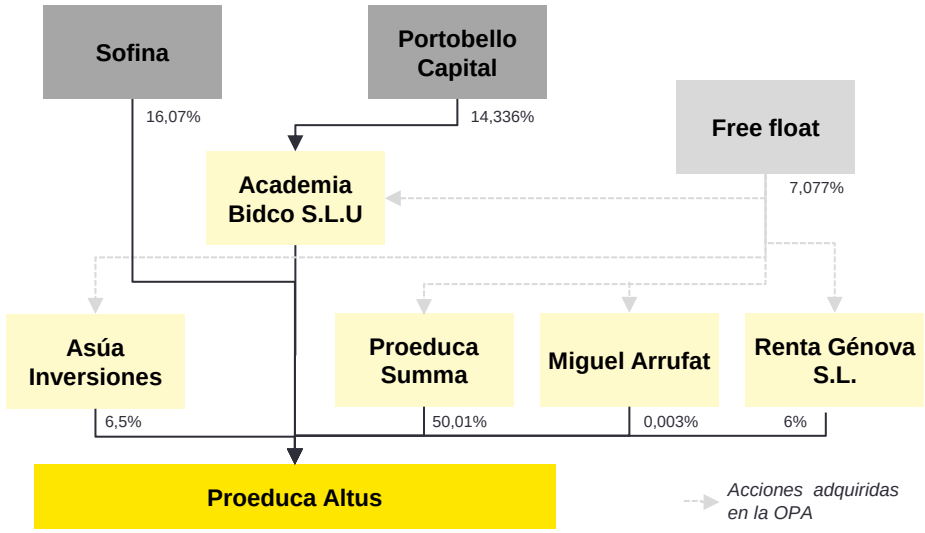
La Transacción

- Proeduca Summa, S.L. (en adelante, "Proeduca Summa") y Asúa Inversiones, S.L. (en adelante, "Asúa Inversiones") han suscrito un contrato de compraventa con Sofina, S.A. (en adelante, "Sofina") y Portobello Capital (en adelante, "Portobello") a través del vehículo Academia Bidco, S.L.U., al objeto de adquirir un 24,07% de Proeduca. Por parte, Portobello adquiriría un 8,00%, mientras que Sofina se hará con un 16,07% del capital social.
- Además, el SPA incluye: (i) una opción de compra para que Portobello adquiera un 6,34% adicional, un 5,61% vendido por Proeduca Summa y un 0,73% vendido por Asúa, que fue ejercitada por Portobello; y (ii) en caso de ejercerse la opción de compra, se contempla una opción de venta que permitirá a Proeduca Summa y a Asúa vender a Portobello, tras la exclusión de negociación de las acciones de la Compañía en BME Growth, un número adicional de acciones, garantizando que la participación de Proeduca Summa y Asúa en el capital social de Proeduca no sea inferior al 51% y al 5,5%, respectivamente.
- Las partes han establecido un precio fijo de 30,99 euros por acción, lo que implica un valor de c. 1.400 millones de euros para el 100% de las acciones de la Compañía a 31 de agosto de 2024. Este precio se ajustará a la baja en base a un dividendo a cuenta y un dividendo aprobado con cargo a aportaciones de socios; y se incrementará según el ticking fee hasta el cierre de la Operación. El precio finalmente abonado al cierre de la Transacción el 8 de abril de 2025, tras dichos ajustes, ascendió a aproximadamente 31,274 euros por acción.
- El acuerdo incluye, además, una contraprestación adicional variable ligada al cumplimiento del plan de negocio hasta el 31 de agosto de 2029. En caso de que se produzca una venta total o parcial, por cualquiera de las partes, de su participación en el capital social de la Compañía antes de esa fecha, el cálculo de dicha contraprestación se realizará en función del retorno obtenido por Sofina y/o Portobello. Con fecha posterior, la determinación de la contraprestación se basará en el valor de la Compañía derivado de su EBITDA estimado a futuro.
- Asimismo, Proeduca Summa, Sofina, Portobello, Asúa y Génova han convenido promover la exclusión de negociación de las acciones de la Compañía en BME Growth, comprometiéndose a lanzar una oferta de adquisición u orden de compra sostenida de forma conjunta para adquirir, a prorrata, según la participación que tengan en el capital social de la Compañía, el resto de acciones de la misma.

Estructura accionarial pre transacción



Estructura accionarial post transacción[1]



Notas: (1) Los porcentajes accionariales considerados han sido estimados tras el ejercicio de la call por Portobello y Sofina.

Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por el Cliente y SPA.

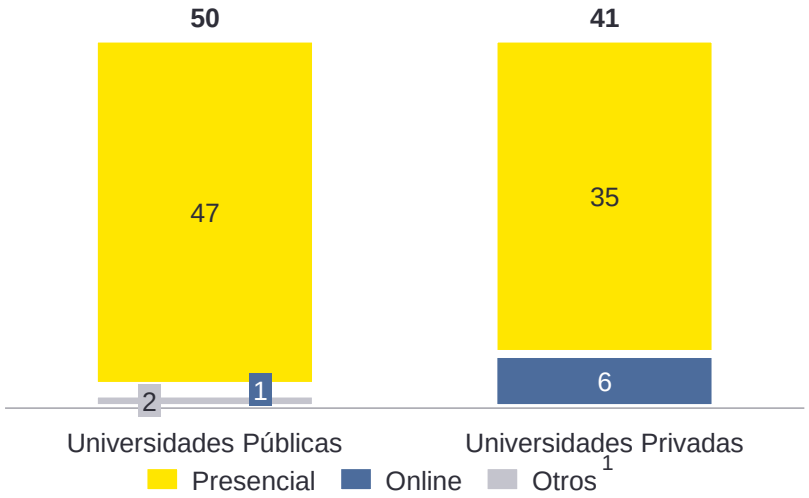
5

Descripción del Mercado

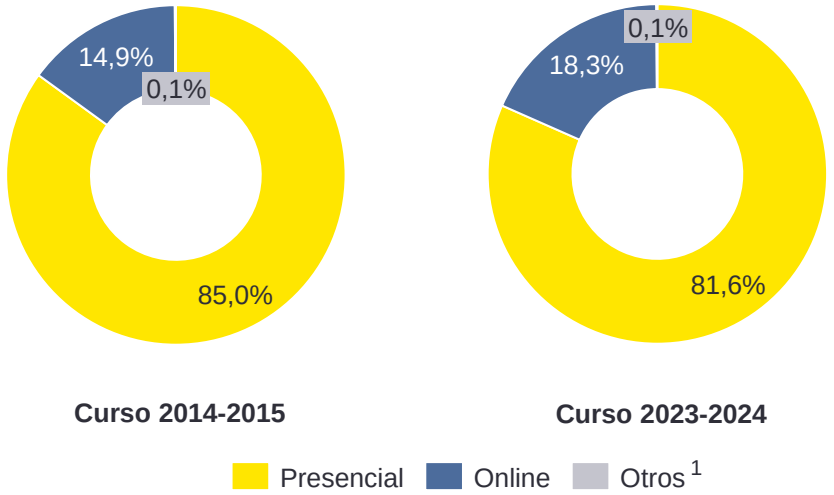
Descripción del mercado

La educación presencial y online

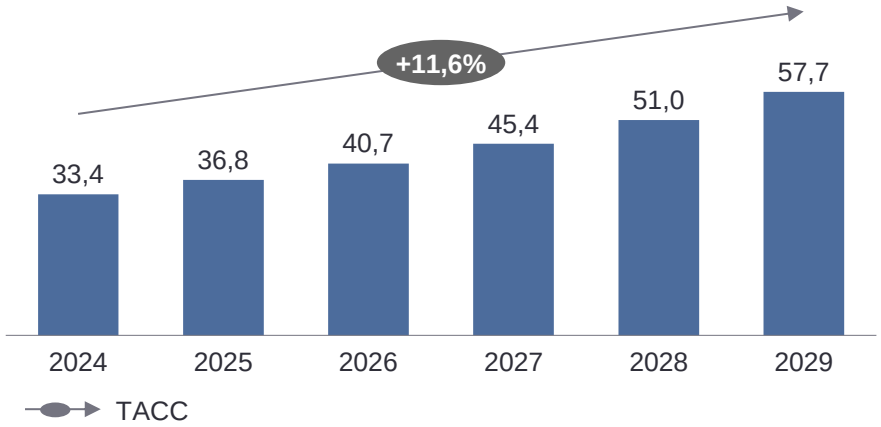
Número de centros universitarios activos en España en el curso 2023-2024



Estudiantes Matriculados en el Sistema Universitario Español por modalidad (%, evolución a 10 años)



Crecimiento esperado del mercado global online de Educación Superior (USD, miles de millones)



A pesar de la solidez y trayectoria de las universidades públicas en España, las cifras del último curso académico revelan que el crecimiento de las instituciones privadas en las últimas décadas ha sido exponencial, llegando prácticamente a igualarla en número.

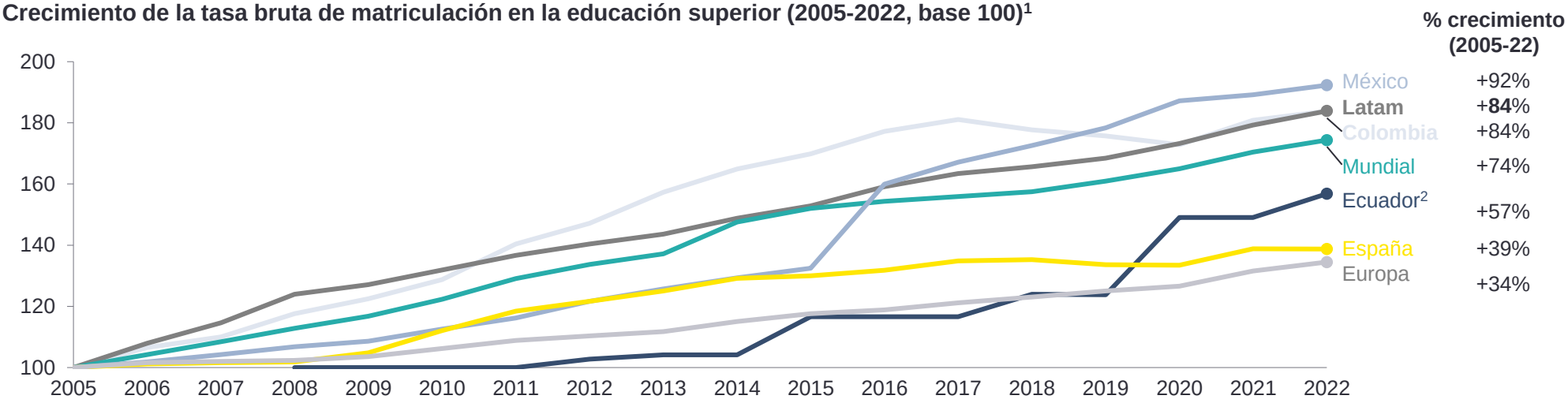
De acuerdo con la última información reportada, la educación presencial es la modalidad predominante en España. No obstante, se ha detectado un crecimiento significativo en la matriculación en programas de educación online en la última década, especialmente en el sector de las universidades privadas. Este aumento es reflejo de un cambio global hacia modalidades educativas más flexibles, destacando la necesidad de adoptar estrategias que integren tecnología avanzada para satisfacer las demandas internacionales cambiantes.

Notas: (1) Otros corresponde a universidades que imparten únicamente titulaciones de másteres y doctorado.
Fuente: Informes Datos y Cifras - Ministerio de Ciencia, Educación, Innovación y Universidades.

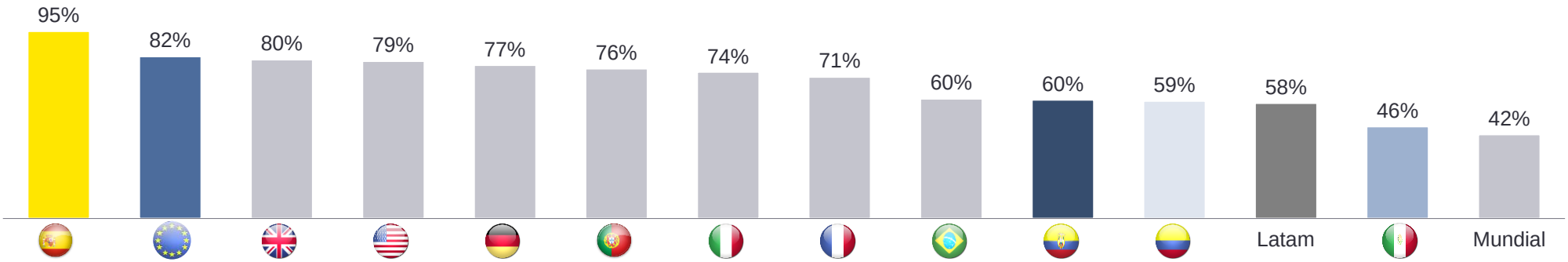
Descripción del mercado

Educación Superior Privada online

Crecimiento de la tasa bruta de matriculación en la educación superior (2005-2022, base 100)[1]



Tasa bruta de matriculación de educación superior (%, 2022)[1,3]



En los últimos años, la tasa bruta de matriculación en la enseñanza superior ha crecido significativamente en varios países de Latinoamérica, especialmente en México, Ecuador y Colombia.

Sin embargo, a pesar de este aumento, la tasa de matriculación sigue siendo menor en comparación con España y otras geografías donde la penetración es notablemente superior. Mientras que en España alcanza el 95%, en México es del 46%, y en Colombia y Ecuador ronda el 60%. Esto muestra que, aunque el crecimiento ha sido notable, todavía existe un gran potencial de expansión en la región, con oportunidades para seguir ampliando el acceso a la educación superior.

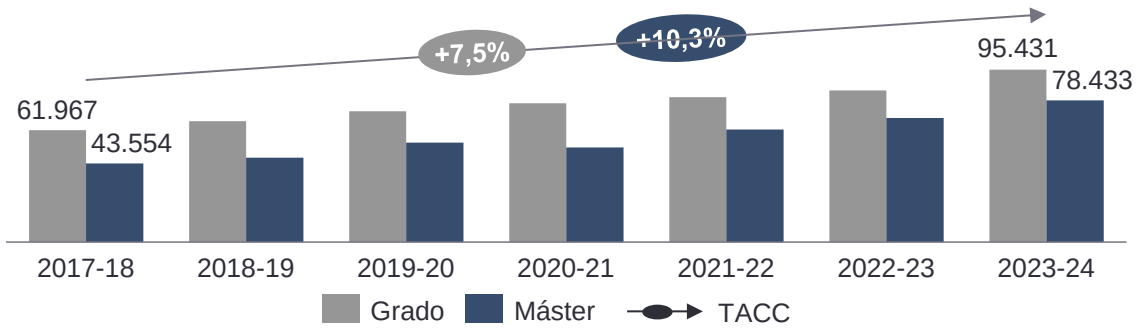
Notas: (1) El último año con información disponible se trata de 2022; (2) Debido a la falta de información histórica de Ecuador, se ha realizado el análisis con el primer dato disponible, correspondiente al año 2008; (3) La tasa bruta de matriculación de educación superior se calcula mediante la división del número de estudiantes matriculados en estudios superiores, independientemente de su edad, entre la población del grupo de edad que oficialmente corresponde a la de educación superior, y multiplicando el resultado por 100.
Fuente: Banco Mundial.

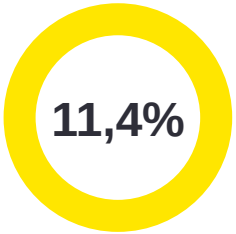
Descripción del mercado

Evolución y distribución de los estudiantes internacionales en el Sistema Universitario Español

El sistema universitario español cuenta actualmente con más de un 11% de estudiantes de nacionalidad extranjera. En la última década, el número de alumnos internacionales en el Sistema Universitario Español ha experimentado un crecimiento significativo, con un aumento del 80% en la matrícula de Grado y una triplicación en la de Máster.

Evolución del número de estudiantes extranjeros matriculados en Grado y Máster





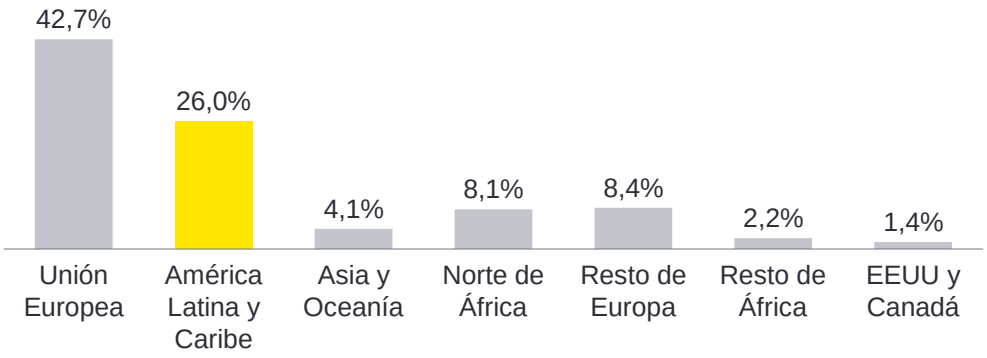
De los alumnos matriculados son internacionales

En estudios de Grado

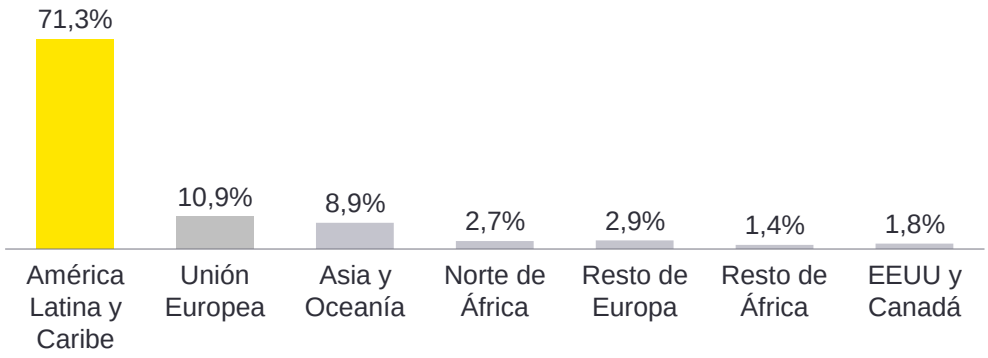
En estudios de Máster

Los estudiantes internacionales de grado provienen, en orden, mayoritariamente de la Unión Europea y de la región de América Latina y Caribe. Sin embargo, esta última región representa el 70% de los alumnos internacionales matriculados en másteres, el mercado principal de la Compañía. Este ciclo formativo es el que más crecimiento en numero de matriculaciones ha tenido en los últimos años, una tendencia que se predice se consolide a futuro.

Distribución de estudiantes internacionales matriculados en Grado



Distribución de estudiantes internacionales matriculados en Máster



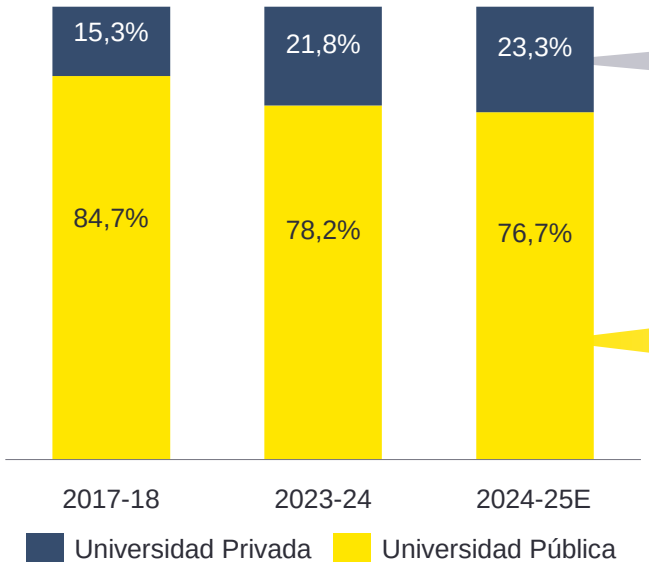
Fuente: Informes Datos y Cifras - Ministerio de Ciencia, Educación, Innovación y Universidades; EMIS Global Higher Education Market Report; Análisis EY.

Descripción del mercado

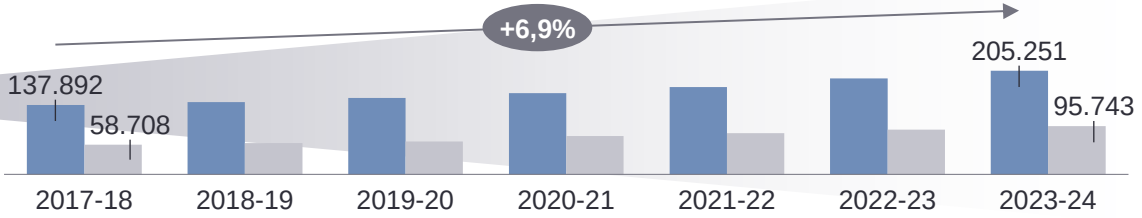
La evolución de la matriculación en Grado por modalidad y tipo de institución en España

La educación superior ha experimentado grandes cambios en la última década, reflejado en un aumento en el número de estudiantes matriculados, una creciente demanda por la educación privada frente a la educación pública y un notable incremento en la cantidad de alumnos que optan por modalidades online.

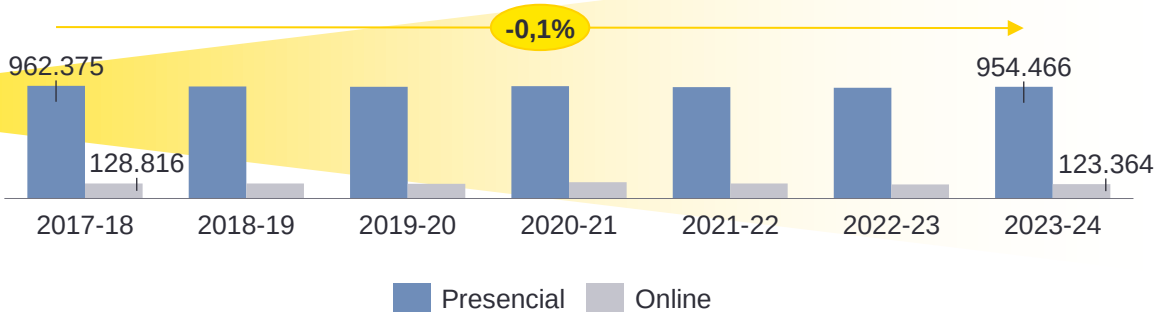
Número de estudiantes matriculados de Grado por modalidad



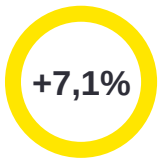
Evolución del número estudiantes de Grado en Universidad Privada



Evolución del número estudiantes de Grado en Universidad Pública



Evolución del número de estudiantes de Grado por modalidad (%; Curso 2017-18 vs 2023-24)



Estudiantes de Grado

Estudiantes Universidad Privada

Estudiantes Universidad Privada Presencial

Estudiantes Universidad Privada Online

Fuente: Informes Datos y Cifras - Ministerio de Ciencia, Educación, Innovación y Universidades.

6

Cálculo del precio equitativo

Cálculo del Precio Equitativo

Artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 | Cálculo del valor equivalente a la estructura de precio del SPA

Oferta realizada por Portobello y Sofina

Según el contrato de compraventa de acciones (SPA) firmado entre Proeduca Summa y Asúa Inversiones con Sofina y Portobello, Portobello se comprometió a adquirir un 8,00% de Proeduca, mientras que Sofina adquirirá un 16,07% del capital social. Además, el SPA incluye una opción de compra que fue ejercitada por Portobello, para adquirir un 6,34% adicional.

Las partes han establecido un precio fijo de 30,99 euros por acción, lo que implica un valor de 1.400 millones de euros para el 100% de las acciones de la Compañía a 31 de agosto de 2024. Este precio se ajustará en base a los siguientes conceptos:

- Ticking fee: incremento en una cantidad diaria de €144.936 desde (y excluyendo) el 31 de agosto de 2024, la Fecha del Locked Box ("Locked Box date") hasta (e incluyendo) el 8 de abril de 2025, la Fecha de Cierre ("Trade Date"), multiplicado por el porcentaje accionarial de Sofina y Portobello;
- Disminución por el Segundo Dividendo Interino ("Second Interim Dividend Amount"), de c. €17,994 millones, multiplicado por el porcentaje accionarial de Sofina y Portobello;
- Disminución por el Dividendo de Febrero de 2025 ("February 2025 Dividend Amount"), de c. €939,6 miles, por el porcentaje accionarial de Sofina y Portobello;
- Menos cualquier salida de caja no permitida ("Leakage") antes del cierre de la operación, que no se produjo, por lo que no se dedujo nada por este concepto;
- Más un earn out definido en el SPA como el "Synthetic Exit Additional Amount", en el caso de que Portobello y Sofina no vendan su participación en la Compañía antes del 31 de agosto de 2029 (incluido); y el "Realised Exit Additional Amount", en el caso de que Portobello y Sofina vendan su participación en la Compañía antes del 31 de agosto de 2029 (incluido).

Opción de compra de Portobello

Siguiendo el marco teórico de una opción, la opción de compra de Portobello está formada por dos componentes de valor, siendo estos el valor intrínseco y el valor temporal. En lo relativo al primero, en este caso el valor del subyacente y el precio de ejercicio de la opción son prácticamente idénticos, por lo que el valor intrínseco de la opción es inmaterial. En el mismo sentido, y en lo relativo al valor temporal, el corto espacio de tiempo para el ejercicio de la opción también se entiende mínimo. Por todo ello, EY ha asumido que el precio de ejercicio de la opción se corresponde con el precio derivado de la oferta de compra (€1.400 millones).

Earn out

Si la desinversión ocurre después del 31 de agosto de 2029 (incluido), el MOIC se calculará de manera sintética. En cambio, si la desinversión se realiza antes de esa fecha, el MOIC se calculará en función del valor efectivo de la venta, de acuerdo con los detalles que se pueden ver en la página siguiente.

En cuanto a la estructura del earn out, según el SPA, esta es la misma, independientemente de si Sofina y Portobello venden su participación en Proeduca antes o después del 31 de agosto de 2029. Los tramos definidos en el contrato a alcanzar son idénticos en ambos casos:

- Si el MOIC (*Multiple on Invested Capital)* es inferior a 2,05925x;
- Si el MOIC es igual o superior a 2,05925x pero inferior a 2,41943652x;
- Si el MOIC es igual o superior a 2,41943652x pero inferior a 2,82873952x; y
- Si el MOIC es superior a 2,82873952x.

Fuente: Análisis EY a partir de la información del SPA.

Cálculo del Precio Equitativo

Artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 | Cálculo del valor equivalente a la estructura de precio del SPA

Estructura del earn out según el SPA

En lo referente al earn out, según el SPA, tanto si Sofina y Portobello venden su participación en Proeduca antes o después del 31 de agosto de 2029, la construcción de dicho earn out es idéntica en cuanto a los tramos a alcanzar:

Desinversión antes de / el 31 de agosto 2029

Realised Exit Additional Amount

	MOIC	Realised Exit Additional Amount	Máximo
1	< 2,05925000	0	n.a.
2	2,05925000 - 2,41943652	Equity Value x (MOIC simulación – 2,05925000)	497.777.778
3	2,41943652 - 2,82873952	Equity Value x 22% x (MOIC simulación – 2,41943652) + 497.777.778	622.222.222
4	> 2,82873952	622.222.222	622.222.222

Cálculo del MOIC

Realised Exit Proceeds		Equity Value
Precio de venta (+/-) Posición Financiera Neta (+) Distribuciones realizadas (dividendos)	÷	Inversión realizada

No hay desinversión antes del 1 de septiembre 2029

Synthetic Exit Additional Amount

	MOIC	Synthetic Exit Additional Amount	Máximo
1	< 2,05925000	n.a.	0
2	2,05925000 - 2,41943652	Equity Value x (MOIC simulación – 2,05925000)	497.777.778
3	2,41943652 - 2,82873952	Equity Value x 22% x (MOIC simulación – 2,41943652) + 497.777.778	622.222.222
4	> 2,82873952	622.222.222	622.222.222

Cálculo del MOIC

Synthetic Exit Proceeds		Equity Value
15,077x EBITDA de 31 de agosto de 2029 (+/-) Posición Financiera Neta (+) Distribuciones realizadas (dividendos)	÷	Inversión realizada

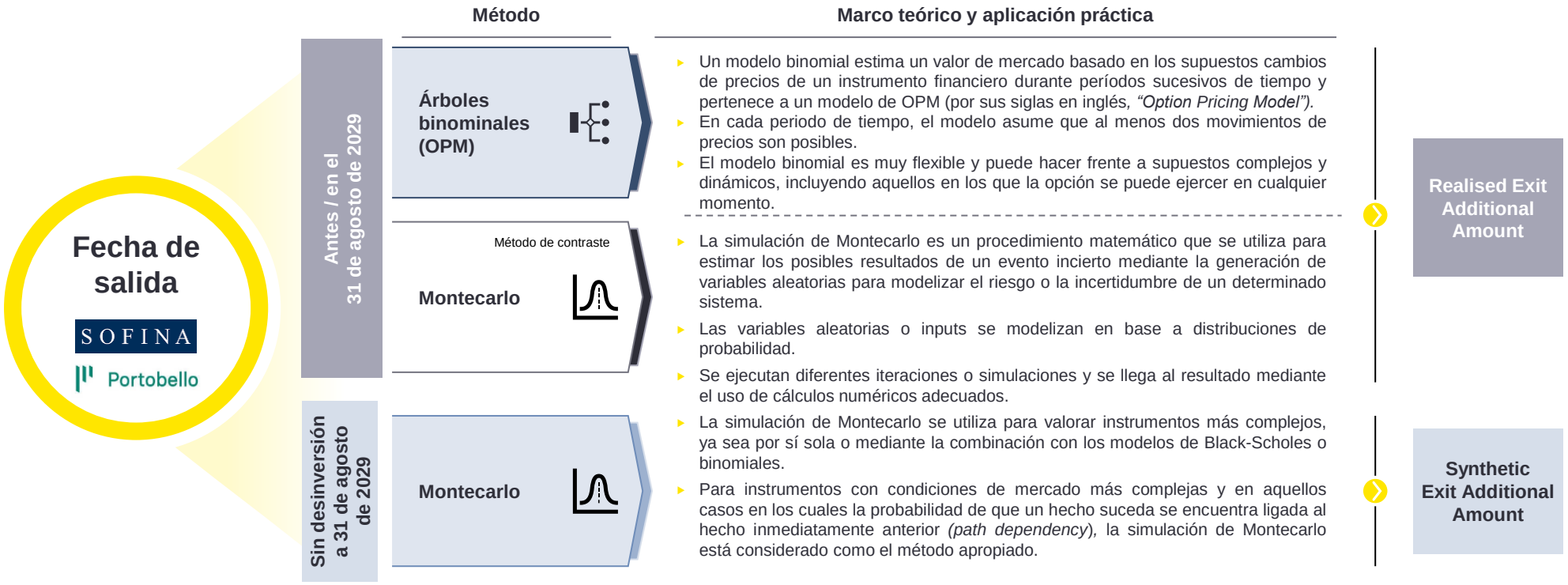
Fuente: Análisis EY a partir de la información del SPA.

Cálculo del Precio Equitativo

Artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 | Cálculo del valor equivalente a la estructura de precio del SPA

Métodos de valoración aplicados para la estimación del earn out

En base al análisis del SPA realizado y nuestro entendimiento del mismo, EY ha basado su análisis en los dos siguientes métodos, en función del escenario de venta por parte de Portobello y Sofina de su participación en la Compañía antes o después del 31 de agosto de 2029:



Métodos empleados

- **Realised Exit Additional Amount**: dadas las características del pago contingente sujeto a análisis y su naturaleza, teniendo en cuenta su estructura de pago no lineal que puede ser liquidado en cualquier momento hasta el 31 de agosto de 2029 (incluido), se ha aplicado el método de OPM (Option Pricing Model), en concreto Árbol Binomial (Lattice-Based Model). Como método de contraste, se han realizado simulaciones de Montecarlo.
- **Synthetic Exit Additional Amount**: se ha empleado el método de Montecarlo, dado que se trata de un pago basado en una métrica no diversificable (EBITDA ejecutable en el momento acordado, en base a lo expuesto en el SPA)

Finalmente, se ha aplicado **PWERM (*Probability Weighted Expected Return Method*)** para llegar al valor final del earn out.

Fuente: Análisis EY.

Cálculo del Precio Equitativo

Realised Exit Additional Amount – Árboles binomiales

Árboles binomiales – Asunciones

Con el fin de poder realizar la valoración del Realised Exit Additional Amount anteriormente descrito y tras considerar los diferentes métodos planteados, EY ha utilizado el método de árboles binomiales (OPM) como método de valoración principal y las simulaciones de Montecarlo como método de contraste.

OPM: Principales asunciones de valoración

Parámetro		Unidad	Valor
Precio de compra	1	€m	1.381,1
Equity value	2	€m	1.381,4
Tasa libre de riesgo a 1 año		%	4,5%
Volatilidad del precio de acción		%	31,3%
Duración del período		Años	5
Número de nodos por período		Número	60

1 Precio de compra

El precio de compra se compone, de acuerdo con lo establecido en el SPA, de (i) el base purchase price o precio de compra base por importe de €1.400m; (ii) menos el *Second Interim Dividend Amount* o Segundo Dividendo Interino; (iii) menos el *February 2025 Dividend Amount* o Dividendo de Febrero 2025.

A continuación, se presenta una tabla con el resumen de los componentes del precio de compra:

Precio de compra (€m)	Valor
Precio base de compra	1.400,0
(-) Segundo Dividendo Interino	(18,0)
(-) Dividendo de Febrero 2025	(0,9)
Precio de compra	**1.381,1**

2 Equity Value (inversión realizada)

El Equity Value se compone, de acuerdo a lo establecido en el SPA, de: (i) el base purchase price o precio de compra base por importe de €1.400m; (ii) menos el Second Interim Dividend Amount o Segundo Dividendo Interino; (iii) menos el February 2025 Dividend Amount o Dividendo de Febrero 2025 y (iv) más los costes de contratación de la póliza de seguro.

A continuación, se presenta una tabla con el resumen de los componentes del Equity Value:

Equity Value (€m)	Valor
Precio base de compra	1.400,0
(-) Segundo Dividendo Interino	(18,0)
(-) Dividendo de Febrero 2025	(0,9)
(+) Costes totales del seguro	0,3
Equity Value	**1.381,4**

Fuente: Análisis EY.

Cálculo del Precio Equitativo

Realised Exit Additional Amount – Árboles binomiales

Árboles binomiales – Asunciones

Con el fin de poder realizar la valoración del *Realised Exit Additional Amount* anteriormente descrito y tras considerar los diferentes métodos planteados, EY ha utilizado el método de árboles binomiales (OPM) como método de valoración principal y las simulaciones de Montecarlo como método de contraste (cont).

OPM: Principales asunciones de valoración

Parámetro		Unidad	Valor
Precio de compra		€m	1.381,1
Equity value		€m	1.381,4
Tasa libre de riesgo a 1 año	3	%	4,5%
Volatilidad del precio de acción	4	%	31,3%
Duración del período		Años	5
Número de nodos por período		Número	60

3 Tasa libre de riesgo

La tasa libre de riesgo se ha calculado como una suma ponderada de las tasas libres de riesgo de los países en los cuales la Compañía principalmente opera (España, Estados Unidos, México, Colombia, Perú y Ecuador). Para cada uno de estos países, se ha obtenido su tasa libre de riesgo[1] a 1 año y, a continuación, se ha realizado una suma ponderada en función del peso de cada región sobre el total de ingresos de 2028[2]. Finalmente, se ha ponderado en función del peso de los ingresos de UNIR en comparación con otras marcas de la Compañía.

A continuación, se presenta una tabla con el resumen de los componentes del precio de compra:

Tasa libre de riesgo	UNIR				Otras marcas			
	España	Colombia	Perú	Ecuador	Mexico	Perú	EE. UU.	España
Risk-free 1 año	2,8%	5,6%	4,9%	15,6%	4,9%	4,9%	4,6%	2,8%
Ponderación	69,1%	15,1%	2,7%	8,3%	0,0%	50,1%	14,9%	29,3%

Tasa libre de riesgo	UNIR	Otras
Risk-free rate año 1 ponderado	4,4%	4,7%
Ponderación UNIR & Otras marcas	85,7%	14,3%
Tasa libre de riesgo ponderada a 1 año	**4,5%**	

4 Volatilidad[3] del precio de la acción

La volatilidad del precio de la acción se ha calculado en base a la volatilidad histórica de las compañías cotizadas comparables del sector en el que opera la Compañía (ver el Anexo III para más detalle). A continuación, se presenta una tabla con el resumen de los valores de volatilidad obtenidos:

Compañía	Volatilidad
Perdoceo Education Corporation	37,9%
Strategic Education, Inc.	31,3%
Grand Canyon Education, Inc.	25,9%
Adtalem Global Education Inc.	32,8%
Laureate Education, Inc.	26,8%
Seleccionado	**31,3%**

Nota 1: Se ha considerado los bonos soberanos emitidos con vencimiento a 1 año en EUR y USD para España y el resto de los países, respectivamente.
Nota 2: Se ha realizado este cálculo debido a que este mix por país es el que mayor peso tiene en nuestra valoración al ser el que se considera en el cálculo del valor terminal.
Nota 3: La volatilidad es una medida estadística que refleja la variabilidad o dispersión de los precios de un activo financiero a lo largo del tiempo. Se ha considerado *asset volatility* dado el bajo nivel de endeudamiento de la Compañía.

Fuente: bases de datos especializadas; Análisis EY.

Cálculo del Precio Equitativo

Realised Exit Additional Amount – Árboles binomiales

Árboles binomiales – Asunciones

Con el fin de poder realizar la valoración del *Realised Exit Additional Amount* anteriormente descrito y tras considerar los diferentes métodos planteados, EY ha utilizado el método de árboles binomiales (OPM) como método de valoración principal y las simulaciones de Montecarlo como método de contraste (cont).

OPM: Principales asunciones de valoración

Parámetro		Unidad	Valor
Precio de compra		€m	1.381,1
Equity value		€m	1.381,4
Tasa libre de riesgo a 1 año		%	4,5%
Volatilidad del precio de acción		%	31,3%
Duración del período	5	Años	5
Número de nodos por período	6	Número	60

Distribuciones acumuladas totales

€m	2025	2026	2027	2028	2029
Flujo de Caja Acumulado	33,8	99,2	194,5	310,6	443,0
Posición Financiera Neta	135,6	135,6	135,6	135,6	135,6
Distribuciones totales	**169,4**	**234,9**	**330,1**	**446,2**	**578,6**

5 Duración del período

Se ha seleccionado una duración del período de 5 años, en línea con la duración del *Realised Exit Additional Amount.*

6 Número de nodos por período

Se han seleccionado 60 nodos, 12 por cada año de vigencia del earn out. Con base en las asunciones anteriormente descritas, se ha aplicado el método de árbol binomial mediante el cual se ha estimado el precio de venta en cada momento temporal.

A continuación, se ha estimado el MOIC, calculado como la suma del (i) precio de venta; (ii) la Posición Financiera Neta (PFN); (iii) teniendo en consideración las distribuciones realizadas hasta el 31 de agosto de 2029[1], todo ello dividido por la inversión realizada.

Por último, en función del MOIC obtenido, se ha calculado el posible valor del Realised Exit Additional Amount que, posteriormente, ha sido descontado a su valor presente. Por favor, referirse a Anexo XIV para mayor detalle sobre la aplicación de el método de árboles binomiales.

Resultados del análisis

En base a los cálculos realizados a partir de las asunciones anteriormente descritas, por el método de árboles binomiales se obtiene un **valor del Realised Exit Additional Amount de €121,1m**, lo que equivale a **2,68 euros por acción**.

Nota 1: Las distribuciones y la Posición Financiera Neta se han estimado de acuerdo con las asunciones empleadas en el método del Descuento de Flujo de Caja.

Fuente: Análisis EY.

Cálculo del Precio Equitativo

Realised Exit Additional Amount – Simulaciones de Montecarlo | Método de contraste

Simulaciones de Montecarlo – Método de contraste

A modo de contraste, EY ha utilizado el método de valoración de simulaciones de Montecarlo. Por favor, para un mayor detalle sobre su aplicación práctica, referirse a Anexo XVII.

En base a los cálculos realizados, en la siguiente tabla se muestra el valor obtenido del Realised Exit Additional Amount:

Simulación de Montecarlo	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29
Valor presente del earn out	0,0	15,1	58,0	97,8	125,8

Los resultados obtenidos mediante el método de contraste del Realised Exit Additional Amount han sido ponderados en base a la probabilidad de que la desinversión de Portobello y Sofina se produzca antes de o el 31 de agosto de 2029. Por favor, para mayor detalle relativo a la probabilidad de desinversión referirse a Anexo XVIII. A continuación, se muestra una tabla con el resumen de la distribución de probabilidad asumida:

Período de desinversión	1 año	2 años	3 años	4 años	5 años
Probabilidad de salida	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%
Duración de la inversión implícita			4,5		

Por todo ello, a continuación, se presenta el resumen de la valoración según las simulaciones de Montecarlo:

Simulación de Montecarlo	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29
Valor presente del earn out	0,0	15,1	58,0	97,8	125,8
Probabilidad de exit durante el período del earn out	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%
Valor presente del *earn out* ponderado por probabilidad (€m)	**-**	**-**	**-**	**48,89**	**62,89**
Earn out por acción (€)	**-**	**-**	**-**	**1,08**	**1,39**

Total earn out (€m)	**111,8**
Earn out total por acción (€)	**2,47**

Resultados del análisis

En base a los cálculos realizados a partir de las asunciones anteriormente descritas, por el método de simulaciones de Montecarlo se obtiene un **valor del Realised Exit Additional Amount de €111,8m**, lo que equivale a **2,47 euros por acción**.

Fuente: Análisis EY en base a "*Valuations in Financial Reporting. Valuation Advisory 4: Valuation of Contingent Consideration*" por "The Appraisal Foundation" e información del SPA.

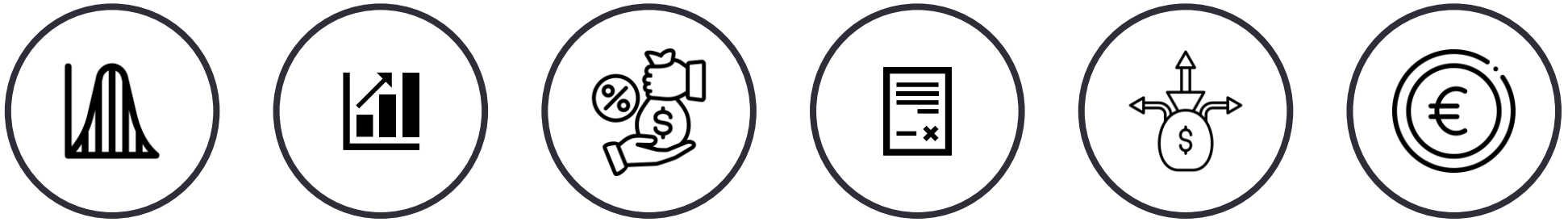
Cálculo del Precio Equitativo

Synthetic Exit Additional Amount – Simulaciones de Montecarlo

Simulaciones de Montecarlo – Método

Basado en lo descrito previamente en el Informe, en el SPA se recoge el pago del Synthetic Exit Additional Amount, previsto en el caso de que se produzca la desinversión de Portobello y Sofina con posterioridad al 31 de agosto de 2029. Para su valoración, EY ha elegido como método de valoración el método de simulaciones de Montecarlo.

El detalle de la aplicación práctica de este método es como sigue:



1. Realización de **10.000 simulaciones con un enfoque *risk neutral*,** generando un número aleatorio en cada una.
2. Para cada una de las simulaciones realizadas, **se estima el EBITDA esperado de cada año**.
3. Se calcula la **Posición Financiera Neta (PFN) y las distribuciones realizadas durante la duración del earn out** (desde 2025 hasta 2029 inclusive).
4. Se multiplica el **EBITDA de 2029 por el múltiplo** definido en el SPA y **se ajusta en función de la PFN y distribuciones realizadas.**
5. Se calcula el **MOIC** según lo definido anteriormente y **se modeliza el potencial pago del earn out** según los límites y magnitudes previamente definidos por el SPA y explicados en la página 29.
6. Finalmente, el earn out se descuenta utilizando el **tipo de interés libre de riesgo** y sumando el **spread del coste de la deuda**.

Fuente: Análisis EY en base a "*Valuations in Financial Reporting. Valuation Advisory 4: Valuation of Contingent Consideration*" por "The Appraisal Foundation" e información del SPA.

Cálculo del Precio Equitativo

Synthetic Exit Additional Amount – Simulaciones de Montecarlo

Simulaciones de Montecarlo – Metodología

A continuación, se muestra de forma ilustrativa el procedimiento para el cálculo del EBITDA utilizado en el cálculo del Synthetic Exit Additional Amount descrito en la página anterior. Para mayor detalle sobre el cálculo del earn out a partir del EBITDA calculado en esta diapositiva, por favor referirse a Anexo XVIII.

Período		T =1	T =2	T =3	T =4	T =5
Mid-period (Años)	1	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5
Time-step para la simulación	2	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0
EBITDA Esperado/Proyectado (€m)	3	88,4	109,9	136,0	163,3	190,5
Crecimiento anual esperado (%)	4	31,7%	21,7%	21,4%	18,3%	15,4%
Factor de descuento para EBITDA (%)	5	0,95	0,86	0,78	0,71	0,64
Valor presente esperado del EBITDA (€m)	6	84,1	94,8	106	116	122
Random Normal	7	(0,5)	1,2	(0,1)	1,0	(0,1)
Geometric Brownian Motion (GBM)	8	0,9	1,2	1,2	1,6	1,6
EBITDA aleatorio *risk-neutral* (€m)	9	**77,5**	**116,7**	**130,5**	**183,1**	**190,0**
EBITDA aleatorio *risk neutral* usando RMRP (€m)	10	77,5	116,7	130,5	183,1	190,0

Comentario

1. Período medio del período de cálculo.
2. Período de simulación consistente con la asunción del mid-period.
3. Asunción de inicio.
4. logE(3 T_1/ 3 T_0); logE(3 T_2/ 3 T_1)…
5. =Exp(- Tasa de descuento EBITDA[1] × 1).
6. Valor presente del EBITDA proyectado usando mid-period.
7. Números aleatorios según una distribución normal.
8. *Risk neutral* GBM[2] empezando en 1: = 8 t-1 × exp((EBITDA tasa libre de riesgo - 1/2 × Volatilidad EBITDA^2) × 2 + raíz cuadrada(2) × Volatilidad EBITDA × 7).
9. 6 × 8
10. Risk neutral GBM comenzando en 0: = 3 t-1 × exp(4 - RMRP[3] EBITDA × 2 - 1/2 × Volatilidad EBITDA × 2 + raíz cuadrada (2 × Volatilidad EBITDA × 7).

Resultados del análisis

En base a los cálculos realizados a partir de las asunciones anteriormente descritas, se obtiene un **valor del *Synthetic Exit Additional Amount* de €133,8m**, lo que equivale a **2,96 euros por acción**. Por favor, referirse a Anexo XVIII: Simulaciones de Montecarlo Detalle y construcción del método de Montecarlo para un mayor detalle de los resultados obtenidos.

Nota 1: Por favor, para más detalle sobre la tasa de descuento aplicada al EBITDA y sus componentes, por favor referirse a Anexo XXX.
Nota 2: *Geometric Brownian Motion*.
Nota 3: *Required Risk Metric Premium.*

Fuente: Análisis EY en base a "*Valuations in Financial Reporting. Valuation Advisory 4: Valuation of Contingent Consideration*" por "The Appraisal Foundation" e información del SPA.

Cálculo del Precio Equitativo

Artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 | Cálculo del valor equivalente a la estructura de precio del SPA

Probability Weighted Expected Return Method

Para determinar la probabilidad de que la desinversión de Portobello y Sofina ocurra antes o el 31 de agosto de 2029 (lo que activaría el Realised Exit Additional Amount); o que, por el contrario, la desinversión no se realice antes de esa fecha, se ha utilizado un modelo de Black-Scholes.

Las principales características de este método son las siguientes:

- Dicho modelo se basa en el supuesto de que los valores futuros siguen una distribución lognormal (es decir, la distribución de los rendimientos es normal).
- Representa un ejemplo de un "modelo cerrado", es decir, se utiliza una ecuación para determinar el valor de mercado estimado.
- El modelo de Black-Scholes calcula el precio de una opción en el momento de vencimiento de dicha opción. Por lo tanto, Black-Scholes se utiliza para la valoración de opciones europeas.
- En el caso de las opciones americanas, teóricamente se puede aplicar, suponiendo que se puedan estimar razonablemente los eventos de salida de las opciones. En cada uno de estos eventos, se aplicaría Black-Scholes para estimar el valor, que seguidamente tendrá que ser ponderado por la probabilidad para llegar al valor de la opción.

Para estimar la probabilidad de que se produzca la desinversión antes de o el 31 de agosto de 2029, se han seguido los siguientes pasos:

1. En el análisis realizado, hemos calculado un precio del potencial ejercicio de la opción en el año 2029 equivalente a 15,077x EV / EBITDA.
2. Este precio de ejercicio se ha incluido como el *strike price* en una opción con un plazo de 5 años, siendo éste el plazo definido para poder ejercer la opción.
3. Bajo la premisa de considerar el comportamiento de un inversor racional, si el valor de la empresa excediera 15,077 veces el EV / EBITDA, el inversor optaría por esperar hasta la fecha de vencimiento de la opción. En ese momento, ejercería la opción pagando el precio de ejercicio de 15,077 veces el EV / EBITDA, asegurándose así la diferencia entre el valor de mercado y el precio de ejercicio, maximizando su beneficio.
4. Para determinar la probabilidad de que la opción se ejerza, hemos calculado el estadístico $N(d_2)$, que representa la probabilidad de que el valor de la acción sea 15,077 veces el EV / EBITDA o más. Según esta ecuación utilizada, esta probabilidad es del 14,5%.

Un detalle de los resultados obtenidos es como sigue:

Black Scholes	
Inversión realizada (€m)	1.381
Strike price (Precio de venta) (€m)	2.821
Volatilidad (%)	31,3%
Duración del período del *earn out* (años)	5
d2	(1,0588)
Probabilidad de desviación de d2 en una distribución normal (%)	**14,5%**

Resultados del análisis

En base al análisis realizado, la probabilidad de que la desinversión de Portobello y Sofina se produzca antes o en el 31 de agosto de 2029 es del 85,5%, mientras que la probabilidad de que dicha desinversión no tenga lugar antes o en la fecha mencionada es del 14,5%.

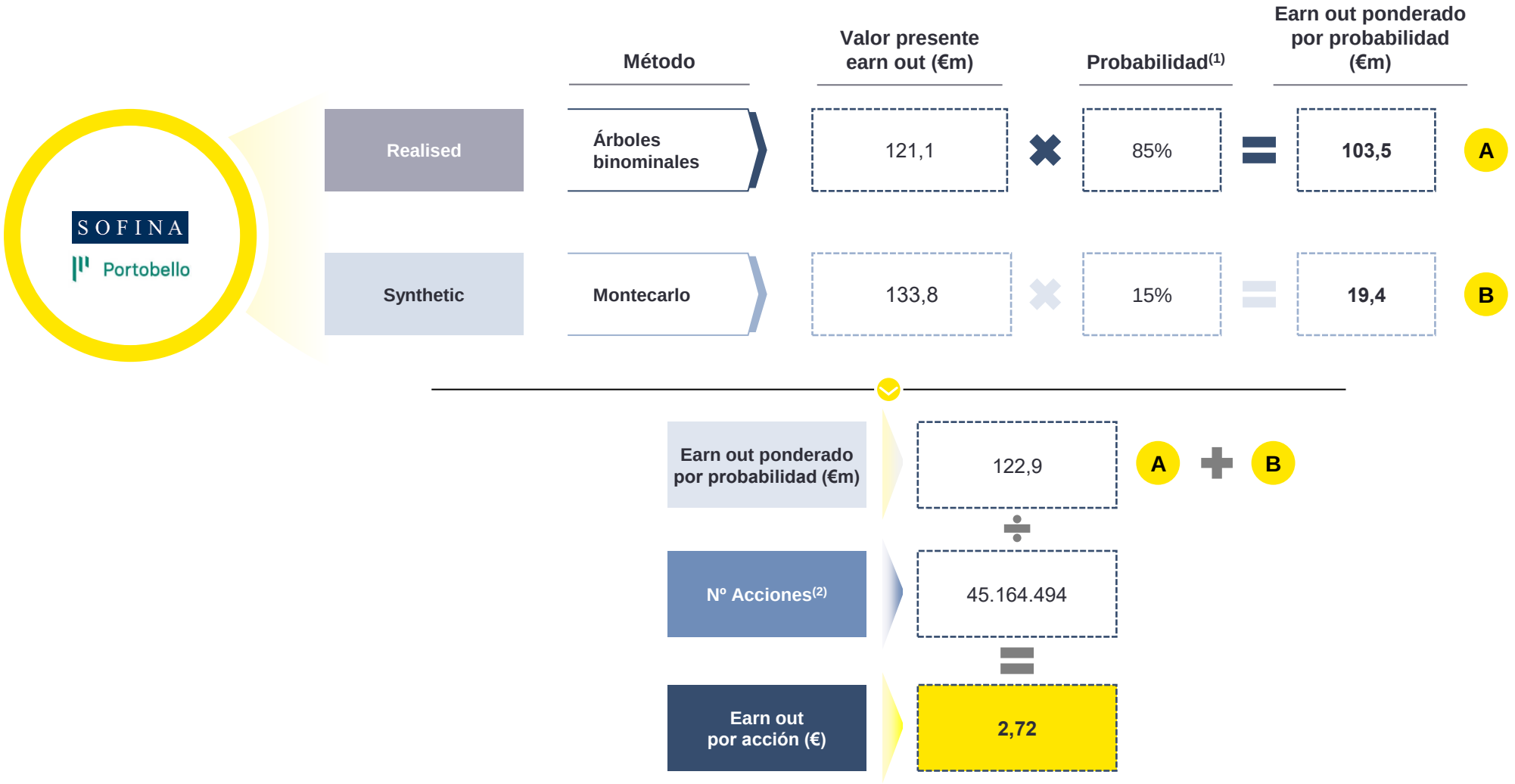
Fuente: Análisis EY.

Cálculo del Precio Equitativo

Artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 | Cálculo del valor equivalente a la estructura de precio del SPA

Resultados de la valoración del earn out

Un detalle del cálculo del earn out total a desembolsar potencialmente por Sofina y Portobello, es como sigue:



Nota 1: Probabilidad estimada mediante el método Black Scholes (Pág. 37) (2). Acciones netas de autocartera.

Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por la Compañía e información del SPA.

Cálculo del Precio Equitativo

Artículo 9 del Real Decreto 1066/2007 | Cálculo del valor equivalente a la estructura de precio del SPA

Cálculo del valor equivalente a la estructura de precio establecida en el SPA

Un detalle del valor equivalente a la estructura de precio establecida en el SPA es como sigue:

Valor equivalente precio SPA (€m)		DCF 8Y-R
Precio base de compra	1	1.400,0
(-) Segundo Dividendo Interino	2	(18,0)
(-) Dividendo de February 2025	3	(0,9)
Precio de compra sin earnout		**1.381,1**
(-) Leakeage	4	-
(+) Ticking fee	5	32,0
(+) Realised/Synthetic Exit Additional Amount	6	122,9
Precio de compra		**1.536,0**
Número de acciones	7	45.164.494
Valor por acción (€)		**34,01**

1. Se ha acordado un precio fijo de 30,99 euros por acción, lo que implica un valor de 1.400 millones de euros por el 100% de las acciones a 31 de agosto de 2024.
2. Disminución en base al Segundo Dividendo Interino ("*Second Interim Dividend Amount*"), de c.17.994 miles de euros.
3. Disminución por el Dividendo de Febrero de 2025 ("*February 2025 Dividend Amount*"), de c.939,3 miles de euros.
4. Disminución en virtud de cualquier salida de caja no permitida ("*Leakage*") antes del cierre de la operación. De acuerdo con conversaciones con el Cliente, se ha estimado que este parámetro no tiene valor en los análisis realizados.
5. Incremento en base a una cantidad diaria de 144.936 euros ("*Ticking fee*") desde la Fecha del *Locked Box* (31 de agosto de 2024) hasta el anuncio de la oferta pública (a efectos del análisis realizado, se ha asumido la fecha de 8 de abril de 2025).
6. Incremento en base al Realised Exit Addional Amount y el Synthetic Exit Additional Amount calculados anteriormente.
7. Número de acciones de la Compañía, excluyendo de las mismas las relativas a la autocartera (14.473).

Conclusión

En base a los métodos de valoración anteriormente descritas y los análisis realizados, el valor equivalente a la estructura de precio establecida en el SPA asciende a **1.536 millones de euros**, lo que equivale a **un precio de 34,01 euros por acción.**

Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por la Compañía e información del SPA.

7

Cálculo del Valor de Mercado

Cálculo del Valor de Mercado de Proeduca

Artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007

Métodos de Valoración

Al objeto de realizar una valoración independiente en base a lo dispuesto en el artículo 10.5 del RD 1066/2007, los métodos analizados han sido los siguientes:

Artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007

Métodos del artículo 10.5

Valor Teórico Contable	1	Valor teórico contable ("VTC") de la Sociedad y, en su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros.
Cotización media ponderada	2	Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior a la fecha de anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.
Valor liquidativo	3	Valor liquidativo de la Sociedad y, en su caso, del grupo consolidado. Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo siempre que en el Informe se haga constar dicha circunstancia.
Valor contraprestación anterior	4	Valor de contraprestación ofrecida, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión de cotización.

Otros métodos aplicables según el artículo 10.5

Descuento Flujos de Caja	5	Método que se fundamenta en los flujos de caja que espera obtener la empresa de su actividad, calculando los flujos de caja para un determinado número de años más un valor terminal, en caso de aplicar. Esos flujos de caja disponibles son descontados a valor presente para obtener el valor de la empresa.
Múltiplos de cotizadas comparables	6	Consiste en comparar la compañía que se ha de valorar con una que sea razonablemente similar y cotice. En este método, los múltiplos de valoración se derivan de cotizaciones de empresas cotizadas comparables, y son evaluados y ajustados en base a la similitud del modelo de negocio de la empresa valorada en relación con las comparables seleccionadas. Para obtener un indicador del valor, se aplican los múltiplos obtenidos a los datos de los estados financieros de la compañía a valorar.
Múltiplos de transacciones comparables	7	En este método se considera el precio pagado en operaciones de sociedades comparables a la compañía y se obtienen los múltiplos implícitos. Los múltiplos obtenidos se aplican a las variables de la empresa o negocio a valorar, obteniendo así una posible indicación de valor.

EY ha realizado la valoración del 100% de las acciones de Proeduca bajo los mencionados métodos de valoración, habiendo justificado a lo largo de este Informe la relevancia relativa de cada uno de ellos y concluyendo con un rango de valor, como se muestra en las páginas posteriores

Fuente: Artículo 10.5 del Real Decreto 1066/2007.

7.1 Valor Teórico Contable

Valor Teórico Contable

Resultados de la valoración a través de Valor Teórico Contable

Valor teórico contable – Consolidado e Individual

El Valor Teórico Contable (VTC) se define como un método de valoración en el que se utiliza el valor del patrimonio neto para estimar el valor de Proeduca.

Una vez calculado el valor del patrimonio neto, se divide entre el número total de acciones en circulación descontando las acciones en autocartera de Proeduca para calcular el VTC por acción.

Para la aplicación de este método de valoración, se han utilizado los estados financieros a 31 de agosto de 2024, el último cierre auditado, así como a 31 de enero de 2025 (la Fecha de Valoración), tanto a nivel consolidado como a nivel individual.

Como se puede comprobar en la tabla adyacente, el precio por acción obtenido con base en los estados individuales es menor que el precio derivado de los estados financieros consolidados. La diferencia principal entre las cuentas consolidadas y la individual se encuentra en la partida de “Reservas”, debido a diversos ajustes contables y reservas en otras sociedades.

Por otro lado, en la cuenta de resultados del ejercicio se observa un importe mayor en los estados financieros consolidados. Además, el balance consolidado refleja otros ajustes relacionados con cambios en el valor de los activos, así como subvenciones y participaciones de socios externos, los cuales no se registran en el balance individual.

Habiendo considerado EY el mayor precio por acción obtenido, el VTC consolidado asciende a 0,62 €/acción a Fecha de Valoración reflejando un valor superior al obtenido con el balance individual. Sin embargo, debe mencionarse que este método, de carácter estático, considera los activos y pasivos en un momento específico, sin tomar en consideración factores internos o externos como, por ejemplo, la potencial de la evolución de Proeduca a futuro, evolución del mercado, o las perspectivas de crecimiento de la empresa.

Un detalle del análisis de valor realizado a través de este método, tanto a 31 de agosto de 2024 (cuentas auditadas) como a 31 de enero de 2025 (estados financieros intermedios) es como sigue:

€	Individual 31-ago.-2024	Consolidado 31-ago.-2024	Individual 31-ene.-2025	Consolidado 31-ene.-2025
Capital social	903.579	903.579	903.579	903.579
Prima de emisión	2.837.847	2.837.847	2.837.847	2.837.847
Reservas	694.638	(2.100.362)	815.674	18.871.974
(Acciones y participaciones de la Sociedad Dominante)	(452.354)	(452.354)	(520.508)	(520.508)
Resultados de ejercicios anteriores	6.675	6.675	21.356.109	21.356.109
Otras aportaciones de socios		-	939.626	939.626
Resultado del ejercicio atribuido	21.349.434	42.195.999	26.925.083	35.985.003
(Dividendo a cuenta)	(20.495.665)	(20.495.665)	(53.487.171)	(53.487.171)
Operaciones de cobertura		117.273	-	(547.183)
Otros ajustes por cambios de valor		623.907	-	1.588.664
Subvenciones, donaciones y legados recibidos		6.000	-	6.000
Socios externos		16.860	-	5.308
Valor Patrimonio Neto	**4.844.155**	**23.659.759**	**(229.759)**	**27.939.249**
Valor Teórico Contable	**4.844.155**	**23.659.759**	**(229.759)**	**27.939.249**
Número de acciones	45.178.967	45.178.967	45.178.967	45.178.967
Acciones autocartera	(20.719)	(20.719)	(17.626)	(17.626)
Número de acciones neto de autocartera	**45.158.248**	**45.158.248**	**45.161.341**	**45.161.341**
Precio (€/acción)	**0,11**	**0,52**	**-**	**0,62**

Conclusión

Como resultado de la aplicación del método de valor teórico contable de los estados financieros consolidados a 31 de enero de 2025, el Valor de Mercado por acción sería de **0,62 €/acción**.

Según lo comentado anteriormente, dado el carácter estático de este método de valoración que no considera la capacidad de generación de caja de la compañía, no se ha considerado el VTC a efectos de la determinación del valor de mercado de las acciones de Proeduca.

Fuente: Cuentas Anuales auditadas y no auditadas facilitadas por el Cliente.

7.2

Cotización Media Ponderada

Cotización Media Ponderada

Análisis de cotización de la Compañía

Cotización media ponderada

EY ha analizado la evolución de la cotización de Proeduca desde 2019 con el fin de observar los principales indicadores que han impactado sobre el precio de la acción.

1 8 Mar 2019	**2 11 Feb 2020**	**3 19 Mar 2020**	**4 17 Jul 2020**	**5 26 Nov 2020**	**6 17 Ene 2022**
Incorporación en el BME Growth a 4,94 €/acción y una capitalización de 223 millones de euros	Venta de 3.205.668 millones de acciones[1], 7,09% del capital	Crisis de la COVID19 que afecta a la economía mundial y provoca un crecimiento en la educación online	Proeduca Altus supera los 500 millones de euros de capitalización por primera vez	El Grupo Proeduca solo desde enero apunta a una subida del 85,4% en bolsa	Máximo histórico hasta entonces de 19,6€ por acción (885,5 millones de euros)
7 24 Feb 2022	**8 8 Nov 2022**	**9 25 Abr 2024**	**10 12 Jun 2024**	**11 7 Oct 2024**	**12 25 Feb 2025**
Comienzo de la Guerra de Rusia y Ucrania	UNIR, primera universidad online española en Educación, según el ranking Times Higher Education	Se inicia la búsqueda de un socio financiero con un objetivo de crecimiento para Proeduca	Proeduca supera los 1.000 millones de euros y registra un incremento superior al 30% en bolsa durante el año	Grandes fondos de inversión se interesan por adquirir una participación en Proeduca	Proeduca abre su capital a Sofina y Portobello Capital y será excluida de bolsa

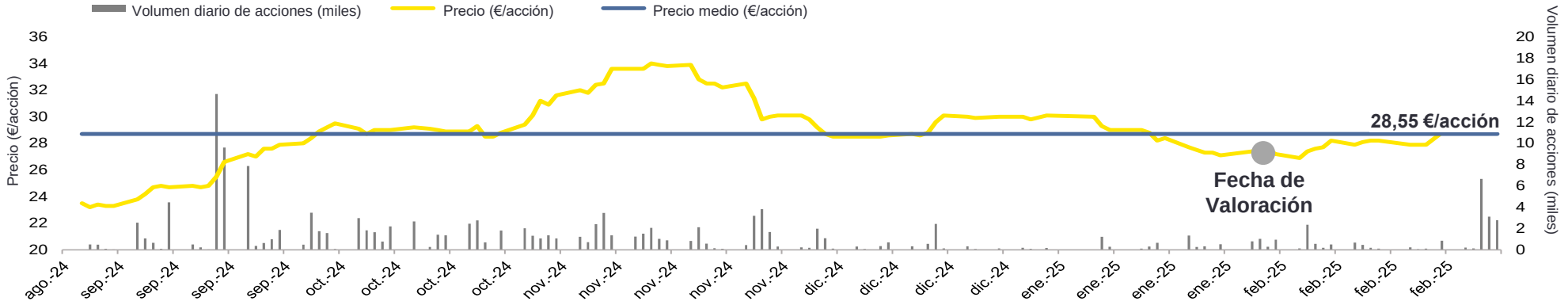
Notas: (1) El grafico se ha limitado a un volumen máximo de 100.000. El 12 de febrero de 2020, el volumen fue significativamente mayor (c.3 millones de acciones), lo que no se refleja a escala en el gráfico.
Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas y Bolsa de Madrid.

Cotización Media Ponderada

Análisis de cotización de la Compañía (Cont.)

Cotización media ponderada (Cont.)

Según el artículo 10 del RD 1066/2007, se debe considerar la cotización media ponderada durante los seis meses inmediatamente anteriores al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante.



Según establece el artículo 1 del Reglamento Delegado (UE) 2017/567, a efectos del artículo 2 apartado 1, punto 17 letra b) del Reglamento (UE) nº 600/2014, se considerará que una acción negociada diariamente es liquida cuando se cumplan las siguientes condiciones: (1) el capital flotante[1] de la acción es igual o superior a 200.000.000 de euros, en el caso de las acciones negociadas en sistemas multilaterales de negociación (SMN); (2) el número medio diario de operaciones con la acción sea igual o superior a 250; y (3) el efectivo medio diario negociado en relación con la acción sea igual o superior a 1.000.000 de euros.

EY, en el siguiente análisis relativo a la cotización de Proeduca, ha concluido que el capital flotante del grupo (free float) a Fecha de anuncio de la propuesta de exclusión es del 7%, que, considerando el precio del ultimo semestre ponderado, concluiría en un capital flotante de c.90,2 millones de euros. Por otra parte, el volumen medio diario de acciones negociadas no es muy elevado, siendo el número en los seis meses previos al anuncio de la oferta de exclusión de 1.174, el cual ponderado por el precio medio diario de la acción en el mismo periodo, constituiría un efectivo medio diario negociado de c.34 miles de euros.

Adicionalmente, EY ha realizado una comparación de la liquidez de Proeduca frente a compañías comparables del sector de Educación online, habiendo analizado la ratio de volumen medio diario negociado durante los seis meses previos a la Fecha de Valoración sobre el free float de dichas comparables frente a Proeduca, que resulta ser un 90% menos líquida a lo largo del periodo mencionado.

Conclusión

El precio medio ponderado alcanzado durante los seis meses previos al anuncio de la oferta es de **28,55** €/acción, tomando en consideración el precio medio diario de la cotización, ponderado por el volumen de acciones en circulación. No obstante, de acuerdo a los análisis realizados por EY, en los que se concluye que la Compañía tiene menor liquidez que el mercado, EY no ha considerado este método a efectos de la determinación del valor de mercado de las acciones.

Notas: (1) A efectos del apartado 1, letra a) el capital flotante de una acción se calculará multiplicado el número de acciones en circulación por el precio por acción, excluidas las participaciones individuales en la acción que excedan del 5% de los derechos de voto totales del emisor, a menos que dichas participaciones estén en manos de organismos de inversión colectiva o fondos de pensiones. Los derechos de voto se calcularán por referencia al número total de acciones que correspondan dichos derechos, con independencia, en su caso, de la suspensión del ejercicio del derecho de voto. **Fuente**: Análisis de EY y bases de datos especializadas y Bolsa de Madrid.

7.3 Valor Liquidativo

Valor Liquidativo

Resultados de la valoración a través de Valor Liquidativo

Valor liquidativo

Este método de valoración refleja el valor de una empresa en una situación de disolución y cese definitivo de las actividades, en un proceso de venta de sus activos y cancelación de sus deudas, teniendo en consideración las plusvalías y/o minusvalías latentes, así como las contingencias que pudieran existir.

En este contexto, los activos más significativos a valorar son el contenido de los cursos y las aplicaciones informáticas relacionadas con la actividad académica. Dado que se trata fundamentalmente de desarrollos *ad hoc* realizados por la Proeduca, según su tipología de títulos, alumnos y modelo de negocio, su valor se encuentra intrínsecamente ligado a la Compañía de tal modo que, fuera de la misma, el valor podría ser potencialmente inferior para otro participante de mercado.

El valor liquidativo se considera que representaría un valor mínimo para la Compañía, debido a que una liquidación de la Compañía iría acompañada de una serie de costes de liquidación (como los costes laborales derivados de los despidos de sus empleados, entre otros). Asimismo, la liquidación de la Compañía plantearía un escenario de venta forzosa, el cuál exigiría que la venta de los activos se llevara a cabo de forma acelerada, por lo que sería necesario aplicar un descuento adicional al valor de los activos implícito en cualquier otro método de valoración.

Conclusión

EY considera que de la aplicación del valor liquidativo del grupo resulta un valor significativamente inferior al del resto de métodos y no es apropiado en un contexto de creación de valor, no habiéndose considerado a efectos de la determinación del Valor de Mercado de las acciones de Proeduca.

Fuente: Análisis de EY.

7.4

Contraprestación anterior

Valor de la contraprestación anterior

Resultados de la valoración a través del valor de la contraprestación anterior

Valor de la contraprestación anterior

El artículo 10.5 del RD 1066/2007 establece que la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión de cotización.

No ha existido ninguna oferta pública de adquisición sobre Proeduca que se haya materializado en el periodo preceptivo.

Conclusión

EY no ha considerado este método de valoración, ya que no ha existido ninguna oferta pública de adquisición sobre Proeduca que se haya materializado en el periodo indicado.

Fuente: Análisis de EY.

7.5

Enfoque de Ingresos | DCF

Descuento de Flujos de Caja

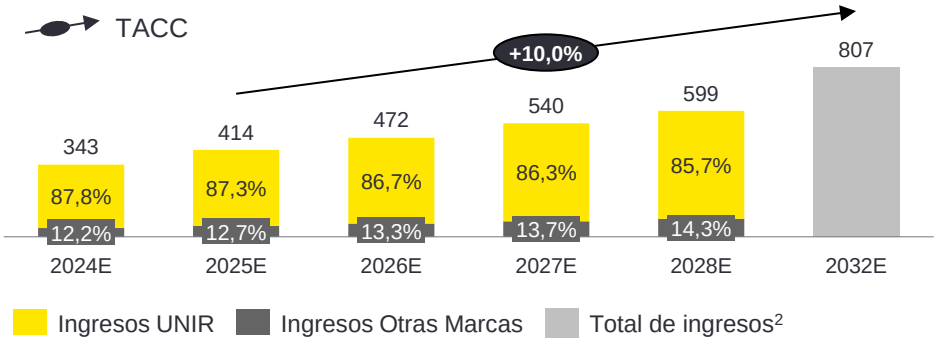
Descripción del Plan de Negocio

Plan de Negocio de Proeduca

Ingresos recurrentes

€m		2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	…	2032E
Ingresos UNIR		301	361	409	465	513		n.a.
Ingresos Otras Marcas		42	53	63	74	86		n.a.
Ingresos Recurrentes	1	343	414	472	540	599		807

Evolución de los ingresos recurrentes UNIR vs Otras Marcas (millones de €)



El Plan de Negocio facilitado por la Compañía abarca un periodo comprendido desde el 31 de agosto de 2025 (basado en el presupuesto) hasta el 31 de agosto de 2032.

Este plan se estructura en dos bloques principales: el negocio recurrente y el negocio no recurrente que se corresponde con proyectos estratégicos, incluyendo spin-offs y proyectos con retorno a corto y medio plazo[1].

1 **Ingresos recurrentes:** Estos ingresos corresponden al negocio principal, centrado en la educación superior 100% en línea en los mercados en que opera, principalmente España y América Latina. En 2024, Proeduca generó 343 millones de euros, con una tasa de crecimiento anual compuesta (TACC) proyectada entre los años fiscales 25E y 32E del 10%, alcanzando aproximadamente 807 millones de euros el último año proyectado. Cabe destacar que las cifras del periodo de proyección se consideran neteadas de aquellos clientes que, en base a las cifras históricas, se han considerado incobrables y por tanto no se van a recuperar.

- Ingresos de UNIR: Los ingresos de la marca UNIR se dirigen a estudiantes en España y América Latina (estudiantes latinoamericanos que están matriculados en programas online en español). Representa la principal fuente de ingresos del grupo, aportando más del 85% de los ingresos totales recurrentes. Se proyecta un crecimiento a un TACC del 12,5% entre los años fiscales 25E y 28E[2].
- Los ingresos de otras marcas: Incluyen UNIR México, Escuela de Posgrado Newman (en Perú), MIU City University Miami (Estados Unidos), y K-School y Centro de Educación Superior Cunimad (ambas ubicadas en España). Se proyecta un crecimiento a una tasa compuesta anual ($TACC_{25E-28E}$[2]) del 18%. No obstante, Cunimad dejará de generar ingresos en 2026 debido a su cierre, previsto cuando concluyan los estudios de los alumnos actualmente matriculados.
- En el periodo 2029E-2032E, de acuerdo con la Compañía, se prevé una desaceleración en el crecimiento del negocio con respecto a los primeros años de proyección. Por ello, se han estimado incrementos anuales que van desde un 11% en 2029E hasta un 6,2% en 2032E.

Notas: (1) Para mayor detalle referente a los nuevos proyectos, ver páginas 55 y 56. (2) No s ha dispuesto del desglose de los ingresos para el periodo 2029E-2032E entre UNIR y Otras marcas.
Fuente: Análisis de EY en base a información proporcionada por el Cliente.

Descuento de Flujos de Caja

Descripción del Plan de Negocio

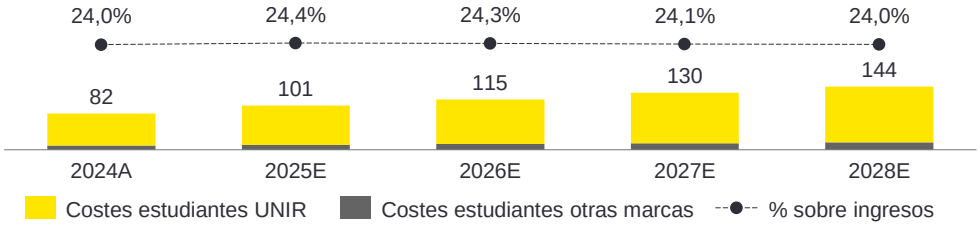
Plan de Negocio de Proeduca (Cont.)

Costes de estudiantes y costes comerciales

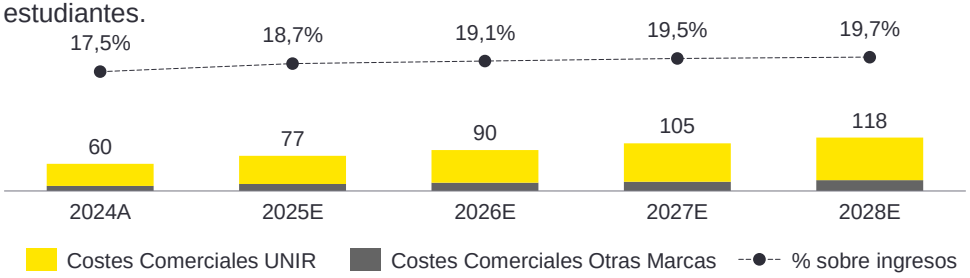
€m		2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	…	2032E
Ingresos Recurrentes		**343**	**414**	**472**	**540**	**599**		**807**
Costes estudiantes UNIR	2	**(73)**	**(89)**	**(101)**	**(115)**	**(127)**		**n.a.**
Costes estudiantes Otras Marcas	2	**(9)**	**(11)**	**(13)**	**(15)**	**(17)**		**n.a.**
Margen Operativo	4	**261**	**313**	**357**	**409**	**455**		**n.a.**
% Margen Operativo		*76,0%*	*75,6%*	*75,7%*	*75,9%*	*76,0%*		*n.a.*
Costes Comerciales UNIR	3	**(49)**	**(62)**	**(72)**	**(85)**	**(94)**		**n.a.**
Costes Comerciales Otras Marcas	3	**(11)**	**(15)**	**(18)**	**(21)**	**(24)**		**n.a.**
Margen de Contribución	4	**201**	**235**	**267**	**304**	**337**		**n.a.**
% Margen Contribución		*58,5%*	*56,9%*	*56,6%*	*56,4%*	*56,3%*		*n.a.*

Notas: (1) No se ha dispuesto del desglose de los costes de estudiantes y comerciales para el periodo 2029E-2032E, así como de los márgenes operativos y de contribución.
Fuente: Análisis de EY en base a información proporcionada por el Cliente.

2 **Costes de los estudiantes:** Estos costes representan principalmente los gastos directamente asociados a los cursos, como docencia, remuneración de profesores y costes operativos vinculados a exámenes, licencias y otros costes directos relacionados con los títulos. Asimismo, contemplan los costes de servicios a los estudiantes no imputables a los cursos, como secretaría académica, gestión de prácticas y servicios al profesorado. Se estima que estos costes se mantendrán constantes en niveles de c. 24% sobre los ingresos recurrentes durante el periodo proyectado 25E-28E[1].



3 **Costes comerciales:** Comprenden la inversión directa en captación por alumno, incluyendo la publicidad en canales y el coste asociado al equipo de asesores comerciales. Se prevé un incremento en su peso relativo sobre las ventas recurrentes[1], reflejando una mayor inversión en la captación y fidelización de estudiantes.



4 La evolución del **margen operativo** muestra una estabilización durante el periodo proyectado 25E-28E[1]. Sin embargo, el aumento de los costes comerciales implica que, a nivel de **margen de contribución**, no se logre una optimización del mismo[1].

Descuento de Flujos de Caja

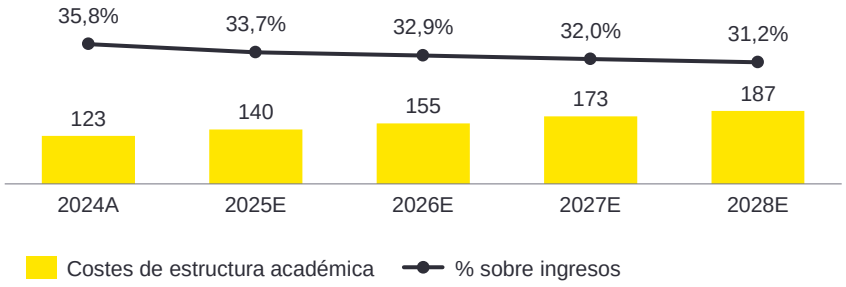
Descripción del Plan de Negocio

Plan de Negocio de Proeduca (Cont.)

Costes de estructura

€m		2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	…	2032E
Ingresos Recurrentes		**343**	**414**	**472**	**540**	**599**		**807**
Costes Estudiantes		**(82)**	**(101)**	**(115)**	**(130)**	**(144)**		**n.a.**
Margen Operativo		**261**	**313**	**357**	**409**	**455**		**n.a.**
Costes Comerciales		**(60)**	**(77)**	**(90)**	**(105)**	**(118)**		**n.a.**
Margen de Contribución		**201**	**235**	**267**	**304**	**337**		**n.a.**
Costes de estructura		(86)	(97)	(109)	(121)	(131)		n.a.
Otros costes		(37)	(43)	(47)	(51)	(55)		n.a.
Costes de estructura	5	**(123)**	**(140)**	**(155)**	**(173)**	**(187)**		**n.a.**
EBITDA		**78**	**96**	**112**	**132**	**150**		**219**
% Margen EBITDA	6	*22,6%*	*23,2%*	*23,7%*	*24,4%*	*25,1%*		*27,1%*

Evolución de los costes de estructura (millones de euros; %)

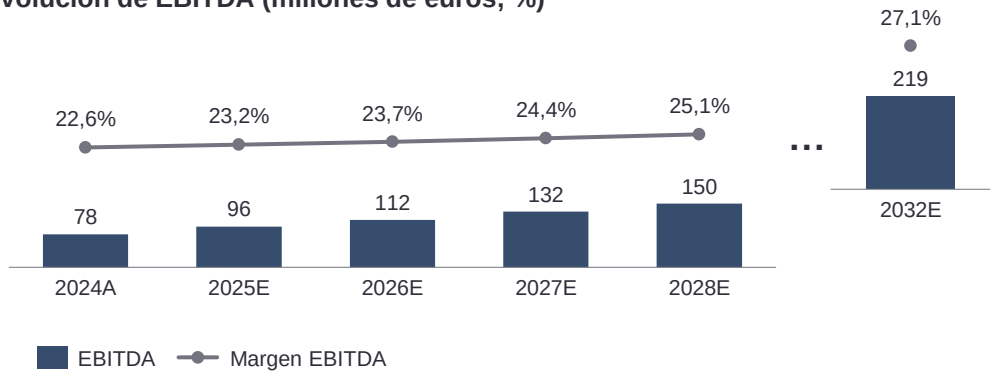


5 **Costes de estructura:**

- **Costes de estructura:** incluyen tanto los costes directamente asociados a la impartición académica como los costes del área de marketing y publicidad, que corresponden al personal (como por ejemplo product managers, marketing managers, etc.) y a los equipos responsables del diseño de estrategias publicitarias y campañas.
- **Otros costes de estructura:** incluyen las inversiones en investigación y tecnología, así como los gastos relacionados con calidad y contenidos (acreditaciones, elaboración de informes, mantenimiento de la plataforma).

6 **El margen EBITDA del negocio recurrente** muestra una mejora progresiva a lo largo del periodo proyectado, impulsado principalmente por la eficiencia en los costes de estructura. Entre 2025E y 2032E, el EBITDA recurrente crece a un TACC del 12,5%, alcanzando un margen del 27,1% sobre ingresos recurrentes en 2032E.

Evolución de EBITDA (millones de euros; %)



Notas: (1) No se ha dispuesto del desglose de los costes de estructura para el periodo 2029E-2032E
Fuente: Análisis de EY en base a información proporcionada por el Cliente.

Descuento de Flujos de Caja

Descripción del Plan de Negocio

Plan de Negocio de Proeduca (Cont.)

Nuevos proyectos

€m		2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	…	2032E
Ingresos Recurrentes		**343**	**414**	**472**	**540**	**599**		**807**
Costes Estudiantes		**(82)**	**(101)**	**(115)**	**(130)**	**(144)**		**n.a.**
Margen Operativo		**261**	**313**	**357**	**409**	**455**		**n.a.**
Costes Comerciales		**(60)**	**(77)**	**(90)**	**(105)**	**(118)**		**n.a.**
Margen de Contribución		**201**	**235**	**267**	**304**	**337**		**n.a.**
Costes de estructura		**(123)**	**(140)**	**(155)**	**(173)**	**(187)**		**n.a.**
EBITDA		**78**	**96**	**112**	**132**	**150**		**219**
Retorno de Inversión	7	(4)	(3)	1	5	12		n.a.
Nuevas iniciativas		(1)	(2)	(1)	(1)	1		n.a.
Spin-Offs		(3)	(2)	(1)	(0)	0		n.a.
P.E. Tecnológico		(6)	(1)	(1)	-	-		n.a.
EBITDA Ajustado		**64**	**88**	**110**	**136**	**163**		**250**
% Margen EBITDA Ajustado		*18,5%*	*20,9%*	*22,3%*	*23,8%*	*25,3%*		*28,0%*

Como parte del crecimiento y la evolución del negocio, se han puesto en marcha diversos proyectos estratégicos para la Compañía en el corto y medio plazo, que actualmente se encuentran en fase de implementación. Debido a que se encuentra en una etapa más inicial, se trata de proyectos que requieren de mayor inversión, mientras que la optimización a nivel EBITDA tendrá efecto a lo largo del periodo proyectado y en años posteriores.

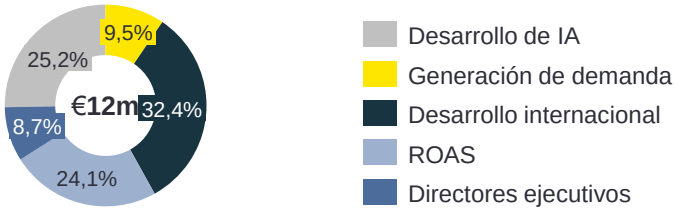
En este contexto, la diferencia entre el EBITDA y el EBITDA ajustado radica en que EBITDA ajustado contempla estas inversiones estratégicas que, si bien en la actualidad representan un gasto, se espera que a lo largo del horizonte del Plan de Negocio generen valor para la compañía.

Los principales factores que explican esta mejora son:

7 Retorno de Inversión a largo plazo:

- Desarrollo de Inteligencia Artificial para optimizar la fijación de precios y el incremento de ventas cruzadas. Además, pretende mejorar la eficiencia operativa mediante la automatización de procesos manuales, como la planificación de la enseñanza y el apoyo al estudio de los estudiantes.
- Generación de Demanda: iniciativas enfocadas en atraer potenciales estudiantes más allá de los canales online de pago, a través de eventos, contenido premium y otras estrategias.
- Desarrollo Internacional: enfocado en una estrategia de diversificación geográfica, con el objetivo de aumentar la cuota de mercado en países donde la Compañía tiene una presencia limitada y explorar nuevos mercados con demanda aún no cubierta.
- ROAS: optimización de ingresos, ajustando la inversión publicitaria para maximizar la rentabilidad.
- Directores Ejecutivos: fortalecimiento del perfil comercial de los directores académicos.

Nuevos proyectos I Retorno de Inversión a largo plazo (millones de Euros, como % de ingresos en 2028E)[1]



Notas: (1) Dado que no se dispone del desglose específico de cada uno de los nuevos proyectos de forma individualizada para el periodo 2029E–2032E, se ha utilizado el dato correspondiente a 2028E como año de referencia.
Fuente: Análisis de EY en base a información proporcionada por el Cliente.

Descuento de Flujos de Caja

Descripción del Plan de Negocio

Plan de Negocio de Proeduca (Cont.)

Nuevos proyectos (Cont.)

€m		2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	…	2032E
Ingresos Recurrentes		**343**	**414**	**472**	**540**	**599**		**807**
Costes Estudiantes		**(82)**	**(101)**	**(115)**	**(130)**	**(144)**		**n.a.**
Margen Operativo		**261**	**313**	**357**	**409**	**455**		**n.a.**
Costes Comerciales		**(60)**	**(77)**	**(90)**	**(105)**	**(118)**		**n.a.**
Margen de Contribución		**201**	**235**	**267**	**304**	**337**		**n.a.**
Costes de estructura		**(123)**	**(140)**	**(155)**	**(173)**	**(187)**		**n.a.**
EBITDA		**78**	**96**	**112**	**132**	**150**		**219**
Retorno de Inversión		(4)	(3)	1	5	12		n.a.
Nuevas iniciativas	8	(1)	(2)	(1)	(1)	1		n.a.
Spin-Offs	9	(3)	(2)	(1)	(0)	0		n.a.
P.E. Tecnológico	10	(6)	(1)	(1)	-	-		n.a.
EBITDA Ajustado		**64**	**88**	**110**	**136**	**163**		**250**
% Margen EBITDA Ajustado		*18,5%*	*20,9%*	*22,3%*	*23,8%*	*25,3%*		*28,0%*

23% **23%** **24%** **24%** **25%** **26%** **26%** **27%** **27%**

19% **21%** **22%** **24%** **25%** **26%** **27%** **28%** **28%**

8 Nuevas iniciativas:

- UNIPRO: modelo educativo asíncrono, centrado en una oferta de aprendizaje a ritmo propio, para penetrar en segmentos de estudiantes que demandan una matrícula más asequible.
- Formación profesional: desarrollo de modelos de formación profesional con un enfoque práctico de la educación para captar nuevos segmentos de estudiantes.

9 Spin-offs: se trata de la descontinuación de ciertas actividades, siendo Qualentum la de mayor impacto en EBITDA. Este proyecto está basado en el establecimiento de acuerdos con empresas para la formación de becarios que inician su período de prácticas en la compañía.

10 Plan Estratégico (P.E.) Tecnológico: plataforma tecnológica para generar eficiencias y mejorar la satisfacción de los estudiantes.

Como resultado, se proyecta una mejora progresiva en el **margen EBITDA Ajustado**, con un incremento más pronunciado a partir de 2026E, una vez completada la inversión estratégica. Se estima que estos proyectos alcancen su punto de equilibrio entre 2026E y 2027E, contribuyendo con aproximadamente 30 millones de euros adicionales sobre el EBITDA recurrente en 2032E (+14%).

Fuente: Análisis de EY en base a información proporcionada por el Cliente.

Descuento de Flujos de Caja

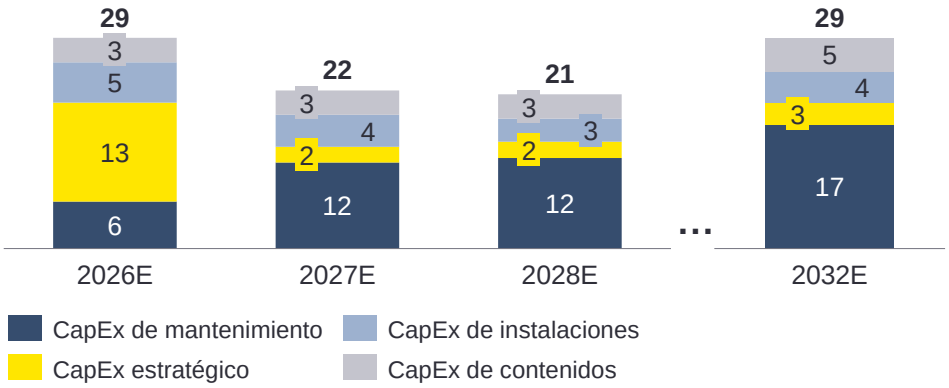
Descripción del Plan de Negocio

Plan de Negocio de Proeduca (Cont.)

Proyecciones de D&A y CapEx[1]

€m		2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	…	2032E
D&A de activos fijos		n.a.	(4)	(7)	(7)	(5)		(1)
D&A de CapEx		n.a.	(6)	(12)	(18)	(24)		(26)
Total D&A	10	**(6)**	**(10)**	**(20)**	**(25)**	**(28)**		**(27)**
CapEx de mantenimiento		n.a.	n.a.	(6)	(12)	(14)		(17)
CapEx estratégico		n.a.	n.a.	(13)	(2)	(2)		(3)
CapEx de instalaciones		n.a.	n.a.	(5)	(3)	(3)		(4)
CapEx de contenidos		n.a.	n.a.	(3)	(3)	(4)		(5)
CapEx Total	11	**(16)**	**(26)**	**(29)**	**(29)**	**(22)**	**(21)**	**(29)**

Desglose de CapEx por tipología (2026E-2028E ; 2032E, €m)[4]



10 **Depreciación y Amortización:**

- La cifra de amortizaciones proyectada considera (i) la amortización de los activos fijos registrados en balance a Fecha de Valoración, de acuerdo con las vidas útiles de cada uno de los activos, así como (ii) la derivada del CapEx proyectado a lo largo del periodo, considerando de igual modo la vida útil en función de la tipología de activo en que la Compañía prevé invertir[2].

11 **Inversión en CapEx:** el Cliente ha detallado en las proyecciones cuatro tipologías de CapEx en función de los activos y la finalidad de la inversión, considerando que, a partir de 2029E, la inversión en CapEx se ha estimado, para cada tipología, tomando como referencia los niveles proyectados sobre ingresos de 2028E:

- **CapEx de contenidos:** refleja las inversiones asociadas a la creación y activación del desarrollo de materiales para las titulaciones impartidas. Este concepto se estima en 0,7% sobre ventas en 2026E, mientras que disminuye gradualmente durante la proyección, considerándose en 0,5% sobre ventas totales para 2032E.
- **CapEx de instalaciones**, que refleja la inversión que se corresponde con los equipos informáticos, mobiliario, construcciones, y otro inmovilizado material registrados en balance. De modo análogo al CapEx de contenidos, se estima más intensivo al principio de la proyección (1,6% sobre ingresos) mientras que en 2032E no supondrá mas de un 0,5%.
- **CapEx estratégico:** necesario para los nuevos proyectos[3], el cual desciende desde un c.2,7% sobre ingresos totales en 2026E hasta estabilizarse en c.0,3% de cara al último año proyectado.
- **CapEx de mantenimiento:** está asociado a las inversiones necesarias para mantener la infraestructura tecnológica existente en los niveles necesarios para operar y ser competitivos. En este sentido, se registra un ligero aumento en las inversiones de mantenimiento debido a la ampliación y mejora de la plataforma tecnológica (1,3% sobre ventas totales en 2026E vs. 1,9% en 2032E).

Notas: (1) Las cifras mostradas relativas a 2025E corresponden únicamente al periodo comprendido entre la Fecha de Valoración y el cierre de agosto de 2025 de la Compañía. (2) Para mayor información, ver Anexo IX; (3) Los nuevos proyectos se corresponden con los detallados en las páginas inmediatamente anteriores; (4) No se ha dispuesto del detalle del CapEx pendiente de incluir en 2025E por tipología, ni del D&A ni CapEx por tipología para 2024A.

Fuente: Análisis de EY en base a información proporcionada por el Cliente.

Descuento de Flujos de Caja

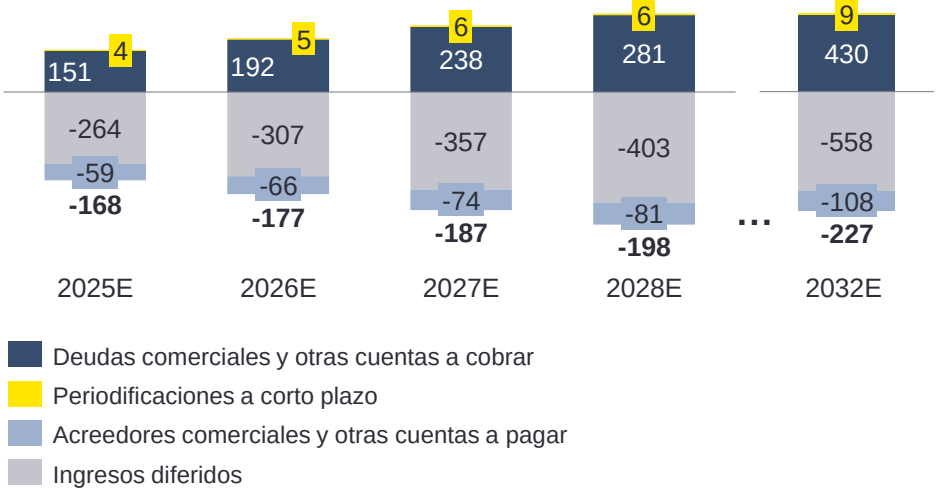
Descripción del Plan de Negocio

Plan de Negocio de Proeduca (Cont.)

Proyecciones del capital circulante[1]

€m	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	…	2032E
Deudas comerciales y otras cuentas a cobrar	108	151	192	238	281		430
Periodificaciones a corto plazo	3	4	5	6	6		9
Capital circulante (activo)	**112**	**155**	**197**	**244**	**287**		**439**
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	52	59	66	74	81		108
Ingresos diferidos	217	264	307	357	403		558
Capital circulante (pasivo)	**269**	**323**	**374**	**431**	**485**		**666**
Total capital circulante	**(157)**	**(168)**	**(177)**	**(187)**	**(198)**		**(227)**
% de ingresos	(45,3%)	(39,8%)	(35,9%)	(32,8%)	(30,6%)		(25,4%)
Variación de capital circulante		**32**	**9**	**11**	**10**		**3**

Desglose de capital circulante por tipología (2025E-2028E ; 2032E, €m)[1]



12 Capital circulante

- El capital circulante[2] de la Compañía está compuesto, en el activo, principalmente por las cuentas de deudas comerciales y otras cuentas a cobrar. Para la proyección, partiendo de los días implícitos en línea con el histórico, se ha considerado un deterioro gradual para el periodo proyectado, ya que se prevé una tendencia de los alumnos a pagar en plazos frente a la opción de pago al contado al inicio del curso.
- Además, en el activo existen periodificaciones a corto plazo relacionadas con la operativa del negocio, las cuales se han mantenido en unos niveles estables de 1% sobre ventas, de acuerdo con los niveles registrados históricamente en la Compañía.
- Por otra parte, en el pasivo, se encuentran los acreedores comerciales y otras cuentas a pagar descritas en la sección de balance, para los cuales EY ha considerado unos días de pago se ven reducidos en un importe no material, en línea con lo observado en el histórico de Proeduca.
- Por último, los ingresos diferidos (correspondientes a las periodificaciones, importe de las tarifas de matrícula que han sido facturadas a los estudiantes, pero cuyo devengo todavía no se ha producido) se proyectan manteniendo estable una ratio sobre ingresos de 62% durante el periodo de proyección de acuerdo con la información facilitada por el Cliente.

Notas: (1) Las cifras mostradas relativas a 2025E corresponden a la variación del periodo comprendido entre la Fecha de Valoración y el cierre de agosto de 2025 de la Compañía. (2) Para mayor detalle del capital circulante, ver Anexo VII.
Fuente: Análisis de EY en base a información proporcionada por el Cliente.

Descuento de Flujos de Caja

Valor terminal

Valor terminal

€m	2025E	2026E	2027E	2028E	...	2032E	VT
Ingresos UNIR		408,9	465,5	513,5		n.a.	n.a.
Ingresos Otras Marcas		62,9	74,2	85,5		n.a.	n.a.
Ingreso totales		**471,8**	**539,7**	**599,0**		**807,1**	**823,2**
Crecimiento de ingresos		*n.a*	*14,4%*	*11,0%*		*5,5%*	*2,0%*
Costes totales de los estudiantes		**(114,6)**	**(130,3)**	**(144,1)**		**n.a.**	**n.a.**
Margen Operativo		**357,2**	**409,4**	**455,0**		**n.a.**	**n.a.**
Costes comerciales totales		**(90,2)**	**(105,1)**	**(117,9)**		**n.a.**	**n.a.**
Margen de contribucion		**267,0**	**304,2**	**337,1**		**n.a.**	**n.a.**
Costes de estructura		**(155,3)**	**(172,7)**	**(186,7)**		**n.a.**	**n.a.**
EBITDA		**111,7**	**131,5**	**150,4**		**218,7**	**201,5**
Nuevos Proyectos		(1,9)	4,5	12,9		n.a.	n.a.
EBITDA Ajustado	**34,8**	**109,9**	**136,0**	**163,3**		**250,3**	**222,9**
Margen EBITDA	*14,5%*	*22,3%*	*23,8%*	*25,3%*		*28,0%*	*24,5%*
Depreciación y Amortización	(10,2)	(19,6)	(25,1)	(28,3)		(27,2)	(29,6)
EBIT	**24,6**	**90,3**	**110,9**	**135,0**		**223,1**	**193,3**
Impuestos	(6,6)	(24,3)	(29,9)	(36,5)		(60,3)	(52,2)
NOPAT	**18,0**	**66,0**	**81,0**	**98,6**		**162,9**	**141,1**
(+) D&A	10,2	19,6	25,1	28,3		27,2	29,6
(-) CapEx	(26,3)	(28,7)	(21,5)	(21,0)		(29,0)	(29,6)
(+/-) Variación del capital circulante	31,9	8,6	10,7	10,2		3,5	4,7
Flujo de caja libre	**33,8**	**65,5**	**95,3**	**116,1**		**164,5**	**145,8**
Valor terminal							**1.647,1**
Período de descuento	0,29	1,08	2,08	3,08		7,08	7,08
Factor de descuento	0,97	0,89	0,81	0,73		0,48	0,48
Flujo de caja libre descontado	**32,8**	**58,5**	**76,9**	**84,5**		**79,3**	**793,8**

Estimación del valor terminal

A efectos del cálculo del DCF, se ha utilizado el plan de negocio facilitado por la Compañía con proyecciones hasta el ejercicio 2032E, considerando un valor terminal calculado bajo la hipótesis de crecimiento a perpetuidad a partir de dicho ejercicio.

Ingresos y EBITDA:

- Para el crecimiento de ingresos, el valor terminal se calcula a partir de 2032E asumiendo un crecimiento constante del 2,0%, que corresponde a la tasa de crecimiento a perpetuidad utilizada, conforme a las perspectivas de inflación a largo plazo para España[1].
- Los márgenes utilizados para el cálculo del valor terminal se han estimado en base al margen EBITDA medio del periodo 2024A-2032E al considerar que dicho promedio refleja niveles normalizados esperados del negocio a futuro.

Pago de impuestos:

- De cara al cálculo de impuestos, se ha considerado la tasa impositiva implícita de cada año, la cual mantiene las ponderaciones de ingresos según la geografía[2]. A partir de 2028E, se ha empleado el tipo aplicable a dicho ejercicio, por ser el último disponible con desglose geográfico.

CapEx y Depreciación y Amortización:

- Se ha proyectado que la depreciación es igual al CapEx asumiendo la estabilización de los flujos en el valor terminal.
- Mientras que el CapEx asociado a los nuevos proyectos se estabiliza en c.0,3%, se registra un ligero aumento en las inversiones de mantenimiento debido a la ampliación y mejora de la plataforma tecnológica. Como resultado, se espera que el CapEx normalizado a perpetuidad se estabilice en torno al 3,2% sobre los ingresos totales, con la mayor proporción de la inversión destinada al mantenimiento.

Notas: (1) Para mayor detalle, ver Anexo I. (2) Para mayor detalle, ver Anexo VIII.
Fuente: Análisis de EY en base a información proporcionada por el Cliente.

Descuento de Flujos de Caja

Valor terminal

Valor terminal (Cont.)

€m	2025E	2026E	2027E	2028E	…	2032E	VT
Ingresos UNIR		408,9	465,5	513,5		n.a.	n.a.
Ingresos Otras Marcas		62,9	74,2	85,5		n.a.	n.a.
Ingreso totales		**471,8**	**539,7**	**599,0**		**807,1**	**823,2**
Crecimiento de ingresos		*n.a*	*14,4%*	*11,0%*		*5,5%*	*2,0%*
Costes totales de los estudiantes		**(114,6)**	**(130,3)**	**(144,1)**		**n.a.**	**n.a.**
Margen Operativo		**357,2**	**409,4**	**455,0**		**n.a.**	**n.a.**
Costes comerciales totales		**(90,2)**	**(105,1)**	**(117,9)**		**n.a.**	**n.a.**
Margen de contribucion		**267,0**	**304,2**	**337,1**		**n.a.**	**n.a.**
Costes de estructura		**(155,3)**	**(172,7)**	**(186,7)**		**n.a.**	**n.a.**
EBITDA		**111,7**	**131,5**	**150,4**		**218,7**	**201,5**
Nuevos Proyectos		(1,9)	4,5	12,9		n.a.	n.a.
EBITDA Ajustado	**34,8**	**109,9**	**136,0**	**163,3**		**250,3**	**222,9**
Margen EBITDA	*14,5%*	*22,3%*	*23,8%*	*25,3%*		*28,0%*	*24,5%*
Depreciación y Amortización	(10,2)	(19,6)	(25,1)	(28,3)		(27,2)	(29,6)
EBIT	**24,6**	**90,3**	**110,9**	**135,0**		**223,1**	**193,3**
Impuestos	(6,6)	(24,3)	(29,9)	(36,5)		(60,3)	(52,2)
NOPAT	**18,0**	**66,0**	**81,0**	**98,6**		**162,9**	**141,1**
(+) D&A	10,2	19,6	25,1	28,3		27,2	29,6
(-) CapEx	(26,3)	(28,7)	(21,5)	(21,0)		(29,0)	(29,6)
(+/-) Variación del capital circulante	31,9	8,6	10,7	10,2		3,5	4,7
Flujo de caja libre	**33,8**	**65,5**	**95,3**	**116,1**		**164,5**	**145,8**
Valor terminal							**1.647,1**
Período de descuento	0,29	1,08	2,08	3,08		7,08	7,08
Factor de descuento	0,97	0,89	0,81	0,73		0,48	0,48
Flujo de caja libre descontado	**32,8**	**58,5**	**76,9**	**84,5**		**79,3**	**793,8**

Estimación del valor terminal (cont.)

CapEx y Depreciación y Amortización (cont.):

- No obstante, con la premisa de igualar depreciación y amortización al CapEx, no se estaría considerando el beneficio fiscal de cierta amortización de activos que no se amortizan completamente en el periodo de proyección. Para considerar el valor derivado de esta depreciación y amortización adicional, EY ha realizado un ajuste para calcular el beneficio fiscal en los años posteriores al último año de proyección en los que el D&A sería superior al CapEx. Se ha calculado el escudo fiscal derivado de la mayor base de activos en relación con la cuota de amortización proyectada para el valor terminal. Este escudo fiscal ha sido calculado hasta el momento en el que el D&A sea igual o superior al importe en CapEx, momento en el que no se genera escudo fiscal adicional.
- Se ha agregado el valor presente de este importe al Enterprise Value de Proeduca. Para un mayor detalle de este cálculo, ver página 97.

Capital circulante:

- Para el cálculo del capital circulante del valor terminal, se ha realizado un ejercicio de normalización a perpetuidad, resultando en una ratio sobre ventas de -26%[1].

Notas: (1) Para mayor detalle, ver Anexo VII.
Fuente: Análisis de EY en base a información proporcionada por el Cliente.

Descuento de Flujos de Caja

Valoración de la Compañía a través de la aplicación de la metodología del Descuento de Flujos de Caja

Descuento de Flujos de Caja

€m	2025E	2026E	2027E	2028E	…	2032E	VT
Ingresos UNIR		408,9	465,5	513,5		n.a.	n.a.
Ingresos Otras Marcas		62,9	74,2	85,5		n.a.	n.a.
Ingreso totales		**471,8**	**539,7**	**599,0**		**807,1**	**823,2**
Crecimiento de ingresos		*n.a*	*14,4%*	*11,0%*		*5,5%*	*2,0%*
Costes totales de los estudiantes		**(114,6)**	**(130,3)**	**(144,1)**		**n.a.**	**n.a.**
Margen Operativo		**357,2**	**409,4**	**455,0**		**n.a.**	**n.a.**
Costes comerciales totales		**(90,2)**	**(105,1)**	**(117,9)**		**n.a.**	**n.a.**
Margen de contribucion		**267,0**	**304,2**	**337,1**		**n.a.**	**n.a.**
Costes de estructura		**(155,3)**	**(172,7)**	**(186,7)**		**n.a.**	**n.a.**
EBITDA		**111,7**	**131,5**	**150,4**		**218,7**	**201,5**
Nuevos Proyectos		(1,9)	4,5	12,9		n.a.	n.a.
EBITDA Ajustado	**34,8**	**109,9**	**136,0**	**163,3**		**250,3**	**222,9**
Margen EBITDA	*14,5%*	*22,3%*	*23,8%*	*25,3%*		*28,0%*	*24,5%*
Depreciación y Amortización	(10,2)	(19,6)	(25,1)	(28,3)		(27,2)	(29,6)
EBIT	**24,6**	**90,3**	**110,9**	**135,0**		**223,1**	**193,3**
Impuestos	(6,6)	(24,3)	(29,9)	(36,5)		(60,3)	(52,2)
NOPAT	**18,0**	**66,0**	**81,0**	**98,6**		**162,9**	**141,1**
(+) D&A	10,2	19,6	25,1	28,3		27,2	29,6
(-) CapEx	(26,3)	(28,7)	(21,5)	(21,0)		(29,0)	(29,6)
(+/-) Variación del capital circulante	31,9	8,6	10,7	10,2		3,5	4,7
Flujo de caja libre	**33,8**	**65,5**	**95,3**	**116,1**		**164,5**	**145,8**
Valor terminal							**1.647,1**
Período de descuento	0,29	1,08	2,08	3,08		7,08	7,08
Factor de descuento	0,97	0,89	0,81	0,73		0,48	0,48
Flujo de caja libre descontado	**32,8**	**58,5**	**76,9**	**84,5**		**79,3**	**793,8**

Cálculo del valor del 100% de las acciones de Proeduca[1]

€m	Min	Central	Max
Σ | Flujo de caja descontado	568,1	588,8	610,6
Valor terminal	688,3	793,8	922,5
Escudo fical de la amortización	5,4	5,4	5,4
Ajuste de capital circulante[2]	2,4	2,5	2,7
Enterprise Value	**1.264,2**	**1.390,5**	**1.541,3**
(+/-) Posición financiera neta	135,6	135,6	135,6
(+/-) Activos / pasivos no operativos	(9,0)	(9,0)	(9,0)
(-) Valor atribuible a los minoritarios	(1,2)	(1,4)	(1,5)
Equity Value	**1.389,6**	**1.515,8**	**1.666,4**
Número de acciones neto de autocartera	45,2	45,2	45,2
Valor por acción	**30,77**	**33,56**	**36,90**
EV/EBITDA implícito Ene25LTM [3]	**15,8x**	**17,4x**	**19,3x**

Análisis de sensibilidad (WACC y g)

		Crecimiento largo plazo		
		1,8%	**2,0%**	**2,3%**
WACC	**9,9%**	1.537,5	1.572,9	1.610,6
	10,9%	1.363,7	**1.390,5**	1.418,8
	11,9%	1.224,4	1.245,1	1.267,0

		Crecimiento largo plazo		
		1,8%	**2,0%**	**2,3%**
WACC	**9,9%**	36,90	37,60	38,35
	10,9%	33,04	**33,56**	34,12
	11,9%	29,94	30,34	30,77

Conclusión

En base a las asunciones descritas anteriormente el **valor de mercado de las acciones se sitúa entre 30,77 y 36,90 euros por acción, con un valor central de 33,56 euros por acción**. EY considera el DCF como el método de valoración principal a efectos de nuestra conclusión sobre el valor de mercado del 100% de las acciones de Proeduca.

Notas: (1) Para mayor detalle de las proyecciones del DCF; ver Anexo V. Para mayor detalle de la PFN y activos / pasivo no operativos, ver Anexo VI. Para mayor detalle del número de acciones, ver página 43. (2) Para mayor detalle, ver Anexo VII. (3) El múltiplo EV/EBITDA se ha obtenido en base al EBITDA LTM a Enero 2025 (€79,8m), para más información ver Anexo XIIII.
Fuente: Análisis de EY en base a información proporcionada por el Cliente.

7.6

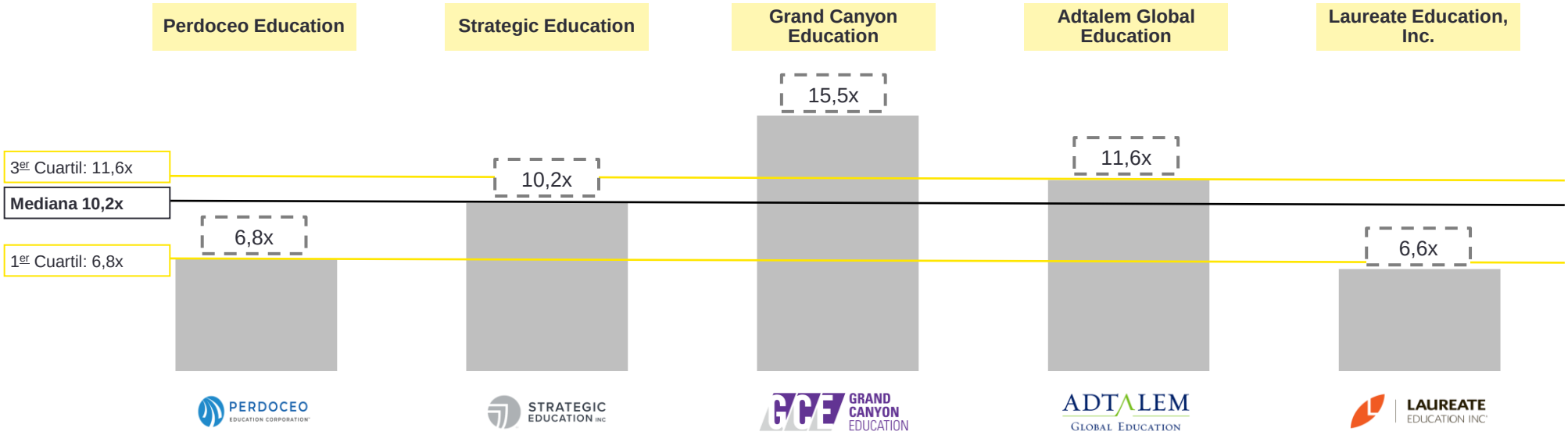
Enfoque de Mercado | Cotizadas

Enfoque de Mercado

Múltiplos de compañías cotizadas comparables

Múltiplos de compañías cotizadas comparables

A continuación, se muestra un detalle de los múltiplos de las compañías cotizadas comparables seleccionadas que se basan en un modelo de negocio de Educación predominantemente online[1]:



	Perdoceo Education	Strategic Education	Grand Canyon Education	Adtalem Global Education	Laureate Education, Inc.
Educación online					
Número de alumnos	40.000	108.685	c.130.000	c.85.000	472.000
Presencia geográfica					

Presencial Online

Notas: (1) El múltiplo se ha construido en base a bases de datos especializadas con la última información disponible a Fecha de Valoración. Se ha excluido el efecto de la NIIF 16. Para mayor detalle de las compañías cotizadas ver de la página 79 a la 83.
Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

Enfoque de Mercado

Múltiplos de compañías cotizadas comparables (Cont.)

Resultados del método de compañías cotizadas comparables

Si bien los múltiplos analizados corresponden a empresas que operan mayoritariamente en el sector en el que opera Proeduca, la muestra de compañías presenta ciertas limitaciones en la comparabilidad. Esto se debe a su diferente composición en términos de grados, postgrados u otros títulos, así como a su presencia geográfica, el peso de la enseñanza online y presencial, y el crecimiento esperado de ingresos y EBITDA a futuro. Como resultado, se observa una cierta dispersión en la muestra de múltiplos seleccionada.

A la hora de seleccionar el múltiplo de compañías comparables y teniendo en cuenta las diferencias con las compañías cotizadas comparables anteriormente mencionadas, se ha seleccionado de manera ilustrativa el múltiplo correspondiente a la mediana EV/EBITDA[1] de la muestra. A efectos de sensibilizar el rango de valor, se ha utilizado el primer y el tercer cuartil del múltiplo seleccionado de la muestra.

Esta métrica se ha aplicado sobre el EBITDA LTM recurrente de Proeduca, al considerarse como la cifra normalizada disponible a Fecha de Valoración. No obstante, como se ha presentado previamente en el Plan de Negocio, Proeduca está invirtiendo en nuevos proyectos, que no forman parte de la actividad recurrente actual, con el objetivo de mejorar ciertos KPIs operativos a medio y largo plazo. Con el objetivo de reflejar el impacto de los mismos y estimar un EBITDA normalizado, se ha realizado un ejercicio de valoración de esta unidad *stand alone* para considerar el valor adicional que van a aportar estos nuevos proyectos a Proeduca[2].

Por ello, de cara al cálculo el Enterprise Value, se ha considerado (i) el Enterprise Value del negocio recurrente, asociado al negocio tradicional de Proeduca, así como (ii) el Enterprise Value del negocio no recurrente, calculado como el flujo de caja futuro atribuible a dichas iniciativas descontado a la Fecha de Valoración.

Al objeto de estimar el valor de mercado de las acciones de Proeduca (Equity Value), se han considerado la posición financiera neta, otros activos y pasivos no operativos y el valor atribuible a los minoritarios.

€m	Rango bajo	Valor central	Rango alto
Múltiplo EV/EBITDA	6,8x	10,2x	11,6x
EBITDA	89,6	89,6	89,6
Enterprise Value Negocio Recurrente	608,3	914,9	1.036,7
Enterprise Value Negocio No Recurrente[2]	92,6	108,8	130,1
Total Enterprise Value	**700,9**	**1.023,6**	**1.166,8**
(-) Posición financiera neta	135,6	135,6	135,6
(+/-) Activos / pasivos no operativos	(9,0)	(9,0)	(9,0)
(-) Valor atribuible a los minoritarios	(0,6)	(0,8)	(0,9)
Equity Value	**826,9**	**1.149,4**	**1.292,5**
Número de acciones neto de autocartera	45,2	45,2	45,2
Valor por acción	**18,31**	**25,45**	**28,62**

No obstante, teniendo en cuenta los factores presentados anteriormente relacionados con la limitación en la comparabilidad a nivel de contenido de los programas formativos y presencia geográfica, consideramos que este método no es adecuado para nuestra conclusión de valor, habiendo sido utilizado únicamente a efectos de contraste.

Conclusión

Como resultado de la aplicación del método de compañías cotizadas comparables, **el valor de mercado de las acciones se sitúa entre €18,31 y €28,62 por acción, con un valor central de €25,45**. Debido a la dispersión de los múltiplos y a la limitación en la comparabilidad con Proeduca, este método de valoración no forma parte de nuestra conclusión de valor, habiéndose considerado únicamente a efectos de contraste.

Notas: (1) Para mayor detalle sobre la selección del múltiplo EV/EBITDA, ver Anexo I. (2) Ver Anexo XII para más información.
Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

7.7

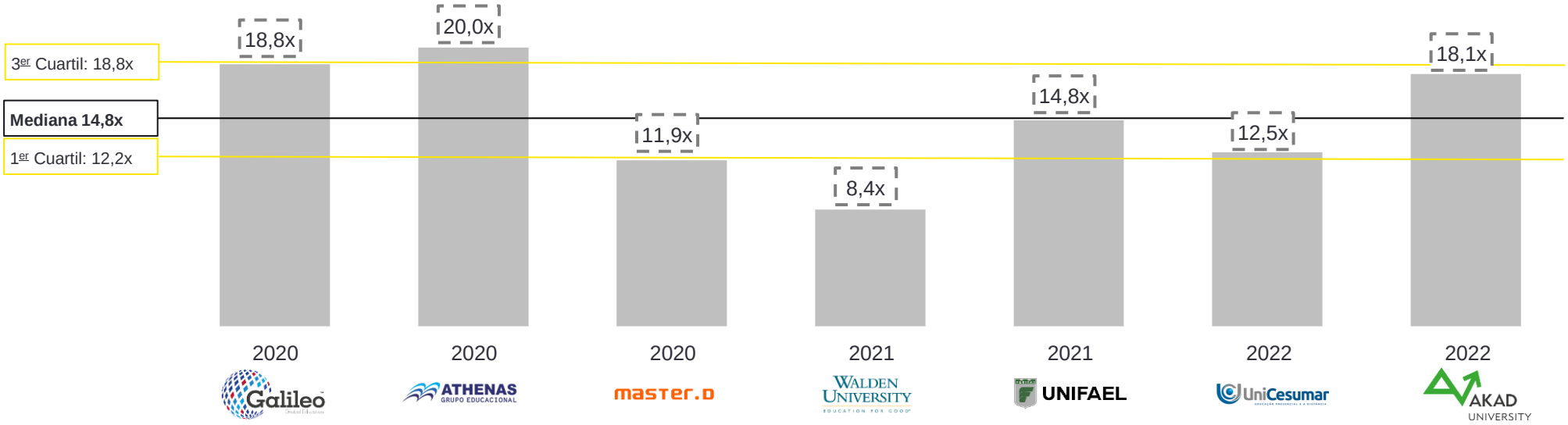
Enfoque de Mercado | Transacciones

Enfoque de Mercado

Múltiplos de transacciones precedentes comparables

Resultados de múltiplos de transacciones comparables

A continuación, se muestra un resumen de los múltiplos EV/EBITDA seleccionados como resultado de la aplicación del método de múltiplos de transacciones comparables[1]:



Comprador	bpifrance / montagu / tethys / CPP Investments	YDUQS	KKR	ADTALEM Global Education	ser educacional	vitru Educação	Galileo
Valor de la Transacción (€m)	2.500	52	150	1.200	47	557	45
Presencia geográfica[2]							
País del Target							

Notas: (1) Para más información acerca de las transacciones comparables ver Anexo III; (2) En base a información pública reportada.
Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

Enfoque de Mercado

Múltiplos de transacciones precedentes comparables (Cont.)

Resultados de múltiplos de transacciones comparables

Si bien las compañías comparables transaccionadas incluidas en la muestra basan principalmente su modelo de negocio en la educación online, o son híbridas con modelo predominantemente online, no todas las compañías ofrecen la misma o similar gama de programas formativos que Proeduca (másteres, grados y títulos propios) ni operan en los mismos mercados geográficos. Estas diferencias, entre otros factores, generan una notable dispersión en los múltiplos observados.

Sin embargo, y con las premisas presentadas, los múltiplos derivados de las transacciones pueden incorporar expectativas del mercado y sinergias propias del adquiriente que dificultan la comparabilidad entre los mismos. Además, dado que las compañías adquiridas suelen ser empresas privadas, y tras la operación, pueden fusionarse o integrarse en la estructura societaria de su comprador, resulta complicado llevar a cabo un análisis con el nivel de detalle necesario para poder comprobar la total comparabilidad de las compañías transaccionadas con Proeduca.

Por último, debido a la limitada información pública, resulta difícil analizar los EBITDA utilizados para el cálculo implícito del múltiplo EV/EBITDA[1] (por ejemplo, derivado de ajustes aplicados al EBITDA reportado), obtenidos de bases de datos especializadas, lo que impacta en última instancia en los resultados.

No obstante, de manera ilustrativa, EY ha seleccionado el primer y tercer cuartil de las transacciones, en aras de establecer un rango de valor y, como valor central, la mediana de la muestra.

Esta métrica se ha aplicado sobre el EBITDA LTM recurrente de Proeduca, al considerarse como la cifra normalizada disponible a Fecha de Valoración. No obstante, como se ha presentado previamente en el Plan de Negocio, Proeduca está invirtiendo en nuevas iniciativas que no forman parte de su actividad recurrente, con el objetivo de mejorar ciertos KPIs operativos a medio y largo plazo. Con el objetivo de reflejar el impacto de los mismos y estimar un EBITDA normalizado, se ha realizado un ejercicio de valoración de esta unidad *stand alone* para considerar el valor adicional que van a aportar estos nuevos proyectos a Proeduca[2].

Por ello, de cara al cálculo el Enterprise Value, se ha considerado (i) el Enterprise Value del negocio recurrente, asociado al negocio tradicional de Proeduca, así como (ii) el Enterprise Value del negocio no recurrente, calculado como el flujo de caja futuro atribuible a dichas iniciativas descontado a la Fecha de Valoración.

Al objeto de estimar el valor de mercado de las acciones de Proeduca (Equity Value), se han considerado la posición financiera neta, otros activos y pasivos no operativos y el valor atribuible a los minoritarios.

€m	Rango bajo	Valor central	Rango alto
Múltiplo EV/EBITDA	12,2x	14,8x	18,8x
EBITDA	89,6	89,6	89,6
Enterprise Value Negocio Recurrente	1.093,9	1.325,4	1.683,7
Enterprise Value Negocio No Recurrente[2]	92,6	108,8	130,1
Total Enterprise Value	**1.186,4**	**1.434,2**	**1.813,7**
(-) Posición financiera neta	135,6	135,6	135,6
(+/-) Activos / pasivos no operativos	(9,0)	(9,0)	(9,0)
(-) Valor atribuible a los minoritarios	(1,0)	(1,2)	(1,5)
Equity Value	**1.312,1**	**1.559,7**	**1.938,9**
Número de acciones neto de autocartera	45,2	45,2	45,2
Valor por acción	**29,05**	**34,54**	**42,93**

Conclusión

Como resultado de la aplicación del método de transacciones comparables, **el valor de mercado de las acciones se sitúa entre €29,05 y €42,93 por acción, con un valor central de €34,54 por acción**. Debido a la dispersión de los múltiplos y la falta de comparabilidad con Proeduca, este método de valoración no forma parte de nuestra conclusión de valor, habiéndose considerado únicamente a efectos de contraste.

Notas: (1) Para mayor detalle sobre la selección del múltiplo EV/EBITDA, ver Anexo I. (2) Ver Anexo XII para más información.
Fuente: Análisis de EY, presentaciones corporativas y bases de datos especializadas.

8 Conclusión

Resultados de nuestro trabajo

Conclusión de valor en relación con los artículos 9 y 10.5 así como al respecto del precio de la oferta

Conclusión de valoración

A continuación, se presentan los resultados obtenidos por cada uno de los métodos de valoración, así como el valor de conclusión:

	Método		Rango EY			Método		
			Bajo	Medio	Alto	Principal	Contraste	Descartado
Artículo 9	**Árboles binomiales (*Realised*)**	***85%***		**34,01**		✓	✗	✗
	Montecarlo (*Realised*)	***0%***				✗	✓	✗
	Montecarlo (*Synthetic*)	***15%***				✓	✗	✗
Artículo 10.5	Valor teórico contable		n.a.	0,62	n.a.	✗	✗	✓
	Cotización media ponderada		n.a.	28,55	n.a.	✗	✗	✓
	Valor liquidativo			n.a.		✗	✗	✓
	Valor de la contraprestación anterior			n.a.		✗	✗	✓
	Descuento de Flujos de Caja (DCF)		**30,77**	**33,56**	**36,90**	✓	✗	✗
	Cotizadas comparables		18,31	25,45	28,62	✗	✓	✗
	Transacciones comparables		29,05	34,54	42,93	✗	✓	✗

Conclusión

En virtud de lo dispuesto en el artículo 10.6 del mencionado Real Decreto, **el precio de la oferta no podrá ser inferior al mayor que resulte de la aplicación del artículo 10.5 y del artículo 9, que en este caso se corresponde con este último y asciende a 34,01 euros por acción.**

Fuente: Análisis de EY en base a información proporcionada por el Cliente.

9 Anexos

Anexo I: Metodologías de valoración

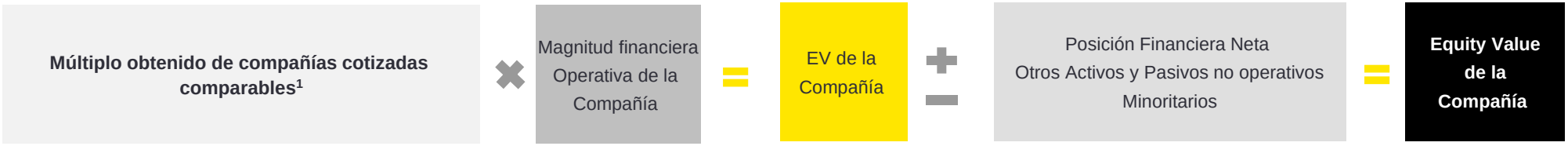
Enfoque de mercado – Múltiplos de cotizadas comparables

Múltiplos de cotizadas comparables

El Enfoque de Mercado mediante múltiplos de compañías cotizadas comparables se basa en el concepto de que el valor de una compañía o negocio puede ser estimado con el múltiplo de valoración de una muestra de compañías cotizadas comparables.

El análisis de compañías cotizadas comparables consiste en estimar el valor de las compañías en base a múltiplos de empresas comparables que cotizan. Para ello, se estima el múltiplo sobre ciertas partidas financieras o no financieras, al que está cotizando un grupo de compañías comparables para, posteriormente, aplicárselo a las magnitudes de la compañía que estamos valorando.

Una vez obtenido el múltiplo, este ha de ser multiplicado por la magnitud financiera u operativa correspondiente para obtener el Enterprise Value o EV. El valor de la posición financiera neta, así como otros activos y pasivos no operativos y otros ajustes, en su caso, han de ser sumados o sustraídos del EV para obtener una indicación del valor de mercado de las acciones de las compañías (Equity Value).



En el marco de la valoración, EY ha analizado el método de múltiplos de compañías cotizadas comparables. Los múltiplos de valoración son calculados de acuerdo con datos operativos de compañías cotizadas comparables. Estos múltiplos proporcionan una indicación sobre cuanto estaría dispuesto a pagar un inversor conocedor en el mercado por la Compañía. Los múltiplos son aplicados a los datos financieros de la compañía a valorar para llegar a un Enterprise Value.

.

Notas: (1) Para el caso de compañías cotizadas comparables se ajustaron los múltiplos pre NIIF 16.
Fuente: Análisis de EY.

Anexo I: Metodologías de valoración

Enfoque de mercado – Múltiplos de transacciones comparables

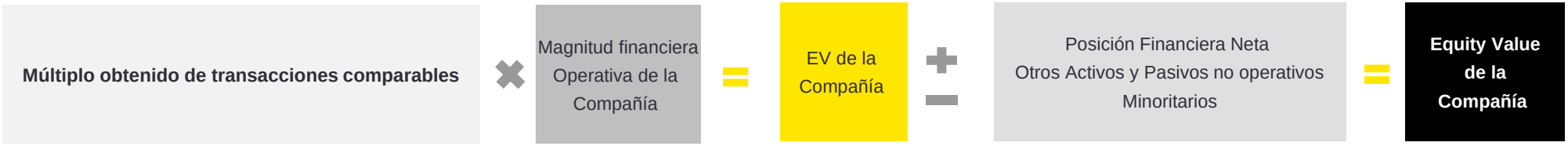
Múltiplos de transacciones comparables

El Enfoque de Mercado mediante método de múltiplos de mercado de Transacciones Comparables se basa en el concepto de que el valor de una compañía o negocio puede ser estimado mediante la utilización de un múltiplo de valoración obtenido de una muestra de transacciones comparables.

Los multiplicadores o múltiplos de transacciones recientes comparables de mercado indican fundamentalmente la relación existente entre el valor pagado en una transacción entre partes no vinculadas por las acciones de una compañía y determinadas variables financieras u operativas de la empresa adquirida.

Los múltiplos obtenidos se aplican a las variables de la empresa o negocio a valorar, obteniendo así una posible indicación de valor. Asumiendo que los mercados financieros son eficientes, los valores que se obtendrían de la aplicación de este método constituyen una buena aproximación del posible valor de la compañía a valorar, en la medida en la que ésta se asemeje a aquellas transacciones seleccionadas en la muestra de comparación.

Una vez obtenido el múltiplo estimado, este ha de ser multiplicado por la magnitud financiera u operativa correspondiente para obtener el Enterprise Value o EV. El valor de la posición financiera neta, así como otros activos y pasivos no operativos y otros ajustes, en su caso, han de ser sustraídos o sumados del EV para obtener una indicación del valor de mercado de las acciones de las compañías (Equity Value).



En el marco de la valoración, EY ha analizado el método de múltiplos de transacciones similares. Los múltiplos de transacciones comparables de mercado indican fundamentalmente la relación existente entre el valor pagado por las acciones de una compañía en una transacción entre partes no vinculadas, y determinadas variables financieras u operativas de la empresa adquirida. Los múltiplos obtenidos se aplican a las variables de la empresa o negocio a valorar, obteniendo así una posible indicación de valor. Asumiendo que los mercados financieros son eficientes, los valores que se obtendrían de la aplicación de este método constituyen una buena aproximación del posible valor de la compañía a valorar, en la medida en la que esta se asemeje a aquellas transacciones seleccionadas en la muestra de comparación.

La aplicación de esta metodología está limitada por diversos factores, como el hecho de que los datos disponibles se refieren a transacciones de un lapso temporal amplio y no siempre coincidente con la Fecha de Valoración, como el hecho de que la información pública disponible puede no ser completamente fiable respecto a los términos de la transacción, como el hecho de que los porcentajes de compra de acciones en cada transacción pueden implicar distintos grados de toma de control, y otros factores como la negociación entre las partes de factores específicos como sinergias, pagos aplazados, etc.

Fuente: Análisis de EY.

Anexo I: Metodologías de valoración

Enfoque de mercado – Selección del múltiplo analizado

Selección del múltiplo analizado

A continuación, se muestra la justificación del múltiplo analizado:

Múltiplo	Selección	Descripción
EV / Ingresos	✗	El múltiplo de EV/Ingresos analiza el valor de negocio de una compañía mediante su cifra de ingresos. La utilización de este múltiplo no tiene en cuenta la rentabilidad de las compañías mediadas a través del margen. El múltiplo EV/Ingresos puede ser un buen múltiplo de valoración para las compañías de reciente creación que no han alcanzado márgenes positivos, sin embargo, para las empresas que se encuentran en las fases posteriores (estabilidad o madurez), EY ha considerado que los múltiplos que incorporan el margen generado son más adecuados. Como consecuencia de lo anterior, EY ha descartado este múltiplo para su análisis.
EV / EBITDA[1]	✓	El múltiplo de EV/EBITDA analiza el valor de negocio de una compañía incorporando el beneficio generado, mediante EBITDA. Este múltiplo, por lo tanto, tiene en consideración la eficiencia en los costes operativos y no está sesgado por el potencial impacto de políticas contables de amortización. EY ha considerado este múltiplo como referencia de valor.
EV / EBIT	✗	El múltiplo de EV/EBIT analiza el valor de negocio de una compañía reflejando el valor del beneficio generado en términos de EBIT. Por regla general, el valor de las amortizaciones está impactado por la política contable elegida por la Dirección de la empresa y las normas de contabilidad en aplicación. Los importes de amortización en esta industria podrían variar significativamente dependiendo de los activos fijos de cada compañía y los intangibles desarrollados. Como consecuencia de la falta de comparabilidad entre el mix de activos en los diferentes comparables, así como la política contable susceptible del criterio de cada una, EY ha descartado este múltiplo para su análisis.
Price / Earnings	✗	El múltiplo de Price/Earnings analiza el valor de negocio de una compañía reflejando el valor de su beneficio neto. Cabe destacar que las razones que han llevado a EY a descartar el múltiplo EV/EBIT aplican también sobre la selección del múltiplo Price/Earnings. Además, este múltiplo está sesgado también por la estructura de capital y su correspondiente impacto en gasto por intereses e impuestos. Por lo tanto, la aplicación de este múltiplo no reflejaría el nivel de endeudamiento y la exposición fiscal de Proeduca. EY, como consecuencia, ha descartado la aplicación de este múltiplo.

Notas: (1) En la construcción de los múltiplos, EY ha eliminado el impacto de la normativa NIIF 16.
Fuente: Análisis de EY.

Anexo I: Metodologías de valoración

Descuento de Flujos de Caja

Enfoque de ingresos – Método de Descuento de Flujos de Caja

El enfoque de ingresos indica el valor de una compañía o negocio con base en el valor de los flujos de caja que se espera genere la compañía o negocio en el futuro.

Este enfoque analiza la compañía o el negocio desde un punto de vista dinámico, considerando el negocio como un activo con capacidad de generar flujos de caja futuros.

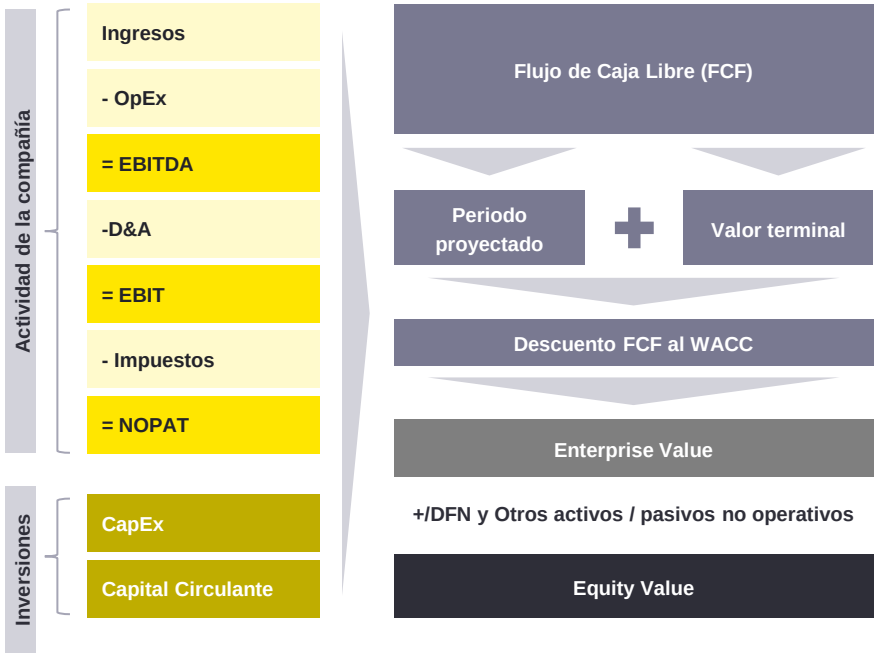
Bajo el método de Descuento de Flujos de Caja, el flujo de caja libre se calcula para un periodo determinado de años.

El flujo de caja libre se define, a efectos de este análisis, como el flujo de caja que podría ser distribuido a todos los proveedores de financiación (capital propio y deuda).

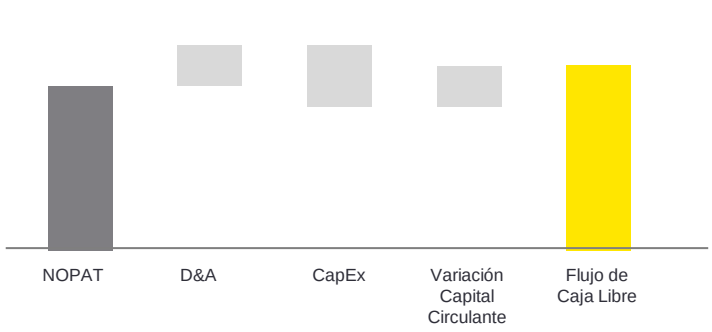
El flujo de caja libre y el valor terminal (el valor de la compañía o negocio al final del periodo proyectado) son descontados a su valor actual para obtener una indicación del valor de una participación del 100% del capital total invertido o valor de empresa ("EV", por sus siglas en inglés).

En este contexto, el EV se define como el valor de mercado de los activos y pasivos operativos.

El valor de la posición financiera neta, en su caso, ha de ser restada del EV para obtener una indicación del valor de mercado de las Participaciones de una compañía (Equity Value).



Nota (1): Ilustración de la obtención del flujo de caja



Nota (2): Ilustración del cálculo del WACC (para más información ver Anexo IV)

Fuente: Análisis de EY.

Anexo I: Metodologías de valoración

Descuento de Flujos de Caja – Valor terminal

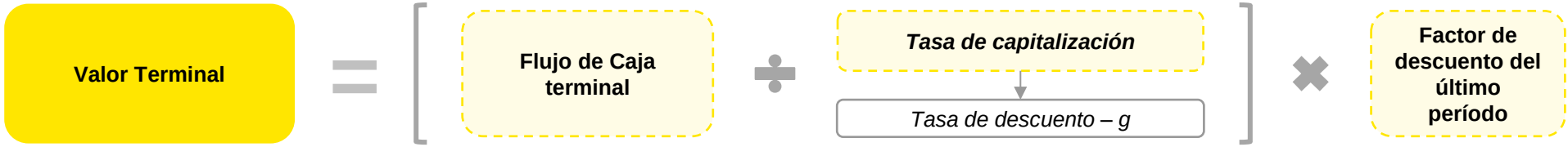
Valor terminal (DCF)

El método del Descuento de Flujos de Caja implica estimar los flujos de caja libre para un período explícito basados en las proyecciones financieras anteriormente mencionadas, seguido de la estimación de un valor terminal al final de ese período. El valor terminal supone que un negocio en marcha mantendrá su capacidad de generación de flujos de caja de manera indefinida después del período de proyección.

El plan de negocio proporcionado por el Cliente se extiende entre agosto de 2025 y agosto de 2032. EY ha considerado el año 2032 como año de normalización (entendido como aquel en el que los crecimientos de ingresos y márgenes operativos se estabilizan) por lo que puede asumirse como base para el cálculo del Valor Terminal ("VT").

El cálculo del Valor Terminal se basa en el Gordon Growth Model (modelo de crecimiento de Gordon), que es un método de ingreso económico capitalizado, en el que se asume que el flujo normalizado a la fecha de capitalización se considera sostenible y crecerá a un ritmo estable (tasa de crecimiento en el largo plazo "g") de manera perpetua.

La fórmula utilizada para la determinación del valor terminal se resume a continuación:



Principales asunciones del valor terminal

Tasa de crecimiento a largo plazo (g)

Para el cálculo de la tasa de crecimiento a largo plazo se han considerado las siguientes fuentes:

- La inflación estabilizada para España según Oxford Economics, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Central Europeo para el año 2032 y en adelante, considerada como inflación a largo plazo, que equivale a 2,0%.

En consecuencia, la tasa de crecimiento de largo plazo resultante para el análisis de valor se ha estimado en 2,0%, teniendo en cuenta que los flujos están proyectados en euros.

Flujo de Caja terminal – Renta Perpetua

- El flujo normalizado a utilizar para el cálculo del Valor Terminal corresponde al flujo resultante tras haber aplicado una tasa de crecimiento a largo plazo a todas las partidas que componen el EBITDA, manteniendo el mismo margen del último año de proyección.

Fuente: Análisis de EY.

Anexo II: Compañías cotizadas comparables

Selección de compañías comparables a efectos del Enfoque de Mercado y para el cálculo de la Beta

Compañías cotizadas comparables consideradas para el Enfoque de Mercado y para el cálculo de la Beta

A continuación, se muestra una breve descripción de las compañías comparables cotizadas seleccionadas en el marco del Enfoque de Mercado[1]:

Compañía	País	Descripción[2]
Perdoceo Education Corporation		Enfocada en la educación online a través de Colorado Technical University y American Intercontinental University.
Strategic Education, Inc.		Ofrece grados y posgrados online, a través de sus principales instituciones Capella University y Strayer University.
Grand Canyon Education, Inc.		Enfocada en la educación superior online a través de su universidad, Grand Canyon University.
Adtalem Global Education, Inc.		Grupo educativo centrado en la educación y operando mediante instituciones como Chamberlain University.
Laureate Education, Inc.		Enfocada en la educación superior, ofrece programas de grado mediante una red de universidades en Latinoamérica.

Notas: (1) Tras la búsqueda realizada de comparables, se han seleccionado estas compañías como las más similares debido a que operan principalmente en el canal online y ofrecen titulaciones similares a las de Proeduca. Para mayor información sobre las compañías descartadas para el análisis, ver páginas siguientes; (2) Para mayor información de cada comparable, ver páginas 79 a 83.

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

Anexo II: Compañías cotizadas comparables

Selección de compañías comparables a efectos del Enfoque de Mercado y para el cálculo de la Beta (Cont.)

Compañías cotizadas comparables descartadas para el Enfoque de Mercado y consideradas para el cálculo de la Beta

Respecto al total de compañías cotizadas potencialmente comparables identificadas, 17 fueron descartadas a efectos de su utilización en el Enfoque de Mercado por diversos motivos, principalmente: modelo de negocio y servicios ofrecidos, presencia geográfica, métricas financieras como márgenes EBITDA o crecimientos de ingresos, tamaño de la compañía en términos de cursos y/o número de alumnos y precio de los programas ofrecidos, entre otros.

No obstante, algunas de estas compañías sí se han considerado a efectos de la estimación de la Beta en la tasa de descuento, teniendo en cuenta que recogen de forma adecuada el riesgo sistemático del sector en el que opera Proeduca.

Un detalle de las mismas es como sigue:

Compañía	Beta	Comentarios	Múltiplos	Criterio de descarte para su uso en Enfoque de Mercado
Coursera	✓	Se ha incluido en la muestra de la beta. Para mayor detalle, ver página 89.	✗	Descartada por modelo de negocio, gran parte de sus programas son cursos de menor duración e importe (gratuitos o de bajo coste).
Afya Limited	✓	Se ha incluido en la muestra de la beta. Para mayor detalle, ver página 89.	✗	Se ha descartado por un precio de los cursos inferior a los de Proeduca, así como por geografía. Se ha observado que los múltiplos implícitos de cotización en Brasil son inferiores a los de otras regiones cercanas[1].
Cogna educaçao	✓	Se ha incluido en la muestra de la beta. Para mayor detalle, ver página 89.	✗	Se ha descartado por geografía, ya que se ha observado que los múltiplos implícitos de cotización en Brasil son inferiores a los de otras regiones cercanas[1]; así como por su modelo de negocio.
Yduqs educaçao	✓	Se ha incluido en la muestra de la beta. Para mayor detalle, ver página 89.	✗	Se ha descartado por un precio de los cursos inferior a los de Proeduca, así como por geografía. Se ha observado que los múltiplos implícitos de cotización en Brasil son inferiores a los de otras regiones cercanas[1].
Lincoln Educational Services Corporation	✓	Se ha incluido en la muestra de la beta. Para mayor detalle, ver página 89.	✗	Descartada por poseer un modelo de negocio basado en la modalidad presencial.
Bright Horizons Family Solutions Inc.	✓	Se ha incluido en la muestra de la beta. Para mayor detalle, ver página 89.	✗	Descartada por poseer un modelo de negocio basado en la modalidad presencial.
AcadeMedia AB	✓	La beta de la Compañía no recoge el riesgo del sector, no siendo representativa de la muestra	✗	Se ha descartado por márgenes EBITDA no comparables a Proeduca, así como por geografía. Se ha observado que los múltiplos implícitos de cotización en Brasil son inferiores a los de otras regiones cercanas[1].

Notas: (1) En 2024, el Ministerio de Educación ha aprobado una política de cursos de formación para grados que limita las horas de enseñanza online al 50% del total.
Fuente: Análisis de EY, presentaciones corporativas y páginas web de las compañías, y bases de datos especializadas.

Anexo II: Compañías cotizadas comparables

Selección de compañías comparables a efectos del Enfoque de Mercado y para el cálculo de la Beta (Cont.)

Compañías cotizadas comparables descartadas para el Enfoque de Mercado y consideradas para el cálculo de la Beta (Cont.)

Un detalle de las mismas es como sigue (Cont.):

Compañía	Beta	Comentarios	Múltiplo	Criterio de descarte para su uso en Enfoque de Mercado
Ser Educacional S.A.	X	Su estructura de apalancamiento no recoge la operativa del sector.	X	Se ha descartado por un precio de los cursos inferior a los de Proeduca, así como por geografía. Se ha observado que los múltiplos implícitos de cotización en Brasil son inferiores a los de otras regiones cercanas[1].
Aspen Group, Inc.	X	No es estadísticamente significativa de acuerdo al T-Test[2].	X	Descartada por poseer un margen EBITDA negativo, lo cual supone una limitación en la comparabilidad.
National American University Holdings, Inc.	X	No es estadísticamente significativa de acuerdo al T-Test[2].	X	Descartada por poseer un margen EBITDA negativo, lo cual supone una limitación en la comparabilidad.
American Public Education, Inc.	X	No existe información pública disponible suficiente para determinar la beta del periodo estudiado.	X	Descartada por poseer un margen EBITDA no comparable al de Proeduca.
Lumi Gruppen AS	X	No es estadísticamente significativa de acuerdo al T-Test[2].	X	Descartado por tipología de servicios ofrecidos y número de alumnos.
EpicQuest Education Group International Limited	X	No es estadísticamente significativa de acuerdo al T-Test[2].	X	Descartada por poseer un margen EBITDA negativo, lo cual supone una limitación en la comparabilidad, así como por poseer un número de alumnos muy alejado del de Proeduca.
Vitru Brasil Empreendimentos, Part. e Comércio S.A	X	No es estadísticamente significativa de acuerdo al T-Test[2].	X	Se ha descartado por un precio de los cursos inferior a los de Proeduca, así como por geografía. Se ha observado que los múltiplos implícitos de cotización en Brasil son inferiores a los de otras regiones cercanas[1].
Anima Holding S.A.	X	Posee una estructura de deuda financiera sobre equity de 140%, lo cual no es representativo para Proeduca.	X	Se ha descartado por un precio de los cursos inferior a los de Proeduca, así como por geografía. Se ha observado que los múltiplos implícitos de cotización en Brasil son inferiores a los de otras regiones cercanas[1].
Bright Scholar Educations Holding Limited	X	No existe información pública disponible suficiente para determinar la beta del periodo estudiado.	X	Descartada por poseer un modelo de negocio basado en la modalidad presencial.
KinderCare Learning Companies, Inc.	X	No es estadísticamente significativa de acuerdo al T-Test[2].	X	Descartada por poseer un modelo de negocio basado en la modalidad presencial.

Notas: (1) En 2024, el Ministerio de Educación ha aprobado una política de cursos de formación para grados que limita las horas de enseñanza online al 50% del total..
Fuente: Análisis de EY, presentaciones corporativas y páginas web de las compañías, y bases de datos especializadas.

Anexo II: Compañías cotizadas comparables

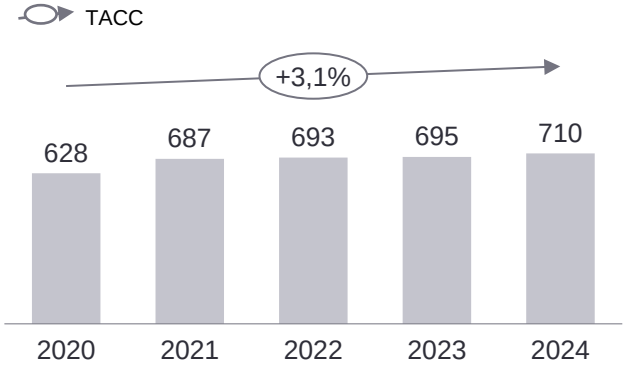
Breve descripción de las compañías cotizadas comparables seleccionadas para el Enfoque de Mercado

Perdoceo Education Corporation

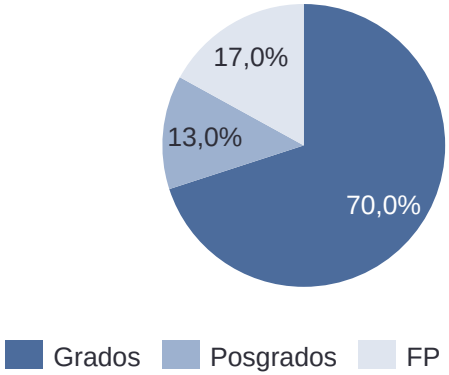
Enfocada en la educación online a través de Colorado Technical University y American Intercontinental University.

Compañía	País	Educación online	Modelo híbrido/ Presencial	# alumnos
Perdoceo Education Corporation				40.000

Ingresos históricos (€m)



Tipología de programas (%)[1]



Presencia geográfica

Selección de comparable

Perdoceo Education tiene una fuerte presencia de educación online en su modelo de negocio y unos servicios comparables a los de Proeduca, sin embargo, no es comparable en su totalidad al poseer un número de alumnos inferior al de Proeduca, así como debido a su presencia geográfica, ya que opera principalmente en Estados Unidos. En consecuencia, debido a la limitación en comparabilidad de estas compañías cotizadas, el enfoque de mercado no forma parte de la conclusión de valor, habiéndose considerado únicamente a efectos de contraste.

Notas: (1) Información de las cifras de cierre a 31 de diciembre de 2023.
Fuente: Análisis de EY, presentaciones corporativas y página web de la compañía, y bases de datos especializadas.

Anexo II: Compañías cotizadas comparables

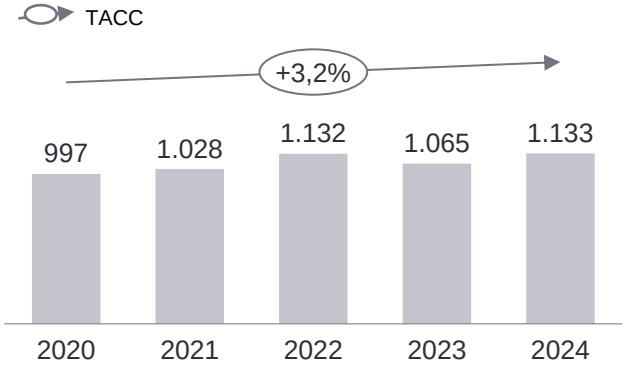
Breve descripción de las compañías cotizadas comparables seleccionadas para el Enfoque de Mercado (Cont.)

Strategic Education, Inc.

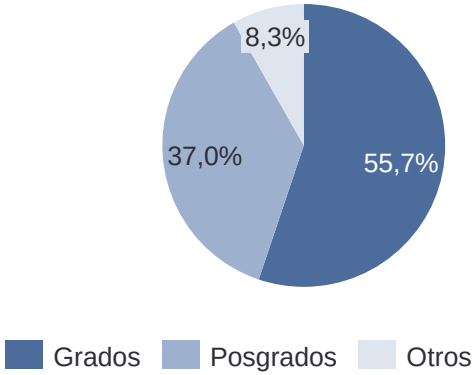
Ofrece grados y posgrados online, a través de sus principales instituciones Capella University y Strayer University.

Compañía	País	Educación online	Modelo híbrido/ Presencial	# alumnos
Strategic Education, Inc.				108.685

Ingresos históricos (€m)



Tipología de programas (%)[1]



Presencia geográfica

Selección de comparable

Strategic Education tiene una fuerte presencia de educación online en su modelo de negocio, unos servicios comparables a los de Proeduca y un número de alumnos similar, sin embargo, no es comparable en su totalidad principalmente por su exposición geográfica (al operar en Estados Unidos, Australia y Nueva Zelanda). En consecuencia, debido a la limitación en comparabilidad de estas compañías cotizadas, el enfoque de mercado no forma parte de la conclusión de valor, habiéndose considerado únicamente a efectos de contraste.

Notas: (1) Información de las cifras de cierre a 31 de diciembre de 2023.
Fuente: Análisis de EY, presentaciones corporativas y página web de la compañía, y bases de datos especializadas.

Anexo II: Compañías cotizadas comparables

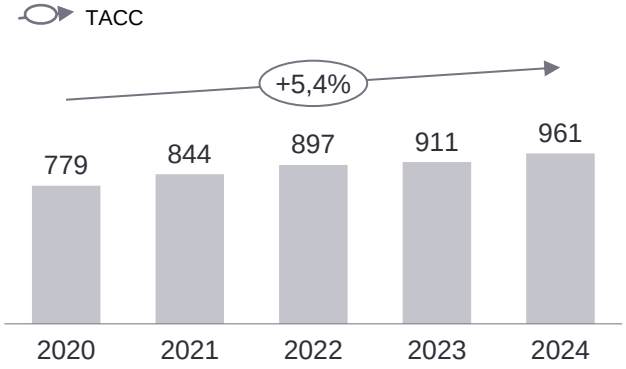
Breve descripción de las compañías cotizadas comparables seleccionadas para el Enfoque de Mercado(Cont.)

Grand Canyon Education, Inc.

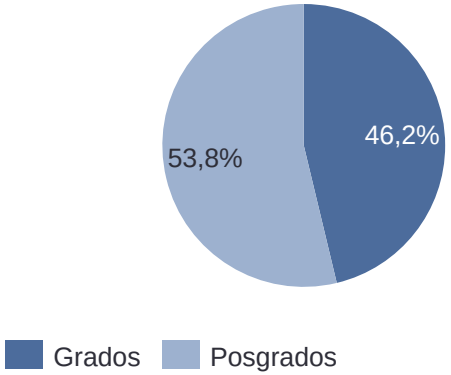
Enfocada en la educación superior online a través de su universidad, Grand Canyon University.

Compañía	País	Educación online	Modelo híbrido/ Presencial	# alumnos
Grand Canyon Education, Inc.				c.130.000

Ingresos históricos (€m)



Tipología de programas (%)[1]



Presencia geográfica

Selección de comparable

Grand Canyon Education tiene una fuerte presencia de educación online en su modelo de negocio y unos servicios comparables a los de Proeduca, sin embargo, no es comparable en su totalidad debido a exposición primordial al mercado Estadounidense, a diferencia de Proeduca, más diversificado en este aspecto. En consecuencia, debido a la limitación en comparabilidad de estas compañías cotizadas, el enfoque de mercado no forma parte de la conclusión de valor, habiéndose considerado únicamente a efectos de contraste.

Notas: (1) Información de las cifras de cierre a 31 de diciembre de 2023.
Fuente: Análisis de EY, presentaciones corporativas y página web de la compañía, y bases de datos especializadas.

Anexo II: Compañías cotizadas comparables

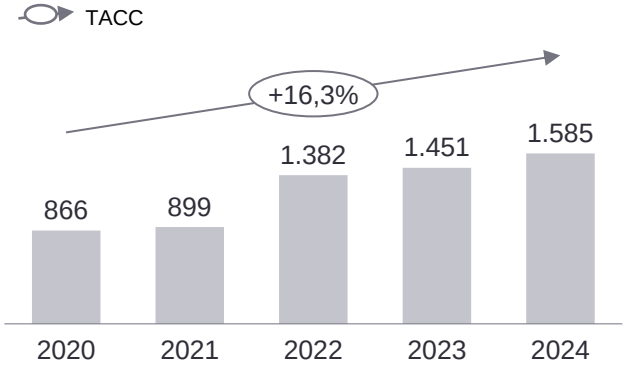
Breve descripción de las compañías cotizadas comparables seleccionadas para el Enfoque de Mercado (Cont.)

Adtalem Global Education, Inc.

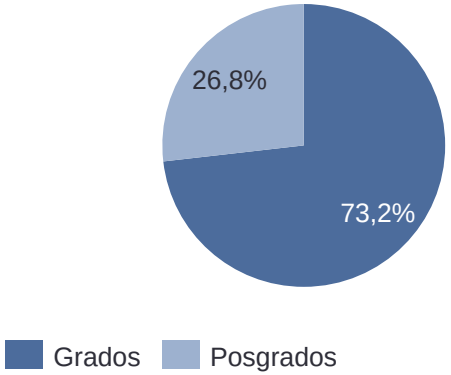
Grupo educativo centrado en la educación y operando mediante instituciones como Chamberlain University.

Compañía	País	Educación online	Modelo híbrido/ Presencial	# alumnos
Adtalem Global Education, Inc.				85.000

Ingresos históricos (€m)



Tipología de programas (%)[1]



Presencia geográfica

Selección de comparable

Adtalem Global Education tiene una fuerte presencia de educación online en su modelo de negocio y unos servicios comparables a los de Proeduca, sin embargo, no es comparable en su totalidad al operar en Estados Unidos y Canadá, así como por un mix de programas más inclinado hacia el grado, y con menor peso de los ingresos explicado por los másteres como ocurre en Proeduca. En consecuencia, debido a la limitación en comparabilidad de estas compañías cotizadas, el enfoque de mercado no forma parte de la conclusión de valor, habiéndose considerado únicamente a efectos de contraste.

Notas: (1) Información de las cifras de cierre a 31 de diciembre de 2019.
Fuente: Análisis de EY, presentaciones corporativas y página web de la compañía, y bases de datos especializadas.

Anexo II: Compañías cotizadas comparables

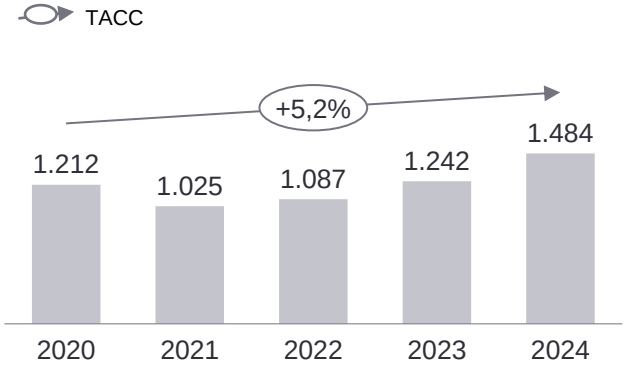
Breve descripción de las compañías cotizadas comparables seleccionadas para el Enfoque de Mercado (Cont.)

Laureate Education, Inc.

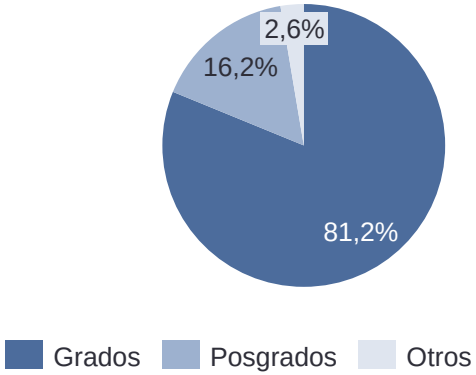
Enfocada en la educación superior, ofrece programas de grado mediante una red de universidades en Latinoamérica.

Compañía	País	Educación online	Modelo híbrido/ Presencial	# alumnos
Laureate Education, Inc.				472.000

Ingresos históricos (€m)



Tipología de programas (%)[1]



Presencia geográfica

Selección de comparable

Laureate Education tiene una fuerte presencia de educación online en su modelo de negocio y unos servicios comparables a los de Proeduca, sin embargo, no es comparable en cuanto a su red de alumnos, superior al de Proeduca, o en cuanto a su mix entre grado y posgrado. Por otra parte, a pesar de tener representación en Latinoamérica, no opera en los países target de Proeduca. En consecuencia, debido a la limitación en comparabilidad de estas compañías cotizadas, el enfoque de mercado no forma parte de la conclusión de valor, habiéndose considerado únicamente a efectos de contraste.

Notas: (1) Información de las cifras de cierre a 31 de diciembre de 2021.
Fuente: Análisis de EY, presentaciones corporativas y página web de la compañía, y bases de datos especializadas.

Anexo III: Transacciones comparables

Selección de transacciones comparables a efectos del Enfoque de Mercado

Múltiplos de transacciones comparables

A raíz de la búsqueda de transacciones realizada, EY ha seleccionado un total de siete transacciones comparables, listadas a continuación en orden cronológico:

Empresa adquirida	Fecha	Descripción de la empresa adquirida	Comprador
Galileo Global Education France SAS	02/07/2020	Proveedor de educación superior con más de 70 colegios, universidades y 120 campus privados. Oferta académica amplia en varios sectores: digital, empresa, diseño, salud, etc. Ofrecen tanto modalidad presencial (57%) como online (43%).	Montagu Private Equity LLP, CPP, Bpifrance SA, Tethys Investment Management
Athenas Grupo Educacional Ltda	27/07/2020	Operador de instituciones educativas, ofreciendo cursos de pregrado, posgrado y educación superior en dominios que incluyen ciencia, tecnología, economía y negocios.	Irep Sociedade de Ensino Superior, Medio e Fundamental Ltda.
MasterD	31/07/2020	Grupo educativo con programas formativos para oposiciones y formaciones profesionales, entre otros. Con 40 centros, disponen de modalidad 100% presencial, con una flexibilidad que permite que sea en línea en su totalidad.	KKR
Walden University LLC	12/08/2021	Universidad online con oferta de grados, masters, doctorados, certificados (opciones más rápidas y asequibles), y otras alternativas a grados (para personas en el mundo laboral).	Adtalem Global Education Inc
Sociedade Tecnica Educacional da Lapa SC Ltda	23/08/2021	Grados a distancia, tanto "digital distance learning" y "live distance learning". Amplia oferta académica en diversas áreas creativas, de educación, finanzas, salud, tecnología, o comunicación, entre otras.	Ser Educacional SA
CESUMAR - Higher Education Centre of Maringa	01/03/2022	Educación de medicina, tanto presencial como online : grados, posgrados, masters y doctorados. Posee más de 500,000 alumnos, acceso a 1,300 centros de EAD, así como a seis campus para formación presencial.	Vitru Ltd
AKAD Bildungsgesellschaft mbH	14/06/2022	Educación a distancia de grados, masters y MBA's, así como continuación a la educación (certificados universitarios), programas duales (aprendizaje y prácticas).	Galileo Global Education France SAS; GGE BCo 1 SAS

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

Anexo IV: Tasa de descuento

Marco teórico de la estimación de la tasa de descuento (WACC)

Tasa de descuento - WACC

$$WACC = W_E * K_E + W_D * K_D$$

donde:

W_E	=	Valor de los fondos propios/valor del capital total
K_E	=	Coste de los fondos propios
W_D	=	Valor de la deuda con intereses/valor del capital total
K_D	=	Coste después de impuestos de la deuda con intereses

La aplicación de los métodos DCF requiere el cálculo de una tasa de descuento adecuada. Los métodos DCF se aplicaron en condiciones de incertidumbre. En el uso común, el riesgo se refiere a cualquier exposición a la incertidumbre en la que la exposición tiene potenciales consecuencias negativas. Se supone que los participantes en el mercado tienen aversión al riesgo. Un participante en el mercado con aversión al riesgo prefiere las situaciones con un rango más estrecho de incertidumbre sobre las situaciones con un rango mayor de incertidumbre en relación con un resultado esperado. Los participantes en el mercado buscan una compensación, denominada prima de riesgo, por aceptar la incertidumbre.

La estimación del tipo de descuento implica la comparación de los flujos de caja generados por el activo con los flujos de caja generados con la inversión alternativa más favorable. Por lo tanto, debe observarse cuidadosamente que los flujos de caja del activo que se valora y de la inversión alternativa sean equivalentes en términos de riesgo y vencimiento.

La estimación del tipo de descuento específico del activo, ajustado al riesgo, se basa en el WACC. Dado que el WACC refleja el riesgo específico de una empresa, hay que considerar ajustes basados en el perfil de riesgo específico del activo.

Valor de mercado de los fondos propios

Para estimar el coste de oportunidad de los fondos propios, se utiliza el modelo de valoración de activos de capital ("CAPM"). El CAPM postula que el coste de oportunidad de los fondos propios es igual al rendimiento de los valores sin riesgo más una prima de riesgo individual. La prima de riesgo es el riesgo sistemático de la empresa (beta) multiplicado por el precio de mercado del riesgo (prima de riesgo de las acciones de mercado).

El punto de partida para la estimación del coste de los fondos propios es la tasa de rendimiento sin riesgo. En la práctica, el tipo de interés de las inversiones financieras a largo plazo sin riesgo, por ejemplo, los títulos del sector público a interés fijo, se utiliza como orientación para estimar el tipo de interés vigente.

La prima de riesgo del mercado (el precio del riesgo) es la diferencia entre la tasa de rendimiento esperada de la cartera de mercado y la tasa libre de riesgo.

La prima de riesgo media del mercado debe modificarse para reflejar la estructura de riesgo específica. El CAPM tiene en cuenta el riesgo específico de la empresa dentro del factor beta. Los factores beta representan una cifra de ponderación de la sensibilidad de los rendimientos de la empresa en comparación con la tendencia de todo el mercado. Por tanto, son una medida de la volatilidad del riesgo sistemático. Los factores beta superiores a uno reflejan una mayor volatilidad; los factores beta inferiores a uno reflejan una volatilidad inferior a la media del mercado. Lo ideal es que los factores beta se estimen con referencia a todo el mercado de renta variable, ya que el concepto de riesgo sistemático y específico requiere que las acciones individuales se midan en relación con la cartera del mercado.

Cuando se tienen en cuenta las actividades en diferentes países, puede ser conveniente utilizar primas de riesgo específicas para cada país.

Coste de la deuda

La estimación del coste de la deuda se refiere al mercado de capitales que mejor refleja la moneda en la que se han planificado los flujos de caja utilizando el tipo de mercado más actual de la deuda con riesgo equivalente.

Estructura de capital

La estructura de capital se deriva de la estructura de capital media de las empresas públicas de referencia.

Coste de los fondos propios

$$K_E = RF + ß * PRM$$

donde:

RF	=	Tasa de rendimiento sin riesgo
ß	=	Riesgo sistemático de los fondos propios
PRM	=	Prima de riesgo del mercado

Fuente: Análisis de EY.

Anexo IV: Tasa de descuento

Cálculo de la tasa de descuento (WACC)

Tasa de descuento - WACC

WACC UNIR		UNIR	Other brands
Coste de los recursos propios			
Tasa libre de riesgo	1	5,0%	6,4%
Beta desapalancada		1,01	1,01
D/E (valor de mercado)		9,4%	9,4%
Tasa impositiva		26,7%	28,8%
Beta apalancada		1,08	0,12
Prima de riesgo de mercado		6,0%	5,3%
Coste de los recursos propios (Ke)		**11,5%**	**12,1%**
Coste de la deuda			
Coste base		2,4%	2,4%
Diferencial de deuda		2,1%	2,1%
Coste de la deuda pre-tax		**4,5%**	**4,5%**
Tasa impositiva		26,7%	28,8%
Coste de la deuda post-tax (Kd)		**3,3%**	**3,2%**
Deuda		8,6%	8,6%
Recursos Propios		91,4%	91,4%
WACC (%)		**10,8%**	**11,4%**

En el cálculo de la tasa de descuento, EY ha calculado una tasa para cada país en el que la Compañía tiene presencia, tanto para la marca UNIR como para Otras marcas, ponderando por el peso de ingresos que cada geografía representa. Posteriormente, para el método de DCF, se ha ponderado el peso de cada marca sobre el total de los ingresos de la Compañía en el año 2028E.

La tasa de descuento se ha considerado en Euros, debido a que las proyecciones, se recoge en esta moneda.

El detalle de los parámetros utilizados para el cálculo de la tasa de descuento es el siguiente**:**

1 **Tasa libre de Riesgo:** La tasa libre de riesgo es la rentabilidad obtenida sobre un activo que carece de riesgo. Para ello, EY ha calculado la tasa libre de riesgo como la rentabilidad media obtenida por los bonos locales de cada país donde tiene presencia la Compañía, ponderada por el porcentaje de Ingresos en cada una de las geografías.

- Para España, se ha calculado como la media del rendimiento de los tres meses previos a la Fecha de Valoración, del bono local a 10 años a la misma fecha.
- Para Perú, México y Colombia, se ha calculado como la media de los tres meses previos a la Fecha de Valoración del EMBI (Emerging Markets Bond Index) más el rendimiento del Bono Americano a 20 años.
- Para Ecuador, de acuerdo a análisis internos de EY, se ha calculado, con base en las curvas FRED, un country risk premium del 11% incrementado por el rendimiento del bono de Estados Unidos a 20 años.
- En el caso de Estados Unidos, se ha calculado la tasa libre de riesgo como la media del rendimiento del bono del país a 10 años durante el mes previo a la Fecha de Valoración.

Debido a que, con la excepción de España, las tasas libres de riesgo se denominan en dólares estadounidenses, se han convertido por un diferencial de inflación entre la esperada para España y para Estados Unidos, de tal manera que todos los parámetros considerados estén denominados en la misma moneda (euros).

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

Anexo IV: Tasa de descuento

Cálculo de la tasa de descuento (WACC) (Cont.)

Tasa de descuento – WACC (Cont.)

WACC UNIR		UNIR	Other brands
Coste de los recursos propios			
Tasa libre de riesgo		5,0%	6,4%
Beta desapalancada	2	1,01	1,01
D/E (valor de mercado)	3	9,4%	9,4%
Tasa impositiva		26,7%	28,8%
Beta apalancada		1,08	0,12
Prima de riesgo de mercado		6,0%	5,3%
Coste de los recursos propios (Ke)		**11,5%**	**12,1%**
Coste de la deuda			
Coste base		2,4%	2,4%
Diferencial de deuda		2,1%	2,1%
Coste de la deuda pre-tax		**4,5%**	**4,5%**
Tasa impositiva		26,7%	28,8%
Coste de la deuda post-tax (Kd)		**3,3%**	**3,2%**
Deuda		8,6%	8,6%
Recursos Propios		91,4%	91,4%
WACC (%)		**10,8%**	**11,4%**

El detalle de los parámetros utilizados para el cálculo de la tasa de descuento es el siguiente (cont.):

2 **Coeficiente Beta:** El coeficiente β es el parámetro que mide el riesgo sistemático al que está sometido cada negocio. Para calcularlo se selecciona una muestra de compañías cotizadas cuyo negocio es comparable a las actividades desarrolladas por la Compañía. Se han seleccionado compañías del sector educativo, con una modalidad tanto presencia como online, ya que el riesgo sistemático del sector es similar. Si bien como se detalla en el Anexo II de comparables, existen limitaciones en cuanto a la comparación de ciertas métricas del negocio, las compañías seleccionadas sí son comparables en cuanto a los riesgos operativos, la ciclicidad del negocio, y su volatilidad respecto de los mercados[1].

- EY ha evaluado Betas con una periodicidad de 2 años semanales, de 5 años semanales, 5 años anuales, y 3 años semanales. La selección de la periodicidad de Beta depende principalmente de la significatividad estadística de dos parámetros: el T-test y el coeficiente r^2.
  - **T-test:** El t-test se utiliza para determinar si la Beta estimada es estadísticamente significativa y diferente de cero (es decir, se verifica si existe dicho coeficiente para una compañía específica). Un valor t alto (en términos absolutos) indica que la Beta es significativamente diferente de cero, lo que sugiere que la compañía comparable tiene una relación significativa con los movimientos del mercado general, en concreto, del índice en el que cotiza (dicho de otra forma, significa que existe un coeficiente Beta). Se ha considerado que el nivel de confianza del 5% es el valor crítico para realizar el t-test.
  - **El coeficiente r^2:** El coeficiente r^2 mide la proporción de la variabilidad en el rendimiento de la acción de una compañía que puede ser explicada por el índice en el que cotiza. Dicho coeficiente mide la calidad del ajuste del modelo de regresión utilizado para estimar la Beta. Varía entre 0% y 100%, donde valores cercanos a 100% indican un mejor ajuste del modelo estadístico. En el contexto de la estimación de la Beta, un r^2 alto sugiere que el modelo explica bien la variabilidad de los rendimientos del activo en relación con los del mercado. Se ha considerado que un r^2 por encima del 10% es aceptable para interpretar la Beta con confianza.
- Cabe destacar que solo las Betas que superen el t-test y que cumplan con el requisito del r^2 mínimo, podrían considerarse en el análisis. Se seleccionó la muestra que presentaba un mayor r^2, correspondiente a la de cinco años, con observaciones semanales.
- Estas betas han sido obtenidas y contrastadas por diferentes bases de datos especializadas. Para desapalancar estas betas se ha utilizado la media de los últimos cinco años de la ratio Deuda/Equity, excluyendo el efecto provocado por la NIIF16, y se ha reapalancado por la estructura implícita de mercado que se presenta más adelante en esta sección.

3 **Ratio D/E:** para el cálculo de la ratio D/E se ha considerado la mediana de la estructura de capital de las compañías cotizadas comparables[2].

Notas: (1) Para mayor detalle del cálculo de las betasy del cálculo de la ratio equity/deuda, ver página 89. Para un mayor detalle acerca de las comparables utilizadas para el cálculo de la Beta, ver Anexo II.
Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

Anexo IV: Tasa de descuento

Cálculo de la tasa de descuento (WACC) (Cont.)

Tasa de descuento – WACC (Cont.)

WACC UNIR		UNIR	Other brands
Coste de los recursos propios			
Tasa libre de riesgo		5,0%	6,4%
Beta desapalancada		1,01	1,01
D/E (valor de mercado)		9,4%	9,4%
Tasa impositiva	4	26,7%	28,8%
Beta apalancada		1,08	0,12
Prima de riesgo de mercado	5	6,0%	5,3%
Coste de los recursos propios (Ke)		**11,5%**	**12,1%**
Coste de la deuda			
Coste base		2,4%	2,4%
Diferencial de deuda		2,1%	2,1%
Coste de la deuda pre-tax	6	**4,5%**	**4,5%**
Tasa impositiva		26,7%	28,8%
Coste de la deuda post-tax (Kd)	6	**3,3%**	**3,2%**
Deuda		8,6%	8,6%
Recursos Propios		91,4%	91,4%
WACC (%)		**10,8%**	**11,4%**

El detalle de los parámetros utilizados para el cálculo de la tasa de descuento es el siguiente (cont.):

4 **Tipo impositivo:** Se ha considerado el ponderado para 2028E del tipo impositivo de las distintas geografías donde opera la Compañía en función de los ingresos. Para mayor detalle, ver Anexo VIII.

5 **Prima de riesgo de mercado ("PRM"):** La prima de riesgo de mercado se define como el retorno de mercado adicional de la Renta Variable sobre los activos libres de riesgo. Según estudios internos de EY, en España dicho parámetro se sitúa en el entorno del 6,3%, mientras que, en países latinoamericanos, en c. 5,3%.

6 Para el **coste de la deuda** se ha tomado en cuenta que, de acuerdo con conversaciones con la Compañía, su política de endeudamiento es solicitar, en su totalidad, por factores operativos, la deuda a nivel de la sociedad holding en España para financiar sus actividades tanto en España como en otras geografías. Por ello, se ha considerado el coste de la deuda en España, basado en los siguientes parámetros:

- **Tipo base de financiación:** Para el tipo base de financiación se ha estimado en 2,4% que se corresponde con el Euro Swap a 10 años a Fecha de Valoración.
- **Diferencial de Deuda:** El diferencial de la deuda ha sido calculado sobre la curva de financiación del sector, considerando el rating de las compañías comparables utilizadas para la beta a la Fecha de Valoración (BB). Los resultados obtenidos son un diferencial de 2,1%.

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

Anexo IV: Tasa de descuento

Betas y apalancamiento

Betas y apalancamiento

A continuación, se muestran las betas y el apalancamiento de las compañías comparables cotizadas seleccionadas:

Compañía Comparable	Ticker	Moneda	Capitalización Brusátil	Deuda Neta / Capitalización Bursátil	Tasa Impositiva	Beta desapalancada
Perdoceo Education Corporation	NasdaqGS:PRDO	USD	1.901,1	-	27,0%	1,06
Strategic Education, Inc.	NasdaqGS:STRA	USD	2.390,0	-	27,0%	1,01
Grand Canyon Education, Inc.	NasdaqGS:LOPE	USD	5.048,4	-	27,0%	0,92
Adtalem Global Education Inc.	NYSE:ATGE	USD	4.011,7	22,4%	27,0%	0,89
Laureate Education, Inc.	NasdaqGS:LAUR	USD	2.824,6	6,6%	27,0%	0,97
Coursera, Inc.	NYSE:COUR	USD	1.221,3	-	27,0%	1,22
Afya Limited	NasdaqGS:AFYA	BRL	8.598,3	12,1%	34,0%	0,97
Cogna Educação S.A.	BOVESPA:COGN3	BRL	3.650,3	51,4%	34,0%	1,24
Yduqs Participações S.A.	BOVESPA:YDUQ3	BRL	2.934,8	67,5%	34,0%	1,14
AcadeMedia AB (publ)	OM:ACAD	SEK	6.942,0	13,5%	20,6%	0,61
Lincoln Educational Services Corporation	NasdaqGS:LINC	USD	513,7	-	27,0%	1,01
Bright Horizons Family Solutions Inc.	NYSE:BFAM	USD	7.133,3	21,9%	27,0%	1,19
Primer cuartil				-		0,95
Mediana				**9,4%**		**1,01**
Tercer cuartil				22,0%		1,15

Notas: (1) Para mayor detalle acerca de los comparables utilizados y su razonabilidad, ver páginas 79 a 83.
Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

Anexo IV: Tasa de descuento

WACC por área geográfica

WACC por área geográfica

A continuación, se muestra un detalle del cálculo de la tasa de descuento (WACC) en función de las áreas geográficas en las que opera la Compañía:

WACC UNIR	España	Colombia	Perú	Ecuador
Coste de los recursos propios				
Tasa libre de riesgo	3,0%	8,0%	6,3%	15,4%
Beta desapalancada	1,01	1,01	1,01	1,01
D/E (valor de mercado)	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Tasa impositiva	25,0%	35,0%	29,5%	25,0%
Beta apalancada	1,08	1,08	1,08	1,08
Prima de riesgo de mercado	6,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Coste de los recursos propios (Ke)	**9,8%**	**13,7%**	**12,0%**	**21,1%**
Coste de la deuda				
Coste base	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Diferencial de deuda	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Coste de la deuda pre-tax	**4,5%**	**4,5%**	**4,5%**	**4,5%**
Tasa impositiva	25,0%	35,0%	29,5%	25,0%
Coste de la deuda post-tax (Kd)	**3,4%**	**2,9%**	**3,2%**	**3,4%**
Deuda	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Recursos Propios	91,4%	91,4%	91,4%	91,4%
WACC (%)	**9,3%**	**12,8%**	**11,3%**	**19,6%**

WACC Otras Marcas	México	Perú	EEUU	España
Coste de los recursos propios				
Tasa libre de riesgo	7,9%	6,3%	4,5%	3,0%
Beta desapalancada	1,01	1,01	1,01	1,01
D/E (valor de mercado)	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Tasa impositiva	30,0%	29,5%	27,0%	25,0%
Beta apalancada	1,08	1,08	1,08	1,08
Prima de riesgo de mercado	5,3%	5,3%	5,3%	6,3%
Coste de los recursos propios (ke)	**13,6%**	**12,0%**	**10,2%**	**9,8%**
Coste de la deuda				
Coste base	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Diferencial de deuda	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Coste de la deuda antes de impuestos (k	**4,5%**	**4,5%**	**4,5%**	**4,5%**
Tasa impositiva	30,0%	29,5%	27,0%	25,0%
Coste de la deuda después de impuestos	**3,1%**	**3,2%**	**3,3%**	**3,4%**
Deuda	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Recursos Propios	91,4%	91,4%	91,4%	91,4%
WACC (%)	**12,7%**	**11,3%**	**9,6%**	**9,3%**

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

Anexo V: Descuento de flujos de caja

Descuento de flujos de caja de Proeduca

A continuación, se muestra un detalle del descuento de flujos de caja considerado a efectos de la metodología de Enfoque de Ingresos:

€m	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	VT
Ingresos UNIR		408,9	465,5	513,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ingresos Otras Marcas		62,9	74,2	85,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ingreso totales		**471,8**	**539,7**	**599,0**	**658,9**	**715,0**	**765,0**	**807,1**	**823,2**
Crecimiento de ingresos		*n.a*	*14,4%*	*11,0%*	*10,0%*	*8,5%*	*7,0%*	*5,5%*	*2,0%*
Costes totales de los estudiantes		**(114,6)**	**(130,3)**	**(144,1)**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**
Margen Operativo		**357,2**	**409,4**	**455,0**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**
Costes comerciales totales		**(90,2)**	**(105,1)**	**(117,9)**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**
Margen de contribucion		**267,0**	**304,2**	**337,1**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**
Costes de estructura		**(155,3)**	**(172,7)**	**(186,7)**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**
EBITDA		**111,7**	**131,5**	**150,4**	**169,9**	**188,2**	**204,7**	**218,7**	**201,5**
Nuevos Proyectos		(1,9)	4,5	12,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA Ajustado	**34,8**	**109,9**	**136,0**	**163,3**	**190,5**	**212,8**	**232,6**	**250,3**	**222,9**
Margen EBITDA	*14,5%*	*22,3%*	*23,8%*	*25,3%*	*26,5%*	*27,2%*	*27,6%*	*28,0%*	*24,5%*
Depreciación y Amortización	(10,2)	(19,6)	(25,1)	(28,3)	(25,7)	(25,1)	(25,0)	(27,2)	(29,6)
EBIT	**24,6**	**90,3**	**110,9**	**135,0**	**164,8**	**187,7**	**207,6**	**223,1**	**193,3**
Impuestos	(6,6)	(24,3)	(29,9)	(36,5)	(44,5)	(50,7)	(56,1)	(60,3)	(52,2)
NOPAT	**18,0**	**66,0**	**81,0**	**98,6**	**120,3**	**137,0**	**151,5**	**162,9**	**141,1**
(+) D&A	10,2	19,6	25,1	28,3	25,7	25,1	25,0	27,2	29,6
(-) Capex Total	(26,3)	(28,7)	(21,5)	(21,0)	(23,3)	(25,4)	(27,3)	(29,0)	(29,6)
(+/-) Variación del capital circulante	31,9	8,6	10,7	10,2	9,7	9,7	6,7	3,5	4,7
Flujo de caja libre	**33,8**	**65,5**	**95,3**	**116,1**	**132,4**	**146,3**	**155,9**	**164,5**	**145,8**
Valor terminal									**1.647,1**
Período de descuento	0,29	1,08	2,08	3,08	4,08	5,08	6,08	7,08	7,08
Factor de descuento	0,97	0,89	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48	0,48
Flujo de caja libre descontado	**32,8**	**58,5**	**76,9**	**84,5**	**86,9**	**86,7**	**83,3**	**79,3**	**793,8**

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

Anexo VI: Detalle de los ajustes entre Enterprise Value y Equity Value

Posición financiera neta, Otros activos y pasivos y Minoritarios

Ajustes entre Enterprise Value y Equity Value

Un detalle de los ajustes entre el Enterprise Value y el Equity Value es como sigue:

€m		Min	Central	Max
Σ | Flujo de caja descontado		568,1	588,8	610,6
Valor terminal		688,3	793,8	922,5
Escudo fical de la amortización		5,4	5,4	5,4
Ajuste de capital circulante		2,4	2,5	2,7
Enterprise Value		**1.264,2**	**1.390,5**	**1.541,3**
(+/-) Posición financiera neta	1	135,6	135,6	135,6
(+/-) Activos / pasivos no operativos		(9,0)	(9,0)	(9,0)
(-) Valor atribuible a los minoritarios		(1,2)	(1,4)	(1,5)
Equity Value		**1.389,6**	**1.515,8**	**1.666,4**
Número de acciones neto de autocartera		45,2	45,2	45,2
Valor por acción		**30,77**	**33,56**	**36,90**

1 Posición Financiera Neta

€k	Ene25A
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a corto plazo	**0**
Inversiones financieras a largo plazo	**42.841**
Valores representativos de deuda	40.797
Otros activos financieros	2.044
Inversiones en empresas del grupo y asociadas a largo plazo	**11**
Inversiones financieras a corto plazo	**40.260**
Instrumentos de patrimonio	529
Créditos a empresas	38
Valores representativos de deuda	27.311
Derivados	1
Otros activos financieros	12.382
Efectivo y equivalentes al efectivo	**56.598**
Total caja y equivalentes	**139.710**
Deudas a corto plazo	**4.097**
Deudas con entidades de crédito a corto plazo	74
Derivados	731
Otros pasivos financieros a corto plazo	3.292
Total Deuda Financiera	**4.097**
Posición Financiera Neta	**135.613**

Fuente: Análisis de EY e Información facilitada por el Cliente.

Anexo VI: Detalle de los ajustes entre Enterprise Value y Equity Value

Posición financiera neta, Otros activos y pasivos y Minoritarios (Cont.)

Ajustes entre Enterprise Value y Equity Value (Cont.)

Un detalle de los ajustes entre el Enterprise Value y el Equity Value es como sigue (Cont.):

€m		Min	Central	Max
Σ | Flujo de caja descontado		568,1	588,8	610,6
Valor terminal		688,3	793,8	922,5
Escudo fical de la amortización		5,4	5,4	5,4
Ajuste de capital circulante		2,4	2,5	2,7
Enterprise Value		**1.264,2**	**1.390,5**	**1.541,3**
(+/-) Posición financiera neta		135,6	135,6	135,6
(+/-) Activos / pasivos no operativos	2	(9,0)	(9,0)	(9,0)
(-) Valor atribuible a los minoritarios	3	(1,2)	(1,4)	(1,5)
Equity Value		**1.389,6**	**1.515,8**	**1.666,4**
Número de acciones neto de autocartera		45,2	45,2	45,2
Valor por acción		**30,77**	**33,56**	**36,90**

2 Activos / pasivos no operativos

€k		Ene25A
Créditos a terceros		477
Otros activos no operativos		**477**
Provisiones a largo plazo		494
Provisiones a corto plazo		2
Deudas con empresas del grupo		9.654
Otros pasivos no operativos		**10.150**
Otros activos y pasivos no operativos		**(9.673)**
Inversiones a largo plazo		**97**
Valor presente de las BINs	2.1	367
Activos por impuesto diferido		1.447
Pasivo por impuesto diferido		(272)
Activos y pasivos por impuesto diferido		**1.542**
Dividendos	2.2	**(937)**
Total activos/pasivos no operativos		**(8.972)**

2.1 Valor presente de las BINs

Para mayor detalle acerca del valor presente de las Bases Imponibles negativas, ver Anexo XI.

2.2 Dividendos

La Compañía ha confirmado que existe un dividendo pendiente de pago el 12 de marzo de 2025 por un importe de €939k. A efectos del presente análisis, se ha descontado a Fecha de Valoración el dividendo a recibir. La tasa de descuento utilizada ha sido el coste de la deuda, que refleja un menor riesgo asociado a esta salida de caja que la tasa de la Compañía en su conjunto que se ha utilizado para el DCF.

3 Valor atribuible a los minoritarios

Para mayor detalle, ver Anexo X.

Fuente: Análisis de EY e Información facilitada por el Cliente.

Anexo VII: Capital Circulante

Detalle de la proyección del Capital Circulante

Capital Circulante

A continuación, se muestra un detalle de la proyección del capital circulante realizado, en base a los niveles históricos y conversaciones mantenidas con el Cliente.

En relación con el capital circulante a perpetuidad, se ha calculado, de manera ilustrativa, un año adicional al Valor Terminal, con el objetivo de reflejar las cifras normalizadas del mismo, teniendo en cuenta que una variación de €10m de capital circulante no resulta una cifra normalizada que llevar a perpetuidad.

Por ello, a efectos del Descuento de Flujos de Caja, se ha considerado una variación de c.€5m; no obstante, no se recogería el valor adicional que tendría considerar ese primer año con una entrada de caja de €10m. Con el fin de reflejar este mayor valor, se ha realizado un ajuste al Enterprise Value[1], descontando a valor presente la diferencia entre ambas cifras.

€m	2024A	Ene25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	VT'	VT
Ingresos	347,8	182,1	422,2	492,0	571,7	645,9	717,9	782,5	841,3	893,1	911,0	929,2
Gastos	283,4	128,5	333,8	382,2	435,7	482,6	527,4	569,7	608,7	642,8	688,0	701,8
EBITDA	**64,4**	**53,6**	**88,4**	**109,9**	**136,0**	**163,3**	**190,5**	**212,8**	**232,6**	**250,3**	**222,9**	**227,4**

€m	2024A	Ene25	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	VT'	VT
Deudas comerciales y otras cuentas a cobrar	108,5	110,0	150,5	191,9	238,2	280,8	322,5	359,8	395,9	430,1	438,7	447,5
Periodificaciones a corto plazo	3,5	5,3	4,2	4,9	5,7	6,4	7,1	7,8	8,3	8,9	9,0	9,2
Capital circulante (activo)	**111,9**	**115,3**	**154,7**	**196,7**	**243,9**	**287,2**	**329,6**	**367,5**	**404,2**	**439,0**	**447,7**	**456,7**
Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar	52,1	37,7	59,2	66,2	74,2	81,4	88,6	95,8	102,5	108,4	116,0	118,3
Ingresos diferidos	217,2	213,9	263,7	307,4	357,1	403,4	448,4	488,8	525,5	557,9	569,0	580,4
Capital circulante (pasivo)	**269,3**	**251,6**	**322,9**	**373,5**	**431,3**	**484,9**	**537,1**	**584,6**	**628,0**	**666,2**	**685,0**	**698,7**
Total capital circulante	**(157,4)**	**(136,3)**	**(168,2)**	**(176,8)**	**(187,5)**	**(197,7)**	**(207,4)**	**(217,1)**	**(223,8)**	**(227,3)**	**(237,3)**	**(242,0)**
% de ingresos	*(45,3%)*	*(74,9%)*	*(39,8%)*	*(35,9%)*	*(32,8%)*	*(30,6%)*	*(28,9%)*	*(27,7%)*	*(26,6%)*	*(25,4%)*	*(26,0%)*	*(26,0%)*
Variación de capital circulante		**(21,1)**	**31,9**	**8,6**	**10,7**	**10,2**	**9,7**	**9,7**	**6,7**	**3,5**	**10,0**	**4,7**

€m	
Variacion de capital circulante VT	10,0
Variacion de capital circulante normalizado	4,7
Diferencia valor adicional capital circulante VT	**5,3**
Factor de descuento	0,48
Ajuste de capital circulante	**2,5**

Notas: (1) Para mayor detalle de este ajuste, ver página 61.
Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

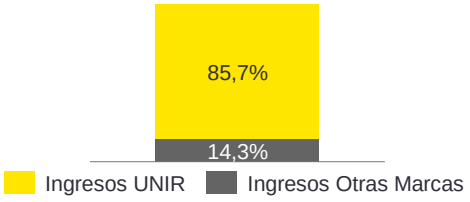
Anexo VIII: Detalle de tipo impositivo ponderado

Detalle del tipo impositivo ponderado

Para el cálculo del tipo impositivo ponderado, EY ha utilizado una ponderación sobre los ingresos por país y la tasa impositiva nominal aplicable a cada jurisdicción. Para la proyección de los años 2025E-2028E, se ha utilizado el tipo impositivo ponderado por la distribución de ingresos por país correspondiente a cada año. A partir de 2029E, incluyendo el valor terminal (VT), se ha empleado el tipo aplicable al año 2028E, por ser el último disponible con desglose geográfico.

Tipo impositivo ponderado
por año y geografía

	2025E	2026E	2027E	2028E
Tipo impositivo a considerar para los ingresos de UNIR	26,6%	26,6%	26,7%	26,7%
Ponderación UNIR según total de ingresos	***87,3%***	***86,7%***	***86,3%***	***85,7%***
Tipo impositivo a considerar para los ingresos de Otras marcas	28,8%	28,8%	28,8%	28,8%
Ponderación Otras marcas según total de ingresos	***12,7%***	***13,3%***	***13,7%***	***14,3%***
Tax rate ponderado	**26,8%**	**26,9%**	**27,0%**	**27,0%**



Tipo impositivo ponderado
2028E en adelante

País	Tipo impositivo	Ponderado
España	25,0%	15,7%
Colombia	35,0%	4,8%
Ecuador	25,0%	1,9%
Perú	29,5%	1,4%
México	30,0%	2,1%
Estados Unidos	27,0%	1,1%
Tipo impositivo ponderado		**27,0%**

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

Anexo IX: D&A y CapEx

Detalle de la amortización por tipología de activo

Detalle de la amortización

A continuación, se presenta el detalle de la amortización considerada en el periodo proyectado, que incluye tanto la amortización de los activos fijos ya existentes en balance a Fecha de Valoración, como la asociada al CapEx a invertir durante la proyección. Se ha considerado la vida útil de cada tipología de activo, de acuerdo con Cuentas Anuales y conversaciones con la Dirección[1].

	Instalaciones (€m)	Ene25A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
1	D&A (vida útil media de 7,9 años)		(0,5)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)
+	CapEx de instalaciones			(5,5)	(4,4)	(3,1)	(3,5)	(3,8)	(4,1)	(4,3)
2	D&A (vida útil media de 7,9 años)			(0,7)	(1,2)	(1,6)	(2,1)	(2,6)	(3,1)	(3,6)
	Total D&A de instalaciones		**(0,5)**	**(1,5)**	**(2,0)**	**(2,4)**	**(2,9)**	**(3,4)**	**(3,9)**	**(4,4)**

	Contenido (€m)	Ene25A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
1	D&A (vida útil media de 4 años)		(0,8)	(1,3)	(1,3)	(1,3)	(0,6)	-	-	-
+	CapEx de contenidos			(3,3)	(3,3)	(3,3)	(3,7)	(4,0)	(4,3)	(4,6)
2	D&A (vida útil media de 4 años)			(0,8)	(1,7)	(2,5)	(3,4)	(3,6)	(3,8)	(4,2)
	Total D&A de contenidos		**(0,8)**	**(2,2)**	**(3,0)**	**(3,8)**	**(4,0)**	**(3,6)**	**(3,8)**	**(4,2)**

	Patentes y aplicaciones informáticas (€m)	Ene25A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
1	D&A (vida útil media de 3,1 años)		(3,0)	(5,1)	(5,1)	(2,6)	-	-	-	-
+	CapEx de mantenimiento			(6,4)	(11,7)	(12,3)	(13,7)	(14,9)	(16,0)	(17,0)
2	D&A (vida útil media de 3,1 años)			(2,1)	(5,9)	(9,8)	(12,4)	(13,6)	(14,8)	(15,9)
	Total D&A de patentes y aplicaciones informáticas		**(3,0)**	**(7,2)**	**(11,0)**	**(12,4)**	**(12,4)**	**(13,6)**	**(14,8)**	**(15,9)**

	CapEx estratégico (€m)	Ene25A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
	CapEx estratégico			(13,5)	(2,1)	(2,2)	(2,5)	(2,7)	(2,9)	(3,1)
2	D&A (vida útil media de 5 años)			(2,7)	(3,1)	(3,6)	(4,1)	(4,6)	(2,5)	(2,7)
	Total D&A de CapEx estratégico			**(2,7)**	**(3,1)**	**(3,6)**	**(4,1)**	**(4,6)**	**(2,5)**	**(2,7)**

	CapEx Ene-Ago25 (€m)	Ene25A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
	CapEx Ene-Ago25		(26,3)							
2	D&A (vida útil media de 4,4 años)		(6,0)	(6,0)	(6,0)	(6,0)	(2,4)	-	-	-
	Total D&A de CapEx pendiente de incurrir en 2025E		**(6,0)**	**(6,0)**	**(6,0)**	**(6,0)**	**(2,4)**	**-**	**-**	**-**

1	**Total D&A del activo fijo en balance a Fecha de Valoración**		**(4,2)**	**(7,3)**	**(7,3)**	**(4,8)**	**(1,4)**	**(0,8)**	**(0,8)**	**(0,8)**
2	**Total D&A del CapEx del periodo proyectado**		**(6,0)**	**(12,3)**	**(17,9)**	**(23,5)**	**(24,3)**	**(24,3)**	**(24,2)**	**(26,4)**

Notas: (1) El CapEx pendiente de incurrir en 2025E se ha estimado considerando la vida útil ponderada de los activos en balance a Fecha de Valoración. El resto de las cascadas considera la vida útil de cada tipología de activo, confirmado con la Dirección y con CCAA.
Fuente: Análisis de EY e Información facilitada por el Cliente.

Anexo IX: D&A y CapEx

Escudo fiscal posterior al periodo proyectado

Valor presente del escudo fiscal derivado de la amortización posterior al periodo proyectado

Para determinar el saldo al cierre del Inmovilizado material (excluyendo terrenos y fondo de comercio) al final del período proyectado se ha tenido en cuenta tanto la amortización como el CapEx del período proyectado. A partir del año 2029, se asume que la amortización permanece constante, resultando en una vida útil remanente del Inmovilizado de 2029 en 4,4 años. Se asume que el nuevo CapEx mantendrá una vida útil similar. El exceso de la amortización proyectado del 2032 en adelante sobre el nivel de amortización proyectado en el valor terminal genera un escudo fiscal adicional que calculamos a continuación:

€m		2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E
Inmovilizado material BoP (Excluyendo terrenos y fondo de comercio)			**44,1**	**46,5**	**38,1**	**21,2**	**4,4**	**(7,4)**	**(11,5)**
Inversiones de Capital (CapEx)			**29,6**	**30,2**	**30,8**	**31,4**	**32,0**	**32,7**	**33,3**
Amortización de los activos en balance y de Capex incurrido previamente	*Vida útil (años)*		(20,5)	(25,0)	(27,2)	(20,5)	(12,8)	(5,2)	(2,6)
Amortización de CapEx proyectado	*4,4*		(6,7)	(13,6)	(20,6)	(27,7)	(31,0)	(31,6)	(32,2)
Amortización Total			**(27,2)**	**(38,6)**	**(47,8)**	**(48,2)**	**(43,8)**	**(36,8)**	**(34,8)**
Inmovilizado material EoP (Excluyendo terrenos y fondo de comercio)		**44,1**	**46,5**	**38,1**	**21,2**	**4,4**	**(7,4)**	**(11,5)**	**(13,0)**
D&A en exceso al valor terminal			-	(8,4)	(17,0)	(16,8)	(11,8)	(4,1)	(1,5)
Tasa impositiva			25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Factor de descuento	*10,9%*		0,48	0,43	0,39	0,35	0,32	0,29	0,26
Valor presente			**-**	**0,9**	**1,7**	**1,5**	**0,9**	**0,3**	**0,1**
Valor presente del Escudo fiscal	**5,4**								

Fuente: Análisis de EY e Información facilitada por el Cliente.

Anexo X: Valoración de los Minoritarios

Detalle de los minoritarios para el cálculo del método de mercado

Cálculo de los Minoritarios

La Compañía a Fecha de Valoración tiene entidades consolidadas en las Cuentas Anuales de las cuales no posee el 100%.

Con el propósito de valorar estas participaciones no controladas por el Grupo, EY ha aplicado el múltiplo implícito derivado de la valoración por Descuento de Flujos de Caja al EBITDA LTM de cada una de las entidades en las que el Grupo no posee la totalidad de la participación. Teniendo en cuenta que la última información disponible del EBITDA de los minoritarios se corresponde con Ene25 YTD, se ha anualizado la cifra con el fin de mantener la coherencia.

En consecuencia, el Equity Value de las participaciones minoritarias se ha calculado como la multiplicación del EBITDA normalizado de cada una de las compañías por el múltiplo implícito de la metodología principal[1], al que se ha sustraído la posición financiera neta y otros activos y pasivos no operativos que las mismas tuvieran registradas en balance.

A continuación, se muestra el detalle de la valoración de las participaciones minoritarias del valor central del rango mostrado en la página 61. Para el cálculo del valor mínimo y máximo, se ha considerado el múltiplo implícito obtenido de dividir el Enterprise Value de la Compañía del rango alto y bajo, entre el EBITDA LTM en su totalidad.

	Participación minoritaria (%)	EBITDA Ene25 (millones de €)	EBITDA anualizado (millones de €)	Múltiplo EV/EBITDA implícito de la valoración	Deuda financiera neta	Otros activos y pasivos no operativos	Equity Value (millones de €)
Unir, S.A.	0,04%	72,7	174,4	17,4x	172,2	6,6	1,3
Unir México	0,00%	1,9	4,6	17,4x	4,8	(0,5)	0,0
Unir Rioja Colombia	0,14%	0,0	0,0	17,4x	0,8	(0,1)	0,0
Ntic	0,57%	0,2	0,5	17,4x	1,1	0,0	0,1
Inforfactory	0,54%	0,1	0,1	17,4x	0,0	-	0,0
Alterglobal	0,01%	0,0	0,0	17,4x	0,0	-	0,0
Querule	0,03%	-	-	17,4x	0,0	-	0,0
Evirtual	0,03%	0,1	0,3	17,4x	0,6	-	0,0
Total participación							**1,4**

Notas: (1) Para mayor detalle acerca del múltiplo, ver página 61.
Fuente: Análisis de EY e Información facilitada por el Cliente.

Anexo X: Valoración de los Minoritarios

Detalle de los minoritarios para el cálculo del método de mercado

Cálculo de los Minoritarios para el método de mercado

En el contexto del método de mercado (tanto cotizadas comparables como transacciones comparables), de cara al cálculo de las participaciones minoritarias se ha considerado el múltiplo EV/EBITDA de cada una de las metodologías, 10,2x en el caso de cotizadas y 14,8x para transacciones.

En consecuencia, el Equity Value de las participaciones minoritarias se ha calculado como la multiplicación del EBITDA normalizado de cada una de las compañías por el múltiplo implícito derivado de cada una de estas dos metodologías[1], del cual se ha sustraído la posición financiera neta y otros activos y pasivos no operativos que las mismas tuvieran registradas en balance. Cabe destacar que este cálculo es un ejercicio teórico realizado exclusivamente para los fines de este ejercicio de valoración y no debería ser considerado para otro fin.

A continuación, se muestra el detalle de la valoración de las participaciones minoritarias del valor central del rango para cada una de estas metodologías. Para el cálculo del valor mínimo y máximo, se ha considerado el mismo rango de múltiplo EV/EBITDA que en cada una de estas metodologías.

Enfoque de mercado
Método de cotizadas comparables

	Participación minoritaria (%)	EBITDA Ene25 (millones de €)	EBITDA anualizado (millones de €)	Múltiplo EV/EBITDA implícito de la valoración	Deuda financiera neta	Otros activos y pasivos no operativos	Equity Value (millones de €)
Unir, S.A.	0,04%	72,7	174,4	10,2x	172,2	6,6	0,8
Unir México	0,00%	1,9	4,6	10,2x	4,8	(0,5)	0,0
Unir Rioja Colombia	0,14%	0,0	0,0	10,2x	0,8	(0,1)	0,0
Ntic	0,57%	0,2	0,5	10,2x	1,1	0,0	0,0
Inforfactory	0,54%	0,1	0,1	10,2x	0,0	-	0,0
Alterglobal	0,01%	0,0	0,0	10,2x	0,0	-	0,0
Querule	0,03%	-	-	10,2x	0,0	-	0,0
Evirtual	0,03%	0,1	0,3	10,2x	0,6	-	0,0
Total participación							**0,8**

Enfoque de mercado
Método de transacciones comparables

	Participación minoritaria (%)	EBITDA Ene25 (millones de €)	EBITDA anualizado (millones de €)	Múltiplo EV/EBITDA implícito de la valoración	Deuda financiera neta	Otros activos y pasivos no operativos	Equity Value (millones de €)
Unir, S.A.	0,04%	72,7	174,4	14,8x	172,2	6,6	1,1
Unir México	0,00%	1,9	4,6	14,8x	4,8	(0,5)	0,0
Unir Rioja Colombia	0,14%	0,0	0,0	14,8x	0,8	(0,1)	0,0
Ntic	0,57%	0,2	0,5	14,8x	1,1	0,0	0,1
Inforfactory	0,54%	0,1	0,1	14,8x	0,0	-	0,0
Alterglobal	0,01%	0,0	0,0	14,8x	0,0	-	0,0
Querule	0,03%	-	-	14,8x	0,0	-	0,0
Evirtual	0,03%	0,1	0,3	14,8x	0,6	-	0,0
Total participación							**1,2**

Notas: (1) Para mayor detalle acerca del múltiplo, ver página 63 y 66.
Fuente: Análisis de EY e Información facilitada por el Cliente.

Anexo XI: Detalle de Impuestos diferidos

Valoración de Bases Imponibles Negativas (BINs)

Se ha calculado el valor actual neto de los créditos fiscales (activados y no activados en balance), considerando para ello un calendario estimado de aplicación de los mismos en línea con las proyecciones de EBIT, y teniendo en cuenta los límites de deducibilidad aplicables en España y Estados Unidos, donde el Grupo opera y tiene créditos fiscales.

Para la valoración de los créditos fiscales no activados en balance, en este caso, correspondientes con los créditos fiscales bajo ley española, y tras conversaciones con el cliente, se ha estimado que estos no se podrán empezar a recuperar en un período inferior a 10 años. Sin embargo, para el caso de los créditos activados, se podrán utilizar desde el primer año de proyección.

Para la valoración de estos créditos, la tasa de descuento utilizada ha sido el Coste de los fondos propios[1]. Los créditos fiscales se han incluido como parte de los ajustes al Enterprise Value para obtener el Equity Value.

BINs Activadas a 31/01/2025 (€m)		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Inicio del período		0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Generadas durante el ejercicio		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Compensadas		(0,2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fin del período		**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Utilizada		0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ahorro impositivo		0,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Periodo de descuento	10,2%	0,29	1,08	2,08	3,08	4,08	5,08	6,08	7,08	8,08	9,08	10,08
Ahorro descontado		**0,0**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
Valor actual BINs		**0,0**										

BINs No Activadas a 31/01/2025 (€m)		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Inicio del período		3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Generadas durante el ejercicio		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Compensadas		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(3,5)
Fin del período		**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**3,5**	**-**
Utilizada		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3,5
Ahorro impositivo		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,9
Periodo de descuento	9,8%	0,29	1,08	2,08	3,08	4,08	5,08	6,08	7,08	8,08	9,08	10,08
Ahorro descontado		**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**0,3**
Valor actual BINs		**0,3**										

Notas: (1) Para mayor detalle acerca del coste de los fondos propios (Ke), ver Anexo IV.
Fuente: Análisis de EY e Información facilitada por el Cliente.

Anexo XII: Descuento de flujos de caja de los nuevos proyectos de Proeduca

Descuento de flujos de caja de los nuevos proyectos de Proeduca

A continuación, se muestra un detalle del detalle de descuento de flujos de caja de los nuevos proyectos[1]:

- **Ingresos y EBITDA:** se ha considerado la información de acuerdo con el Plan de Negocio del Cliente entre 2025E y 2032E. EY ha considerado un valor terminal en el que se considera que los ingresos crecen a la tasa a largo plazo del 2%. En cuanto a los márgenes, a efectos de considerar unas cifras normalizadas a perpetuidad, se ha calculado en base al nivel promedio del margen EBITDA del periodo 2024A-2032E del plan de negocio de Proeduca en su conjunto
- **D&A y CapEx:** se ha incluido la cifra de CapEx estratégico asociado a estos nuevos proyectos, que asciende a c.4% sobre los ingresos de nuevos proyectos, ratio que se ha mantenido para el valor terminal. En cuanto a la depreciación, se ha estimado una vida útil media del mismo CapEx de cinco años, de acuerdo con las conversaciones mantenidas con la Dirección.
- **Capital circulante:** se han mantenido las mismas ratios sobre ventas que el capital circulante del DCF en su conjunto, tras confirmar con la Compañía que la operativa a nivel circulante de estos proyectos se encuentra alineada con la del negocio recurrente.
- **Impuestos:** de cara al cálculo de impuestos, se ha considerado la tasa impositiva implícita para el negocio en su conjunto de cada año, la cual mantiene las ponderaciones de ingresos según la geografía[2]. Para el año 2029E en adelante, así como para el valor terminal, se toma de referencia el tipo implícito de 2028E.

A efectos del cálculo del Enterprise Value asociado a estas líneas de negocio, los flujos de caja se han descontado a la tasa de descuento ponderada utilizada en el método del DCF (10,8%) cuyo detalle se encuentra en páginas anteriores.

€m	2025E	2026E	2027E	2028E	…	2032E	TV
Ingresos por ROI presupuestado	2,5	12,0	20,9	32,9		n.a.	n.a.
Ingresos estudiantes nuevas iniciativas y spin offs	2,5	8,2	11,2	14,0		n.a.	n.a.
Ingresos totales	**5,0**	**20,3**	**32,1**	**46,8**		**86,0**	**87,7**
Crecimiento de ingresos	*0,0%*	*137,2%*	*58,0%*	*46,1%*		*12,7%*	*2,0%*
Costes por ROI presupuestado	(1,1)	(4,6)	(7,7)	(11,8)		n.a.	n.a.
Costes estudiantes nuevas iniciativas y spin offs	(2,7)	(6,1)	(7,6)	(8,7)		n.a.	n.a.
Margen Operativo	**1,2**	**9,6**	**16,8**	**26,3**		**n.a.**	**n.a.**
Costes de proyectos ROI presupuestado	(3,0)	(6,5)	(7,8)	(9,1)		n.a.	n.a.
Costes de proyectos nuevas empresas y spin offs	(2,0)	(4,0)	(4,5)	(4,3)		n.a.	n.a.
EBITDA	**(4,3)**	**(1,9)**	**4,5**	**12,9**		**31,6**	**21,5**
Margen EBITDA	*(87,2%)*	*(9,3%)*	*14,0%*	*27,5%*		*36,7%*	*24,5%*
Depreciación y Amortización	(4,6)	(7,3)	(7,7)	(6,6)		(1,5)	(3,1)
EBIT	**(9,0)**	**(9,2)**	**(3,3)**	**6,2**		**30,1**	**18,4**
Impuestos	-	-	-	(1,7)		(8,1)	(5,0)
NOPAT	**(9,0)**	**(9,2)**	**(3,3)**	**4,6**		**22,0**	**13,4**
(+) D&A	4,6	7,3	7,7	6,6		1,5	3,1
(-) Capex Estratégico	(9,0)	(13,5)	(2,1)	(2,2)		(3,1)	(3,1)
(+/-) Variación del capital circulante	(3,0)	3,9	3,2	3,8		1,6	1,0
Flujo de caja libre	**(16,3)**	**(11,5)**	**5,6**	**12,8**		**22,0**	**14,4**
Valor terminal							**162,1**
Período de descuento	0,29	1,08	2,08	3,08		7,08	7,08
Factor de descuento	0,97	0,89	0,81	0,73		0,48	0,48
Flujo de caja libre descontado	**(15,8)**	**(10,3)**	**4,5**	**9,3**		**10,6**	**78,1**

Notas: (1) Para mayor detalle acerca de las proyecciones completas para el periodo 2025E-2032E, ver siguiente página. (2) Para mayor detalle, ver Anexo VIII.
Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

Anexo XII: Descuento de flujos de caja de los nuevos proyectos de Proeduca

Descuento de flujos de caja de los nuevos proyectos de Proeduca

A continuación, se muestra un detalle del detalle de descuento de flujos de caja de los nuevos proyectos (cont.):

€m	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	TV
Ingresos por ROI presupuestado	2,5	12,0	20,9	32,9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ingresos estudiantes nuevas iniciativas y spin offs	2,5	8,2	11,2	14,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ingresos totales	**5,0**	**20,3**	**32,1**	**46,8**	**59,0**	**67,5**	**76,3**	**86,0**	**87,7**
Crecimiento de ingresos	*0,0%*	*137,2%*	*58,0%*	*46,1%*	*26,0%*	*14,4%*	*13,0%*	*12,7%*	*2,0%*
Costes por ROI presupuestado	(1,1)	(4,6)	(7,7)	(11,8)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Costes estudiantes nuevas iniciativas y spin offs	(2,7)	(6,1)	(7,6)	(8,7)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Margen Operativo	**1,2**	**9,6**	**16,8**	**26,3**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**
Costes de proyectos ROI presupuestado	(3,0)	(6,5)	(7,8)	(9,1)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Costes de proyectos nuevas empresas y spin offs	(2,0)	(4,0)	(4,5)	(4,3)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EBITDA	**(4,3)**	**(1,9)**	**4,5**	**12,9**	**20,6**	**24,6**	**27,9**	**31,6**	**21,5**
Margen EBITDA	*(87,2%)*	*(9,3%)*	*14,0%*	*27,5%*	*34,9%*	*36,4%*	*36,6%*	*36,7%*	*24,5%*
Depreciación y Amortización	(4,6)	(7,3)	(7,7)	(6,6)	(5,8)	(4,6)	(1,9)	(1,5)	(3,1)
EBIT	**(9,0)**	**(9,2)**	**(3,3)**	**6,2**	**14,8**	**20,0**	**26,0**	**30,1**	**18,4**
Impuestos	-	-	-	(1,7)	(4,0)	(5,4)	(7,0)	(8,1)	(5,0)
NOPAT	**(9,0)**	**(9,2)**	**(3,3)**	**4,6**	**10,8**	**14,6**	**19,0**	**22,0**	**13,4**
(+) D&A	4,6	7,3	7,7	6,6	5,8	4,6	1,9	1,5	3,1
(-) Capex Estratégico	(9,0)	(13,5)	(2,1)	(2,2)	(2,5)	(2,7)	(2,9)	(3,1)	(3,1)
(+/-) Variación del capital circulante	(3,0)	3,9	3,2	3,8	2,7	1,7	1,6	1,6	1,0
Flujo de caja libre	**(16,3)**	**(11,5)**	**5,6**	**12,8**	**16,9**	**18,2**	**19,6**	**22,0**	**14,4**
Valor terminal									**162,1**
Período de descuento	0,29	1,08	2,08	3,08	4,08	5,08	6,08	7,08	7,08
Factor de descuento	0,97	0,89	0,81	0,73	0,66	0,59	0,53	0,48	0,48
Flujo de caja libre descontado	**(15,8)**	**(10,3)**	**4,5**	**9,3**	**11,1**	**10,8**	**10,5**	**10,6**	**78,1**

Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas.

Anexo XIII: EBITDA LTM

EBITDA LTM

A continuación, se presenta la construcción del EBITDA LTM a Fecha de Valoración:

€m	Sep-Ene24	Feb-Ago24	FY24A	Sep-Ene25	EBITDA LTM
Ingresos	149,2	198,6	**347,8**	185,5	384,1
Margen operativo	115,9	146,7	**262,6**	148,3	295,0
Margen operativo sobre ingresos (%)	*77,7%*	*73,9%*	***75,5%***	*79,9%*	*76,8%*
Margen de contribución	92,5	107,9	**200,4**	119,0	226,9
Margen de contribución sobre ingresos (%)	*62,0%*	*54,3%*	***57,6%***	*64,1%*	*59,1%*
EBITDA	**39,9**	**24,5**	**64,4**	**55,3**	**79,8**
Margen EBITDA (%)	***26,7%***	***12,3%***	***18,5%***	***29,8%***	***20,8%***

Fuente: Análisis de EY e Información facilitada por el Cliente.

Anexo XIV: Árboles binomiales

Marco teórico

Marco teórico

El contrato de opción es un derivado financiero que ofrece al comprador el derecho, pero no la obligación, de comprar (opción de compra) o vender (opción de venta) el activo subyacente a un precio acordado durante un período determinado o en una fecha específica:

- Las opciones europeas solo pueden ejercerse en la fecha de vencimiento de la opción;
- Las opciones americanas pueden ejercerse en cualquier momento antes de la fecha de vencimiento.

El valor de una opción en cualquier momento se compone de dos componentes básicos:

- Valor intrínseco (la diferencia entre el precio de ejercicio de la opción y el valor de la acción subyacente);
- Valor temporal (refleja el potencial de ganancia futura de la opción dado el tiempo que la opción estará vigente y los posibles cambios en el precio de la acción durante ese intervalo).

Dadas las características del earn out, tratándose de un posible pago adicional que depende del precio del activo subyacente, el cual se puede ejercer en cualquier momento de su vigencia, se entiende que, para estimar su valor, el activo a valorar se aproxima a las características de una opción americana, lo cual se ha reflejado dentro del método empleado.

Según las opiniones predominantes, ningún modelo de valoración de opciones se considera teóricamente superior a otros, y las entidades deben seleccionar el modelo que sea más apropiado para las circunstancias específicas.

No obstante, a pesar de que no se prescriba un modelo específico, el modelo de valoración de opciones utilizado debe tener en cuenta un mínimo de seis *inputs*. Estos son:

- Precio actual de la acción subyacente;
- Precio de ejercicio de la opción;
- Tasa(s) de interés libre de riesgo para el plazo esperado de la opción;
- Volatilidad esperada del precio de la acción subyacente;
- Plazo esperado de la opción, teniendo en cuenta tanto el plazo contractual como el plazo esperado de la opción.

Fuente: Análisis EY.

Anexo XIV: Árboles binomiales

Marco teórico

Marco teórico – Inputs de un árbol binomial

Precio actual del activo subyacente

El precio actual del activo subyacente se refiere al precio actual de mercado de un activo financiero, como una acción, índice bursátil, materia prima, u otro instrumento financiero.

Precio de ejercicio de la opción

El precio de ejercicio de la opción es el precio acordado donde el titular de la opción tiene el derecho, pero no la obligación, de ejercerla para comprar o vender el activo subyacente en una fecha futura determinada. Este precio se establece en el momento en que se emite la opción.

Tasa de interés libre de riesgo

Normalmente, la tasa de interés libre de riesgo es la rentabilidad implícita de las emisiones del Estado en la moneda del mercado donde se negocian los activos subyacentes con un vencimiento igual al vencimiento esperado de la opción.

Puede ser necesario utilizar un sustituto adecuado si no existen tales emisiones del Estado o si la rentabilidad implícita de las emisiones no es representativa de la tasa de interés libre de riesgo (por ejemplo, en economías con una alta inflación).

Volatilidad esperada del activo

La volatilidad de un activo es una medida de fluctuación del precio del activo durante un periodo de tiempo determinado, e influye significativamente en la estimación del valor de la opción.

La volatilidad no es lo mismo que la “beta” de una acción. La beta mide la fluctuación del precio de una acción en relación con la fluctuación media del mercado, y no es la medida utilizada en un modelo de valoración de opciones. La volatilidad es una medida de la variación del precio de una acción o activo en relación con su propio precio en periodos anteriores.

Al estimar la volatilidad esperada, deben tenerse en cuenta, entre otros, los siguientes factores:

- Volatilidad implícita de las opciones sobre acciones negociadas de la compañía, u otros instrumentos negociados de la compañía que incluyan características de opción (como la deuda convertible), en su caso;
- La volatilidad histórica del precio de la acción durante el período más reciente que, en general, se corresponde con la duración esperada de la opción; y
- El tiempo que llevan cotizando las acciones de una entidad, los acontecimientos extraordinarios pasados que repercuten en la volatilidad calculada y los intervalos adecuados para las observaciones de precios.

Duración esperada de la opción

La duración de la opción tiene un impacto significativo en su valoración. Cuanto más tiempo se tenga hasta el vencimiento, más tiempo tendrá el tenedor de la opción para permitir que el precio del activo aumente, y por tanto, la opción tendrá más valor. Además, las mayores duraciones, ofrecen más oportunidades de aprovechar los máximos del mercado sin exponerse al riesgo a la baja.

En consecuencia, la doctrina general requiere que las entidades utilicen el plazo previsto de la opción, en lugar del plazo contractual, como *input* en un modelo de valoración de opciones.

Número de períodos

Al realizar una valoración mediante un modelo binomial, también es necesario decidir cuántos pasos de tiempo utilizar en la valoración (es decir, cuánto tiempo transcurre entre nodos).

En general, cuanto mayor sea el número de pasos de tiempo, más precisa será la valoración final. Sin embargo, a medida que se añaden más pasos de tiempo, el aumento incremental en la precisión disminuye.

Fuente: Análisis EY.

Anexo XIV: Árboles binomiales

Marco teórico

Construcción de un árbol binomial

A continuación, se muestra con fines ilustrativos cómo se construye, desde una perspectiva teórica, un modelo binomial. Es importante tener en cuenta que lo que se explica a continuación no se corresponde con los cálculos y asunciones realizadas en el análisis de EY. Su finalidad es la de mostrar cómo se debe construir y aplicar un árbol binomial.

Para construir un modelo binomial, se deben crear dos árboles principales:

1. Un árbol cuyas ramas representan los movimientos alternativos futuros del precio de la acción, es decir, el árbol del precio de la acción.
2. Un árbol cuyas ramas representan el valor de la opción utilizando el árbol que representa los precios de las acciones creado en el paso 1, es decir, el árbol del valor de la opción.

A continuación, se muestra un ejemplo sobre cómo se utiliza un modelo binomial, considerando las siguientes suposiciones:

- Precio de ejercicio = €10;
- Precio *strike* = €10;
- Volatilidad constante = 30%;
- Tasa libre de riesgo = 5%;
- *Yield* del dividendo = 0%; y
- Plazo de la opción = 5 años (período entre nodos de seis meses, es decir, pasos de tiempo = 10).

Los movimientos ascendentes se calculan como $u = e^{\sigma\sqrt{t}}$

Donde:

σ = volatilidad anualizada

t= tiempo entre nodos (basado en una fracción de un año)

$$u = e^{30\% * \sqrt{0,5}} = 1,236$$

Por lo tanto, el precio en $S_{1,1} = €10 * 1,236 = €12,36$

Los movimientos descendentes se calculan como $\mathrm{d} = \frac{1}{u}$

$$\mathrm{d} = \frac{1}{1,236} = 0,809$$

Por lo tanto, el precio en $S_{1,0} = €10 * 0,809 = €8,09$

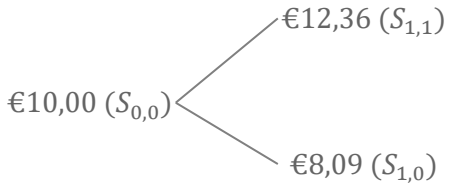
Fuente: Análisis EY y Universidad de Valencia

Anexo XIV: Árboles binomiales

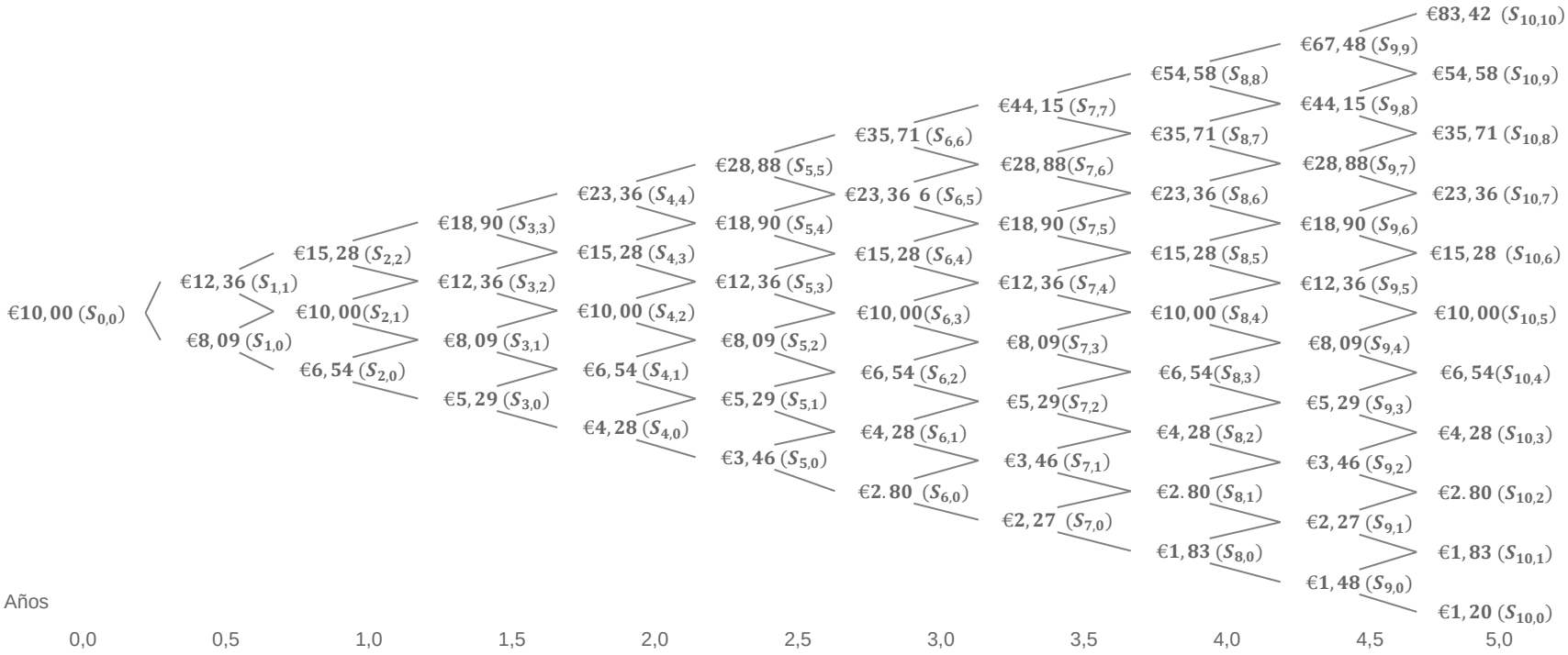
Marco teórico

Construcción de un árbol binomial (Cont.)

En consecuencia, el precio de la acción se mueve de $S_{0,0}$ a $S_{1,0}$ y $S_{1,1}$ (donde S representa el precio de la acción,, $S_{1,1}$ representa el aumento, y $S_{1,0}$ representa la disminución), como sigue:



Este proceso de expansión del árbol continúa de la misma manera en cada nodo, hasta que se alcanza el final del plazo contractual. El árbol de movimientos del precio de la acción se ilustra en el siguiente gráfico (árbol binomial del precio de una acción):



Fuente: Análisis EY y Universidad de Valencia

Anexo XIV: Árboles binomiales

Marco teórico

Construcción de un árbol binomial (Cont.)

Una de las ventajas de un árbol binomial es su capacidad para representar un gran número de posibles trayectorias futuras de los precios de las acciones a lo largo de la vida de la opción. En el ejemplo anterior (utilizado solo con fines ilustrativos), la especificación de un intervalo de seis meses entre nodos proporciona una descripción limitada de las trayectorias de precios futuras; cuanto más corto sea el período entre nodos, mejor será la descripción de los movimientos futuros del precio de la acción.

Además de especificar el tiempo entre nodos, el árbol binomial especifica las probabilidades de que el precio aumente o disminuya en cualquier nodo dado. Si se especifica un gran número de períodos cortos entre nodos, el modelo ya describe con precisión la evolución de los precios de las acciones. Por lo tanto, no se logra una precisión adicional al establecer las probabilidades de un movimiento ascendente o descendente en el precio de la acción en algo diferente de ½ y ½ en cada nodo.

Cabe señalar que, en el ejemplo del árbol en la página anterior, un movimiento de precio ascendente seguido de un movimiento descendente resulta en el mismo precio final que un movimiento descendente seguido de un movimiento ascendente. Esta característica de recombinación del árbol de precios de las acciones resulta de la suposición de volatilidad constante y simplifica la tarea de valoración.

Después de desarrollar el árbol de precios de las acciones, la opción debe valorarse en cada nodo del árbol en un proceso caracterizado como "inducción hacia atrás". En este proceso, comenzamos en el final del árbol (en t = 10 en Nuestro ejemplo) y calculamos el valor en cada nodo. El cálculo del valor en esos nodos finales es simple porque la opción está a punto de expirar y, por lo tanto, el valor justo de la opción es igual a su valor intrínseco si este es positivo (por ejemplo, nodos S_10,10 a S_10,6) y cero si es negativo (por ejemplo, nodos S_10,5 a S_10,0). Por ejemplo, el precio de la acción en los nodos S_10,10 y S_10,4 son €83,42 y €6,54, respectivamente.

Dado que el precio de ejercicio de la opción es €10, los valores intrínsecos de la opción en los nodos S_10,10 y S_10,4 son €73,42 y €0, respectivamente.

El siguiente paso es calcular el valor de la opción en el nodo S_9,9. Para hacer esto, debemos calcular el valor presente en (t = 9) de los dos posibles resultados en t = 10, S_10,10 y S_(10,9), basándonos en sus probabilidades relativas de ocurrir y una tasa de descuento igual a la tasa libre de riesgo y, en caso de valorar la opción americana, compararlo con el valor intrínseco de la opción en el nodo S_9,9 (si es positivo). El valor de la opción es entonces el mayor de los dos valores anteriores.

En nuestro árbol de precios, no hemos incorporado un sesgo ascendente en el precio de la acción resultante de la presión ascendente de las tasas de interés. Una forma de incorporar el impacto de las tasas de interés es ajustar las probabilidades asociadas con los posibles movimientos ascendentes o descendentes desde cualquier nodo, alejándolas de 1/2, 1/2 de modo que la probabilidad de un aumento (disminución) en el precio de la acción sea mayor (menor) que 1/2. Este cambio en las probabilidades sirve para aumentar la valoración general de acuerdo con el sesgo ascendente positivo de los precios de las acciones.

Los nuevos valores de probabilidad son los siguientes:

Los movimientos ascendentes se calculan como:

$$\mathrm{p}u = \frac{a-d}{u-d}$$

Donde: $a = e^{rt}$

$$\mathrm{p}u = \frac{e^{(0{,}05)*(0{,}5)} - 0{,}809}{1{,}236 - 0{,}809} = 0{,}506$$

Los movimientos descendentes se calculan como $\mathrm{pd} = 1 - \mathrm{pu}$

$$\mathrm{pd} = 1 - 0{,}506 = 0{,}494$$

El factor de descuento viene dado por $e^{(0{,}05)*(0{,}5)}$

Fuente: Análisis EY y Universidad de Valencia

Anexo XIV: Árboles binomiales

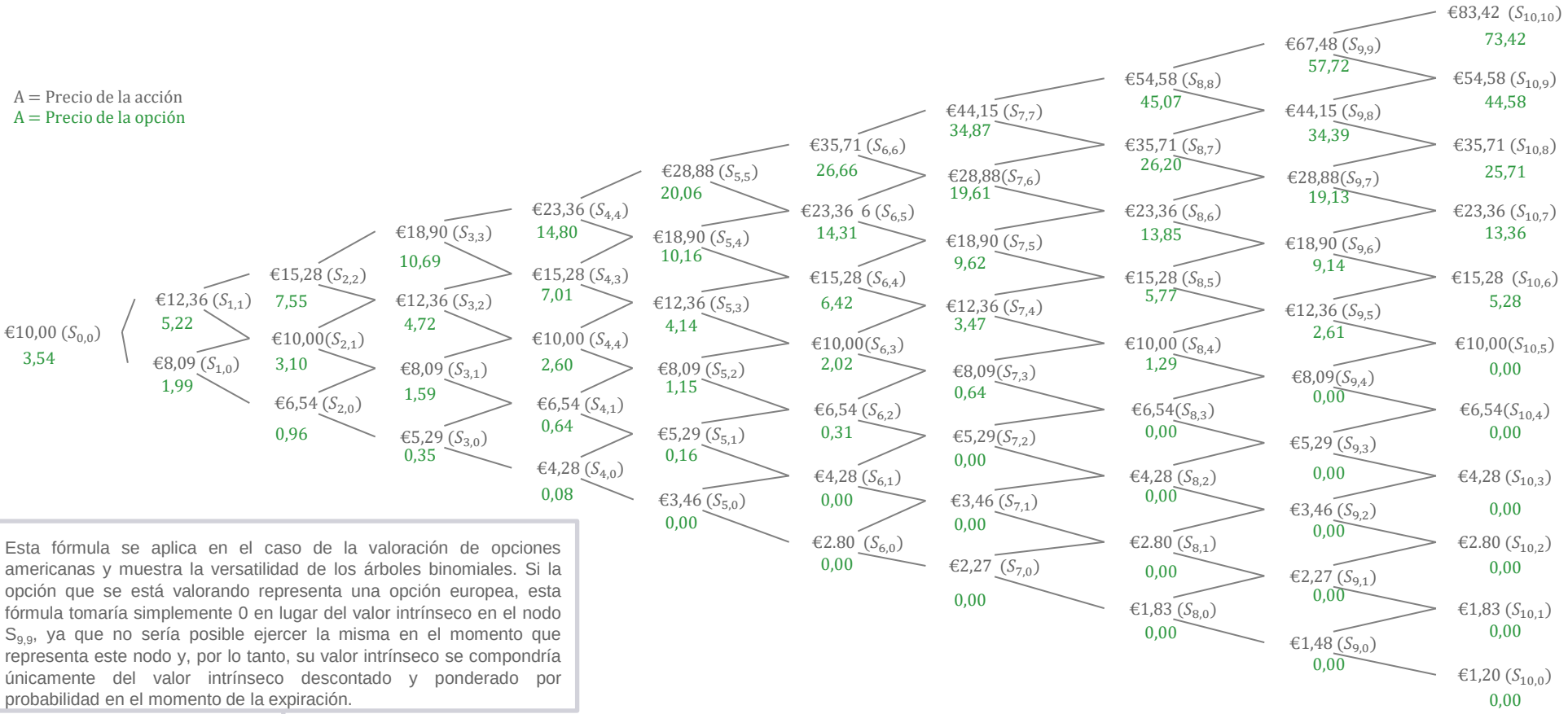
Marco teórico

Construcción de un árbol binomial (Cont.)

El valor presente descontado de la opción en el nodo $S_{9,9}$ es, por lo tanto, el mayor de su valor intrínseco en el nodo $S_{9,9}$ ($€67,48 - €10,00 = €57,48$) y

$$\frac{[(\text{pu} * \text{S}_{10,10}) + (\text{pd} * \text{S}_{10,9})]}{\text{e}^{\text{rt}}} = \frac{[(0{,}506 * €73{,}42) + (0{,}494 * €44{,}58)]}{1{,}025} = €57{,}72$$

El proceso de cálculo del valor esperado (inducción hacia atrás) continúa hasta que se ha determinado el valor en $S_{0,0}$, como se representa en el siguiente gráfico (precio de la acción y árbol del valor de la opción):



Esta fórmula se aplica en el caso de la valoración de opciones americanas y muestra la versatilidad de los árboles binomiales. Si la opción que se está valorando representa una opción europea, esta fórmula tomaría simplemente 0 en lugar del valor intrínseco en el nodo $S_{9,9}$, ya que no sería posible ejercer la misma en el momento que representa este nodo y, por lo tanto, su valor intrínseco se compondría únicamente del valor intrínseco descontado y ponderado por probabilidad en el momento de la expiración.

Fuente: Análisis EY y Universidad de Valencia

Anexo XV: Árboles binomiales

Resultado de los análisis realizados

Resultado de los análisis realizados – Evolución de precio estimado de salida

A continuación, se presenta de manera ilustrativa los resultados obtenidos en el cálculo de la evolución del precio estimado de salida para el Realised Exit Additional Amount durante el transcurso de los nodos y períodos asumidos.

Para su cálculo, se ha partido del precio de compra en el nodo 0 y se han estimado las potenciales subidas o bajadas de valor en función de la volatilidad de las compañías comparables y del momento temporal de cada variación.

Nodo (€m)															
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	…	60
1.381,1	1.511,5	1.654,3	1.810,6	1.981,6	2.168,8	2.373,7	2.597,9	2.843,3	3.111,9	3.405,9	3.727,6	4.079,8	4.465,2		310.686,2
	1.261,9	1.381,1	1.511,5	1.654,3	1.810,6	1.981,6	2.168,8	2.373,7	2.597,9	2.843,3	3.111,9	3.405,9	3.727,6		259.369,2
		1.153,0	1.261,9	1.381,1	1.511,5	1.654,3	1.810,6	1.981,6	2.168,8	2.373,7	2.597,9	2.843,3	3.111,9		216.528,4
			1.053,4	1.153,0	1.261,9	1.381,1	1.511,5	1.654,3	1.810,6	1.981,6	2.168,8	2.373,7	2.597,9		180.763,7
				962,5	1.053,4	1.153,0	1.261,9	1.381,1	1.511,5	1.654,3	1.810,6	1.981,6	2.168,8		150.906,4
					879,4	962,5	1.053,4	1.153,0	1.261,9	1.381,1	1.511,5	1.654,3	1.810,6		125.980,7
						803,5	879,4	962,5	1.053,4	1.153,0	1.261,9	1.381,1	1.511,5		105.172,1
							734,2	803,5	879,4	962,5	1.053,4	1.153,0	1.261,9		87.800,5
								670,8	734,2	803,5	879,4	962,5	1.053,4		73.298,2
									612,9	670,8	734,2	803,5	879,4		61.191,3
										560,0	612,9	670,8	734,2		51.084,1
											511,7	560,0	612,9		42.646,4
												467,5	511,7		35.602,4
													427,2		29.721,8
															…
															6,1

Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por la Compañía y del SPA.

Anexo XV: Árboles binomiales

Resultado de los análisis realizados

Resultado de los análisis realizados – Evolución del MOIC

A continuación, se presenta de manera ilustrativa los resultados obtenidos en el cálculo de la evolución del MOIC durante el transcurso de los nodos y períodos asumidos.

Para su cálculo, se han dividido los Realised Exit Proceeds, calculados como (i) la suma del precio de venta; (ii) más (o menos) la Posición Financiera Neta en el momento de la venta y (iii) las distribuciones recibidas durante el período transcurrido (en forma de dividendos).

Nodo (x)															
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	…	60
1,098	1,194	1,300	1,415	1,541	1,678	1,829	1,993	2,173	2,369	2,584	2,819	3,076	3,359		225,330
	1,014	1,102	1,199	1,304	1,419	1,545	1,682	1,833	1,997	2,177	2,373	2,588	2,825		188,180
		0,937	1,018	1,106	1,203	1,308	1,423	1,549	1,687	1,837	2,001	2,181	2,379		157,167
			0,867	0,941	1,022	1,110	1,207	1,312	1,427	1,553	1,691	1,841	2,007		131,277
				0,803	0,871	0,945	1,026	1,114	1,211	1,316	1,431	1,557	1,697		109,662
					0,745	0,807	0,875	0,949	1,030	1,118	1,215	1,320	1,437		91,618
						0,692	0,749	0,811	0,879	0,953	1,034	1,122	1,221		76,555
							0,644	0,696	0,753	0,815	0,883	0,957	1,040		63,979
								0,600	0,648	0,700	0,757	0,819	0,889		53,481
									0,560	0,604	0,652	0,704	0,763		44,716
										0,524	0,564	0,608	0,658		37,399
											0,491	0,528	0,570		31,291
												0,461	0,497		26,192
													0,436		21,935
															…
															0,423

Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por la Compañía y del SPA.

Anexo XV: Árboles binomiales

Resultado de los análisis realizados

Resultado de los análisis realizados – Valoración del earn out

A continuación, se presenta de manera ilustrativa los resultados obtenidos en el cálculo del valor del earn out durante el transcurso de los nodos y períodos asumidos.

Para cada nodo, se ha calculado el earn out del mismo período y se ha comparado con el valor presente del earn out del nodo anterior, permitiendo así reflejar la posibilidad de ejecutar el earn out en cualquier momento.

Nodo (€m)															
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	…	60
121,06	146,02	174,70	207,33	244,08	285,04	330,26	379,73	433,42	491,27	553,24	619,29	622,22	622,22		622,22
	97,20	118,64	143,62	172,42	205,25	242,28	283,62	329,28	379,24	433,44	491,80	554,33	621,11		622,22
		76,64	94,73	116,12	141,12	170,03	203,07	240,42	282,15	328,28	378,74	433,41	492,19		622,22
			59,26	74,22	92,18	113,49	138,50	167,52	200,79	238,48	280,66	327,30	378,30		622,22
				44,85	56,96	71,71	89,51	110,74	135,75	164,89	198,40	236,45	279,13		622,22
					33,17	42,74	54,59	69,12	86,74	107,86	132,86	162,10	195,86		622,22
						23,93	31,29	40,57	52,15	66,43	83,85	104,83	129,81		622,22
							16,81	22,32	29,39	38,37	49,64	63,64	80,83		622,22
								11,47	15,47	20,70	27,46	36,12	47,07		622,22
									7,58	10,40	14,14	19,08	25,52		622,22
										4,84	6,76	9,35	12,83		622,22
											2,98	4,23	5,96		622,22
												1,76	2,55		622,22
													1,00		622,22
															…
															0,00

Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por la Compañía y del SPA.

Anexo XVI: Implied holding period

Implied holding period (Período medio de mantenimiento en cartera)

Los resultados obtenidos mediante el método de contraste para el cálculo del Realised Exit Additional Amount han sido ponderados en base a la probabilidad de que la desinversión se produzca antes o en el 31 de agosto de 2029.

A modo de contraste de las probabilidades asignadas, hemos realizado un análisis indicativo de los períodos de mantenimiento en cartera basado en nuestra experiencia en la industria del *Private Equity*. Basándonos en investigaciones de datos disponibles públicamente, podemos concluir que el período de tenencia implícito de 4,5 años se encuentra dentro de un rango razonable del período de tenencia actual para inversiones en *Private Equity*.

Específicamente, hemos realizado un análisis de los períodos de tenencia basado en los siguientes informes:

- Según la información publicada por Aalto University School of Business, que analizó una muestra de 2.328 acuerdos de *Private Equity* europeos durante el período de muestra desde enero de 2000 hasta septiembre de 2015, el período de tenencia promedio en España es de 4,5 años, mientras que a nivel global el período en la industria de actividades financieras y de seguros alcanza los 4,7 años.
- Posteriormente, según la misma investigación, el período de tenencia promedio (reportado con la división por el evento de salida) fue de 5,6 años en Europa, o 4,7 años para empresas en etapas posteriores, respectivamente.
- Alternativamente, otra investigación de Preqin Private Equity reportó un período de tenencia promedio de 4,1 años en 2008 a 6,2 años en 2014, siendo el período de tenencia promedio de 5,1 años.

Basándonos en estos análisis, podemos concluir que el período de tenencia implícito de 4,5 años se encuentra dentro de un rango razonable, dada la naturaleza del activo.

Período de desinversión	1 año	2 años	3 años	4 años	5 años
Probabilidad de salida	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	50,0%
Duración de la inversión implícita			4,5		

Período medio de tenencia por país e industria	
España	4,5
Actividades financieras y de seguros	4,7

Período medio de tenencia en base al evento de salida				
	M&A	IPO	Liquid.	LBO
Europa	5,4	4,7	6,0	6,2
Fase más avanzada	5,0	3,5	5,3	5,2

Período medio de tenencia en Europa anual	
2006	4,5
2007	4,4
2008	4,1
2009	4,2
2010	5,1
2011	5,2
2012	5,8
2013	6,1
2014	6,2
2015 YTD	5,7

Fuente: Análisis EY en base a información de Aalto University School of Business y Preqin Private Equity.

Anexo XVII: Simulaciones de Montecarlo

Marco teórico

Marco teórico

Tomando en consideración las condiciones de earn out y las directrices de "*Valuations in Financial Reporting. Valuation Advisory 4: Valuation of Contingent Consideration*" by "The Appraisal Foundation", EY ha realizado un análisis para estimar los diferentes escenarios de niveles de EBITDA en los años siguientes a la Transacción.

Según "The Appraisal Foundation", el importe pagado por el earn out debe contemplar un flujo de caja esperado descontado por una tasa de descuento apropiada que recoja la perspectiva de los participantes del mercado sobre el riesgo del flujo de caja. No obstante, cuando los flujos de caja pueden variar debido a la exposición a fuentes de riesgo no diversificables, como ingresos, EBITDA, etc., la tasa de descuento debe incluir una prima además de la tasa libre de riesgo más el riesgo crediticio de la contraparte. La prima debe ser proporcional al nivel de riesgo no diversificable del flujo de caja. Cuanto mayor sea la correlación del flujo de caja con el mercado, mayor será la prima sobre la tasa libre de riesgo.

El marco del CAPM proporciona una metodología para cuantificar la prima de riesgo asociada con el flujo de caja esperado para un earn out con una estructura lineal. La multiplicación de la beta y la prima de riesgo del mercado representa el *Required Metric Risk Premium* (RMRP) para el riesgo no diversificable asociado con el flujo de caja de ese earn out de estructura lineal. Sin embargo, el RMRP para una métrica con un riesgo no diversificable no captura el impacto de las no linealidades en la estructura de pago del earn out.

Según "The Appraisal Foundation", una manera equivalente de valorar los flujos de caja es primero eliminar el riesgo no diversificable de los flujos de caja esperados, por ejemplo, reduciendo la tasa de crecimiento proyectado por el RMRP. Posteriormente, los flujos de caja esperados resultantes, considerados *risk neutral*, se descuentan a la tasa libre de riesgo más un ajuste por riesgo crediticio de la otra parte. Este proceso es matemáticamente equivalente al descuento habitual; con la diferencia de que se realiza en dos pasos. Dividir el descuento en estos dos pasos permite considerar el impacto de una estructura de pago no lineal en los flujos de caja de los cuales se ha eliminado el riesgo sistemático. Si no hay riesgo sistemático en los flujos de caja, la estructura de pago no puede afectar la cantidad de riesgo sistemático y, por lo tanto, la estructura de pago no afecta la tasa de retorno requerida. De este modo, en este contexto de flujos de caja esperados *risk neutral*, no hay necesidad de estimar el efecto de una estructura no lineal en la tasa de descuento.

De manera similar, en el contexto del pago contingente, eliminar el riesgo no diversificable de la previsión de la métrica permite que el análisis de valoración se realice en un marco *risk neutral*. Una vez que se ha eliminado el riesgo no diversificable de la distribución de previsiones, la tasa de retorno requerida ya no se ve afectada por la estructura de pago (ya sea lineal o no lineal). Más específicamente, la valoración del earn out en un marco neutro *risk neutral* se puede realizar utilizando el siguiente proceso:

- Descontando la previsión del caso esperado de la métrica por el RMRP (para crear una previsión *risk neutral*) y asumiendo una volatilidad adecuada, para construir una distribución de resultados *risk neutral*.
- Desde la distribución *risk neutral* de los resultados, se calcula la distribución de pago del earn out (*risk neutral*) de acuerdo con los términos del acuerdo de consideración contingente.
- Calcula el pago esperado (*risk neutral*) a partir de esa distribución de pago (*risk neutral*).
- Descuenta el flujo de efectivo esperado (*risk neutral*) a la tasa libre de riesgo más cualquier ajuste por riesgo crediticio.

Este procedimiento se ha seguido para estimar el valor presente del earn out de la Compañía.

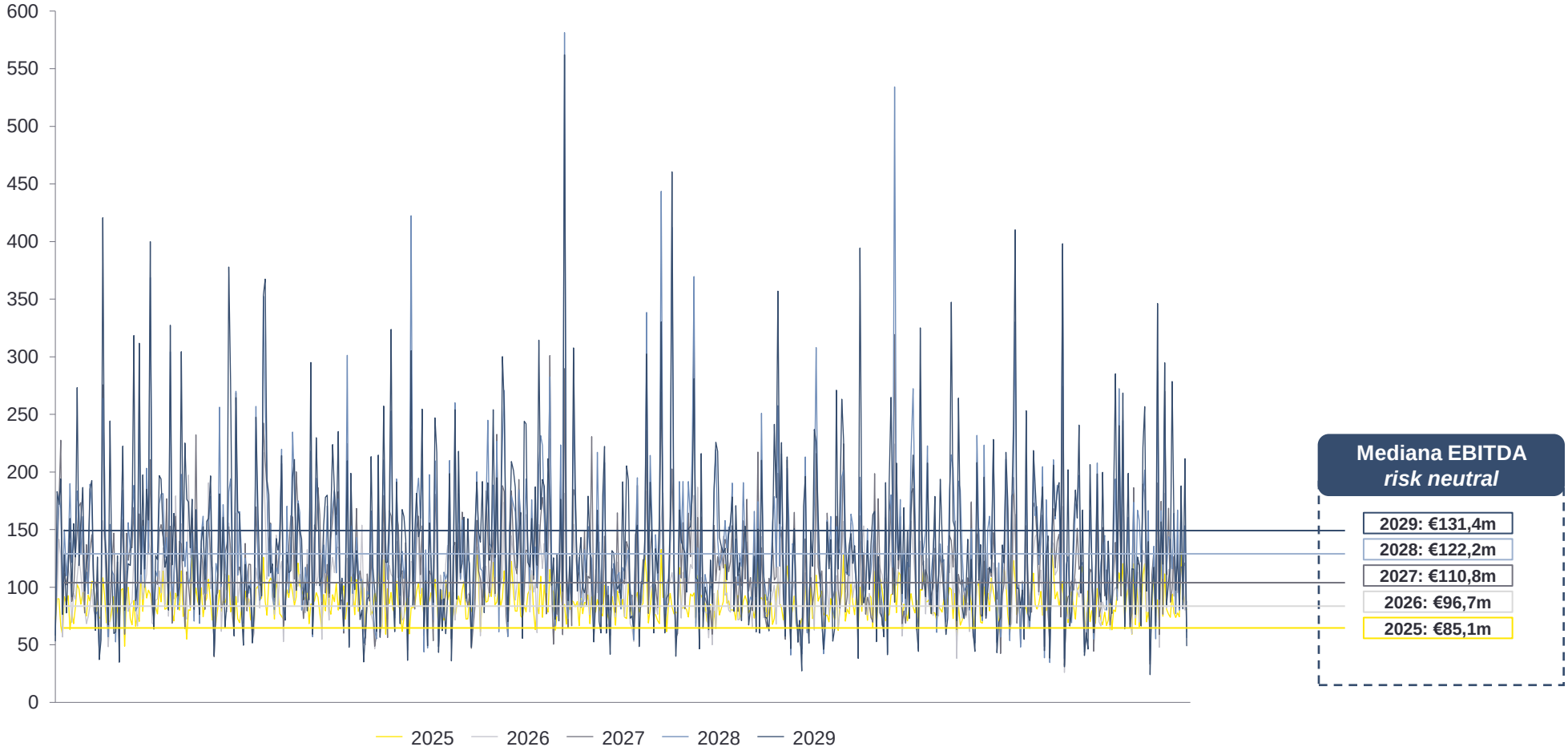
Fuente: Análisis EY.

Anexo XVIII: Simulaciones de Montecarlo

Detalle y construcción del método de Montecarlo

Resultado de los análisis realizados – Resumen

Basándose en los cálculos realizados para el Synthetic Exit Additional Amount, y con fines ilustrativos, el siguiente gráfico incluye una muestra de la simulación de datos ejecutada 10.000 veces para calcular el EBITDA de algunos de los años proyectados (2025 a 2029).



Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por la Compañía y "*Valuations in Financial Reporting. Valuation Advisory 4: Valuation of Contingent Consideration*" por "The Appraisal Foundation".

Anexo XVIII: Simulaciones de Montecarlo

Detalle y construcción del método de Montecarlo

Resultado de los análisis realizados – Construcción de las simulaciones de Montecarlo

El procedimiento para estimar el Synthetic Exit Additional Amount es el siguiente, como ejemplo de los 10.000 escenarios realizados:

Generación de números aleatorios

1 Se generan 10.000 escenarios aleatorios

Generación de números aleatorios					
Simulación	1	2	3	4	5
Simulación 1	(0,9)	(0,2)	(1,8)	(0,4)	(0,4)
Simulación 2	0,3	(0,4)	0,7	(0,0)	1,1
…	…	…		…	…
Simulación 10.000	(0,1)	1,6	(1,7)	0,6	(0,5)

EBITDA Esperado (€m)					
Simulación	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29
Simulación 1	72,7	79,8	59,3	60,2	58,9
Simulación 2	89,5	92,3	125,1	137,7	192,4
…	…	…		…	…
Simulación 10.000	83,9	141,5	108,4	139,9	133,6

2 Generación de EBITDA esperado para cada simulación

3 Cálculo de PFN y Distribuciones

PFN + Distribuciones (€m)					
Simulación	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29
Simulación 1	169,4	234,9	330,1	446,2	578,6
Simulación 2	169,4	234,9	330,1	446,2	578,6
…	…	…		…	…
Simulación 10.000	169,4	234,9	330,1	446,2	578,6

Exit Value (€m)						
Simulación	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29	Synthetic
Simulación 1	1.199,6	1.322,3	1.018,0	1.108,3	1.191,0	1.466,1
Simulación 2	1.523,6	1.551,6	2.164,8	2.411,9	3.483,9	3.480,0
…	…	…		…	…	…
Simulación 10.000	1.413,8	2.543,0	1.850,7	2.451,6	2.377,8	2.593,6

4 Cálculo del Exit Value

Simulación	5 Synthetic MOIC	5 Synthetic Earn Out	6 Earn out descontado
Simulación 1	1,06	-	-
Simulación 2	2,52	528,12	380,15
…			
Simulación 10.000	1,88	-	-

5 Cálculo del MOIC y earn out resultante en base a los escenarios previamente definidos

6 Descuento del earn out a la tasa correspondiente

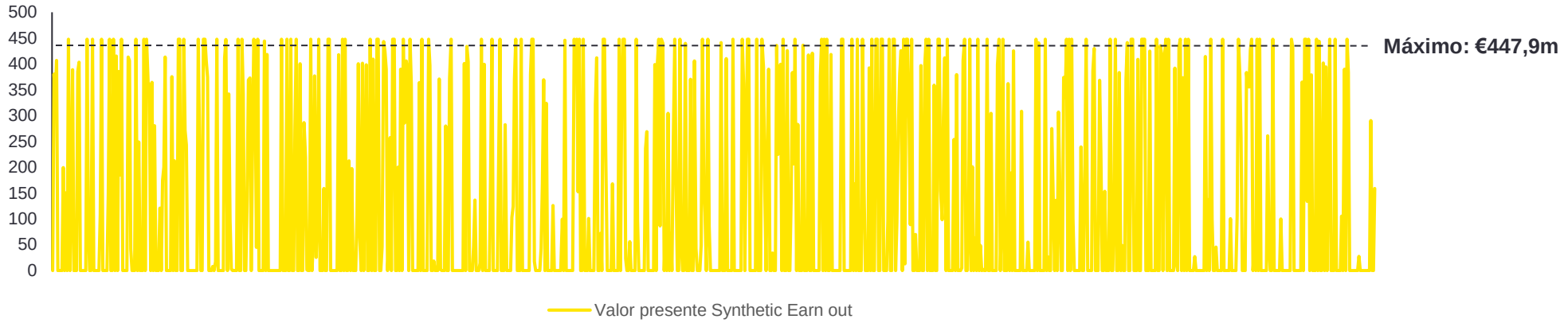
Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por la Compañía y "*Valuations in Financial Reporting. Valuation Advisory 4: Valuation of Contingent Consideration*" por "The Appraisal Foundation".

Anexo XVIII: Simulaciones de Montecarlo

Detalle y construcción del método de Montecarlo

Resultado de los análisis realizados – Conclusión de valores

El siguiente gráfico incluye, de manera ilustrativa el valor presente del earn out resultante del análisis estadístico realizado sobre la base de los cálculos realizados, que se encuentra entre €0k and €447,9m, con un valor medio de €133,8m para los 10.000 escenarios.



La siguiente tabla muestra los principales estadísticos resultantes del valor del earn out:

Synthetic Exit Additional Amount	Valor presente (€m)
1º cuartil	-
Media	133,8
3º cuartil	361,6
Seleccionado	**133,8**

Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por la Compañía y "*Valuations in Financial Reporting. Valuation Advisory 4: Valuation of Contingent Consideration*" por "The Appraisal Foundation".

Anexo XVIII: Simulaciones de Montecarlo

Detalle y construcción del método de Montecarlo

Resultado de los análisis realizados – Tasa de descuento de EBITDA

Las siguientes tablas representan la tasa de descuento empleada para el EBITDA para el cálculo del Synthetic Exit Additional Amount.

Tasa de descuento EBITDA	
Coste de los recursos propios	
Tasa libre de riesgo	4,5%
Beta desapalancada	1,01
D/E (valor de mercado)	9,4%
Tasa impositiva	26,7%
Beta apalancada	1,08
Prima de riesgo de mercado	5,9%
Coste de los recursos propios (Ke)	**10,4%**
Coste de la deuda	
Coste base	3,0%
Diferencial de la deuda	2,1%
Coste de la deuda pre-tax	**5,2%**
Tasa impositiva	26,7%
Coste de la deuda post-tax (Kd)	**3,8%**
Deuda	8,6%
Recursos Propios	91,4%
Tasa de descuento (%)	**9,9%**

Tasa de descuento (EBIT/EBITDA)	9,9%
Tasa libre de riesgo	4,5%
RMRP EBIT / EBITDA (%)	**5,4%**

Tasa libre de riesgo	4,5%
Diferencial de la deuda	2,1%
Tasa de descuento para riesgo de crédito y valor temporal (%)	**6,6%**

Los pagos contingentes están expuestos a varios tipos de riesgos que deben considerarse al seleccionar el descuento para la valoración de los pagos contingentes, tales como:

- El valor temporal del dinero, típicamente capturado por la tasa libre de riesgo.
- El riesgo de crédito de la contraparte, que representa el riesgo de que el deudor no pueda cumplir con su obligación cuando se vence un pago.
- La exposición al riesgo no diversificable asociado con la métrica.
- El impacto en el riesgo de la estructura de pago.

Los dos primeros elementos son aplicables durante el período desde la fecha de valoración hasta la fecha de pago esperada. Sin embargo, los dos últimos riesgos son aplicables solo durante el período desde la fecha de valoración hasta que la incertidumbre asociada con la métrica se resuelva completamente.

La *Required Metric Risk Premium* (RMRP) es una medida del retorno adicional sobre la tasa libre de riesgo, o prima de riesgo, que los inversores demandan para asumir el riesgo no diversificable asociado con una métrica.

El método mencionado típicamente comienza con la prima de riesgo estimada implícita en la tasa de descuento para los flujos de efectivo libres a largo plazo de la empresa, que luego se ajusta por las diferencias en riesgo entre los flujos de efectivo libres a largo plazo y la métrica de earn out. Los ajustes a menudo se realizan para los siguientes elementos:

- Diferencias en el apalancamiento entre los flujos de caja libres y las métricas de earn out.
- Diferencias atribuibles a qué sinergias se incluyen o excluyen por la definición de la métrica de earn out.
- Otras diferencias en riesgo entre los flujos de efectivo libres a largo plazo del negocio relevante y la métrica de earn out.

Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por la Compañía y "*Valuations in Financial Reporting. Valuation Advisory 4: Valuation of Contingent Consideration*" por "The Appraisal Foundation".

Anexo XVIII: Simulaciones de Montecarlo

Detalle y construcción del método de Montecarlo

Resultado de los análisis realizados – Tasa de descuento de EBITDA

Las siguientes tablas representan la tasa de descuento empleada para el EBITDA para el cálculo del Synthetic Exit Additional Amount.

Tasa de descuento EBITDA		
Coste de los recursos propios		
Tasa libre de riesgo		4,5%
Beta desapalancada	1	1,01
D/E (valor de mercado)		9,4%
Tasa impositiva		26,7%
Beta apalancada	1	1,08
Prima de riesgo de mercado		5,9%
Coste de los recursos propios (Ke)		**10,4%**
Coste de la deuda		
Coste base	2	3,0%
Diferencial de la deuda		2,1%
Coste de la deuda pre-tax		**5,2%**
Tasa impositiva		26,7%
Coste de la deuda post-tax (Kd)		**3,8%**
Deuda		8,6%
Recursos Propios		91,4%
Tasa de descuento (%)		**9,9%**

Tasa de descuento (EBIT/EBITDA)		9,9%
Tasa libre de riesgo		4,5%
RMRP EBIT / EBITDA (%)	3	**5,4%**

Tasa libre de riesgo		4,5%
Diferencial de la deuda		2,1%
Tasa de descuento para riesgo de crédito y valor temporal (%)	4	**6,6%**

Muchas metodologías para estimar tasas de descuento basadas en ingresos comienzan con la suposición de que el riesgo asociado con las ganancias de la empresa es razonablemente comparable al riesgo asociado con los activos subyacentes de la empresa.

Como se mencionó anteriormente, en un marco de CAPM ajustado, solo la parte de cualquier prima de riesgo adicional incluida en el WACC para el negocio relevante que sea aplicable a la métrica de earn out durante el período de earn out debe incluirse en el RMRP.

Teniendo en consideración el earn out a descontar, se tiene en cuenta lo siguiente:

1. En el marco del CAPM, se asume que la beta de activo es un proxy razonable para la beta del EBIT. Además, en muchas circunstancias, la beta de EBIT se considera una aproximación razonable para demás betas, como las betas de EBITDA.
2. Se ha considerado el diferencial de la deuda equivalente al bono soberano de los países que componen UNIR con vencimiento a 1 año y ponderados en función de los ingresos que representan sobre el total.
3. Tasa de descuento – Tasa libre de riesgo a largo plazo = RMPR EBITDA (*Required Metric Risk Premium* EBITDA) = RMPR EBIT (*Required Metric Risk Premium* EBIT). Esta RMPR se ha considerado para el cálculo del EBITDA *risk-neutral.*
4. Tasa de descuento utilizada para el earn out.

Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por la Compañía y "*Valuations in Financial Reporting. Valuation Advisory 4: Valuation of Contingent Consideration*" por "The Appraisal Foundation".

Anexo XIX: Fuentes de información

Fuentes utilizadas para la valoración

Un detalle de las fuentes de información utilizadas es como sigue:

1. Cuentas anuales 2022 – 2024 de Proeduca Altus, S.A.
2. Estados Financieros de la Compañía con a 31 de enero de 2025
3. Plan de Negocio de la Compañía
4. Informe Due Diligence Financiera con fecha 16 de agosto de 2024
5. Informe Vendor Due Diligence con fecha 15 de octubre de 2024
6. Presentaciones Corporativas de la Compañía y de las compañías comparables analizadas
7. Pacto de socios de 25 de febrero de 2025
8. Contrato de compraventa (SPA) de 25 de febrero de 2025
9. Informe del sector de Datos y cifras del Sistema Universitario Español publicado por el Ministerio de ciencia, innovación y universidades, de fecha 2024-2025
10. Página web de la Compañía
11. S&P Capital IQ
12. Oxford Economics
13. FMI (Fondo Monetario Internacional)
14. Carta de Encargo
15. Mergermarket
16. Refinitiv Workspace
17. Banco Mundial

Anexo XX: Glosario

#	Número
%	Porcentaje
$	Dólar estadounidense
€	Euro
20[●]A	Año 20[●] Actual
20[●]B	Año 20[●] Presupuestado (*Budget*)
20[●]E	Año 20[●] Estimado
20[●]P	Año 20[●] Proyectado
Abr	Abril
AEAT	Agencia Estatal de Administración Tributaria
Ago	Agosto
Asúa Inversiones	Asúa Inversiones, S.L.
BINs	Bases Imponibles Negativas
BME Growth	Bolsas y Mercados Españoles (anteriormente Mercado Alternativo Bursátil)
BoP	Período inicial *Beginning of Period*
c.	circa
Cont.	Continuación
CapEx	Capital expenditure
CAPM	Valoración de Activos de Capital *Capital Asset Pricing Model*
CCAA	Cuentas Anuales
Cliente	Proeduca Altus, S.A.
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Compañía	Proeduca Altus, S.A.
COP	Peso Colombiano
CRM	Gestión de Relación con los Clientes *Customer Relationship Management*
Cunimad	Centro de Educación Superior Cunimad
D&A	Depreciación y Amortización
D/E	Deuda Neta / Equity
d1	Modelo Black-Scholes: precio esperado de la acción si se ejerce la opción
d2	Modelo Black-Scholes: factor de probabilidad para restar el pago del ejercicio descontado
DFC o DCF	Descuento de Flujos de Caja *Discounted Cash Flows*
Dic	Diciembre
DLOC	Descuento por falta de control *Discount for lack of control*
DLOM	Descuento por falta de liquidez *Discount for lack of marketability*
DTA	Activos Fiscales Diferidos *Deferred Tax Assets*
DTL	Pasivos por impuestos diferidos *Deferred Tax Liabilities*
EAD	Educación a Distancia
EBIT	Beneficios antes de Intereses e Impuestos *Earnings before Interests and Taxes*
EBITDA	Beneficio antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones *Earnings Before Interest Taxes, Depreciation and Amortization*
EoP	Período final *End of Period*
FY	Ejercicio fiscal *Fiscal Year*
g	Tasa de crecimiento a perpetuidad
IA	Inteligencia Artificial
Inc.	Incorporada
Informe	Presentación ejecutiva de valoración
IPO	Oferta pública inicial *Initial Public Offering*
IS	Impuesto sobre Sociedades

Anexo XX: Glosario

IVA	Impuesto de Valor Añadido
Jul	Julio
Jun	Junio
k	Miles
Kd	Coste después de impuestos de la deuda con intereses
Kd pre tax	Coste de la deuda antes de impuestos
Ke	Coste del capital
KPIs	Indicadores clave de rendimiento (Key Performance Indicators)
la Dirección	La dirección de la Compañía
la Sociedad	Proeduca Altus, S.A.
LBO	Adquisición apalancada *Leveraged Buy-out*
Leakage	Salida de Caja no Permitida
LFY	Último año fiscal (*Last Fiscal Year*)
Ltg	Tasa de crecimiento a perpetuidad *Long Term Growth*
LTM	Últimos 12 meses *Last Twelve Months*
m	Millones
Mar	Marzo
Market Value	Valor de Mercado
Max	Máximo
M&A	Fusiones y Adquisiciones *Mergers and Acquisitions*
MBAs	Máster en Administración de Empresa *Master of Business Adminsitration*
Min	Mínimo
MIU	MIU City University Miami
MOIC	Múltiplo de Capital Invertido (Multiple on Invested Capital)
N	Distribución acumulativa de la normal estándar
Newman	Escuela de Posgrado Newman
NFP / PFN	Posición Financiera Neta *Net Financial Position*
NFY	Siguiente ejercicio fiscal *Next Fiscal Year*
NIIF [●]	Norma Internacional de Información Financiera [●]
Nº	Número
NOPAT	Beneficio neto operativo después de impuestos *Net Operating Profit After Taxes*
Nov	Noviembre
OAL	Otros activos y pasivos *Other assets and liabilities*
Oct	Octubre
OPA de Exclusión	Oferta pública de exclusión
OPM	Modelo de valoración de opciones Option Pricing Model
Pág.	Página
Portobello	Portobello Capital
PRM	Prima de riesgo de mercado
Proeduca	Proeduca Altus, S.A.
Proeduca Summa	Proeduca Summa, S.L.
Publ.	Pública
PWERM	*Probability Weighted Expected Return Method*
RD	Real Decreto
Rf	Tasa libre de riesgo *Risk-free Rate*
ROAS	Retorno de la Inversión Publicitaria *Return on Ad Spend*
ROI	Retorno de la Inversión *Return on Investment*

Anexo XX: Glosario

S&P	Standard & Poor's
S.A.	Sociedad Anónima
S.L.U	Sociedad Limitada Unipersonal
Sep	Septiembre
Sofina	Sofina, S.A.
SPA	Acuerdo de Compra-Venta *Sale and Purchase Agreement*
ß	Riesgo sistemático de los fondos propios (Beta)
T	Período
TACC / CAGR	Tasa Annual de Crecimiento Compuesto *Compounded Annual Growth Rate*
TI	Tecnologías de la Información
Ticking fee	Incremento en base a una cantidad diaria de 144,936€
UE	Unión Europea
UNIR, S.A / UNIR	Universidad Internacional de la Rioja
USD	Dólar Estadounidense
vs.	Versus
VT / TV	Valor Terminal *Terminal Value*
VTC	Valor Teórico Contable
WACC	Coste medio ponderado de Capital (*Weighted Average Cost of Capital*)
WC	Capital Circulante *Working Capital*
We	Valor de los fondos propios / Valor del capital total
x	Múltiplo
YTD	Año hasta la fecha *Year-to-Date*

EY | Assurance | Tax | Strategy and Transactions | Consulting

Acerca de EY
EY es líder mundial en servicios de auditoría, fiscalidad, asesoramiento en transacciones y consultoría. Los análisis y los servicios de calidad que ofrecemos ayudan a crear confianza en los mercados de capitales y las economías de todo el mundo. Desarrollamos líderes destacados que trabajan en equipo para cumplir los compromisos adquiridos con nuestros grupos de interés. Con ello, desempeñamos un papel esencial en la creación de un mundo laboral mejor para nuestros empleados, nuestros Clientes y la sociedad.

EY hace referencia a la organización internacional y podría referirse a una o varias de las empresas de Ernst & Young Global Limited y cada una de ellas es una persona jurídica independiente. Ernst & Young Global Limited es una sociedad británica de responsabilidad limitada por garantía (company limited by guarantee) y no presta servicios a Clientes. Para ampliar la información sobre nuestra organización, entre en ey.com.

© 2025 Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L.
Todos los derechos reservados.

Building a better working world