PROEDUCA

A BME GROWTH

Pursuant to the provisions of article 17 of EU Regulation no. 596/2014 on Market Abuse and article 227 of Law 6/2023 of 17 March on the Securities Markets and Investment Services, as well as Circular 3/2020 of the BME Growth segment of BME MTF Equity ("**BME GROWTH**"). hereby informs you of the following:

OTHER RELEVANT INFORMATION

The Board of Directors of this company, at its meeting held on April 23, 2025, in accordance with the provisions of Article 12 of the Bylaws, resolved to call an Extraordinary General Shareholders' Meeting, which will be held at Calle García Martín 21, 28224 Pozuelo de Alarcón (Madrid), on May 28, 2025, at 11:00 p.m. on first call and, if necessary, on May 29, 2025, at 11:00 p.m. at the same location on second call. It is expected that the General Meeting will be held on first call.

A copy of the notice published on the company's website is enclosed.

In accordance with the provisions of the aforementioned Circular 3/2020, it is hereby stated that the information provided has been prepared under the sole responsibility of the Company and its directors.

We remain at your disposal for any further clarification you may require. Yours sincerely

Madrid, April 25, 2025

Mrs. Cristina Ruiz Ortega
Chair of the Board of Directors of Proeduca Altus, S.A.

PROEDUCA ALTUS, S.A.
Call for an Extraordinary General Shareholders' Meeting

The Board of Directors of this company, at its meeting held on 23 April 2025, in accordance with the provisions of Article 12 of the By-laws, agreed to call an Extraordinary General Shareholders' Meeting, to be held at 21 García Martín Street, 28224 Pozuelo de Alarcón (Madrid), on 28 May 2025 at 11:00 hours on first call and, if applicable, on 29 May 2025, at 11:00 hours at the same location, on second call. The General Meeting is expected to take place on first call.

The Extraordinary General Shareholders' Meeting will take place in accordance with the following

Agenda

1º. Examination and approval, where appropriate, of the delisting of all the shares representing the share capital of Proeduca Altus, S.A. from the BME Growth trading segment of BME MTF Equity and of the launch of a public takeover bid for the shares of Proeduca Altus, S.A. by third parties.

2º. Delegation of powers.

3º. Requests and queries.

4º. Drafting, reading and approval, where appropriate, of the minutes of the Meeting.

Madrid, 25th April 2025

Mr. Ignacio Velilla Fernández
Secretary of the Board of Directors

PROEDUCA

ATTENDANCE, DELEGATION AND REMOTE VOTING CARD

Attendance, Proxy and Remote Voting Card for the Extraordinary General Shareholders' Meeting of Proeduca Altus, S.A. (the "**Company**") to be held at 21 García Martín, 28224 Pozuelo de Alarcón (Madrid), on 28th May 2025, at 11:00 hours, on first call, or on 29th May 2025, on second call, at the same place and time.

ATTENDANCE –*Shareholders wishing to attend the Meeting must present this card or the attendance card provided by the depository institution, duly completed and signed, at the venue of the Meeting at the time of the Company's General Meeting.*

Identification details

Name, surname(s) and National Identity Document / Company name and Tax ID of the shareholder:

.....

Number of shares and their numbering:

.....

Additionally, in the case of a legal entity shareholder:

- Name, surname(s) and National Identity Document of its representative:

.....

- Document evidencing the representation:

.....

Signature of the shareholder or, where applicable, representative (in the case of delegation, as indicated in the following section) in attendance

In....., on..... 2025

The holder of this card can delegate their representation or vote remotely by filling in their identification details and signing the corresponding section indicated below.

In case of both sections being signed, the remote vote will prevail and the delegation will be rendered invalid.

PROEDUCA

DELEGATION - *Shareholders wishing to delegate their voting rights*

The aforementioned shareholder grants proxy for this Meeting to:
(Tick only one of the following boxes and, where appropriate, appoint the proxy. For this proxy to be valid, the delegating shareholder must sign in the space provided for that purpose)

1. ☐ Chairperson of the Board of Directors or, where appropriate, Chairperson of the General Meeting.
2. ☐ Mr./Ms. .....con with National Identity Document (D.N.I.) .....

Any delegation that does not contain the name of the representative to whom the delegation is granted shall be understood to be conferred on the Chairperson of the Board of Directors or, where appropriate, the Chairperson of the General Shareholders' Meeting. In the event of a conflict of interest of the representative in the voting on any of the items submitted to the General Shareholders' Meeting, the designated representative is authorised to appoint a third party to exercise the representation conferred. In any case, in addition to the provisions of the Law and the Company Bylaws, the rules included in the announcement of the meeting and transcribed below must be followed. The voting instructions for the proposals of the Board of Directors are as follows:

Agenda	**1**		**2**	**3**	**4**
	1A	**1B**			
For					
Against					
Withheld					

(Please tick the corresponding box. If no indication is given, it will be understood that you are voting in favour of the proposals of the Board of Directors)

Proposals on items not included on the Agenda of the notice

Unless otherwise indicated by checking the following NO box (in which case it will be understood that the shareholder instructs the representative to abstain), the delegation also extends to proposals on items not included in the Agenda, with the representative being authorised to vote on such proposals as he or she sees fit.

☐ NO

Signature of the delegating shareholder

In....., on..... 2025

PROEDUCA

DISTANCE VOTING - *Shareholders wishing to vote remotely*

If, prior to the Meeting, the aforementioned shareholder wishes to vote remotely in relation to the proposals on the Agenda of this Meeting, they must mark the corresponding box with a cross, depending on how they intend to vote or abstain. If, in relation to any of the items on the Agenda, they do not mark any of the boxes provided for this purpose, it will be understood that they vote in favour of the proposal of the Board of Directors. In any case, in addition to the provisions of the Law and the Company By-laws, the rules included in the announcement of the meeting and transcribed below must be followed.

Agenda	**1**		**2**	**3**	**4**
	1A	**1B**			
For					
Against					
Withheld					

(Mark the corresponding box with a cross. In the absence of an indication, it will be understood that you are voting in favour of the proposals of the Board of Directors)

Shareholders who cast their vote remotely will be considered present for the purposes of constituting the General Shareholders' Meeting.

Signature of the shareholder voting remotely

In....., on..... 2025

PROEDUCA

PROTECTION OF PERSONAL DATA

The personal data included on this attendance, proxy and remote voting card and that provided at the General Meeting will be processed under the responsibility of Proeduca Altus, S.A. for: (i) the development, management and control of the exercise of the rights of the shareholder (in whose favour this card has been issued) at its General Meeting; (ii) the management and control of the holding and dissemination of the General Meeting; (iii) and the fulfilment of legal obligations. The data may be provided to third parties in the exercise of the right to information provided for by law or accessible to the public to the extent that they are stated at the General Meeting.

The owners of the personal data may exercise the rights recognised in Articles 15 to 22 of Regulation (EU) 2016/679, by writing to the registered office of Proeduca Altus, S.A. (Logroño, La Rioja, Avenida de la Paz 137), or to the e-mail address: pdd@grupoproeduca.com, where you can also request additional information about the processing of your data.

The shareholder undertakes to inform and obtain the consent of third parties whose personal data the Company may have access to, and in particular third parties whom the shareholder has authorised to represent them, for the processing of their data in accordance with this clause. In particular, it shall inform said third parties of the existence of the processing of their data, the purposes of the processing of their data, the communication of their data to Proeduca Altus, S.A. and of the possibility of exercising their rights or requesting additional information, in accordance with the terms indicated above.

PROEDUCA

SUPPLEMENT TO THE CALL

Shareholders representing at least 5 per cent of the share capital may request that a supplement to this notice be published, including one or more items on the agenda (provided that the new items are accompanied by a justification or, where appropriate, a proposed resolution), as well as submit reasoned proposals for resolutions on items already included or to be included on the agenda. The exercise of these rights must be made by means of a certified notification, which must be received at the Company's registered office (Avenida de la Paz, nº 137 in Logroño – 26006 La Rioja) within five days following the publication of this notice, indicating the identity of the shareholders exercising the right and the number of shares they hold, as well as the items to be included on the agenda or the content of the proposed resolutions, accompanied, where appropriate, by any other relevant documentation.

The supplement to the call will be published at least fifteen days in advance of the date set for the meeting. The foregoing is without prejudice to the right of any shareholder during the General Meeting to make proposals on items that do not need to be included on the agenda in the terms provided in the Spanish Companies Act.

INFORMATION RIGHTS

In accordance with the provisions of Article 197 of the recast text of the Spanish Companies Act, approved by Royal Legislative Decree 1/2010, of 2 July, shareholders are informed that, as of the call to the General Meeting, they may examine at the registered office and obtain from the Company, immediately and free of charge, the documents to be submitted to the General Meeting for its approval.

From the publication of this notice, shareholders have the right to consult the Company's website (www.grupoproeduca.com) or request from the Company at the aforementioned postal address, that a copy of the following documents be sent to them immediately and free of charge:

1. This call notice.
2. The full text of the proposed resolutions to be submitted to the General Shareholders' Meeting.
3. The report of the Board of Directors in relation to the proposal to delist all the shares representing the share capital of Proeduca Altus, S.A. from trading on the BME Growth trading segment of BME MTF Equity and for third parties to make a public tender offer for the shares of Proeduca Altus, S.A.
4. The appraisal report on the shares of Proeduca Altus, S.A. in accordance with the valuation criteria set out in articles 9 and 10 of Royal Decree 1066/2007, of 27 July, issued by Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L.

Likewise, from the date of the call, the proposed resolutions submitted by the shareholders in accordance with the law and the Articles of Association will be published continuously on the Company's website (www.grupoproeduca.com). For the purposes of exercising the right to information prior to the General Meeting in the terms provided in Article 197 of the Capital Companies Act, up to the seventh day prior to the scheduled date of the Meeting, shareholders may request information or clarifications in writing, in addition to exercising the right to information on the items included on the agenda. Requests for information may be made by delivering the request to the registered office (Avenida de la Paz, nº 137 en Logroño, 26006 – La Rioja) or by sending it to the Company by post to that address. The applicant must prove his or her identity and status as a shareholder.

The burden of proof that the request was sent in due time and form shall be borne by the shareholder. The Company's website contains the relevant explanations for the exercise of the shareholders' right to information, under the terms provided by law. For any clarification regarding the delivery of documentation and other matters relating to this call, shareholders may contact the shareholders' email address provided on the website: www.grupoproeduca.com.

ATTENDANCE AND REPRESENTATION RIGHTS

Under the terms of current legislation, all Company shareholders whose shares are registered in their name in the book-entry register five days prior to the date on which the Meeting is to be held may attend the General Meeting. This circumstance must be accredited by means of this attendance, proxy and remote voting card issued by the Company, duly completed in the 'Identification data' section, or by means of the corresponding card or certificate of legitimacy issued by the depository entity or entities or those in charge of keeping the book entry register.

For the purposes of proving the identity of shareholders, at the entrance to the place where the General Meeting is held, upon presentation of any of the aforementioned documents, attendees will be asked to prove their identity by presenting their National Identity Document (D.N.I.) or Foreigner Identity Card (T.I.E.) or passport, in the case of foreign citizens, and, in addition, a power of attorney in the case of a legal person.

Any shareholder entitled to attend may be represented at the General Meeting by another person, even if that person is not a shareholder. Proxy representation must be conferred in writing and specifically for this Meeting, under the terms and to the extent established in the Spanish Companies Act.

When representation is conferred by remote means of communication, only that which is carried out by postal correspondence, sent to the registered office, or sent by email to the address accionistas@grupoproeduca.com, shall be deemed valid:

(i) the attendance card issued by the depository entity, duly signed and completed by the shareholder; or

(ii) the attendance, proxy and remote voting card prepared by the Company, also completed by the shareholder and accompanied by the certification of the depository entity.

Shareholders that are legal entities must also provide sufficient proof of the powers of the person who has conferred the remote delegation.

The representation conferred or notified by this means must be received by the Company before midnight on the day immediately prior to the day scheduled for the General Meeting to be held on first call. Otherwise, the representation shall not be valid and shall be deemed not to have been granted. The person to whom the vote is delegated may only exercise it by attending the General Meeting.

Shareholders with the right to attend and vote may cast their vote on the proposals relating to the items on the agenda by means of the following means of distance communication:

a) By post or by email to accionistas@grupoproeduca.com, sending the Company the attendance card and remote voting form issued by the entity or entities in charge of keeping the book-entry register or by the depository entities, duly signed and completed, with a cross in the corresponding box; or

b) In the event that the cards issued by the aforementioned entities do not provide for the possibility of remote voting, by means of the attendance, proxy and remote voting card prepared by the Company sent by postal correspondence or by email to accionistas@grupoproeduca.com.

Votes cast using the aforementioned systems will only be valid if they are received by the Company before midnight on the day immediately prior to the day scheduled for the General Meeting to be held on first call. The Board of Directors may set a shorter period for the receipt of remote votes.
Proxy authorisations issued by a shareholder prior to casting an absentee vote shall be deemed revoked and those conferred subsequently shall be deemed not to have been made. Personal attendance at the Meeting by a shareholder who has previously delegated shall render said delegation ineffective.

A remote vote shall be rendered null and void by subsequent and express revocation, within the period established for casting votes, and carried out by the same means used for the vote or by the attendance at the Meeting of the shareholder who cast the vote.

Finally, it is hereby stated that the Extraordinary General Shareholders' Meeting will be broadcast via streaming, allowing shareholders who so wish to ask questions via chat. However, these shareholders will not be considered to be attending the meeting in person for quorum purposes.

PROEDUCA

REPORT ISSUED BY THE BOARD OF DIRECTORS OF PROEDUCA ALTUS, S.A. IN RELATION TO THE PROPOSAL TO DELIST ALL OF ITS SHARES FROM THE BME GROWTH SEGMENT OF BME MTF EQUITY AND THE FORMULATION OF A PUBLIC TAKEOVER BID FOR THE SHARES

1. PURPOSE OF THE REPORT

The board of directors of Proeduca Altus, S.A. (the "**Board of Directors**" and the "**Company**", respectively), at its meeting on 23 April 2025, has agreed to submit for consideration and approval, if appropriate, by the Company's General Shareholders' Meeting, among other resolutions, (i) the delisting of all the shares representing the Company's share capital from the BME Growth trading segment of BME MTF Equity ("**BME Growth**"); and (ii) that, the offer to be made for this purpose in accordance with Circular 1/2025 on requirements and procedure applicable to the inclusion and exclusion in BME Growth of 10 April (the "**Circular 1/2025**") or, as the case may be, the standing purchase order (*orden sostenida de compra*) that may be required in accordance with any other provisions that may be applicable at any given time, is to be made by Proeduca Summa, S.L., Sofina SA, Academia Bidco, S.L. U., Asúa Inversiones, S.L. and Renta Génova, S.L. (jointly, the "**Bidders**"), all under the terms and conditions described in the corresponding proposed resolutions to be approved, where appropriate, by the Company's General Shareholders' Meeting (the "**Offer**").

Consequently, the Board of Directors has drawn up and approved this report in order to justify in detail the proposed delisting and the price of the Offer.

The opinions expressed in this report have been issued in good faith and exclusively based on the circumstances known at the date of its issuance, and no account can be taken of any supervening circumstances or events, foreseeable or otherwise, subsequent to that date.

This report does not constitute a recommendation or advice to invest or divest and it is up to each shareholder of the Company to decide whether or not to accept the potential Offer, taking into account, among other things, their particular circumstances, interests and type, based on the information contained in, among other things, this report, which should be read in full.

2. PROPOSAL TO DELIST THE SHARES

2.1 REQUEST FOR DELISTING

The Company has received a communication from the Bidders informing the Board of Directors of their decision to promote the delisting of all the shares representing the Company's share capital from BME Growth and that the offer to be made for this purpose in accordance with Circular 1/2025 or any other provisions that may be applicable at any given time, is to be made by the Bidders.

By virtue of said communication, the Bidders (i) informed the Company of the formalisation of a delisting agreement, notarised by public deed granted on 25 February 2025 before the notary of Madrid, Ms. María Eugenia Reviriego Picón, in substitution of the notary Mr Manuel Gerardo Tarrío Berjano, under number 193 of the latter's official records (the "**Delisting Agreement**"), which regulates the terms and conditions under which the request for delisting of the Company's shares from BME Growth and, where appropriate, the formulation of the Offer, although this is subject to approval by the Company's General Shareholders' Meeting of the corresponding corporate resolutions relating to the delisting of BME Growth's shares and the formulation of the Offer by the Bidders; and (ii) requested the Board of Directors to carry out as soon as possible all actions that may be necessary or convenient for the calling and holding of a General Shareholders' Meeting of the Company, including on the agenda, among others, the resolutions relating to the delisting of the Company's shares from BME Growth and the formulation of the Offer by the Bidders, all in the terms described in the communication.

In accordance with the content of said communication, the Board of Directors has agreed to submit for consideration and approval, where appropriate, by the Company's General Shareholders' Meeting, among other resolutions, the delisting of all the shares representing the Company's share capital from BME Growth, as well as that the offer to be made for this purpose in accordance with Circular 1/2025 or with any other provisions that may be applicable at any given time, is made by the Bidders, as they understand that there are circumstances and reasons, described in section 2.2 below, that justify and make the adoption of such resolutions reasonable.

It is hereby noted that section 2.3 of the Second rule of Circular 1/2025 establishes the obligation of the Company, in the event of adopting a resolution to delist from BME Growth that is not supported by all the shareholders, to offer to those shareholders who have not voted in favour of the aforementioned delisting the acquisition of their shares at a justified price in accordance with the criteria set out in the regulations applicable to public takeover bids for the delisting of securities, that is, Royal Decree 1066/2007, of 27 July, on the regime for public offers for the acquisition of securities (the "**Royal Decree 1066/2007**"). Likewise, in accordance with the applicable BME Growth regulations, this obligation is expressly provided for in Article 10 of the Company's By-laws.

Furthermore, section 1.2.b).(ii) of the Sixth rule of Circular 1/2025 entitles the General Shareholders' Meeting to authorise the takeover bid provided for in section 2.3 of the Second rule of Circular 1/2025 to be made by a third party.

2.2 JUSTIFICATION FOR THE DELISTING

The request of the Bidders and the proposal of the Board of Directors, aimed at the delisting of the Company's shares from BME Growth, as well as the formulation to that effect and, if necessary, of the Offer by the Bidders, are based on the observation of the low trading volume of the Company's shares on BME Growth, due, among other things, to a shareholding structure characterised by a low free float.

At the date of approval of this report, the Company's share capital amounts to 903,579.34 euros, divided into 45,178,967 shares with a par value of 0.02 euros each, fully subscribed and paid up, belonging to a single class and series, represented by book entries. The Company's main shareholders, that is, the Bidders and Mr Miguel Tomás Arrufat Pujol (jointly, the "**Significant Shareholders"**), hold the number of shares and percentage of share capital indicated below:

Name	Number of shares	Percentage
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 Bidders	**41,979,944**	**92.919%**
Miguel Tomás Arrufat Pujol	1,505	0.0033%
Total Significant Shareholders	**41,981,449**	**92.923%**

Accordingly, the number of shares held by shareholders other than the Significant Shareholders (i.e., the free float) represents approximately 7.077% of the Company's share capital (including treasury shares, the balance of which varies daily depending on the operation of the liquidity agreement). As indicated, this low percentage of free float prevents adequate levels of share distribution for the trading of shares on BME Growth, consequently resulting in a low trading volume on BME Growth, with the volatility that this, in turn, can entail.

Furthermore, the delisting of the Company would simplify its operation and structure, which would allow for savings in certain direct and indirect costs that the Company currently incurs as a result of its status as a company listed on BME Growth and a public interest entity for the purposes of auditing regulations. Likewise, the Board of Directors considers delisting to be beneficial for the Company and its management team, as it would allow them to focus on the implementation of the strategic plan with a long-term focus, without the disruptions generated by fluctuations in the share price derived from potentially inefficient price formation as a result of the low trading volume.

In view of the low percentage of free float, which prevents the Company from reaching adequate levels of shareholder distribution, agreement and liquidity for the trading of the Company's shares on BME Growth, and in accordance with the criteria of economy and efficiency in the development of the Company's activity and structure, the Board of Directors deems it appropriate to submit the corresponding resolution for the delisting to the Company's General Shareholders' Meeting for its consideration.

Likewise, in the event that the delisting agreement is not unanimously approved by all of the Company's shareholders, and in accordance with the provisions of section 1.2.b).(ii) of the Sixth rule of Circular 1/2025, the Board of Directors considers it appropriate to propose to the Company's General Shareholders' Meeting that the Bidders should be the ones to formulate, if necessary, the corresponding takeover bid for the Company's shares as provided for in section 2.3 of the Second rule and the Sixth rule of Circular 1/2025.

3. MAIN TERMS AND CONDITIONS OF THE OFFER

The delisting of the Company's shares from BME Growth will be carried out, in the event of approval by the Company's General Shareholders' Meeting, after the Offer has been formulated by the Bidders, in the event that the corresponding delisting resolution is not approved by all the Company's shareholders, and subject to a favourable resolution by the corresponding governing bodies of BME Growth.

The main terms and conditions of the Offer are as follows

3.1 BIDDERS

In accordance with the provisions of section 1.2.b).(ii) of the Sixth rule of Circular 1/2025, the Offer would be made by the Bidders without this implying, therefore, the acquisition by the Company of its own shares charged to the Company's assets (*patrimonio social*).

The details identifying the Bidders and the stake that each of them holds in the Company as of the date of this report are as follows:

- Proeduca Summa, S.L ("**Proeduca Summa**") is a Spanish limited liability company (*sociedad de responsabilidad limitada*) with registered office at Calle García Martín, 21, 28224, Pozuelo de Alarcón, Madrid (Spain), registered in the Commercial Register of Madrid in Volume 19,617, Folio 166, Section 8, Page M-344. 817, holder of tax identification number (N.I.F.) B-83877498 and LEI (Legal Entity Identifier) code 959800CC9WT3ZMU1GU51.

  At the date of this report Proeduca Summa is the direct holder of 22,594,001 shares in the Company, representing approximately 50.01% of its share capital.

- Sofina, SA ("**Sofina**") is a Belgian company with its registered office at 31, rue de l'industrie, 1040 Brussels (Belgium), registered in the Belgian Database of Companies under number 0403. 219.397, holder of tax identification number (N.I.F.) N-0172587H and LEI (Legal Entity Identifier) code 5493000GMVR38VUO5D39.

  At the date of this report Sofina is the direct holder of 7,260,905 shares in the Company, representing approximately 16.07% of its share capital.

- Academia Bidco, S.L.U. ("**Portobello**") is a Spanish limited liability company (*sociedad de responsabilidad limitada*), with registered office at Calle Almagro, 36, 2º piso, 28010, Madrid (Spain), registered in the Commercial Register of Madrid, Sheet M-845.629, IRUS: 1000442824043, holder of tax identification number (N.I.F.) B-75857227 and LEI (Legal Entity Identifier) code 959800DHCEH8Q2LS1530.

  At the date of this report Portobello is the direct holder of 6,476,913 shares in the Company, representing approximately 14.34% of its share capital.

- Asúa Inversiones, S.L. ("**Asúa**") is a Spanish limited liability company (*sociedad de responsabilidad limitada*) with registered office at Calle Serrano, 43-45, 28006, Madrid (Spain), registered in the Commercial Register of Madrid in Volume 26,970, Folio 147, Page M-485. 971, holder of tax identification number (N.I.F.) B-85774354 and LEI (Legal Entity Identifier) code 959800QG89LTTYR10009.

  At the date of this report Asúa is the direct holder of 2,937,369 shares in the Company, representing approximately 6.50% of its share capital.

- Renta Génova, S.L. ("**Renta Génova**") is a Spanish limited liability company (sociedad de responsabilidad limitada) with its registered office at Calle Génova, 15, 6º Interior C, 28004, Madrid (Spain), registered in the Commercial Register of Madrid in Volume 19,089, Folio 176, Page M-333. 841, holder of tax identification number (N.I.F.) B-83723510 and LEI (Legal Entity Identifier) code 959800KNMP5C357XG329.

  At the date of this report Renta Génova is the direct holder of 2,710,756 shares in the Company, representing approximately 6.00% of its share capital.

It is hereby noted that each of the Bidders will participate in the Offer in proportion to their shareholding in the Company, considering only the shares they directly hold, with the exception of Proeduca Summa, whose direct shareholding will be increased by the additional direct shareholding of Mr Miguel Tomás Arrufat Pujol.

3.2 SECURITIES TARGETED BY THE OFFER

The Offer would be addressed to all holders of the Company's shares other than the Bidders and of Mr Miguel Tomás Arrufat Pujol, regardless of whether they had voted for or against the delisting (including the Company's treasury shares). Consequently, the Offer would be addressed to a maximum of 3,197,518 shares of the Company, representing approximately 7.077% of its share capital.

The terms of the Offer would be identical for all the shares of the Company to which it is addressed.

3.3 CONSIDERATION FOR THE OFFER

The Offer would be formulated as a sale and purchase, with the total consideration consisting of money, which will be paid at the time of settlement.

The price of the Offer has been set at the amount of 34.01 euros per Company share (the "**Offer Price**"), in accordance with the provisions of Article 10.6 of Royal Decree 1066/2007. In this sense, the Offer Price is not less than the higher of (i) the equitable price referred to in Article 9 of Royal Decree 1066/2007; and (ii) the price resulting from taking into account, jointly and with justification of their respective relevance, the methods contained in Article 10.5 of Royal Decree 1066/2007.

It is hereby also noted that on 6 March 2025 the Board of Directors appointed Ernst & Young Servicios Corporativos, S.L. ("**EY**") as independent expert to prepare an independent valuation report on the Company's shares, in accordance with the rules set out in Articles 10.5 and 9, respectively, of Royal Decree 1066/2007, or in the corresponding regulations that may be applicable at any given time.

EY issued the corresponding valuation report (the "**Valuation Report**") on 15 April 2025.

3.3.1 Valuation methods set out in Article 10.5 of Royal Decree 1066/2007

Below is a brief summary of the different values per share of the Company's shares, as determined by EY following the valuation rules and methods set forth in Article 10.5 of Royal Decree 1066/2007, together with the justification of their respective relevance, as it results from the content and conclusions of the Valuation Report:

a) Theoretical book value

The theoretical book value method ("**TBV**") is based on estimating the value of the company based on its equity (*patrimonio neto*). Once the equity value has been determined, it is divided by the total number of shares in circulation, excluding treasury stock, to calculate the TBV per share.

To apply this valuation method, the EV values corresponding to the individual and consolidated financial statements have been calculated on two dates: 31 August 2024 (last audited closing) and 31 January 2025. Of the four values of VTC, the highest value obtained corresponds to the consolidated financial statements as of 31 January 2025, with a result of 0.62 euros per share.
However, due to the static nature of this method — which reflects assets and liabilities at a specific moment in time and does not consider factors such as the future evolution of the Company, the market situation or its growth prospects — EY has not considered the VTC as a reference for determining the market value of the Company's shares.

b) Liquidation value

This valuation method reflects the value of a company in a scenario of dissolution and definitive cessation of its activities, considering a process of sale of assets and cancellation of debts. To this end, latent capital gains or losses are taken into account, as well as any contingencies that may exist. The liquidation value is considered a minimum reference value for the Company, since an eventual liquidation would imply a series of associated costs, such as labour expenses derived from the dismissal of personnel, among others. In addition, this scenario would entail a forced sale of assets, which would require sales to be made on an accelerated basis and, consequently, additional discounts to be applied to the value of those assets compared to what they would be considered in other valuation methods.

In this sense, EY considers that the application of the liquidation value method to the group results in a significantly lower value than that obtained through the other methods analysed in this report. Therefore, and in line with the provisions of Article 10.5.b) of Royal Decree 1066/2007, this method is not considered appropriate in a context of value creation and has not been taken into account in determining the market value of the Company's shares.

c) Weighted average share price

This valuation method is based on the weighted average share price of the Company's shares during the six months immediately prior to the announcement of the proposed delisting by means of the inside information notice released by the Company on 25 February 2025 disclosing the intention of the Bidders to pursue the delisting.

Based on the evolution of the Company's share price on BME Growth during the period analysed, the following conclusions have been drawn:

(i) The weighted average price was 28.55 euros per share, calculated from the average daily trading price, weighted according to the daily volume of shares traded.

(ii) The average daily volume of shares traded was limited, amounting to 1,174. This volume, weighted by the average daily price, is equivalent to an average daily trading volume of approximately 34,000 euros.

(iii) This average daily volume is insufficient to understand that the Company's shares are liquid for the purposes of the stock market regulations (Article 2, section 1, point 17, letter b) of Regulation (EU) No. 600/2014 -MiFIR- in relation to Article 1 of Delegated Regulation (EU) 2017/567).

In addition, EY has carried out a comparative analysis of the Company's liquidity against other companies in the online education sector. In particular, the ratio between the average daily trading volume and the free float of each company during the six months prior to the Valuation Date has been evaluated. This analysis shows that the Company's liquidity has been 90% lower than that of comparable companies.

This reduced liquidity limits the accuracy and reliability of the share price as an indicator of the real value of the company. For this reason, EY has decided not to consider this method in determining the market value of the shares.

d) Value of the consideration offered previously in takeover bids

Royal Decree 1066/2007 establishes that, in the event that a takeover bid has been made in the year preceding the date of the resolution with the request of delisting, the consideration offered must be considered as one of the valuation methods included in article 10.5 of Royal Decree 1066/2007.

In this respect, it is hereby stated that no takeover bid has been made for the Company's shares during the last year. Consequently, this valuation method does not apply to the Company due to the inexistence of this type of reference during the last year.

e) Other applicable valuation methods

In addition to the criteria referred to in the previous sections, and in accordance with the provisions of Article 10.5.e) of Royal Decree 1066/2007, EY has applied other valuation methods commonly accepted by the international financial community, such as discounted cash flow, the multiples method of comparable listed companies and the multiples method of comparable recent transactions.

The results of the application of these methods and their respective relevance are detailed below:

- **Discounted Cash Flow**s: The Discounted Cash Flows ("**DCF**") method is a commonly used valuation technique that consists of estimating free cash flows for a given period. In this case, they are based on the projections of the Company's business plan between August 2025 and August 2028. These flows are discounted to present value by applying a discount rate that reflects both the time value of money and the risks inherent in the projected flows. Finally, the terminal value is calculated under the assumption of perpetual growth from the last year of the projected period.

  According to this valuation approach, EY's estimated range for the DCF value is between 30.77 euro per share and 36.90 euro per share, with a central value of 33.56 euro per share. In conclusion, EY considers the DCF to be the main valuation method for determining the market value of 100% of the Company's shares, given that it is a generally accepted methodology that more accurately reflects expectations of the business's future cash flows and more adequately captures the particularities and specific projections of the company compared to other methods.

- **Multiple method of comparable listed companies**: Comparable multiples of listed companies are valuation indicators (for example, EV/EBITDA) that are derived from the average trading price of similar companies in traded markets. Although the companies analysed operate mainly in the same sector as the Company, the sample has certain limitations in terms of comparability, due to differences in academic composition (i.e., degrees, postgraduate degrees, other qualifications), geographical presence, the weight of online and face-to-face teaching, and expected future revenue and EBITDA growth. To illustrate the analysis, the multiple corresponding to the median EV/EBITDA of the sample has been selected, taking into account the differences with comparable listed companies.
  In order to calculate the Company's enterprise value ("**EV**"), we have considered (i) the EV of the recurring business, related to its traditional activity, and (ii) the EV of the non-recurring business, derived from the future cash flows attributable to new projects in which the Company is investing in the long term. To estimate the market value of the shares (i.e., the equity value), the net financial position, other non-operating assets and liabilities, and the value attributable to minority interests have been included.

  As for EBITDA, the recurring value of the last 12 months has been used as a basis. However, given that the Company is investing in new initiatives outside its recurring activity, with the aim of improving certain operational KPIs in the medium and long term, a valuation of this unit has been carried out independently. This has been done to estimate the additional value that the new projects will contribute to the Company, which is added to the recurring EBITDA.

As a result of applying the comparable listed companies method, the market value of the shares ranges from 18.31 euros per share to 28.62 euros per share, with a central value of 25.45 euros per share. Due to the dispersion of the multiples and the limitations in comparability with the Company, this valuation method has not been used by EY for its value conclusion, and has only been considered for contrast purposes.

- **Multiples of comparable previous transactions**: The analysis of multiples of recent transactions determines the market value of a company by applying the transaction multiples of similar companies to the relevant variables, in this case, EV and EBITDA, using the same approach explained previously in the section on multiples of comparable listed companies.

  Although the companies analysed operate mainly in online education or in hybrid models, not all of them offer the same range of training programmes or are in the same geographical markets, which generates a dispersion in the multiples. In addition, the multiples may reflect market expectations and synergies of the acquirer, which complicates comparability. The lack of public information on adjusted EBITDA and the characteristics of the transactions also affects the reliability of the results.

  As a result, the market value of the shares, according to the comparable transactions method, is between 29.05 euros and 42.93 euros per share, with a central value of 34.25 euros. Due to the dispersion and lack of comparability, this method is not used for EY's value conclusion, and is considered for contrast purposes only.

In summary, the valuations resulting from the different valuation methods provided for in Article 10.5 of Royal Decree 1066/2007, in accordance with the Valuation Report, are as follows:

Valuation method	Value per share			Relevance
Theoretical book value (TBV)	0.62			Not appropriate
Weighted average share price	28.55			Not appropriate
Liquidation value	N/A			Not appropriate
Value of the consideration offered previously in takeover bids	N/A			Not applicable
Discounted Cash Flows (DCF)	30.77	33.56	36.90	Adequate (main methodology)
Multiple method of comparable listed companies	18.31	25.45	28.62	Contrast
Multiples of comparable previous transactions	29.05	34.54	42.93	Contrast

In accordance with the Valuation Report, EY considers the DCF to be the most appropriate method for valuing the Company's shares and, based on this, concludes that the Company's value per share could reasonably be between 30.77 euros per share and 36.90 euros per share, with a central value of 33.56 euros per share.

In accordance with the Valuation Report, which takes into account the characteristics of the Company and the sector in which it operates, as well as the purpose of the valuation, the context and the objective of the report, the Board of Directors considers that, of all the methodologies used, the discounted cash flow method, the multiples of comparable listed companies and the multiples of comparable previous transactions are appropriate valuation methodologies, in accordance with the provisions of Article 10.5 of Royal Decree 1066/2007, for use in the valuation of the Company's shares, although it considers that the discounted cash flow method is the most appropriate of all these methodologies.

3.3.2 Fair price under Article 9 of Royal Decree 1066/2007

Article 9.1 of Royal Decree 1066/2007 establishes that public offerings must be made at an equitable price, that is, a price or consideration no lower than the highest that the bidder, or the persons acting in concert with him, have paid or agreed for the same securities during the 12 months prior to the announcement of the offer.

In this context, on 8 April 2025 it was communicated, by means of a communication of other relevant information, that Proeduca Summa and Asúa had formalised the sale and purchase transaction with Sofina and Portobello, announced in the communication of inside information of 25 February 2025. As a result of this transaction, Sofina and Portobello acquired 7,260,905 and 6,476,913 shares of the Company respectively, representing 16.07% and 14.34% of its share capital. For its part, Proeduca Summa sold 12,157,290 shares (26.91% of the capital) and Asúa 1,580,528 shares (3.50% of the capital) (the "**Transaction**").

Within the framework of the Transaction, a fixed price of 30.99 euros per share was established as of 31 August 2024. In accordance with the provisions of the sale agreement for the Transaction, this price will be adjusted according to the following concepts:

- Daily increase of 144,936 euros from (and excluding) 31 August 2024, up to (and including) 8 April 2025 as a ticking fee, multiplied by the shareholding percentage of Sofina and Portobello.

- Decrease due to the second interim dividend of approximately 18 million euros, multiplied by the shareholding percentage of Sofina and Portobello.

- Decrease due to the February 2025 dividend of approximately 939.3 thousand euros, multiplied by the shareholding percentage of Sofina and Portobello.

- Increase conditional on the fulfilment of objectives (earn-out) in an amount ("**MOIC**") whose calculation depends on whether Sofina and Portobello sell their stake in the Company before 31 August 2029:

    1. *Realised Exit Additional Amount*

       In the event of disinvestment before 31 August 2029, the MOIC would be calculated based on the effective value of the Transaction. Given the nature of the contingent payment and its non-linear payment structure, EY has used the Option Pricing Model (OPM), specifically the Binomial Tree (Lattice-Based Model). After applying this model, EY has determined a Realised Exit Additional Amount of 121.1 million euros, equivalent to 2.68 euros per share. In contrast, using Monte Carlo simulations, a Realised Exit Additional Amount of 111.8 million euros is obtained, which is equivalent to 2.47 euros per share.

    2. *Synthetic Exit Additional Amount*

       In the event that the divestment does not take place before 31 August 2029, the MOIC would be calculated synthetically using the Monte Carlo method, as the payment depends on a non-diversifiable metric (executable EBITDA at the agreed time).

According to EY's calculations, the value of the Synthetic Exit Additional Amount would be 133.8 million euros, equivalent to 2.96 euros per share.

Finally, the PWERM (Probability Weighted Expected Return Method) has been applied to determine the final value of the earn-out. The Black-Scholes model has been used to calculate the probability of the divestment of Sofina and Portobello taking place before 31st August 2029 (which would activate the Realised Exit Additional Amount), or not taking place before that date (which would activate the Synthetic Exit Additional Amount). According to the analysis carried out, the probability of the divestment occurring before 31 August 2029 is 85.5%, while the probability of it not taking place before that date is 14.5%. Therefore, when weighting the present value of the two possible earn-outs (i.e., Realised Exit Additional Amount and Synthetic Exit Additional Amount) by probability, we obtain an amount of 122.9 million euros, which is equivalent to 2.72 euros per share.

Therefore, taking as a reference the price of 30.99 euros per share and applying the relevant adjustments according to the aforementioned valuation methods and the analyses carried out, the value corresponding to the price structure agreed in the sale agreement of the Transaction reaches 1,536 million euros, which is equivalent to a price of 34.01 euros per share.

Finally, it is hereby stated that the Bidders have undertaken not to acquire, or agree to acquire, shares in the Company, either directly or through any companies in the groups to which the Bidders belong or through other persons or entities acting on behalf of or in concert with the Bidders, at a price higher than the Offer Price until the date of publication of the first announcement in relation to the Offer.

3.3.3 Conclusion

In view of the above, the Board of Directors considers that the Offer Price proposed by the Bidders, that is, 34.01 euros per share, complies with the provisions of Article 10. 6 of Royal Decree 1066/2007, insofar as it is not less than the higher of (i) the equitable price referred to in Article 9 of Royal Decree 1066/2007; and (ii) that which results from taking into account, jointly and with justification of their respective relevance, the methods contained in section 10. 5 of Royal Decree 1066/2007.

3.4 ACCEPTANCE PERIOD

The Offer acceptance period would be one month from the trading day after the publication date of the corresponding Offer announcement on the websites of BME Growth and the Company, without prejudice to the possibility of the Bidders agreeing to extensions.

3.5 CONDITIONS AND PRIOR AUTHORISATIONS TO WHICH THE OFFER IS SUBJECT

The effectiveness of the Offer would not be subject to any condition, notwithstanding that it would not be necessary to formulate it in the event that the agreement to delist all the Company's shares from BME Growth is approved by all the Company's shareholders, in accordance with the provisions of section 2.3 of the Second rule of Circular 1/2025.

However, the formulation of the Offer requires its prior approval by the Company's General Shareholders' Meeting, under the terms set out in the proposed resolutions that the Board of Directors submits to the Company's shareholders for their consideration and approval.

4. INTENTION OF THE COMPANY TO ACCEPT OR NOT TO ACCEPT THE OFFER

The Board of Directors states its decision not to accept the Offer in relation to the Company shares that it holds at any given time as treasury stock in accordance with the mandatory maintenance of the Company's liquidity agreement until, at least, the effective delisting of all the Company's shares from BME Growth, without prejudice, where appropriate, to the suspension of the transactions provided for in the aforementioned liquidity agreement.

5. POTENTIAL REPLACEMENT OF THE OFFER BY A STANDING PURCHASE ORDER

On the date of approval of this directors' report, the Royal Decree by which the application of the regulations on public takeover bids applicable to shares traded on regulated markets, including Stock Exchanges, is extended to Spanish multilateral trading systems (*sistemas multilaterales de negociación*), such as BME MTF Equity, to which the BME Growth trading segment, in which the Company's shares are traded, belongs, is pending approval by the Council of Ministers, all in accordance with the provisions of Law 6/2023, of 17 March, on the Securities Markets and Investment Services. In the event that said Royal Decree is issued and enters into force in such a way that it is applicable to the Offer, the Offer will be adapted to the provisions of the regulations applicable at that time. If said Royal Decree envisages the possibility of an exception to the mandatory takeover bid due to the delisting that would apply to the Offer in the event that it is reconfigured as a standing purchase order by all or some of the Bidders, it will be adjusted in the necessary terms to comply with said exception.

6. PROPOSAL OF AGREEMENTS TO THE GENERAL SHAREHOLDERS' MEETING

In view of the above, the following is submitted for consideration and, where appropriate, approval by the Company's General Shareholders' Meeting:

(i) the delisting of all the shares representing the Company's share capital from BME Growth;
(ii) that the offer to be made for this purpose in accordance with Circular 1/2025 be made by the Bidders, under the terms and conditions set out in the corresponding proposed resolution; and
(iii) the corresponding delegation of powers to implement the above resolutions,

all in accordance with the terms and conditions set out in the corresponding proposed resolutions submitted for the consideration and approval of the Company's shareholders.

Madrid, 23 April 2025

* * *

PROEDUCA

PROPOSED RESOLUTIONS BY THE BOARD OF DIRECTORS TO THE EXTRAORDINARY GENERAL SHAREHOLDERS' MEETING OF PROEDUCA ALTUS, S.A. TO BE HELD ON 28 AND 29 MAY 2025, ON FIRST AND SECOND CALL, RESPECTIVELY

1.- Examination and approval, where appropriate, of the delisting of all the shares representing the share capital of Proeduca Altus, S.A. from the BME Growth trading segment of BME MTF Equity and of the launch of a public takeover bid for the shares of Proeduca Altus, S.A. by third parties. Delegation of powers.

(A) Delisting

Approve the delisting of all the shares representing the share capital of Proeduca Altus, S.A. (the "**Company**") from the BME Growth trading segment of BME MTF Equity ("**BME Growth**"), as well as the request for the delisting of the aforementioned shares, all of which is expressly subject to the provisions of Circular 1/2025 on requirements and procedure applicable to the inclusion and exclusion in BME Growth of 10 April (the "**Circular 1/2025**") as well as any other provisions that may be applicable at any given time.

(B) Public takeover bid

In the event that the aforementioned resolution (A), relating to the delisting of all the Company's shares from BME Growth, is not approved by all the Company's shareholders, to approve (i) the takeover bid for the Company's shares to be made in accordance with the provisions of section 2.3 of the Second rule and in the Sixth rule of Circular 1/2025 or in any other provisions that may be applicable at any given time and Article 10 of the Company's By-laws (the "**Offer**") is made by Proeduca Summa, S.L., Sofina SA, Academia Bidco, S.L.U. Asúa Inversiones, S.L. and Renta Génova, S.L. (jointly, the "**Bidders**"), in accordance with the provisions of section 1.2.b). (ii) of rule Six of Circular 1/2025; and (ii) the agreements relating to the Offer and its price, under the terms summarised below and developed in the supporting report issued by the Company's board of directors (the "**Board of Directors**") and made available to the shareholders on the occasion of the call to the general meeting:

– **Bidders**:

(i) Proeduca Summa, S.L ("**Proeduca Summa**"), a Spanish limited liability company (*sociedad de responsabilidad limitada*) with registered office at Calle García Martín, 21, 28224, Pozuelo de Alarcón, Madrid (Spain), registered in the Commercial Register of Madrid Register in Volume 19,617, Folio 166, Section 8, Page M-344. 817, holder of tax identification number (N.I.F.) B-83877498 and LEI (Legal Entity Identifier) code 959800CC9WT3ZMU1GU51.

(ii) Sofina, SA ("**Sofina**"), a Belgian company with its registered office at 31, rue de l'industrie, 1040 Brussels (Belgium), registered in the Belgian Database of Companies under number 0403. 219.397, holder of tax identification number (N.I.F.) N-0172587H and LEI (Legal Entity Identifier) code 5493000GMVR38VUO5D39.

(iii) Academia Bidco, S.L.U. ("**Portobello**"), a Spanish limited liability company (*sociedad de responsabilidad limitada*), with registered office at Calle Almagro, 36, 2º piso, 28010, Madrid (Spain), registered in the Commercial Register of Madrid, Sheet M-845.629, IRUS: 1000442824043, holder of tax identification number (N.I.F.) B-75857227 and LEI (Legal Entity Identifier) code 959800DHCEH8Q2LS1530.

(iv) Asúa Inversiones, S.L. ("**Asúa**"), a Spanish limited liability company (*sociedad de responsabilidad limitada*) with registered office at Calle Serrano, 43-45, 28006, Madrid (Spain), registered in the Commercial Register of Madrid in Volume 26,970, Folio 147, Page M-485. 971, holder of tax identification number (N.I.F.) B-85774354 and LEI (Legal Entity Identifier) code 959800QG89LTTYR10009.

(v) Renta Génova, S.L. ("**Renta Génova**"), a Spanish limited liability company (sociedad de responsabilidad limitada) with its registered office at Calle Génova, 15, 6º Interior C, 28004, Madrid (Spain), registered in the Commercial Register of Madrid in Volume 19,089, Folio 176, Page M-333. 841, holder of tax identification number (N.I.F.) B-83723510 and LEI (Legal Entity Identifier) code 959800KNMP5C357XG329.

– **Securities targeted by the Offer**: the Offer will be addressed to all holders of the Company's shares (including treasury shares) other than the Bidders and Mr Miguel Tomás Arrufat Pujol, regardless of whether they voted for or against the delisting.

The terms of the Offer will be identical for all the shares of the Company to which it is addressed.

– **Consideration for the Offer**: the Offer shall be formulated as a sale and purchase, with the total consideration consisting of money, which shall be paid in cash at the time of settlement.

The price of the Offer has been set at the amount of 34.01 euros per Company share (the "**Offer Price**"), in accordance with the provisions of Article 10.6 of Royal Decree 1066/2007, of 27 July, on the regime for public offers for the acquisition of securities (the "**Royal Decree 1066/2007**"), since it is not less than the higher of (i) the equitable price referred to in Article 9 of Royal Decree 1066/2007; and (ii) that which results from taking into account, jointly

and with justification of their respective relevance, the methods contained in Article 10.5 of Royal Decree 1066/2007.

- **Acceptance period**: 1 month from the trading day after the date of publication of the corresponding announcement of the Offer on the websites of BME Growth and the Company, without prejudice to the possibility of the Bidders agreeing to subsequent extensions or renewals.

In the event that the regulations issued in compliance with the provisions of Law 6/2023, of 17 March, on Securities Markets and Investment Services to extend to multilateral trading facilities the application of the regulations on takeover bids applicable to shares traded on regulated markets are applicable to the Offer, this will be adapted to the provisions of the regulations applicable at that time. If said regulations contemplate the possibility of an exception to the mandatory takeover bid due to the delisting that would apply to the Offer in the event that it is reconfigured as a standing purchase order by all or some of the Bidders, it will be adjusted in the necessary terms to comply with said exception.

2.- Delegation of powers

Empower jointly and severally (*solidariamente*) the Board of Directors, the Chair of the Board of Directors, the CEO, the other members of the Board of Directors, non-director secretary and non-director deputy secretary with express powers of substitution, self-contracting and multiple representation, so that any of them, jointly and severally and to the full extent required by law, may proceed to implement these resolutions, and may determine those matters that have not been expressly established therein or that are a consequence thereof. In particular, and by way of illustration only, it is agreed to jointly delegate to the aforementioned persons, with all the legal scope necessary, the following powers:

(i) To carry out whatever legal acts or business are necessary or merely convenient for the execution of these agreements, granting whatever public or private documents they deem necessary or convenient for the fullest effectiveness of the same.

(ii) To rectify, clarify, interpret, specify or complete these agreements or those contained in any deeds or documents that may be executed in execution thereof in any respect not provided for therein and, in particular, to remedy any omissions, defects or errors of form or substance that may prevent the admission of these agreements and their consequences by BME Growth, the National Securities Market Commission or any other institutions or organisations, or their registration in the Companies Register. the National Securities Market Commission or any other institutions or organisations or their registration in the Commercial Registry.

(iii) To file and process all the necessary files and documentation before BME Growth, the Spanish National Securities Market Commission (*Comisión Nacional del Mercado de Valores*), the Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear), any participating entities, those adhered to or in charge of the accounting record of book entries or other public or private bodies, to follow and urge the verification procedure in all its stages, until its completion and, in general, to sign all types of documents, to carry out all acts and agreements, to authorise powers of attorney, to make all communications and to adopt all resolutions and measures deemed necessary or convenient to bring the exclusion procedure to a successful conclusion.

(iv) To carry out all actions necessary or convenient to, after the Offer, obtain the delisting of all the shares representing the Company's share capital from BME Growth.

(v) To revoke, where appropriate, the designation of Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear) and its participating entities as the entities responsible for keeping the accounting record of the Company's shares, and, in such case, designate, at its discretion, once the Company's shares are excluded from trading on BME Growth, and as long as the Company's shares are represented by book entries, a new entity responsible for keeping the accounting record of the Company's shares.

(vi) To represent the Company before any organisations, public offices, registries, entities, public or private, national or foreign, before which it is necessary to carry out any actions related to the delisting of the Company's shares and, in particular, those mentioned in section (iii) above.

(vii) To appear before the competent Commercial Registries, BME Growth, the Spanish National Securities Market Commission (*Comisión Nacional del Mercado de Valores*), the Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear) and any other authorities, organisations or entities, public or private, signing for this purpose any documents, public or private, and carrying out and complying with any procedures and actions that are necessary or convenient for the execution and successful outcome of these agreements, being able, in particular and by way of example and not limitation, to determine, clarify, clarify, modify and interpret its content in all its conditions in relation to matters not provided for by this general shareholders' meeting, including modifying the wording and conditions in those aspects that are necessary in order to adjust its text and contents to any legislative modifications or non-binding recommendations that may occur from the date of adoption of these agreements and that of their presentation or registration in any public registry, and to the qualifications that any of the aforementioned authorities and organisations or any other competent bodies may make regarding said

documents, formalising any complementary documents that may be necessary or appropriate in this regard, as well as correcting any defects, omissions or errors that may be observed or revealed by said authorities, organisations or entities.

(viii) To represent the Company before any organisations, public offices, registries, entities, public or private, national or foreign, before which it is necessary or convenient to carry out any actions related to the delisting of the Company's shares and the Offer.

(ix) To publish, in the manner established by the Spanish Companies Act and other applicable legislation, the announcements relating to these resolutions, in particular and by way of example and not limitation, any announcements relating to the Offer.

(x) To carry out such complementary or accessory acts as may be necessary or convenient for the effective conclusion of the procedure for the delisting of the Company's shares and the Offer, including, but not limited to, the conclusion with credit institutions, or with any others, of intermediation, agency or deposit agreements, operating instructions and any others that may be necessary or convenient for these purposes.

(xi) In general, to carry out any related or complementary acts that may be necessary or convenient for the successful completion of these agreements.

* * *

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

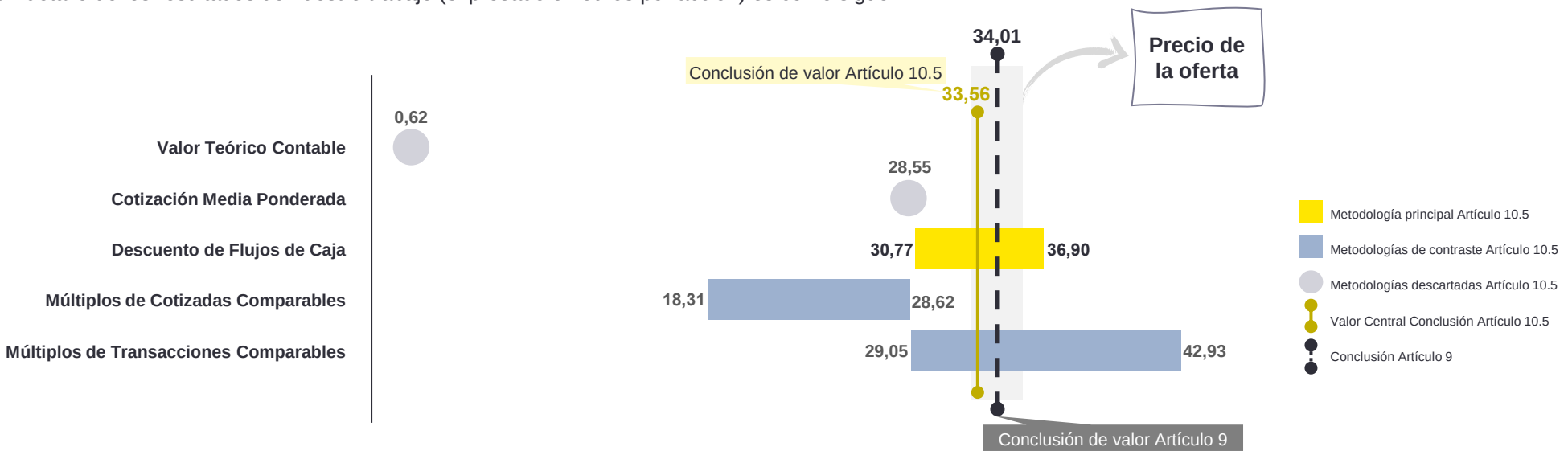
Resumen ejecutivo

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

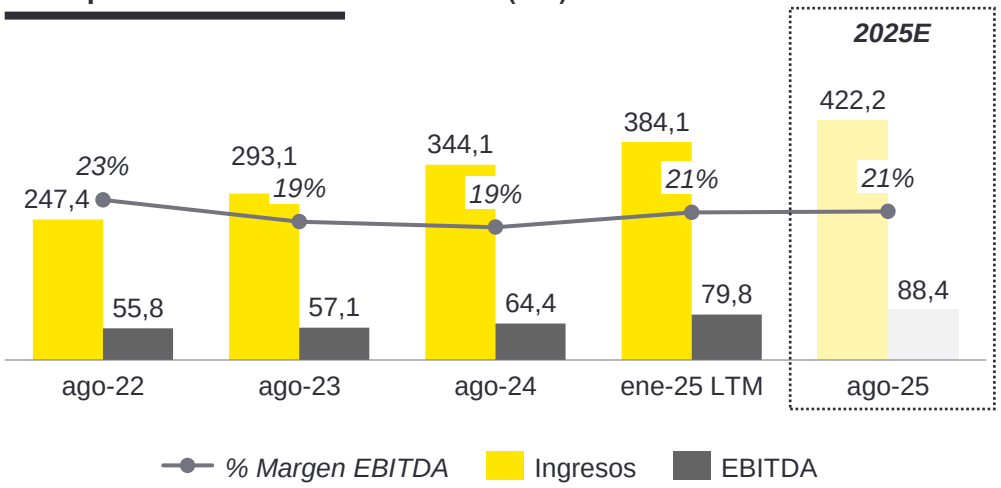
Newman Escuela de Posgrado

UNIR FORMACIÓN PROFESIONAL

KSCHOOL

UNIPRO

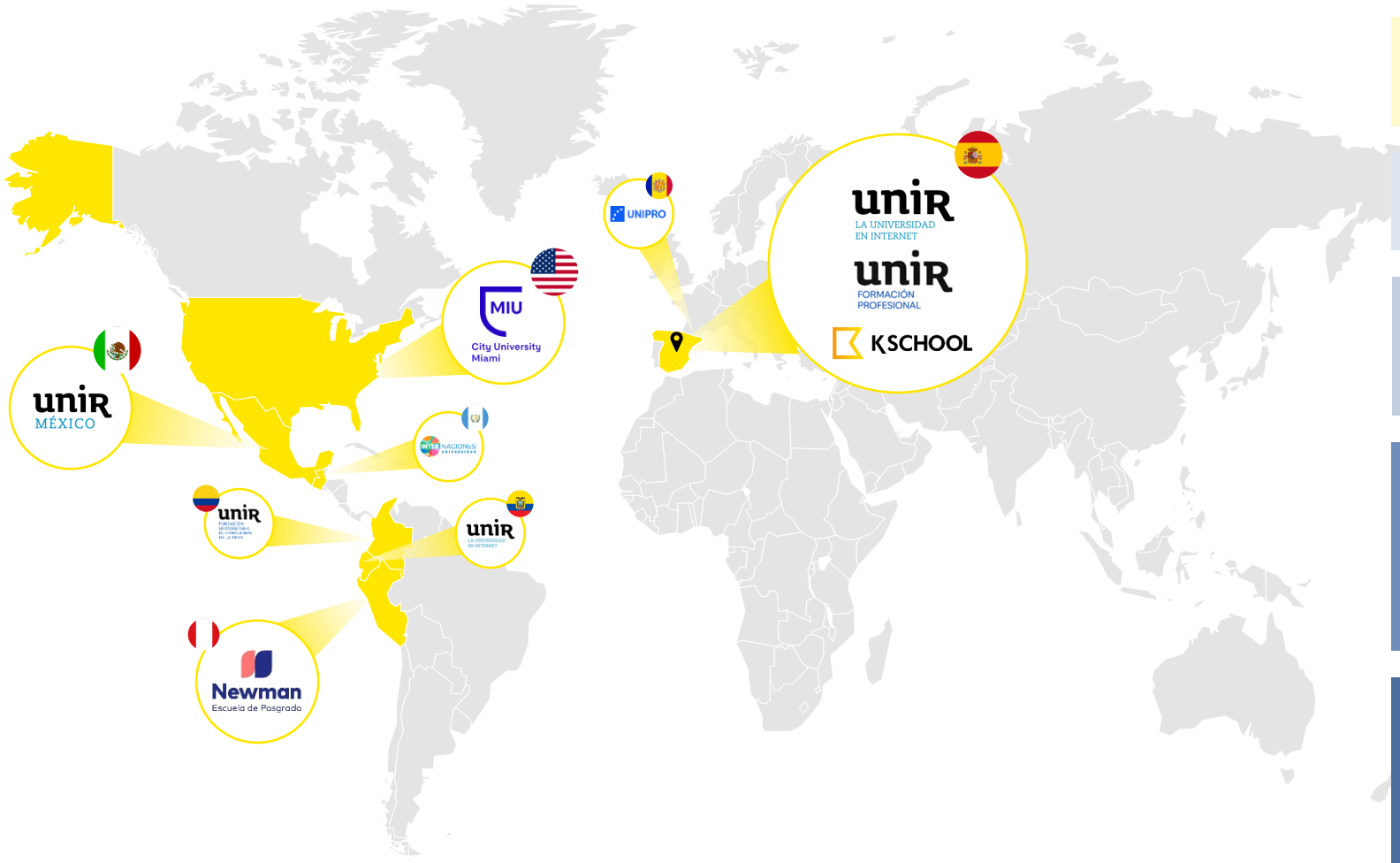
Principales indicadores financieros (€m)



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**.

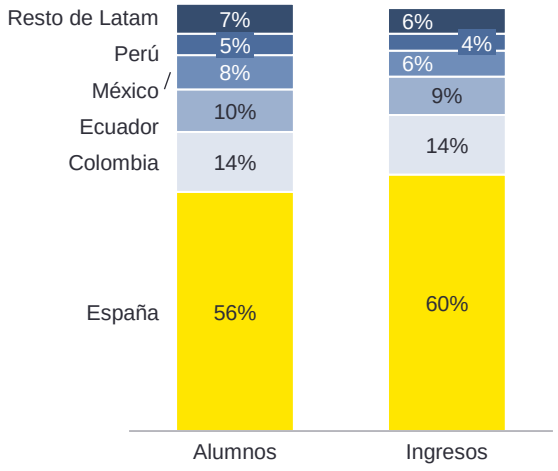
Sede de Proeduca

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

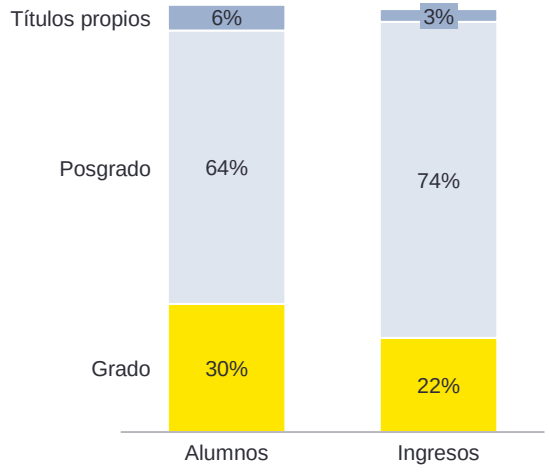
Marcas y métricas relevantes

	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

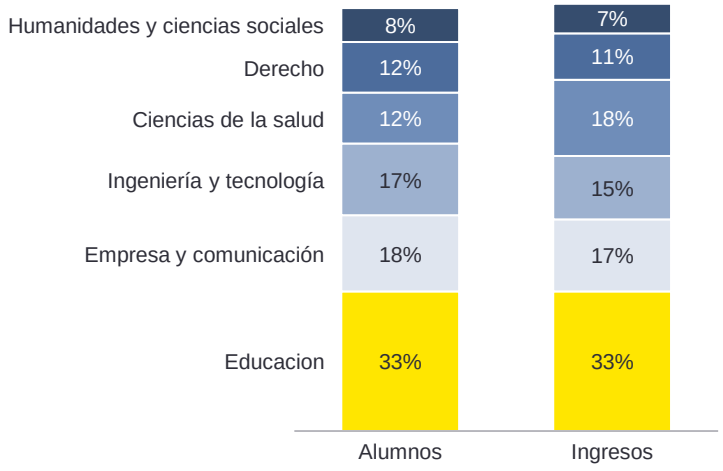
Ingresos por país[2]



Ingresos según categoría educativa[2]

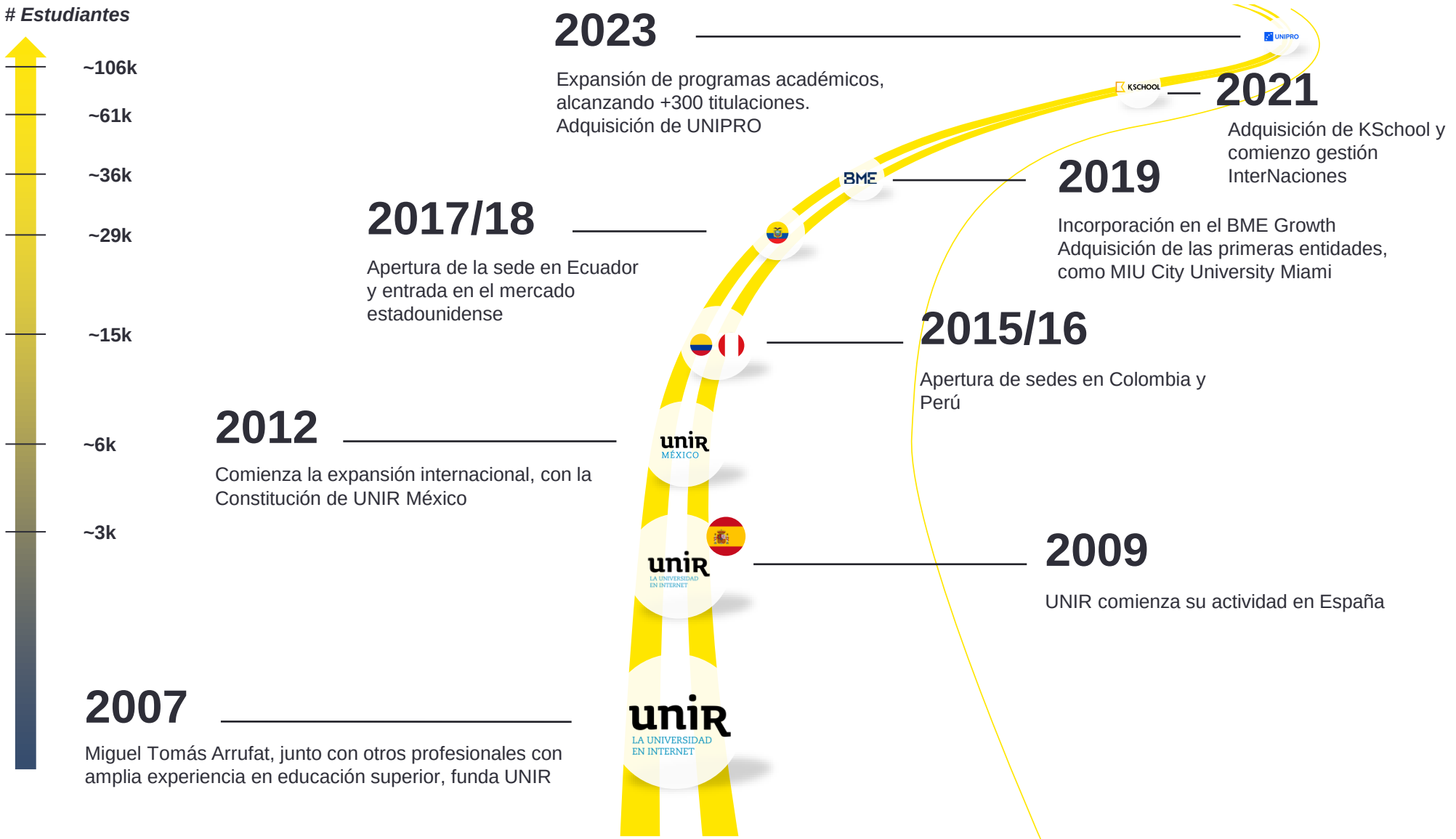


Ingresos por especialidad formativa[2]



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

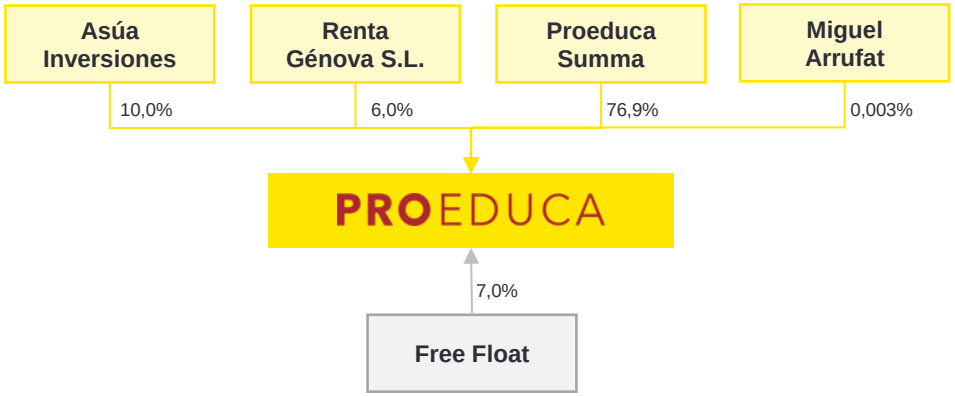
Descripción de la Transacción

Descripción de la Transacción

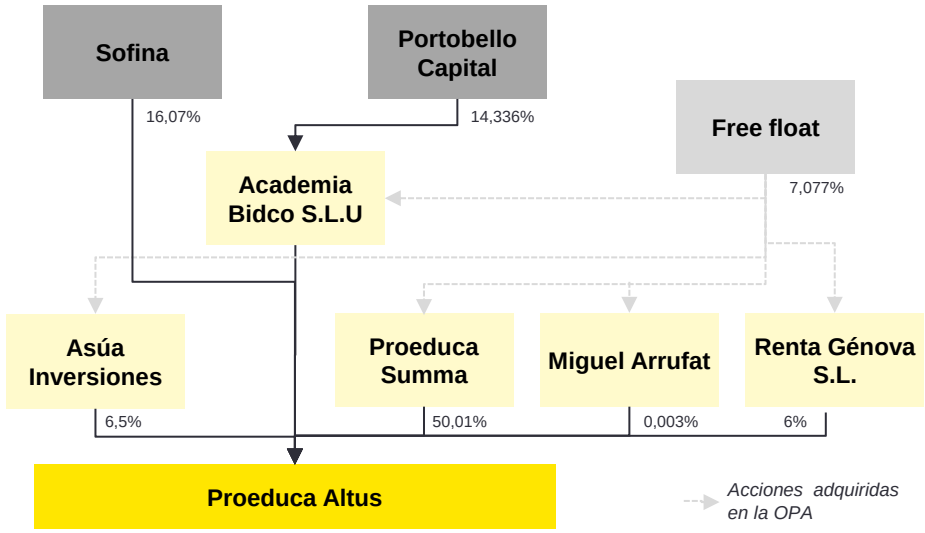
La Transacción

- 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.

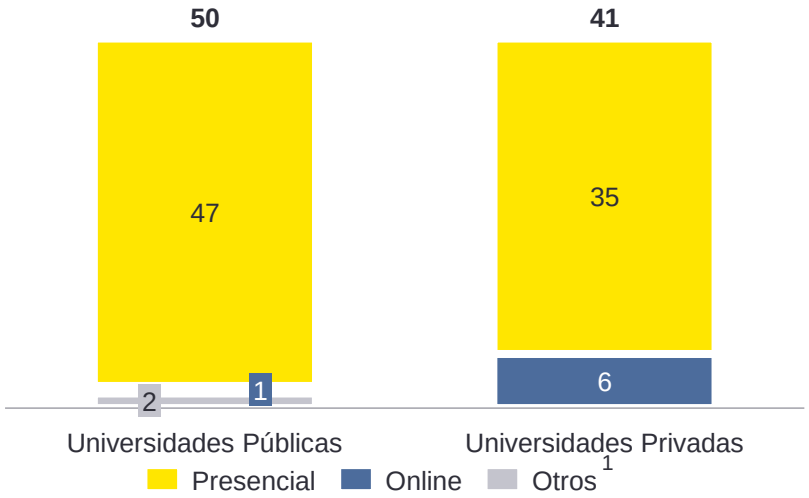
5

Descripción del Mercado

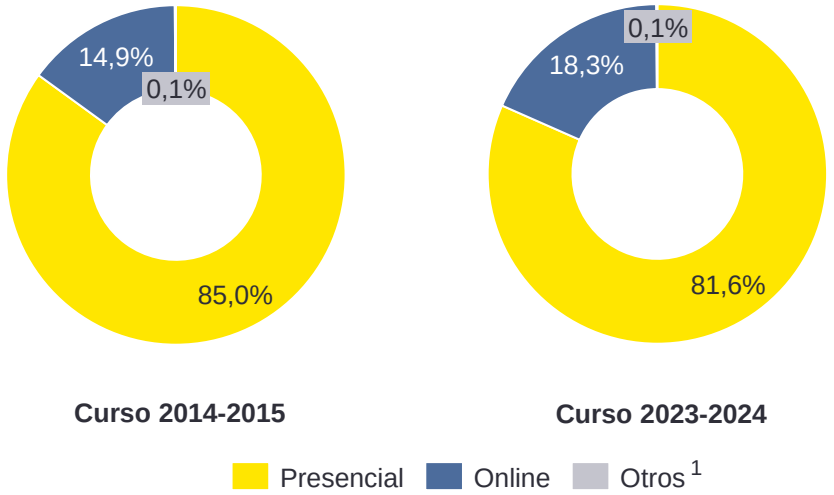
Descripción del mercado

La educación presencial y online

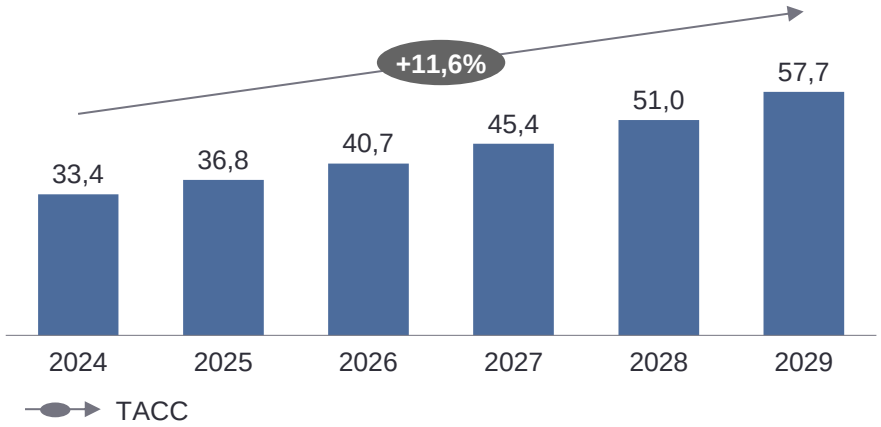
Número de centros universitarios activos en España en el curso 2023-2024



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.

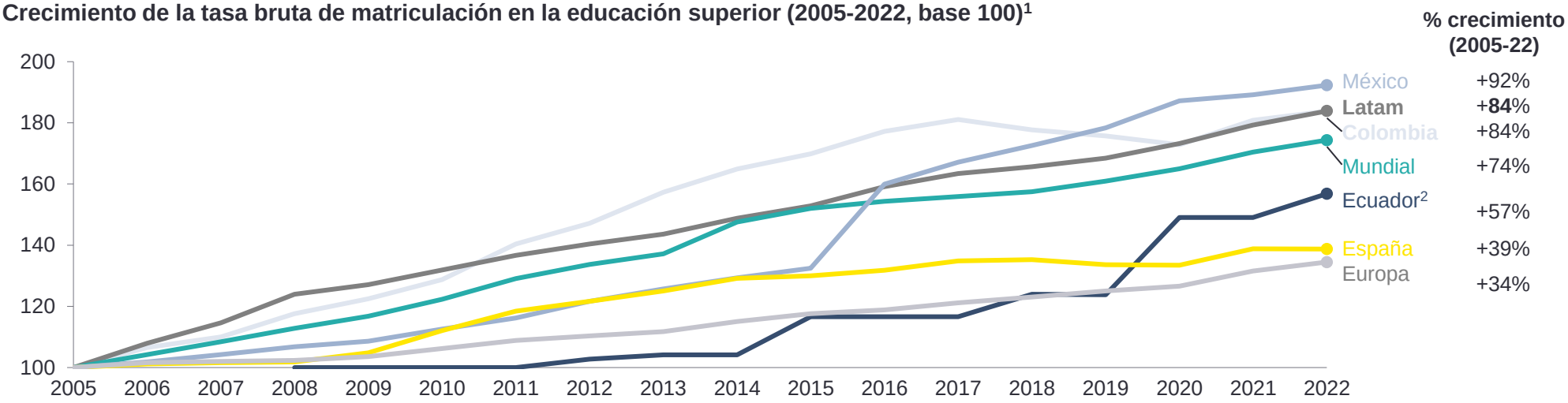
De acuerdo con la última información reportada, la educación presencial es la modalidad predominante en España. No obstante, se ha detectado un crecimiento significativo en la matriculación en programas de educación online en la última década, especialmente en el sector de las universidades privadas. 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.

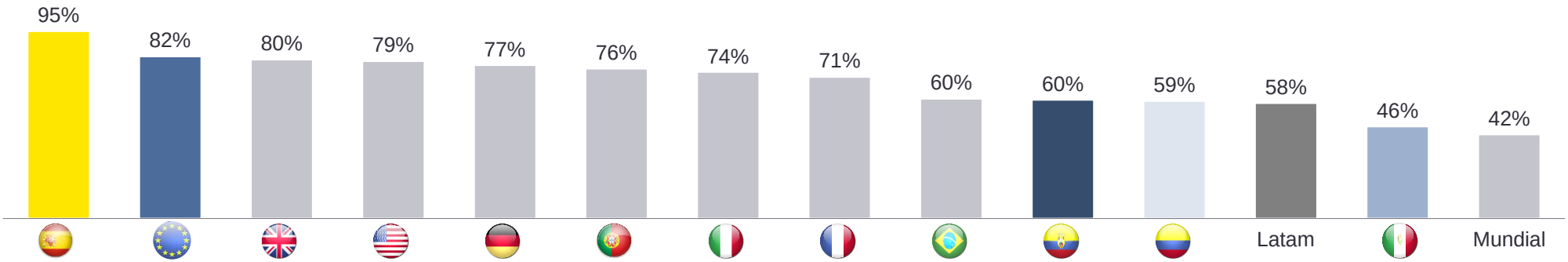
Descripción del mercado

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.

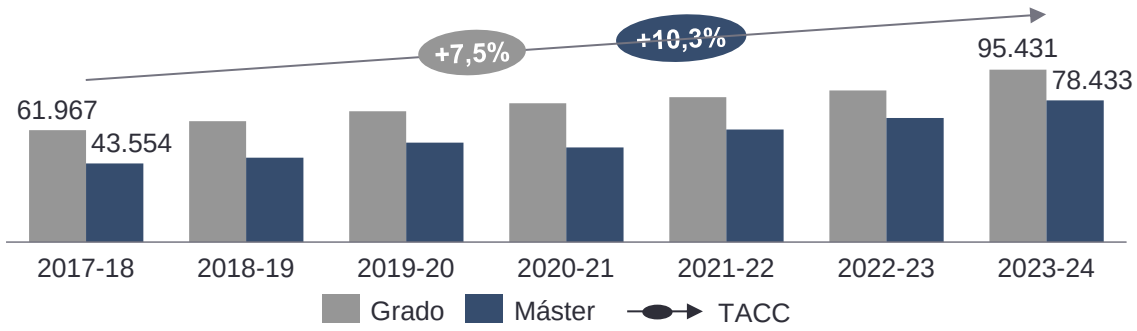
Notas: (1) El último año con información disponible se trata de 2022; (2) Debido a la falta de información histórica de Ecuador, se ha realizado el análisis con el primer dato disponible, correspondiente al año 2008; (3) La tasa bruta de matriculación de educación superior se calcula mediante la división 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.

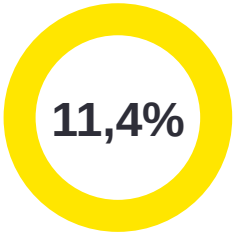
Descripción del mercado

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





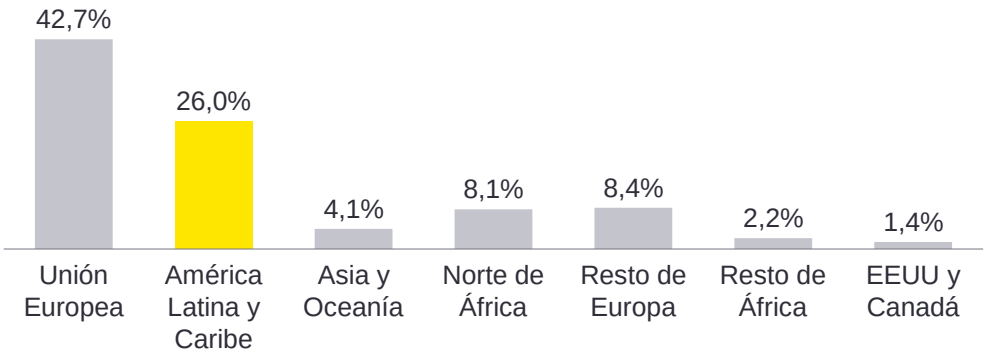
De los alumnos matriculados son internacionales

En estudios de Grado

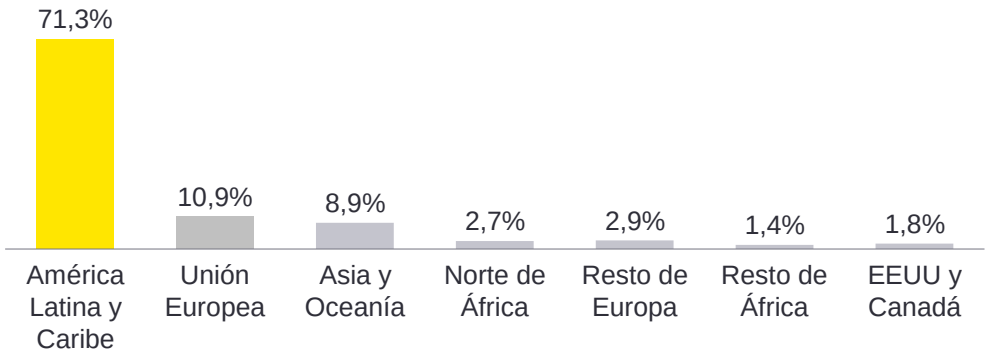
En estudios de Máster

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



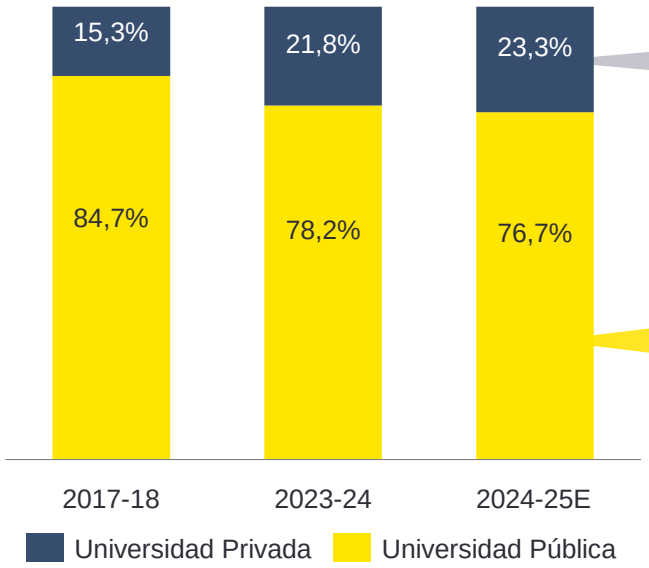
Fuente: Informes Datos y Cifras - Ministerio de Ciencia, Educación, Innovación y Universidades; EMIS Global Higher Education Market Report; Análisis EY.

Descripción del mercado

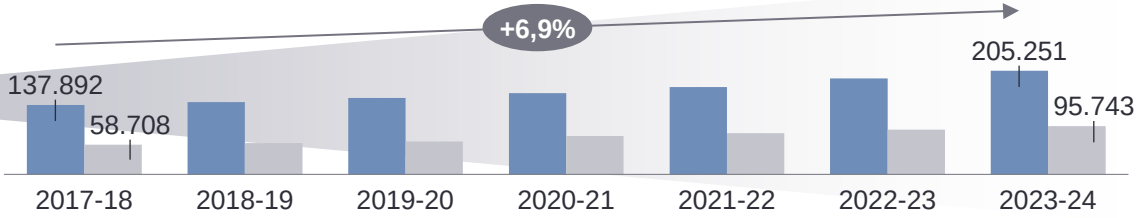
La evolución de la matriculación en Grado por modalidad y tipo de institución en España

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.

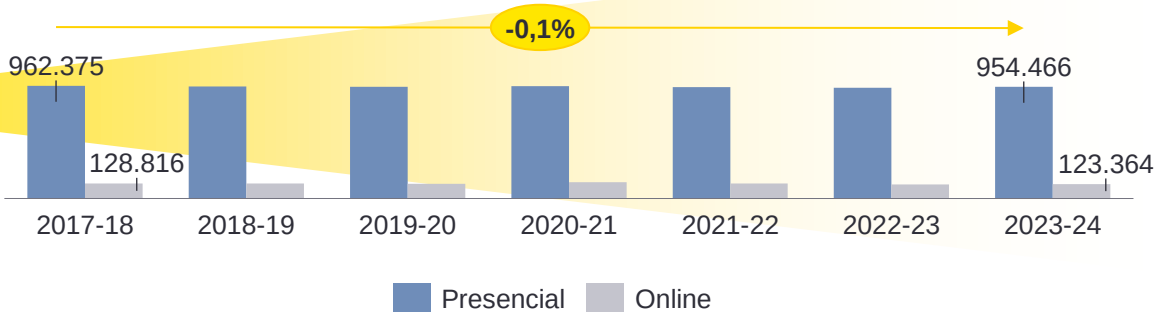
Número de estudiantes matriculados de Grado por modalidad



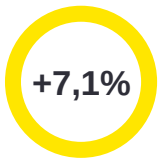
Evolución del número estudiantes de Grado en Universidad Privada



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

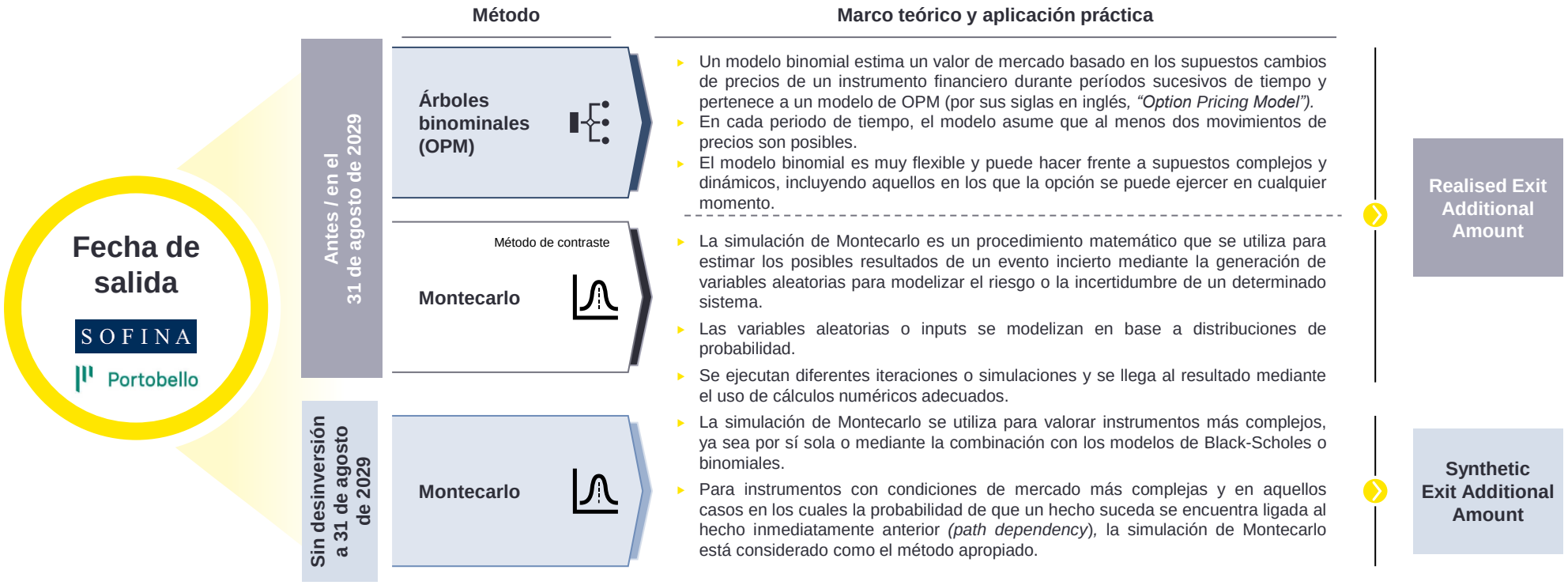
Fuente: Análisis EY a partir de la información del SPA.

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.

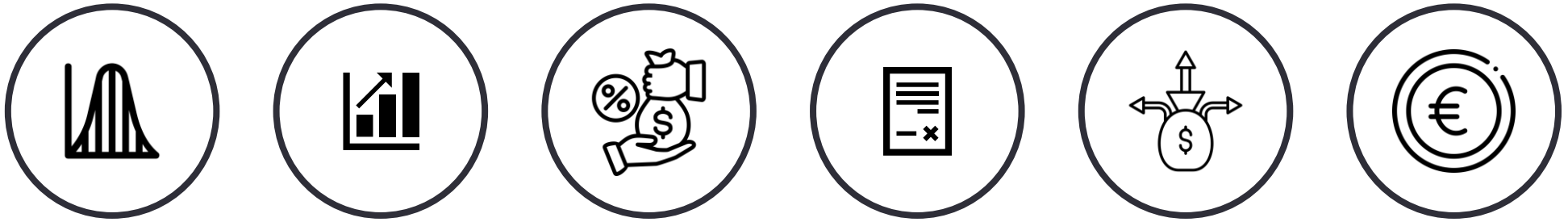
Cálculo del Precio Equitativo

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%.

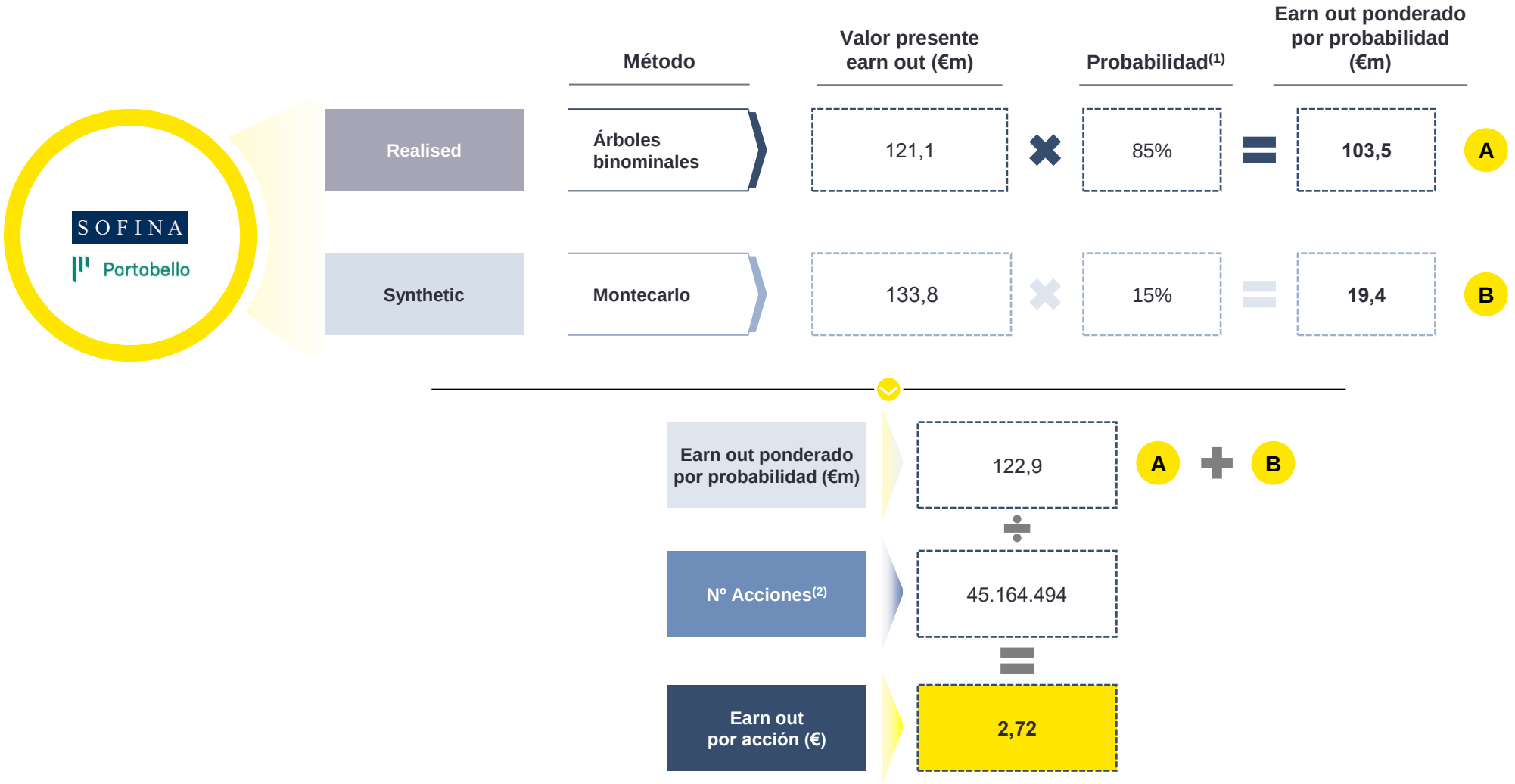
Fuente: Análisis EY.

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

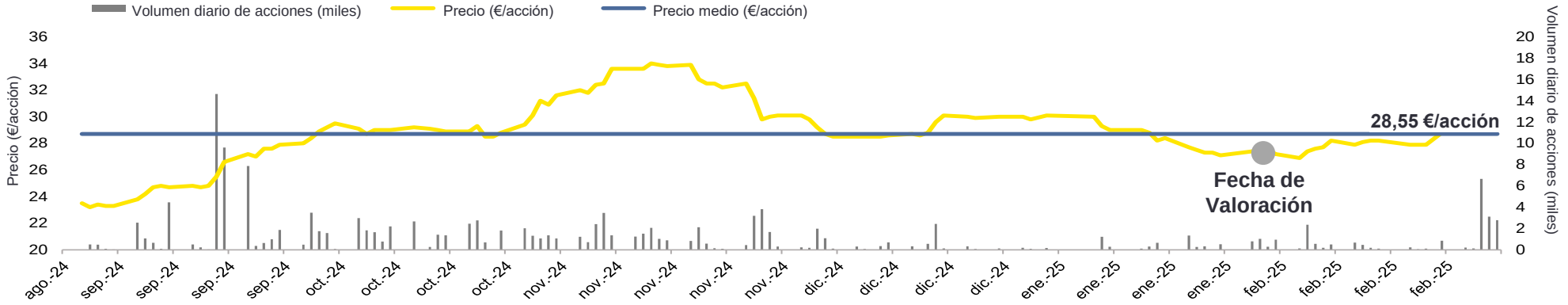
Notas: (1) El grafico se ha limitado a un volumen máximo de 100.000. El 12 de febrero de 2020, el volumen fue significativamente mayor (c.3 millones de acciones), lo que no se refleja a escala en el gráfico.
Fuente: Análisis de EY y bases de datos especializadas y Bolsa de Madrid.

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

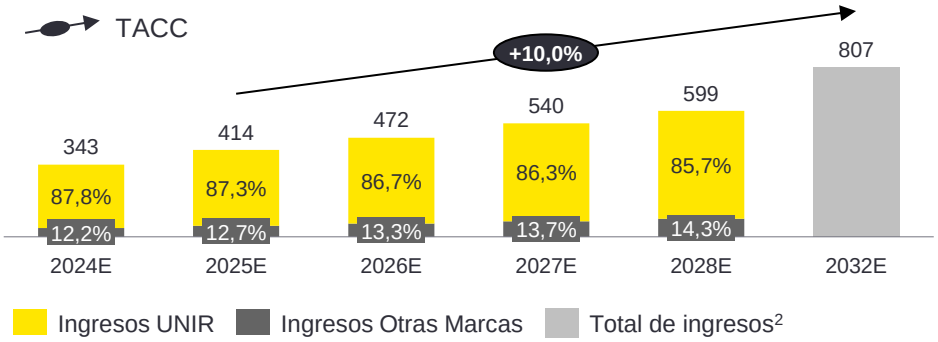
Descripción del Plan de Negocio

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

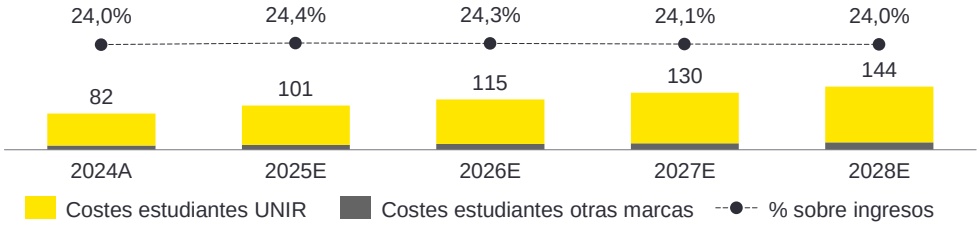
Plan de Negocio de Proeduca (Cont.)

Costes de estudiantes y costes comerciales

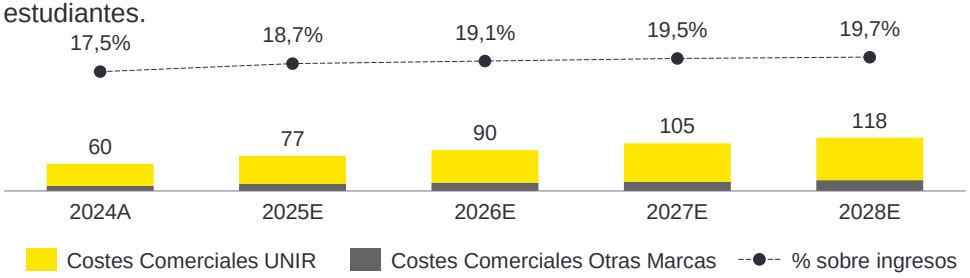
€m		2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	…	2032E
Ingresos Recurrentes		**343**	**414**	**472**	**540**	**599**		**807**
Costes estudiantes UNIR	2	**(73)**	**(89)**	**(101)**	**(115)**	**(127)**		**n.a.**
Costes estudiantes Otras Marcas	2	**(9)**	**(11)**	**(13)**	**(15)**	**(17)**		**n.a.**
Margen Operativo	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

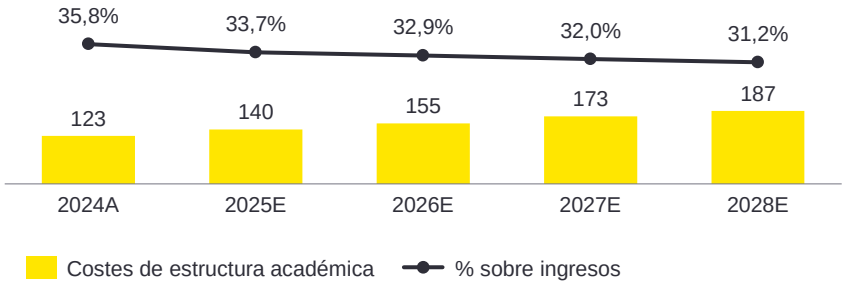
Descripción del Plan de Negocio

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; %)

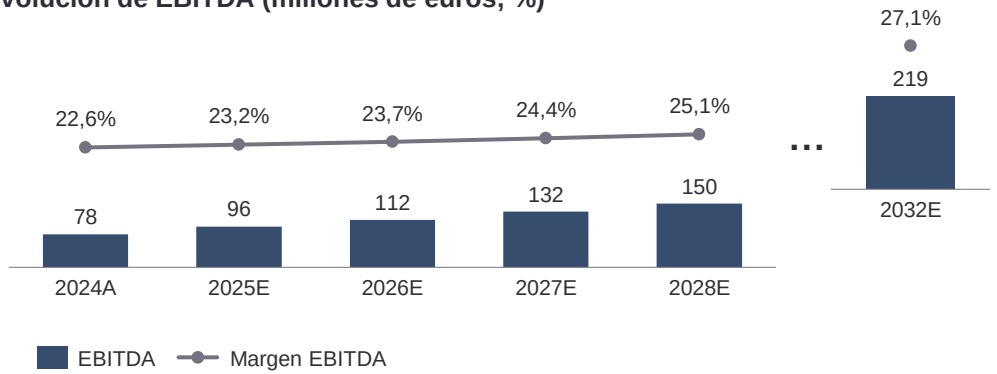


5 **Costes de estructura:**

- **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.

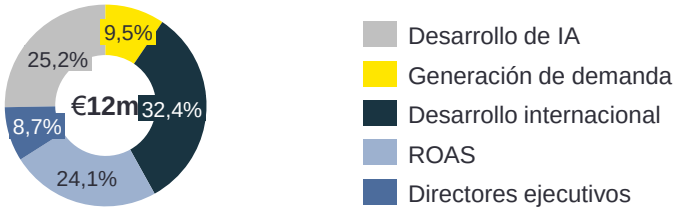
En este contexto, la diferencia entre el EBITDA y el EBITDA ajustado radica en que EBITDA ajustado contempla estas inversiones estratégicas que, si bien en la actualidad representan un gasto, se espera que a lo largo del horizonte del Plan de Negocio generen valor para la compañía.

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

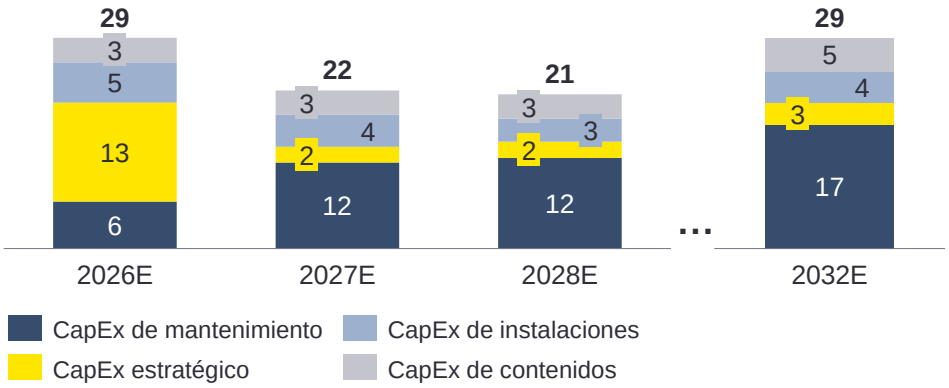
Descripción del Plan de Negocio

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

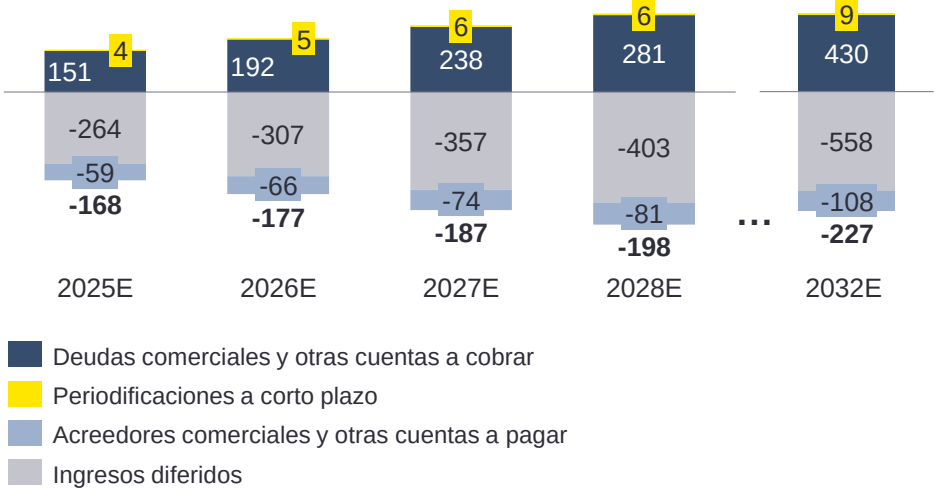
Descripción del Plan de Negocio

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

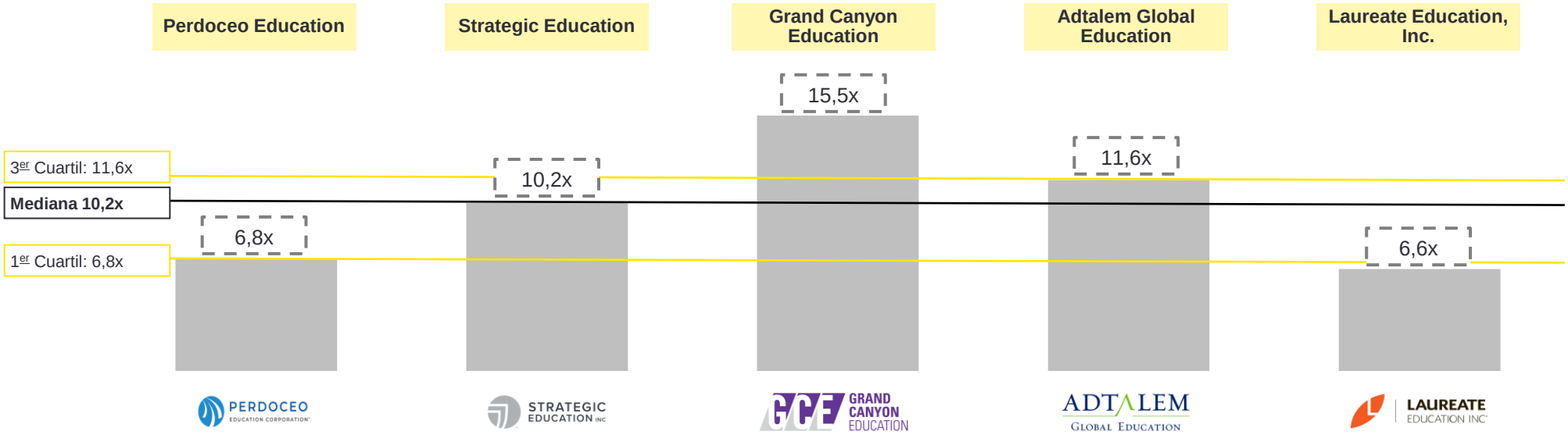
Enfoque de Mercado | Cotizadas

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

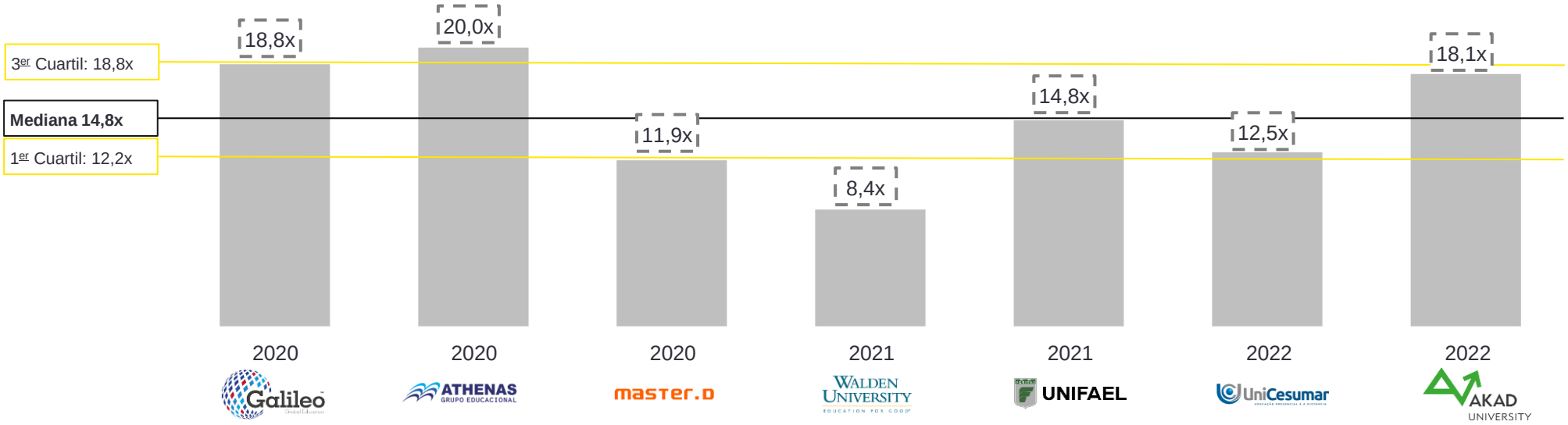
Enfoque de Mercado | Transacciones

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

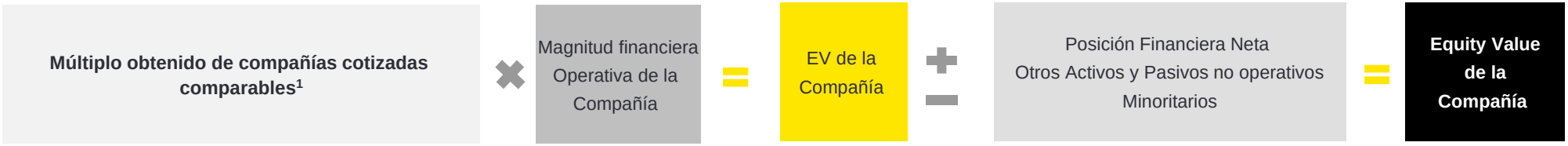
Enfoque de mercado – Múltiplos de cotizadas comparables

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

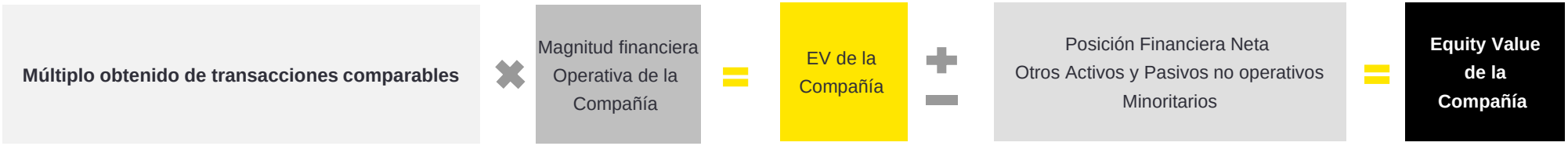
Múltiplos de transacciones comparables

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.

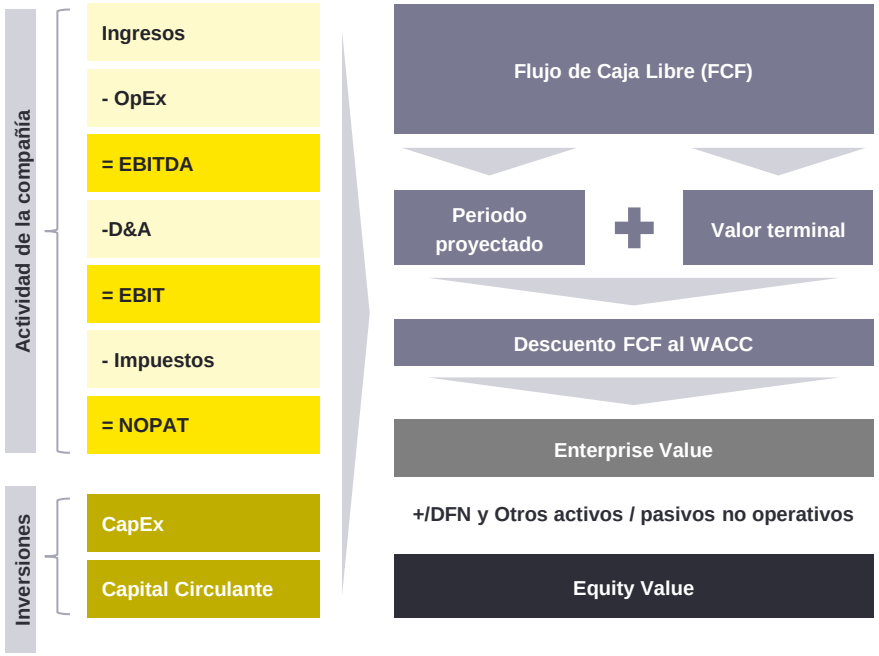
Bajo el método de Descuento de Flujos de Caja, el flujo de caja libre se calcula para un periodo determinado de años.

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).

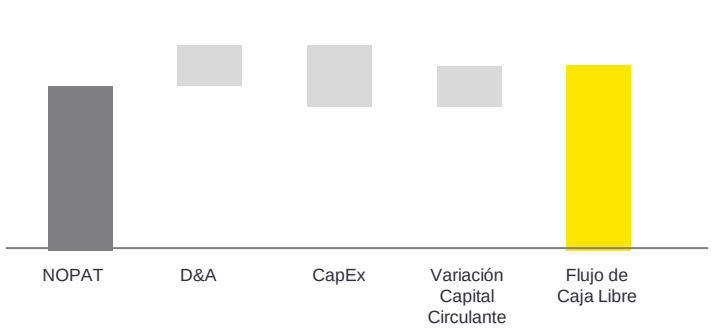
El flujo de caja libre y el valor terminal (el valor de la compañía o negocio al final del periodo proyectado) son descontados a su valor actual para obtener una indicación del valor de una participación del 100% del capital total invertido o valor de empresa ("EV", por sus siglas en inglés).

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

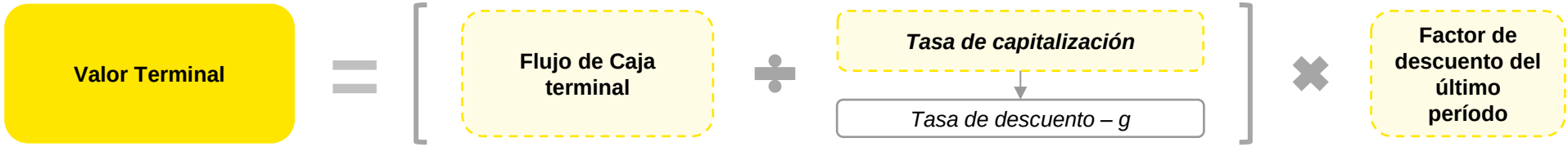
Valor terminal (DCF)

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

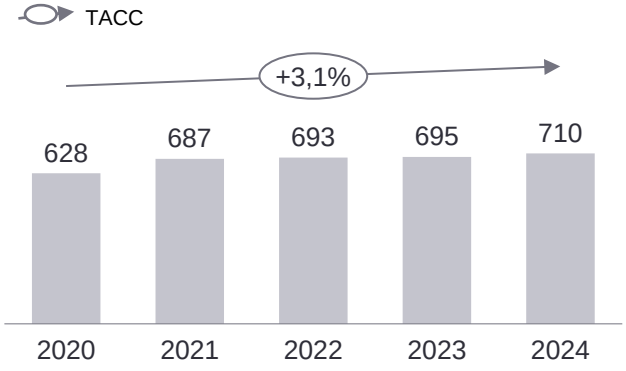
Breve descripción de las compañías cotizadas comparables seleccionadas para el Enfoque de Mercado

Perdoceo Education Corporation

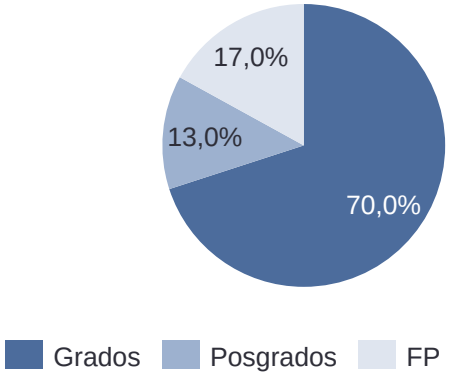
Enfocada en la educación online a través de Colorado Technical University y American Intercontinental University.

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

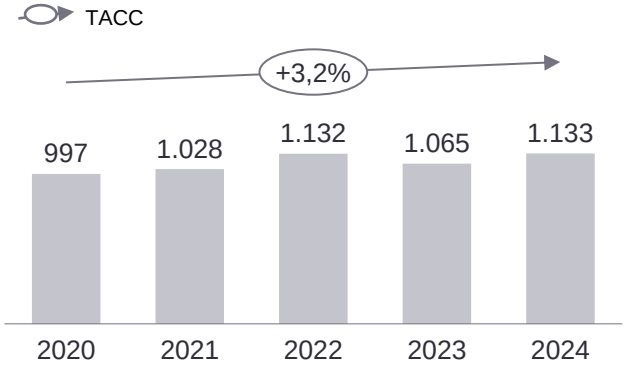
Breve descripción de las compañías cotizadas comparables seleccionadas para el Enfoque de Mercado (Cont.)

Strategic Education, Inc.

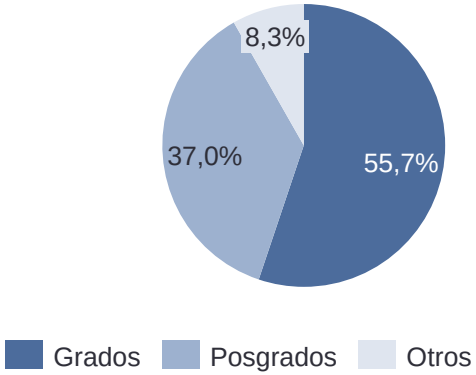
Ofrece grados y posgrados online, a través de sus principales instituciones Capella University y Strayer University.

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

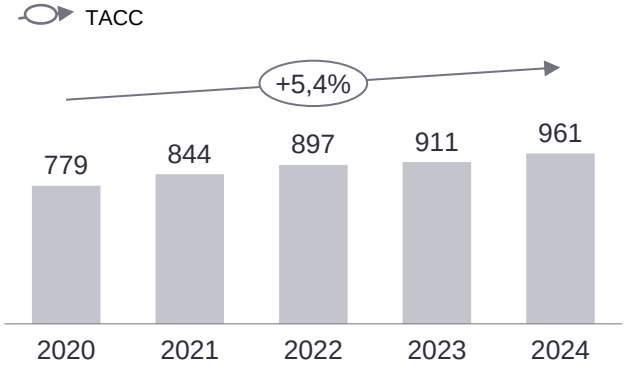
Breve descripción de las compañías cotizadas comparables seleccionadas para el Enfoque de Mercado(Cont.)

Grand Canyon Education, Inc.

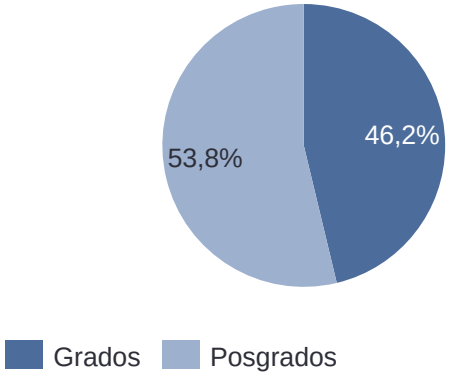
Enfocada en la educación superior online a través de su universidad, Grand Canyon University.

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

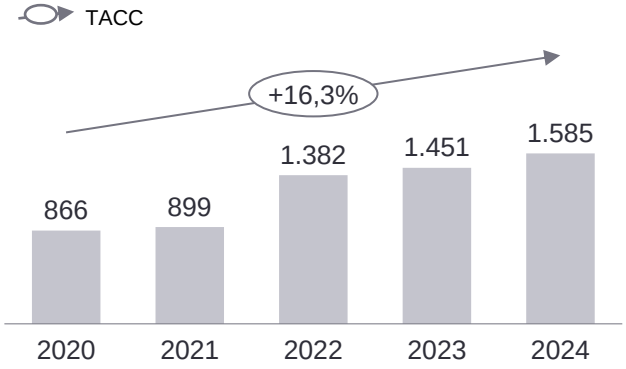
Breve descripción de las compañías cotizadas comparables seleccionadas para el Enfoque de Mercado (Cont.)

Adtalem Global Education, Inc.

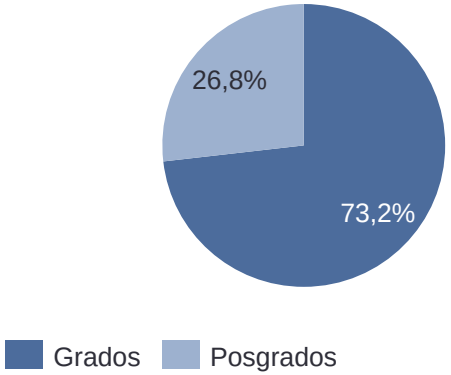
Grupo educativo centrado en la educación y operando mediante instituciones como Chamberlain University.

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

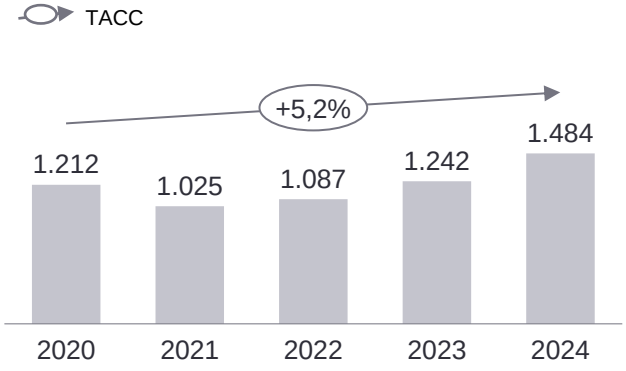
Breve descripción de las compañías cotizadas comparables seleccionadas para el Enfoque de Mercado (Cont.)

Laureate Education, Inc.

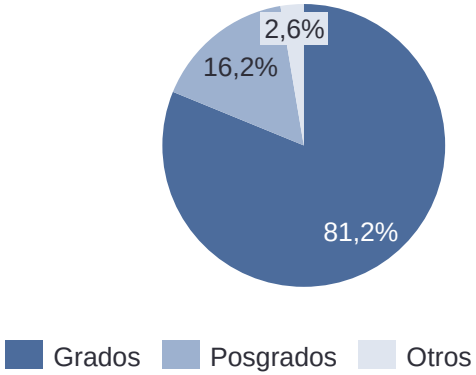
Enfocada en la educación superior, ofrece programas de grado mediante una red de universidades en Latinoamérica.

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.

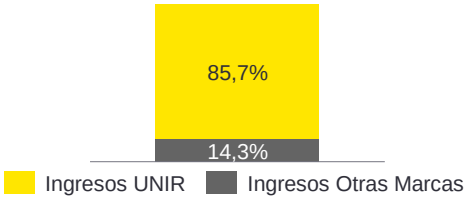
Anexo VIII: Detalle de tipo impositivo ponderado

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 $S_{1,0} = €10 * 0,809 = €8,09$

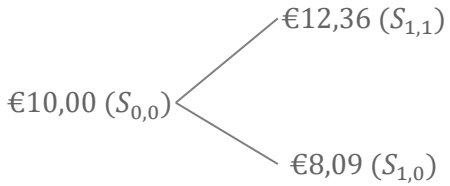
Fuente: Análisis EY y Universidad de Valencia

Anexo XIV: Árboles binomiales

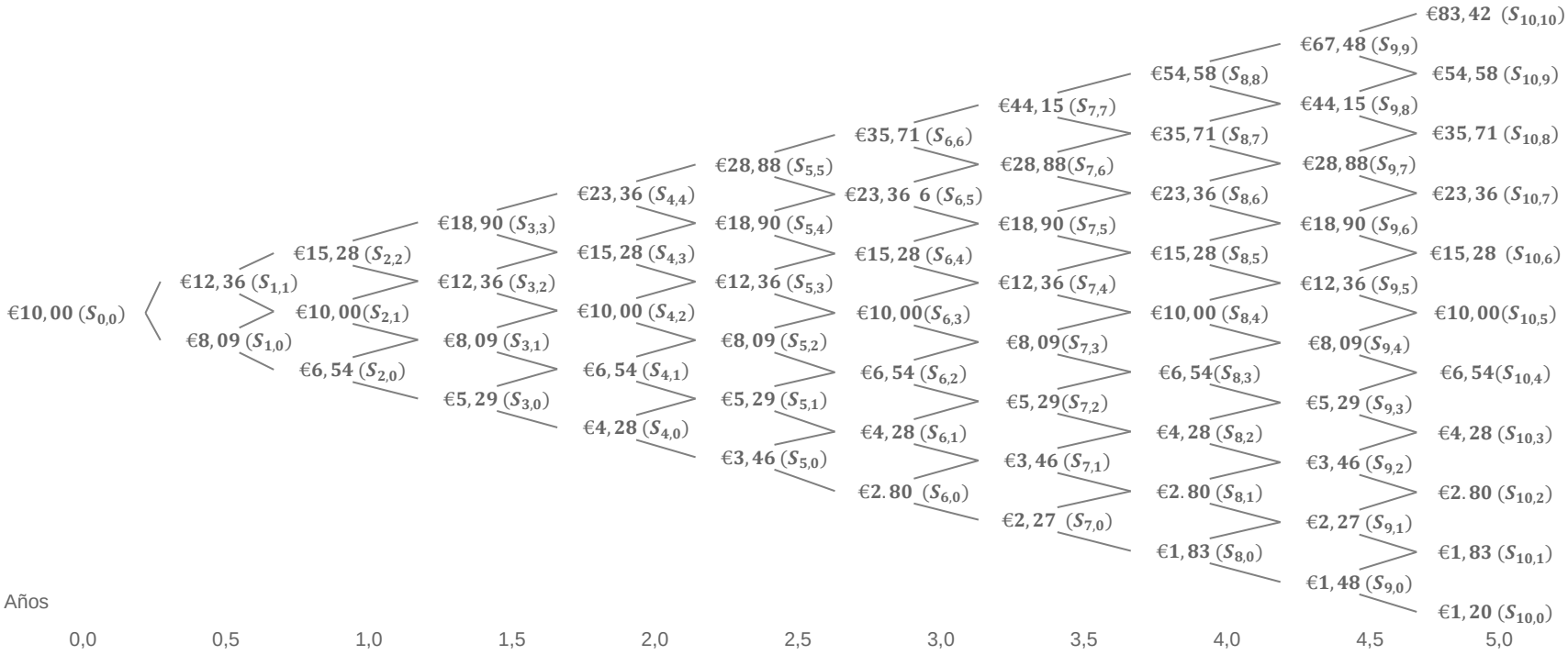
Marco teórico

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

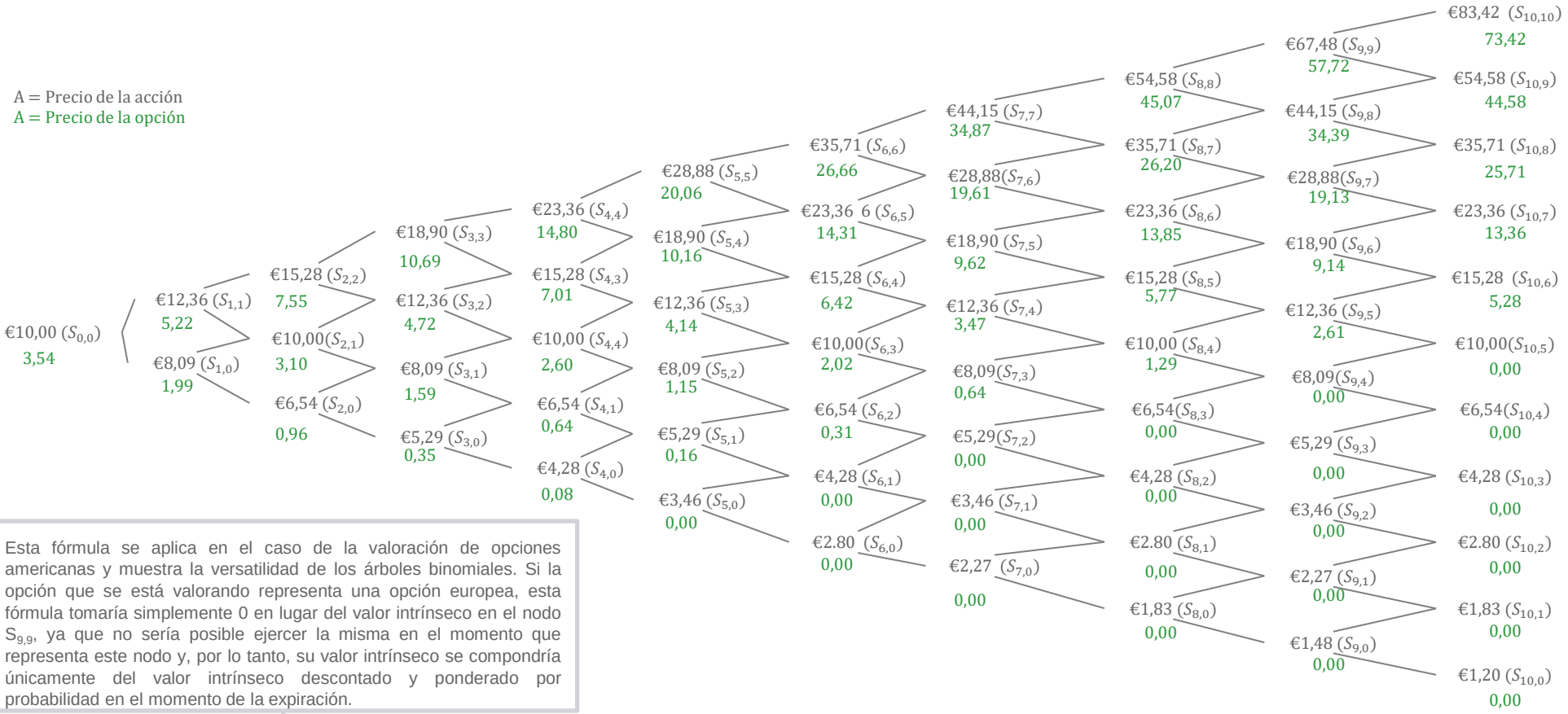
Marco teórico

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.

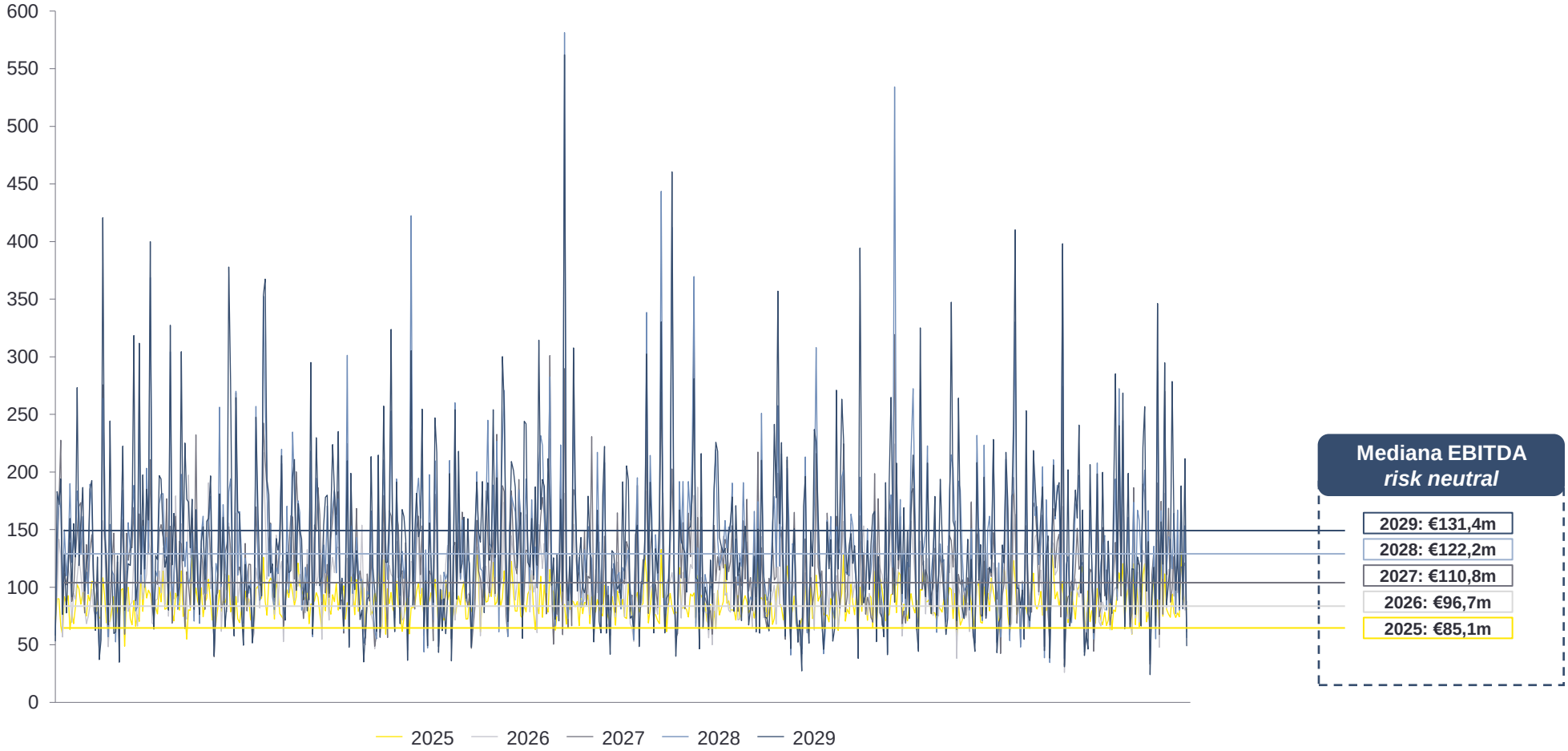
Fuente: Análisis EY.

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

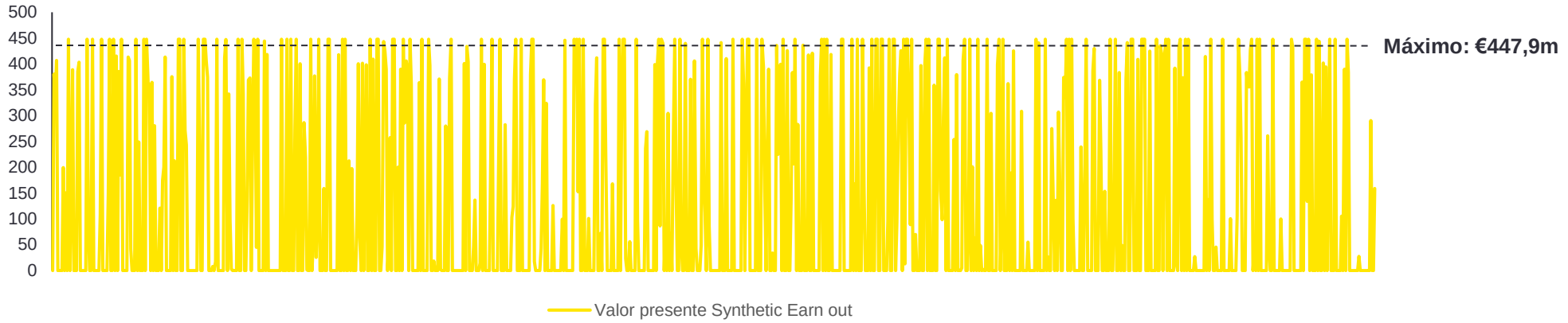
Fuente: Análisis EY en base a información proporcionada por la Compañía y "*Valuations in Financial Reporting. Valuation Advisory 4: Valuation of Contingent Consideration*" por "The Appraisal Foundation".

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