

RENTA VARIABLE - ESPAÑA

Sector: Electric Utilities

 Precio de Cierre: EUR 1,33 (9 dic 2025)
 Fecha del informe: 10 dic 2025 (9:50h)

Revisión de estimaciones: A la baja
 Análisis Independiente de Compañías

Audax Renovables (ADX) es un Grupo energético independiente cuya actividad principal es la comercialización de energía eléctrica y gas, focalizada en el segmento Industrial (gran cliente y pyme, c.48% y 45%, respectivamente, de la cartera de clientes) y presencia internacional (63% s/ventas 1S25, excl. Portugal). Con una capacidad instalada de 325MW, 36MW en construcción y 676MW fotovoltaicos en varias fases de desarrollo.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	602,2	700,1
EV (Mn EUR y USD) ⁽¹⁾	906,3	1.053,7
Número de Acciones (Mn)	453,4	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	1,69 / 1,45 / 1,25	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,50	
Rotación ⁽²⁾	21,1	
Refinitiv / Bloomberg	ADXR.MC / ADX SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

José Elías Navarro	72,5
Global Portfolio Investment	7,2
Autocartera	0,6
Free Float	19,7

Datos Financieros

Básicos (EUR Mn)	2024	2025e	2026e	2027e
Nº Acc. ajustado (Mn)	451,5	453,4	453,4	453,4
Total Ingresos	1.987,8	1.900,9	1.912,8	2.087,3
EBITDA Rec.	115,4	106,4	110,1	120,1
% Var.	16,2	-7,8	3,5	9,1
% EBITDA Rec./Ing.	5,8	5,6	5,8	5,8
% Var EBITDA sector ⁽³⁾	-2,6	6,1	6,1	5,7
Beneficio neto	60,6	35,9	40,0	46,7
BPA (EUR)	0,13	0,08	0,09	0,10
% Var.	103,1	-41,1	11,5	16,8
BPA ord. (EUR)	0,13	0,08	0,09	0,10
% Var.	87,8	-41,0	11,5	16,8
Free Cash Flow Rec. ⁽⁴⁾	40,3	-17,9	14,2	25,4
Pay-out (%)	27,1	41,8	37,5	32,1
DPA (EUR)	0,04	0,03	0,03	0,03
Deuda financiera neta	250,2	283,1	304,0	293,5
DN / EBITDA Rec.(x)	2,2	2,7	2,8	2,4
ROE (%)	32,6	16,2	17,1	18,5
ROCE (%) ⁽⁴⁾	15,1	12,2	12,3	12,8

Ratios y Múltiplos (x)⁽⁵⁾

PER	9,9	16,8	15,1	12,9
PER Ordinario	9,9	16,8	15,1	12,9
P/BV	2,9	2,6	2,5	2,2
Dividend Yield (%)	2,7	2,5	2,5	2,5
EV/Ventas	0,46	0,48	0,47	0,43
EV/EBITDA Rec.	7,9	8,5	8,2	7,5
EV/EBIT	9,7	10,9	10,7	9,7
FCF Yield (%) ⁽⁴⁾	6,3	n.a.	2,2	3,9

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.

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

(3) Sector: Stoxx Europe 600 Utilities.

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

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

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

ADX refuerza el foco en crecimiento, rentabilidad y visibilidad

COMERCIALIZACIÓN SIGUE IMPULSADO EL CRECIMIENTO, MIENTRAS AVANZA LA INTEGRACIÓN VERTICAL. En Generación, estimamos un crecimiento progresivo de capacidad instalada desde 325 MW en 2025e hasta c. 460 MW en 2027e (objetivo 2030>500 MW), centrado en solar. Lo que refuerza la estrategia de integración vertical (cobertura natural al negocio de comercialización).

En Comercialización, prevemos una energía suministrada de 16,1 TWh en 2025e, creciendo a 17,6 TWh en 2026e y 19,1 TWh en 2027e (+9% anual), impulsada por el aumento de cartera de clientes. Esperamos crecimiento en todas las geografías, (especialmente en Iberia y resto de Europa), manteniendo la diversificación entre electricidad y gas. Además, ADX ha anunciado el lanzamiento de una nueva línea de negocio en telecomunicaciones (fibra y móvil) a partir de 2026, bajo modelo de "white label reseller", aún no contemplada en nuestras cifras.

RECUPERACIÓN DEL MARGEN BRUTO TRAS EL APAGÓN. EBITDA 2027E DE EUR 120,1 MN. Ajustamos estimaciones a la baja (margen bruto -15% vs anterior estimación debido principalmente al impacto del apagón). Margen bruto 2025e de EUR 220 Mn (11,6% s/Ingresos). Para 2026e y 2027e, prevemos que el margen bruto unitarios (EUR/MWh) se mantenga estable en el rango de EUR 11-12, gracias a la política de aprovisionamiento, gestión de riesgos y enfoque comercial. Lo que debería permitir un margen bruto de EUR 235 Mn (12,3%) en 2026e y EUR 256 Mn (12,3%) en 2027e. Esta mejora de mg. bruto, junto a eficiencias operativas (uso de IA), se traducirá en un aumento del EBITDA rec. desde c. EUR 100 Mn en 2025e hasta EUR 120,1 Mn en 2027e. Margen EBITDA del 5,6% en 2025e, 5,8% en 2026e y 2027e.

ADX MANTIENE SU COMPROMISO DE DN/EBITDA <3X. Deuda neta 9m25 de EUR 297 Mn. La generación de caja orgánica debiera cubrir el plan inversor. CAPEX de EUR 50 Mn en 2025e, y entre EUR 50-60 Mn en 2026e-2027e.

FOCO EN CRECIMIENTO, RENTABILIDAD Y VISIBILIDAD. El plan 2026-2030 refuerza el foco en crecimiento (capacidad instalada y energía suministrada), rentabilidad, diversificación (por país, cliente y tecnología) y control de la deuda. Que debería traducirse en mayor estabilidad y recurrencia, generación de caja y sostenibilidad del dividendo. Lo que sigue ofreciendo un posicionamiento diferencial dentro del universo utility. Tras una corrección del -16,7% (-12m), ADX cotiza a un EV/EBITDA rec. 2025e de 8,5x (vs 8,6x de utilities integradas). ADX anuncia programa de recompra por hasta EUR 20 Mn para los próximos 12m.

Comportamiento relativo (base 100)


Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	1,7	-2,9	-16,7	-12,4	68,5	-14,7
vs Ibex 35	-3,4	-12,8	-40,2	-39,3	-16,5	-58,0
vs Ibex Small Cap Index	-0,8	-5,9	-35,2	-30,2	22,9	-35,1
vs Eurostoxx 50	-1,0	-8,9	-27,4	-25,0	16,2	-47,4
vs Índice del sector ⁽³⁾	1,2	-13,7	-34,6	-32,8	15,3	-45,2

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

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

En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

Revisión de estimaciones: A la baja

Tabla 1. Revisión de estimaciones

EUR Mn	2025e (Nuevo)	Revisión (%)	2026e (Nuevo)	Revisión (%)	2027e (Nuevo)	Revisión (%)
Total Ingresos	1.900,9	-23,9%	1.912,8	-16,0%	2.087,3	-4,4%
Margen bruto	220,5	-15,3%	235,2	-15,0%	255,9	-11,3%
<i>Cto. Margen bruto</i>	<i>-6,5%</i>	<i>-16,9 p.p.</i>	<i>6,7%</i>	<i>0,3 p.p.</i>	<i>8,8%</i>	<i>5 p.p.</i>
<i>Margen bruto / Ventas</i>	<i>11,6%</i>	<i>1,2 p.p.</i>	<i>12,3%</i>	<i>0,1 p.p.</i>	<i>12,3%</i>	<i>-1 p.p.</i>
EBITDA (Recurrente)	106,4	-16,2%	110,1	-22,6%	120,1	-20,8%
<i>Cto. EBITDA Rec.</i>	<i>-7,8%</i>	<i>-17,8 p.p.</i>	<i>3,5%</i>	<i>-8,5 p.p.</i>	<i>9,1%</i>	<i>3 p.p.</i>
<i>EBITDA Rec. / Ventas</i>	<i>5,6%</i>	<i>0,5 p.p.</i>	<i>5,8%</i>	<i>-0,5 p.p.</i>	<i>5,8%</i>	<i>-1 p.p.</i>
EBIT	82,8	-19,9%	84,9	-27,6%	93,1	-25,4%
<i>DN / EBITDA</i>	<i>2,7 x</i>	<i>0,6 x</i>	<i>2,8 x</i>	<i>1,1 x</i>	<i>2,4 x</i>	<i>1,1 x</i>

Tabla 2. Pipeline

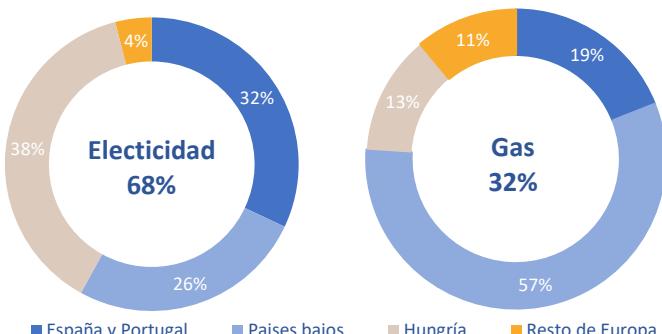
MW	Early Stage	Grid Connection	Environmental	Under Construction		
			approval	Backlog	Construction	Operation
España	-	-	6	295	32	213
Portugal	-	-	-	211	-	-
Italia	-	139	-	25	4	-
Francia	-	-	-	-	-	12
Polonia	-	-	-	-	-	34
Panamá	-	-	-	-	-	66
TOTAL	0	139	6	531	36	325
Total exc. Panamá	0	139	6	531	36	259

La compañía en 8 gráficos

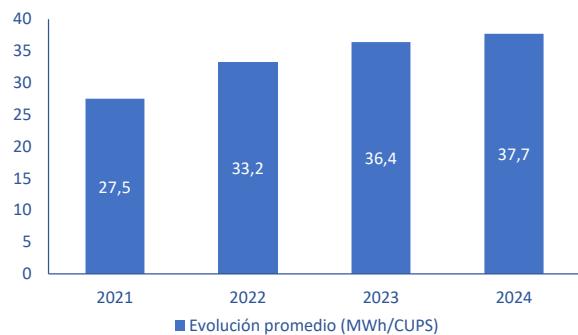
Dos actividades: comercialización y generación de energía. Integración vertical que ofrece una cobertura natural



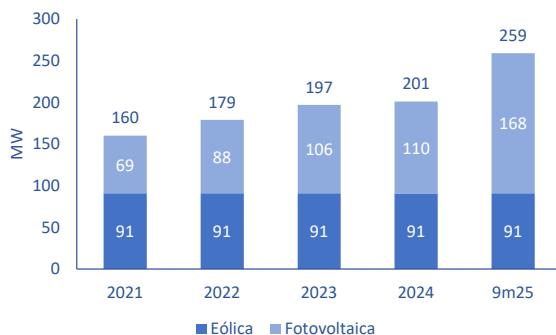
Comercialización de electricidad y gas: un negocio diversificado geográficamente



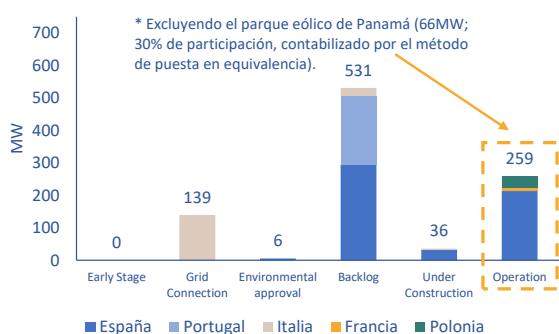
El foco en PYMEs e industria ha permitido incrementar el volumen de energía por punto de suministro



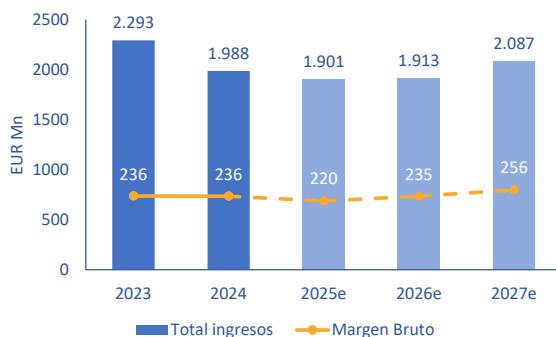
Generación: capacidad instalada (MW) por tecnología



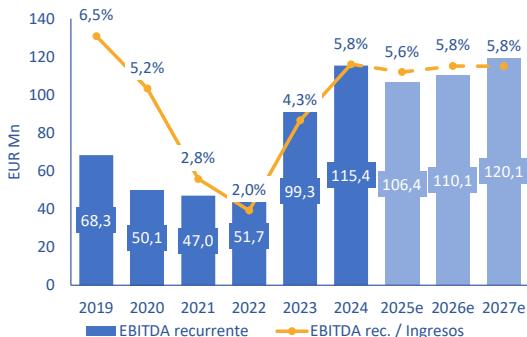
Pipeline de proyectos de generación (9m25)



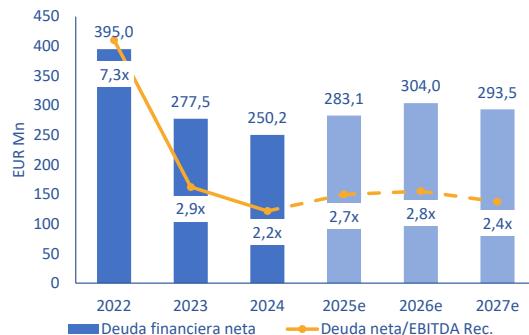
Cifra de ingresos dependiente de los precios energéticos. Se estima un crecimiento del margen bruto 2025e - 2027e



La mejora del margen del negocio de comercialización, junto a eficiencias operativas, permitirán mantener un margen EBITDA Rec. del c. 6%



Lo que debería permitir mantener el apalancamiento en una ratio DN/EBITDA 2025e 2,7x



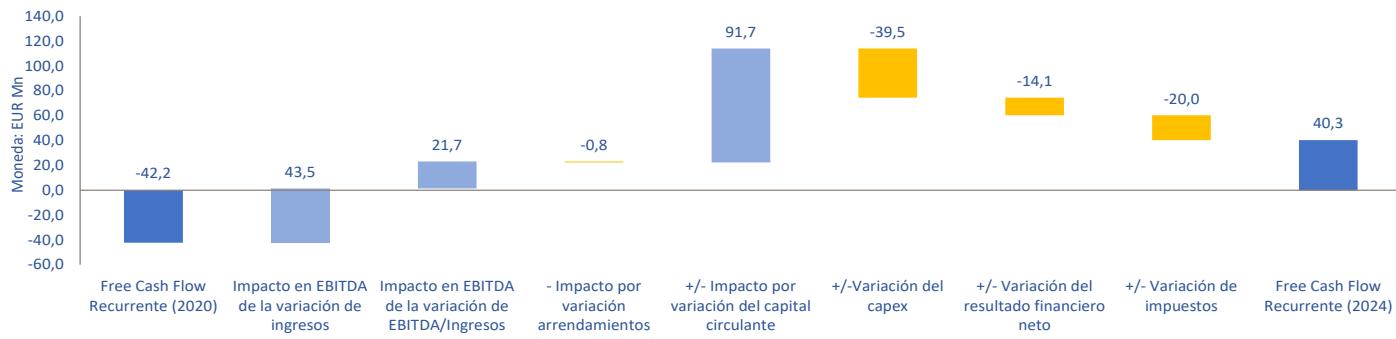
Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	20-24	24-27e
Inmovilizado inmaterial	159,5	200,0	202,0	198,0	196,9	196,9	196,9	196,9			
Inmovilizado material	87,4	117,2	140,0	156,3	194,8	223,3	252,2	282,6			
Otros activos no corrientes	14,8	24,9	27,6	29,2	37,1	37,1	37,1	37,1			
Inmovilizado financiero	25,6	105,7	107,2	89,3	74,2	74,2	74,2	74,2			
Fondo de comercio y otros intangibles	137,9	137,9	137,8	138,0	138,0	138,0	138,0	138,0			
Activo circulante	266,0	399,0	384,6	336,5	362,5	277,4	279,2	304,7			
Total activo	691,3	984,8	999,4	947,2	1.003,5	947,0	977,7	1.033,5			
Patrimonio neto	135,2	132,4	122,4	161,2	210,5	231,4	236,3	268,0			
Minoritarios	7,8	12,0	13,3	12,0	13,4	16,1	18,8	21,5			
Provisiones y otros pasivos a LP	69,9	88,9	64,1	72,4	46,6	46,6	46,6	46,6			
Otros pasivos no corrientes	8,9	16,5	20,7	21,0	22,7	22,7	22,7	22,7			
Deuda financiera neta	247,7	476,6	395,0	277,5	250,2	283,1	304,0	293,5			
Pasivo circulante	221,8	258,4	383,8	403,0	460,0	347,1	349,2	381,1			
Total pasivo	691,3	984,8	999,4	947,2	1.003,5	947,0	977,7	1.033,5			
Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	20-24	24-27e
Total Ingresos	969,3	1.683,9	2.633,0	2.293,2	1.987,8	1.900,9	1.912,8	2.087,3	19,7%	1,6%	
Cto.Total Ingresos	-7,1%	73,7%	56,4%	-12,9%	-13,3%	-4,4%	0,6%	9,1%			
Coste de ventas	(854,4)	(1.561,2)	(2.489,2)	(2.056,9)	(1.752,1)	(1.680,4)	(1.677,6)	(1.831,4)			
Margen Bruto	114,9	122,7	143,8	236,3	235,7	220,5	235,2	255,9	19,7%	2,8%	
Margen Bruto / Ingresos	11,9%	7,3%	5,5%	10,3%	11,9%	11,6%	12,3%	12,3%			
Gastos de personal	(22,5)	(27,7)	(30,1)	(37,9)	(41,9)	(43,9)	(47,3)	(51,3)			
Otros costes de explotación	(42,3)	(47,9)	(62,1)	(99,1)	(78,5)	(70,1)	(77,8)	(84,5)			
EBITDA recurrente	50,1	47,0	51,7	99,3	115,4	106,4	110,1	120,1	23,2%	1,4%	
Cto.EBITDA recurrente	-26,7%	-6,2%	9,9%	92,2%	16,2%	-7,8%	3,5%	9,1%			
EBITDA rec. / Ingresos	5,2%	2,8%	2,0%	4,3%	5,8%	5,6%	5,8%	5,8%			
Gastos de reestructuración y otros no rec.	-	(0,2)	2,5	(3,2)	0,0	-	-	-			
EBITDA	50,1	46,9	54,1	96,1	115,4	106,4	110,1	120,1	23,2%	1,3%	
Depreciación y provisiones	(18,4)	(20,7)	(19,9)	(19,2)	(19,8)	(21,5)	(23,1)	(24,6)			
Gastos capitalizados	-	-	-	-	-	-	-	-			
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(1,3)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(2,0)	(2,2)	(2,4)			
EBIT	30,4	24,9	32,3	75,1	93,6	82,8	84,9	93,1	32,4%	-0,2%	
Cto.EBIT	-27,7%	-18,2%	29,7%	132,6%	24,6%	-11,5%	2,5%	9,7%			
EBIT / Ingresos	3,1%	1,5%	1,2%	3,3%	4,7%	4,4%	4,4%	4,5%			
Impacto fondo de comercio y otros	-	-	-	-	-	-	-	-			
Resultado financiero neto	(12,7)	(26,5)	(22,7)	(30,9)	(3,5)	(27,8)	(28,0)	(27,3)			
Resultados por puesta en equivalencia	(0,1)	(0,1)	3,0	0,8	(1,2)	-	-	-			
Beneficio ordinario	17,7	(1,6)	12,6	45,0	89,0	55,1	56,9	65,9	49,7%	-9,5%	
Cto.Beneficio ordinario	-37,0%	-109,2%	875,7%	258,1%	97,6%	-38,1%	3,3%	15,8%			
Extraordinarios	16,3	-	-	-	-	-	-	-			
Beneficio antes de impuestos	34,0	(1,6)	12,6	45,0	89,0	55,1	56,9	65,9	27,1%	-9,5%	
Impuestos	(3,9)	(1,7)	(4,8)	(13,6)	(25,7)	(16,5)	(14,2)	(16,5)			
Tasa fiscal efectiva	11,4%	n.a.	38,2%	30,3%	28,9%	30,0%	25,0%	25,0%			
Minoritarios	(3,8)	1,6	(4,2)	(2,4)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(2,7)			
Actividades discontinuadas	-	-	-	-	-	-	-	-			
Beneficio neto	26,4	(1,7)	3,5	29,0	60,6	35,9	40,0	46,7	23,1%	-8,3%	
Cto.Beneficio neto	3,7%	-106,5%	305,8%	720,3%	108,6%	-40,8%	11,5%	16,8%			
Beneficio ordinario neto	11,9	0,1	2,8	31,4	60,5	35,9	40,0	46,7	50,2%	-8,3%	
Cto. Beneficio ordinario neto	-42,6%	-98,9%	n.a.	n.a.	92,9%	-40,8%	11,5%	16,8%			
Cash Flow (EUR Mn)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	TACC	20-24	24-27e
EBITDA recurrente						106,4	110,1	120,1	23,2%	1,4%	
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(2,0)	(2,2)	(2,4)			
Var.capital circulante						(27,9)	0,4	6,4			
Cash Flow operativo recurrente						76,4	108,4	124,1	94,0%	-4,9%	
CAPEX						(50,0)	(52,0)	(55,0)			
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(27,8)	(28,0)	(27,3)			
Impuestos						(16,5)	(14,2)	(16,5)			
Free Cash Flow Recurrente						(17,9)	14,2	25,4	31,1%	-14,3%	
Gastos de reestructuración y otros no rec.						-	-	-			
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-			
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-			
Free Cash Flow						(17,9)	14,2	25,4	28,5%	-16,5%	
Ampliaciones de capital						-	(20,0)	-			
Dividendos						(15,0)	(15,0)	(15,0)			
Variación de Deuda financiera neta						32,9	20,8	(10,4)			

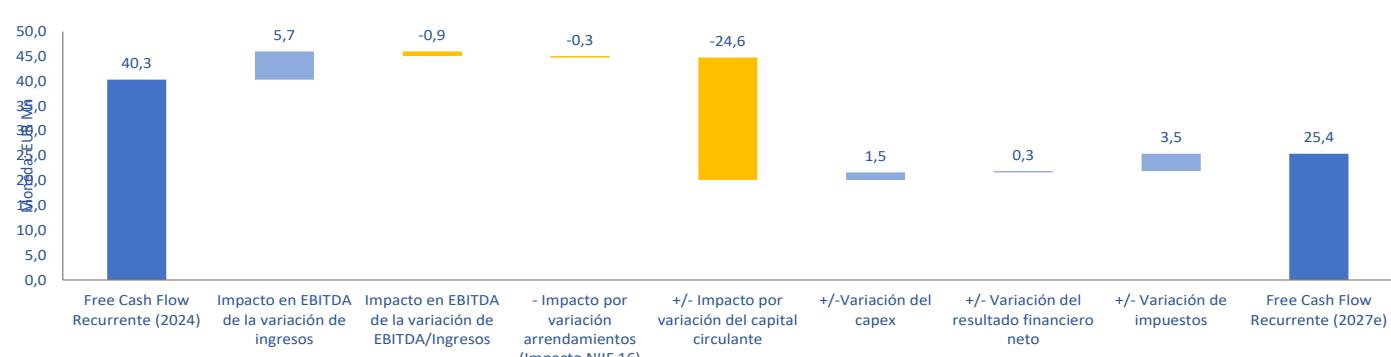
Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	21-24	24-27e
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)									
EBITDA recurrente	47,0	51,7	99,3	115,4	106,4	110,1	120,1	34,9%	1,4%
Cto. EBITDA recurrente	-6,2%	9,9%	92,2%	16,2%	-7,8%	3,5%	9,1%		
EBITDA rec. / Ingresos	2,8%	2,0%	4,3%	5,8%	5,6%	5,8%	5,8%		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(2,0)	(2,2)	(2,4)		
+/- Var. Capital circulante	(96,3)	139,8	67,4	31,0	(27,9)	0,4	6,4		
= Cash Flow operativo recurrente	(50,6)	189,6	164,8	144,4	76,4	108,4	124,1	69,3%	-4,9%
Cto. Cash Flow operativo recurrente	-326,6%	474,4%	-13,1%	-12,4%	-47,0%	41,8%	14,5%		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	n.a.	7,2%	7,2%	7,3%	4,0%	5,7%	5,9%		
- CAPEX	(39,1)	(46,7)	(31,1)	(56,5)	(50,0)	(52,0)	(55,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(18,9)	(10,8)	(27,0)	(27,5)	(27,8)	(28,0)	(27,3)		
- Impuestos	-	(6,9)	(16,3)	(20,0)	(16,5)	(14,2)	(16,5)		
= Free Cash Flow recurrente	(108,6)	125,2	90,4	40,3	(17,9)	14,2	25,4	33,4%	-14,3%
Cto. Free Cash Flow recurrente	-157,4%	215,2%	-27,7%	-55,4%	-144,3%	179,2%	79,6%		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	n.a.	4,8%	3,9%	2,0%	n.a.	0,7%	1,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	1,4	2,5	(3,2)	0,0	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(77,4)	2,7	18,5	(2,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(35,3)	(47,4)	11,7	5,7	-	-	-		
= Free Cash Flow	(220,0)	82,9	117,5	43,7	(17,9)	14,2	25,4	30,0%	-16,5%
Cto. Free Cash Flow	-267,4%	137,7%	41,8%	-62,8%	-140,9%	179,2%	79,6%		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	18,7%	14,0%	6,3%	n.a.	2,2%	3,9%		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	n.a.	12,4%	18,2%	6,8%	n.a.	2,2%	3,9%		
B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)									
Free Cash Flow recurrente (Año -1)	(42,2)	(108,6)	125,2	90,4	40,3	(17,9)	14,2		
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	36,9	26,5	(6,7)	(13,2)	(5,0)	0,7	10,0		
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(40,0)	(21,8)	54,3	29,3	(3,9)	3,0	(0,1)		
= Variación EBITDA recurrente	(3,1)	4,7	47,6	16,1	(9,0)	3,7	10,0		
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,0)	(0,6)	0,1	(0,2)	-	(0,1)	(0,2)		
+/- Impacto por variación del capital circulante	(35,6)	236,1	(72,4)	(36,3)	(59,0)	28,4	6,0		
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	(38,8)	240,2	(24,7)	(20,5)	(67,9)	31,9	15,8		
+/- Variación del CAPEX	(22,2)	(7,5)	15,6	(25,4)	6,5	(2,0)	(3,0)		
+/- Variación del resultado financiero neto	(5,5)	8,1	(16,2)	(0,6)	(0,2)	(0,2)	0,7		
+/- Variación de impuestos	-	(6,9)	(9,3)	(3,7)	3,4	2,3	(2,2)		
= Variación del Free Cash Flow recurrente	(66,4)	233,8	(34,7)	(50,1)	(58,2)	32,0	11,3		
Free Cash Flow Recurrente	(108,6)	125,2	90,4	40,3	(17,9)	14,2	25,4		
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)									
	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	21-24	24-27e
EBIT	24,9	32,3	75,1	93,6	82,8	84,9	93,1	55,5%	-0,2%
* Tasa fiscal teórica	0,0%	30,0%	30,0%	28,9%	30,0%	25,0%	25,0%		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(9,7)	(22,5)	(27,0)	(24,9)	(21,2)	(23,3)		
EBITDA recurrente	47,0	51,7	99,3	115,4	106,4	110,1	120,1	34,9%	1,4%
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(1,3)	(1,9)	(1,8)	(2,0)	(2,0)	(2,2)	(2,4)		
+/- Var. Capital circulante	(96,3)	139,8	67,4	31,0	(27,9)	0,4	6,4		
= Cash Flow operativo recurrente	(50,6)	189,6	164,8	144,4	76,4	108,4	124,1	69,3%	-4,9%
- CAPEX	(39,1)	(46,7)	(31,1)	(56,5)	(50,0)	(52,0)	(55,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	(9,7)	(22,5)	(27,0)	(24,9)	(21,2)	(23,3)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	(89,8)	133,2	111,1	60,8	1,6	35,2	45,9	38,9%	-9,0%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	-178,0%	248,4%	-16,5%	-45,3%	-97,4%	n.a.	30,4%		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	5,1%	4,8%	3,1%	0,1%	1,8%	2,2%		
- Gastos de reestructuración y otros	1,4	2,5	(3,2)	0,0	-	-	-		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(77,4)	2,7	18,5	(2,4)	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	(35,3)	(47,4)	11,7	5,7	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	(201,1)	90,9	138,2	64,2	1,6	35,2	45,9	32,4%	-10,6%
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	-302,6%	145,2%	52,0%	-53,6%	-97,6%	n.a.	30,4%		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	n.a.	14,7%	12,3%	6,7%	0,2%	3,9%	5,1%		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	n.a.	10,0%	15,2%	7,1%	0,2%	3,9%	5,1%		

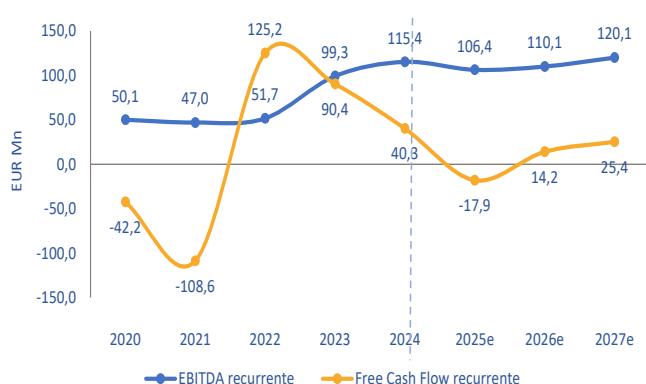
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2020 - 2024)



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



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	602,2	
+ Minoritarios	11,9	Rdos. 9m 2025
+ Provisiones y otros pasivos a LP	39,4	Rdos. 9m 2025
+ Deuda financiera neta	296,7	Rdos. 9m 2025
- Inmovilizado financiero	43,8	Rdos. 9m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	906,3	

Anexo 4. Comportamiento histórico ⁽¹⁾

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	14-24	TACC 24-27e
Total Ingresos	25,6	28,5	30,2	675,6	986,9	1.043,8	969,3	1.683,9	2.633,0	2.293,2	1.987,8	1.900,9	1.912,8	2.087,3	54,5%	1,6%
Cto. Total ingresos	-32,3%	11,1%	5,9%	n.a.	46,1%	5,8%	-7,1%	73,7%	56,4%	-12,9%	-13,3%	-4,4%	0,6%	9,1%		
EBITDA	18,9	17,7	17,0	37,2	44,8	68,3	50,1	46,9	54,1	96,1	115,4	106,4	110,1	120,1	19,8%	1,3%
Cto. EBITDA	-26,8%	-6,2%	-3,8%	118,2%	20,6%	52,4%	-26,7%	-6,5%	15,5%	77,6%	20,0%	-7,8%	3,5%	9,1%		
EBITDA/Ingresos	73,7%	62,2%	56,5%	5,5%	4,5%	6,5%	5,2%	2,8%	2,1%	4,2%	5,8%	5,6%	5,8%	5,8%		
Beneficio neto	1,4	(13,0)	(31,7)	8,3	8,4	25,4	26,4	(1,7)	3,5	29,0	60,6	35,9	40,0	46,7	45,5%	-8,3%
Cto. Beneficio neto	11,6%	n.a.	-144,3%	126,0%	2,0%	202,5%	3,7%	-106,5%	305,8%	720,3%	108,6%	-40,8%	11,5%	16,8%		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	140,0	140,0	140,0	171,4	440,3	440,3	440,3	440,3	439,6	451,5	453,4	453,4	453,4			
BPA (EUR)	0,01	-0,09	-0,23	0,06	0,05	0,06	0,06	0,00	0,01	0,07	0,13	0,08	0,09	0,10	29,4%	-8,4%
Cto. BPA	10,3%	n.a.	n.a.	n.a.	-16,7%	17,8%	3,7%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-41,1%	11,5%	16,8%		
BPA ord. (EUR)	0,00	-0,08	-0,23	0,06	0,01	0,05	0,03	0,00	0,01	0,07	0,13	0,08	0,09	0,10	50,9%	-8,4%
Cto. BPA ord.	-77,8%	n.a.	n.a.	n.a.	-88,2%	n.a.	-42,6%	-98,9%	n.a.	n.a.	87,8%	-41,0%	11,5%	16,8%		
CAPEX	(15,6)	(34,9)	(0,8)	(4,3)	(3,1)	(33,5)	(17,0)	(39,1)	(46,7)	(31,1)	(56,5)	(50,0)	(52,0)	(55,0)		
CAPEX/Vtas %	61,0%	122,7%	2,8%	0,6%	0,3%	3,2%	1,7%	2,3%	1,8%	1,4%	2,8%	2,6%	2,7%	2,6%		
Free Cash Flow	(6,8)	(29,9)	8,1	(64,7)	(31,4)	122,4	(59,9)	(220,0)	82,9	117,5	43,7	(17,9)	14,2	25,4	23,8%	-16,5%
DN/EBITDA (x) ⁽²⁾	8,0x	7,2x	6,9x	7,0x	6,5x	2,5x	4,9x	10,2x	7,3x	2,9x	2,2x	2,7x	2,8x	2,4x		
PER (x)	31,2x	n.a.	n.a.	7,2x	25,2x	35,6x	31,2x	n.a.	89,6x	18,9x	11,3x	16,8x	15,1x	12,9x		
EV/Vtas (x)	7,74x	6,27x	6,13x	0,57x	0,50x	1,06x	1,18x	0,60x	0,26x	0,36x	0,47x	0,48x	0,47x	0,43x		
EV/EBITDA (x) ⁽²⁾	10,5x	10,1x	10,9x	10,3x	11,0x	16,3x	22,8x	21,7x	12,7x	8,7x	8,1x	8,5x	8,2x	7,5x		
Comport. Absoluto	-15,4%	12,1%	35,1%	-12,0%	192,0%	66,5%	-9,2%	-35,2%	-40,5%	73,4%	21,4%	-12,4%				
Comport. Relativo vs Ibex 35	-18,4%	20,8%	37,9%	-18,1%	243,5%	48,9%	7,4%	-39,9%	-37,0%	41,3%	5,7%	-39,3%				

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

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

Anexo 5. Principales comparables 2025e

Mercado	EUR Mn	Integrated Utilities				Average	Renewable Energy			Average	ADX
		Iberdrola	Endesa	Naturgy	EDP		Solaria	Grenergy	Scatec ASA		
Datos	Ticker (Factset)	IBE.MC	ELE.MC	NTGY.MC	EDP.LS		SLRS.MC	GREG.MC	SCATC.OL		ADXR.MC
	País	Spain	Spain	Spain	Portugal		Spain	Spain	Norway		Spain
	Market cap	119.507,5	32.619,5	25.447,5	16.023,3		2.146,8	2.039,7	1.378,7		602,2
	Enterprise value (EV)	173.678,5	43.391,5	40.223,3	41.624,0		3.459,0	3.062,0	3.581,7		906,3
Información financiera básica	Total Ingresos	46.945,9	22.010,5	20.275,7	16.421,2		289,8	681,3	512,6		1.900,9
	Cto.Total Ingresos	4,9%	3,3%	5,2%	9,7%	5,8%	63,8%	28,2%	38,3%	43,4%	-4,4%
	2y TACC (2025e - 2027e)	3,0%	-1,3%	-2,2%	1,2%	0,2%	22,0%	25,4%	24,4%	23,9%	4,8%
	EBITDA	16.362,3	5.558,8	5.332,4	4.865,3		260,9	198,5	368,8		106,4
	Cto. EBITDA	0,3%	-6,4%	-2,7%	12,1%	0,8%	51,4%	43,2%	35,3%	43,3%	-7,8%
	2y TACC (2025e - 2027e)	3,7%	1,0%	-1,1%	1,6%	1,3%	15,7%	37,0%	17,5%	23,4%	6,2%
	EBITDA/Ingresos	34,9%	25,3%	26,3%	29,6%	29,0%	90,0%	29,1%	71,9%	63,7%	5,6%
	EBIT	10.495,7	3.314,4	3.573,4	2.957,0		211,3	164,9	259,9		82,8
	Cto. EBIT	-7,2%	-17,9%	-9,3%	51,3%	4,3%	64,3%	44,2%	48,2%	52,2%	-11,5%
	2y TACC (2025e - 2027e)	4,0%	0,5%	-2,4%	1,9%	1,0%	17,4%	32,0%	16,1%	21,8%	6,0%
	EBIT/Ingresos	22,4%	15,1%	17,6%	18,0%	18,3%	72,9%	24,2%	50,7%	49,3%	4,4%
	Beneficio Neto	6.314,7	2.101,4	2.016,9	1.223,2		131,8	96,9	104,3		35,9
	Cto. Beneficio Neto	5,8%	11,0%	-14,9%	40,1%	10,5%	48,7%	62,6%	-17,3%	31,3%	-40,8%
	2y TACC (2025e - 2027e)	5,0%	-0,1%	-3,8%	1,2%	0,6%	7,8%	22,3%	-0,1%	10,0%	14,1%
	CAPEX/Ventas	25,8%	15,5%	9,9%	20,7%	18,0%	128,8%	103,0%	79,5%	103,7%	2,6%
	Free Cash Flow	(76,3)	654,7	969,2	383,3		(325,2)	(507,0)	(47,4)		(17,9)
	Deuda financiera Neta	47.040,2	10.688,4	13.326,2	17.400,2		1.428,4	793,5	2.023,4		283,1
	DN/EBITDA (x)	2,9	1,9	2,5	3,6	2,7	5,5	4,0	5,5	5,0	2,7
	Pay-out	71,5%	70,5%	81,5%	68,1%	72,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	41,8%
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	18,7	15,4	12,7	13,2	15,0	15,6	22,7	12,9	17,1	16,8
	P/BV (x)	2,1	3,7	2,7	1,3	2,4	3,0	3,1	1,6	2,6	2,6
	EV/Ingresos (x)	3,7	2,0	2,0	2,5	2,5	11,9	4,5	7,0	7,8	0,5
	EV/EBITDA (x)	10,6	7,8	7,5	8,6	8,6	13,3	15,4	9,7	12,8	8,5
	EV/EBIT (x)	16,5	13,1	11,3	14,1	13,7	16,4	18,6	13,8	16,2	10,9
	ROE	11,4	24,9	21,0	10,0	16,8	19,6	17,7	11,5	16,3	16,2
	FCF Yield (%)	n.a.	2,0	3,8	2,4	2,7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	DPA	0,68	1,40	1,71	0,20	1,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03
	Dvd Yield	3,8%	4,5%	6,5%	5,3%	5,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,5%

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

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

Anexo 6. Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2025e	2026e	2027e	Perpetuo ⁽¹⁾
Free Cash Flow "To the Firm"	1,6	35,2	45,9	n.a.
Market Cap	602,2	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	296,7	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 9m 2025)		
Coste de la deuda	5,0%	Coste de la deuda neta		4,8%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)		=
Coste de la deuda neta	4,0%	Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)		3,8%
Risk free rate (rf)	3,3%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)		=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)		5,5%
Beta (B)	1,1	B (estimación propia)		1,0
Coste del Equity	9,9%	Ke = Rf + (R * B)		8,8%
Equity / (Equity + Deuda Neta)	67,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)		=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	33,0%	D		=
WACC	8,0%	WACC = Kd * D + Ke * E		7,2%
G "Razonable"	1,5%			2,0%
				8,8%
				1,5%

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 25e	BPA 25e-27e	EV/EBITDA 25e	EBITDA 25e-27e	EV/Vtas. 25e	Ingresos 25e-27e	EBITDA/Vtas. 25e	FCF Yield 25e	FCF 25e-27e
Iberdrola	IBE.MC	119.507,5	18,7	4,6%	10,6	3,7%	3,7	3,0%	34,9%	n.a.	n.a.
Endesa	ELE.MC	32.619,5	15,4	1,3%	7,8	1,0%	2,0	-1,3%	25,3%	2,0%	53,3%
Naturgy	NTGY.MC	25.447,5	12,7	-3,6%	7,5	-1,1%	2,0	-2,2%	26,3%	3,8%	24,0%
EDP	EDP.LS	16.023,3	13,2	2,3%	8,6	1,6%	2,5	1,2%	29,6%	2,4%	24,6%
Integrated Utilities		15,0	1,1%	8,6	1,3%	2,5	0,2%	29,0%	2,7%	34,0%	
Solaria	SLRS.MC	2.146,8	15,6	5,0%	13,3	15,7%	11,9	22,0%	90,0%	n.a.	-6,6%
Greenergy	GREG.MC	2.039,7	22,7	27,8%	15,4	37,0%	4,5	25,4%	29,1%	n.a.	-22,3%
Scatec ASA	SCATC.OL	1.378,7	12,9	-6,3%	9,7	17,5%	7,0	24,4%	71,9%	n.a.	n.a.
Renewable Energy		17,1	8,8%	12,8	23,4%	7,8	23,9%	63,7%	n.a.	-14,4%	
ADX	ADXR.MC	602,2	16,8	14,1%	8,5	6,2%	0,5	4,8%	5,6%	n.a.	85,0%

Análisis de sensibilidad (2026e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 26e		EBITDA 26e	EV/EBITDA 26e
	Max	6,4%		
	Central	5,8%		
Min	5,2%		98,6	9,2x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 26e			Escenario	FCF Rec./Yield 26e			
	EBITDA 26e	2,4%	2,7%		Max	5,2%	4,3%	3,3%
121,6	31,4	25,6	19,9	Central	3,3%	2,4%	1,4%	n.a.
110,1	19,9	14,2	8,4	Min	1,4%	0,4%		
98,6	8,4	2,7	(3,1)					

LIGHTHOUSE

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

Director de análisis

Alfredo Echevarría Otegui

alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Analistas que han contribuido a este informe:

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

Daniel Gandoy López
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

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

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
10-Dic-2025	n.a.	1,33	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	Pablo Victoria Rivera, CESGA
17-Nov-2025	n.a.	1,29	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
01-Oct-2025	n.a.	1,33	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
17-Jun-2025	n.a.	1,52	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
14-May-2025	n.a.	1,54	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2025	Pablo Victoria Rivera, CESGA
03-Mar-2025	n.a.	1,54	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2024	Pablo Victoria Rivera, CESGA
14-Nov-2024	n.a.	1,65	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
01-Oct-2024	n.a.	1,79	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2024	Alfredo Echevarría Otegui
27-May-2024	n.a.	1,82	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	Alfredo Echevarría Otegui
15-May-2024	n.a.	1,84	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2024	Enrique Andrés Abad, CFA
29-Feb-2024	n.a.	1,24	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
13-Nov-2023	n.a.	1,07	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2023 - Subimos estimaciones	Enrique Andrés Abad, CFA
29-Sep-2023	n.a.	1,22	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2023	Enrique Andrés Abad, CFA
12-Jun-2023	n.a.	1,20	n.a.	n.a.	Small & Micro Caps (España)	David López Sánchez
12-May-2023	n.a.	1,25	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2023 - Subimos estimaciones	David López Sánchez
27-Feb-2023	n.a.	1,25	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2022	David López Sánchez
16-Nov-2022	n.a.	0,86	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2022	David López Sánchez
03-Oct-2022	n.a.	0,80	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2022	David López Sánchez
13-May-2022	n.a.	1,14	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2022	David López Sánchez
01-Mar-2022	n.a.	1,25	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2021	David López Sánchez
16-Nov-2021	n.a.	1,25	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2021	David López Sánchez
01-Oct-2021	n.a.	1,44	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2021	David López Sánchez
14-May-2021	n.a.	1,87	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2021	David López Sánchez
02-Mar-2021	n.a.	1,97	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2020	David López Sánchez
12-Nov-2020	n.a.	1,99	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2020	David López Sánchez
13-Oct-2020	n.a.	2,01	n.a.	n.a.	Revisión de estimaciones: A la baja	David López Sánchez
24-Sep-2020	n.a.	1,66	n.a.	n.a.	Resultados 6m 2020	David López Sánchez
14-May-2020	n.a.	1,87	n.a.	n.a.	Resultados 3m 2020	David López Sánchez
28-Feb-2020	n.a.	2,34	n.a.	n.a.	Resultados 12m 2019	David López Sánchez
14-Nov-2019	n.a.	2,05	n.a.	n.a.	Resultados 9m 2019	David López Sánchez
24-Sep-2019	n.a.	1,64	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	David López Sánchez

