

Full Company Report

Reason: Estimates revision

11 September 2026

Buy

Recommendation unchanged

Share price: EUR 16.90

closing price as of 09/09/2026

Target price: EUR 17.50

from Target Price: EUR 14.70

Upside/Downside Potential 3.6%

Reuters/Bloomberg

INDXA.MC/INDXA.SM

Market capitalisation (EURm) 246

Current N° of shares (m) 15

Free float 14%

Daily avg. no. trad. sh. 12 mth (k) 4

Daily avg. trad. vol. 12 mth (k) 2.48

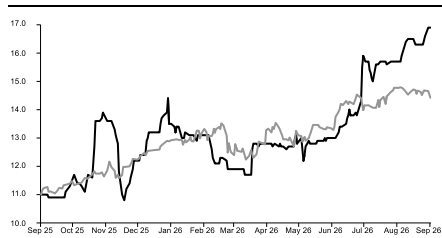
Price high/low 12 months 16.90 / 10.80

Abs Perfs 1/3/12 mths (%) 7.64/30.00/53.64

Key financials (EUR)	12/25	12/26e	12/27e
Total Revenue (m)	9	14	20
Pre-Provision Profit (PPP) (m)	3	7	11
Operating profit (OP)	3	7	11
Earnings Before Tax (m)	3	7	11
Net Profit (adj.) (m)	2	5	9
Shareholders Equity (m)	6	11	19
Tangible BV (m)	5	10	19
RWA (m)	0	0	0
ROTE	48.3%	50.1%	47.2%
Total Capital Ratio (B3)	0.0%	0.0%	0.0%
Cost/Income	64.7%	54.3%	43.3%
Price/Pre-Prov Prof	60.9	37.4	21.5
P/E (adj.)	84.0	49.9	27.9
P/BV	35.2	23.2	12.7
P/TBV	40.6	25.0	13.2
Dividend Yield	0.0%	0.0%	0.0%
Pre-Prov Prof per share	0.22	0.45	0.79
EPS (adj.)	0.16	0.34	0.61
BVPS	0.39	0.73	1.33
TBVPS	0.34	0.68	1.28
DPS	0.00	0.00	0.00

Shareholders

Francois Derbaix 19%; Unai Ansejo 17%; Cabiedes & Partners 19%; Brown Eyed Girl Capital 8%; Pedro Luis Uriarte 6%;



Source: FactSet

Analyst(s)

Marisa Mazo, Ph.D., CFA

marisa.mazo@gvcgaesco.es

+34 91 436 7817

El ritmo de crecimiento de la bola se acelera aún más

Indexa Capital está superando nuestras estimaciones por un amplio margen. Aceleración en la captación de clientes, mayores contribuciones iniciales y recurrentes y un mejor comportamiento de los mercados podrían incrementar los activos bajo gestión hasta 6.638mnEUR en 2026e y alcanzar 19.415mnEUR (+34,5% CAGR 2025-30e). Hemos revisado al alza el beneficio neto 2030e hasta situarlo en 24,8mnEUR (+59,9% anual) frente a 20,8mnEUR previamente. La posición de tesorería neta podría ascender a 61,2mnEUR en 2030e si no se distribuyen dividendos, se recompran acciones o se invierte en la adquisición o desarrollo de otros negocios. Nuestra nueva valoración es de 17,50EUR por acción. Recomendamos Comprar.

- ✓ **El “efecto bola de nieve” en pleno funcionamiento.** El crecimiento pasado de los activos (+45,3% en 2025) genera crecimiento actual en las comisiones (+17% en 2026e como punto de partida), permitiendo incrementar la inversión en marketing (+50%) y con ello la captación de clientes (53.000 en 2026e vs 38.000 en 2025). Si además la aportación inicial media aumenta hasta 9.530EUR (vs. 9.360 EUR de media 2016-2025), las aportaciones periódicas de los clientes existentes crecen hasta 445 EUR/mes (vs. 419EUR al mes de media en 2016-2025) y la cartera mediana lleva una revalorización del entorno al 12% en el año el resultado es un crecimiento de los activos bajo gestión del +64% a/a alcanzando 6.139mnEUR a 31 de agosto. Nuestra cifra para 2026e es algo más “conservadora”: +50%, hasta 6.638mnEUR.
- ✓ **El “efecto bola de nieve” en las cifras futuras.** Aunque hemos mantenido invariadas las principales hipótesis para los ejercicios 2027 a 2030, el punto de llegada de 2026 ya propulsa al alza todas las magnitudes. Así, el número de clientes en 2030e será de 518.200, un 14% superior al que preveíamos, los activos bajo gestión alcanzarán 19.415mnEUR (revisado un +18,5%) y el beneficio neto alcanzará 24,8mnEUR (revisado un +19,3%). La posición neta de tesorería será de 61,2mnEUR (unos 8mnEUR superior) y el cash flow libre para el accionista ascenderá a 21,7mnEUR en 2030e (18,2mnEUR en nuestro informe anterior).
- ✓ **¿Cómo hemos trasladado esta revisión a nuestra valoración?** Utilizando el mismo modelo H, con estimaciones explícitas hasta 2030e y estimando una normalización del crecimiento en 10 años y aplicando, una tasa de descuento del 15% (incluida prima de iliquidez) obtenemos una nueva valoración de 254,8mnEUR que equivalen a 17,5EUR por acción. Si se cumplen nuestras estimaciones, la prima de iliquidez se reducirá, aumentando la TIR teórica de la inversión (35% anual hasta 2030e si baja al 10%, desde el 15% implícito en nuestro P.O).
- ✓ **¿Cuál sería el efecto de un mercado bajista prolongado?** Tomando como punto de partida el comportamiento del MSCI World 2000-2002 y asumiendo distintos escenarios de inversión en marketing y contribuciones iniciales, el resultado es un retraso de entre 2 y 4 años en la evolución de las principales magnitudes del negocio sin entrar en pérdidas en ningún ejercicio. Esto significa que la valoración de 2030e de 445mnEUR de nuestro central se postpondría a 2032 o 2034. La TIR se reduciría a los precios actuales hasta el +10,5% (+21,7% si baja la tasa de descuento al 10%). Cifras menos atractivas pero que podrían ser aceptables.

CONTENIDO

Investment case: El ritmo de crecimiento se acelera aún más	3
Indexa Capital: Los hitos de 2026	5
Indexa Capital: La explosión del modelo	7
Indexa Capital: A la velocidad de la luz	10
Valoración: Volando... ¿habrá nueva revisión al alza?	21

Investment case: El ritmo de crecimiento se acelera aún más

En nuestro informe de inicio de cobertura, augurábamos para Indexa Capital un futuro prometedor. Pero la realidad está siendo todavía más brillante de lo que preveíamos.

Desde un punto de vista estratégico, la ventaja competitiva en precios de Indexa se iba a mantener y a las grandes instituciones tradicionales no les interesaba el segmento de gestión indexada de bajas comisiones que podía canibalizar su 1% por un ¿0,25%? A pesar de la tendencia a nivel global del crecimiento de la gestión indexada frente a la gestión activa tradicional, los principales actores españoles siguen con su gestión tradicional, que en muchos casos es una gestión pasiva con las comisiones de la gestión activa.

Nuestras estimaciones iniciales eran ya elevadas: unos activos bajo gestión en 2030e de 16.388mnEUR (+30% CAGR), crecimiento anual de los ingresos del +33,4%, un resultado de explotación de 27,0mnEUR (+52,5% CAGR) y un beneficio neto 20,8mnEUR (+54,4 %). La posición de tesorería neta se situaría en 53mnEUR en 2030e.

Sin embargo, **nuestras estimaciones están siendo superadas por la realidad**. Cuatro factores son los causantes del mejor comportamiento de Indexa: (a) Mayor crecimiento de los clientes por una mayor inversión en marketing; (b) Mayores aportaciones iniciales frente a las estimadas; (c) Mayores aportaciones recurrentes frente a las estimadas; y(d) Revalorización del mercado más elevada.

Todo ello nos ha llevado a revisar al alza nuestras estimaciones. Así, en 2030e los activos bajo gestión con nuestras actuales hipótesis alcanzarán 19.415mnEUR (+34,5% CAGR), los ingresos totales crecerán un +37,6% CAGR, el resultado de explotación alcanzará 32,2mnEUR (+58,0% CAGR) y el beneficio neto 24,8mnEUR (+59,9% CAGR). En la siguiente tabla mostramos los principales cambios:

Figure 1. Cuenta de resultados: principales cambios

	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
# clients (thousands)						
Actual	134.1	186.7	249.3	323.8	412.5	518.2
Prior	134.1	178.0	230.1	292.2	366.1	454.1
Dif.		8.8	19.2	31.6	46.4	64.0
Dif. (%)		4.9	8.3	10.8	12.7	14.1
AuMs (EURmn)						
Actual	4,408.5	6,638.5	8,763.3	11,510.5	15,009.6	19,415.4
Prior	4,408.5	5,816.4	7,626.5	9,922.2	12,802.9	16,387.5
Dif.		822.1	1,136.7	1,588.3	2,206.7	3,027.9
Dif. (%)		14.1	14.9	16.0	17.2	18.5
Net fees (EURmn)						
Actual	9.4	14.5	20.2	26.6	34.7	45.0
Prior	9.4	13.5	17.7	23.2	30.0	38.5
Dif.		1.0	2.4	3.4	4.7	6.5
Dif. (%)		7.6	13.8	14.7	15.8	17.0
Marketing expenses (EURmn)						
Actual	1.6	2.4	3.0	3.7	4.6	5.8
Prior	1.6	2.0	2.5	3.1	3.9	4.8
Dif.		0.4	0.5	0.6	0.8	1.0
Dif. (%)		20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Net profit (EURmn)						
Actual	2.4	4.9	8.8	12.8	18.1	24.8
Prior	2.4	4.9	7.6	10.9	15.3	20.8
Dif.		0.1	1.2	1.9	2.8	4.0
Dif. (%)		1.4	16.2	17.1	18.2	19.3

Fuente: GVC Gaesco

En nuestras estimaciones, como expondremos después, sólo hemos modificado las hipótesis para el ejercicio 2026, manteniendo las mismas hipótesis que teníamos en nuestro informe de inicio de cobertura en cuanto a crecimiento de inversión en marketing, aportación inicial y aportaciones recurrentes. Creemos que, de consolidarse la tendencia observada en las aportaciones de este ejercicio, existe un potencial alcista adicional en nuestras estimaciones y por tanto en nuestro precio objetivo

Valoración: Una revisión alcista del +20%

Hemos mantenido el mismo modelo de valoración que presentamos en nuestro anterior informe: el modelo H. Este modelo aplica para las empresas de super-crecimiento un periodo transitorio (en este caso 10 años) para adaptarse al crecimiento recurrente.

En nuestro modelo hemos hecho estimaciones explícitas hasta 2030e. Utilizando como flujo terminal el que se generará en **2030e se obtiene un valor de 445mnEUR equivalente a 30,6EUR/acción.** Descontándolo a diciembre de 2026e a una tasa de descuento del 15%, obtenemos un **precio objetivo de 17,5EUR por acción** (14,7EUR anteriormente).

Si modificásemos nuestra tasa de descuento hasta el 10%, el valor de los recursos propios de la compañía alcanzaría 890mnEUR en 2030e equivalentes **a 61EUR** por acción. El valor actual se situaría en 41,8EUR por acción.

Aunque los ratios tradicionales son muy elevados, el PER ajustado por inversión en crecimiento (gastos de marketing) se reduce hasta 21,9x en 2027e (desde 27,4x) y hasta 15,5x en 2028e (18,9x). Teniendo en cuenta los crecimientos esperados el PEG es de 0,5x.

Indexa Capital: Los hitos de 2026

Indexa Capital Group está en el proceso de admisión a negociación en el mercado continuo, tras su excelente comportamiento operativo y bursátil y al incremento de la liquidez de sus acciones. Por el momento, el Consejo de Administración ya ha aprobado la adaptación de la información financiera consolidada del Grupo correspondiente a los ejercicios 2024 y 2025 las Normas Internacionales de Información Financiera adoptadas por la Unión Europea ("NIIF-UE"), así como los estados financieros consolidados de propósito especial requeridos por la CNMV. La compañía estima que la admisión se producirá antes de finales de 2026.

Operativamente, la evolución a lo largo del ejercicio está siendo excelente. Además de seguir siendo el mayor gestor independiente de carteras en España según Inverco, con una cuota de mercado estimada del 3,1% a junio de 2026, se sitúa ya en el sexto lugar tras haber superado a Ibercaja. Si mantiene su diferencial en el ritmo de crecimiento (+30% YTD vs. +10% YTD del mercado), posiblemente acabe el ejercicio superando a Sabadell.

Entre las novedades, Indexa Capital AV junto a Bewater han lanzado el fondo de fondos "Indexa mercados privados 2026, FCR", que invierte en fondos semilíquidos de mercados privados de algunas de las mayores gestoras internacionales de mercados privados. Este fondo se ha puesto a disposición de los clientes de Indexa AV que ya hayan invertido 90.000EUR con Indexa. Hasta el momento han captado 377 clientes y 6mnEUR.

Asimismo, se ha reducido la aportación mínima para carteras de fondos a nuevos clientes hasta 1.000EUR (desde 2.000EUR) lo que amplía las posibilidades de captación.

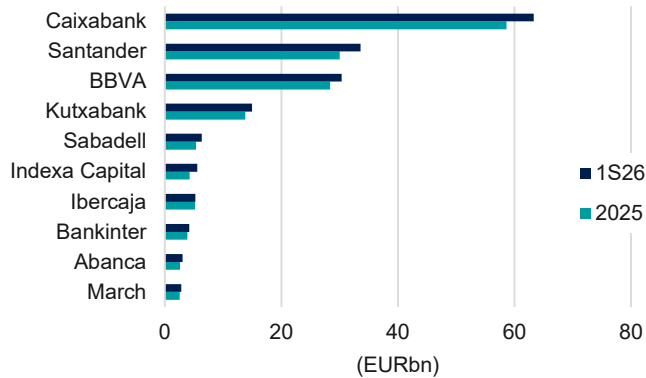
A 31 de agosto de 2026, Indexa Capital Group gestionaba 6.184mnEUR (+64% a/a), de los que 6.139mnEUR corresponden a Indexa Capital AV y el resto a Bewater (23mnEUR) y Caravel (22mnEUR). El número de clientes se situaba en 176.047 (173.376 Indexa) con un aumento del +46% a/a.

Figure 2. Principales hitos de la compañía

Fecha	Hito
2014	Fundación de la compañía por Unai Ansejo, François Derbaix, actualmente consejeros delegados de Indexa Capital A.V., y Ramón Blanco, actualmente consejero delegado de Bewater Asset Management S.G.E.I.C.)
2015	Indexa Capital A. V. obtiene la autorización de la CNMV para ofrecer el servicio de gestión de gestión discrecional de carteras de fondos, iniciando su actividad en diciembre de 2015.
2016	Creación de sus planes de pensiones individuales indexados, administrados por Caser Pensiones.
2018	Lanzamiento de Bewater Funds que ofrece a inversores profesionales invertir en empresas no cotizadas a través de sus fondos mono-inversión. Comercialización de sus planes de EPSV (planes de pensiones para residentes en el País Vasco)
2019	Primer fondo de capital riesgo diversificado. Se ofrecen seguros de vida en colaboración con Caser Seguros y en exclusividad para sus clientes de gestión de carteras
2020	Multi-custodia: posibilidad para los clientes de elegir entre Inversis Banco y Cecabank. Inicio de la expansión internacional en Bélgica con Saxo Bank como banco custodio y sin presencia local
2021	Indexa Capital Group obtiene un beneficio de 274.000EUR.
2022	Extensión de la oferta del seguro de vida a no clientes de Indexa. Se empiezan a ofrecer fondos con un sesgo de ISR (Inversión Socialmente Responsable).
2023	Indexa Courtier d'Assurance comienza su actividad en Francia, comercializando seguros de vida-ahorro. Obtención del título de mejor gestor automatizado por Testachats en Bélgica Incorporación a negociación en el BME Growth.
2024	Adquisición de la empresa Fund Your Future, que opera bajo la marca Caravel cuya actividad principal es la comercialización de un Plan Épargne Retraite (PER). Posterior fusión con la filial francesa y cambio de denominación a Indexa Caravel.
2025	Lanzamiento de la cuenta remunerada indexada al tipo de interés de referencia del BCE menos 50pb en colaboración con A&G.
2026	Lanzamiento del fondo de fondos de mercados privados. Reducción de la aportación mínima para nuevos clientes hasta 1.000EUR.

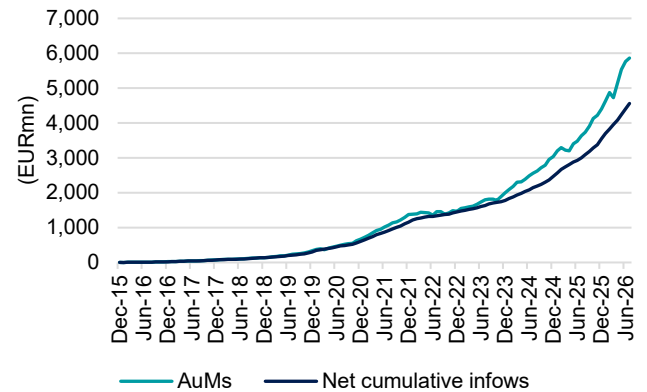
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 3. Ranking en gestión discrecional carteras



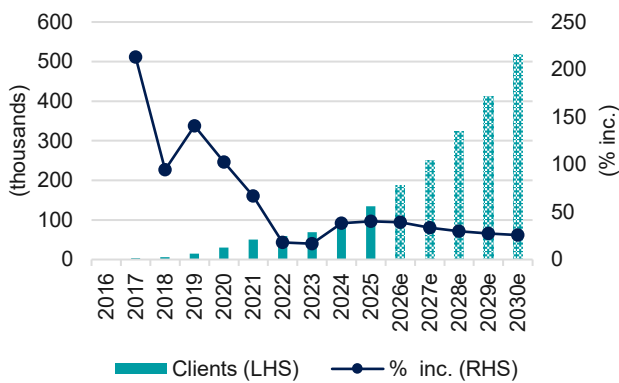
Fuente: Inverco y GVC Gaesco

Figure 4. Aportaciones y fondos gestionados: evolución



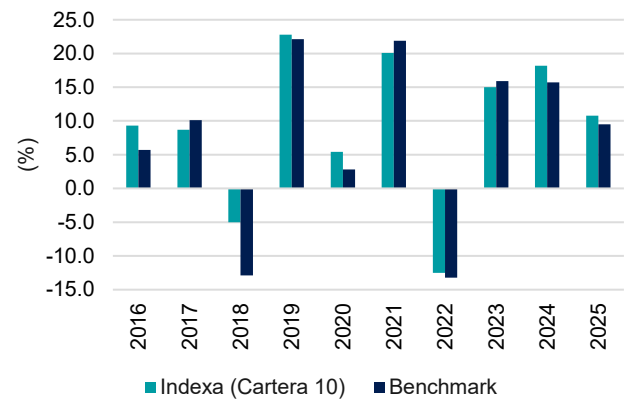
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 5. Clientes: evolución



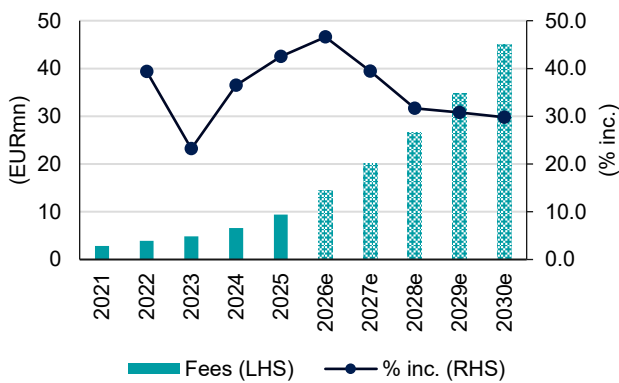
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 6. Rentabilidad de las carteras gestionadas



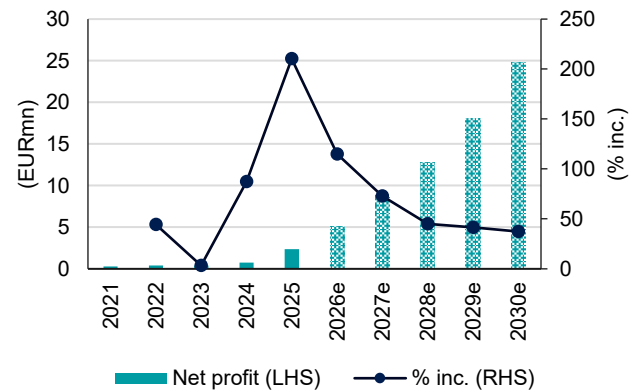
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 7. Evolución de las comisiones



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 8. Evolución del beneficio neto



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Indexa Capital: La explosión del modelo

Los activos bajo gestión de Indexa han alcanzado 6.139mnEUR (+64% a/a y +39% YTD) a 31 de agosto de 2026, superando las previsiones de nuestro informe de inicio de cobertura del pasado mes de abril. Esta explosión del crecimiento se explica por una aceleración en la captación del número de clientes (4.905 clientes/mes en 2026 vs. 3.203 clientes/mes en 2025), una mayor contribución inicial (9.540EUR de media 2016-2026 vs. 9.360EUR), mayores contribuciones recurrentes (445EUR/mes de media 2016-2026 vs. 438EUR/mes) y una mayor revalorización media (+12,3% YTD vs. +5,0% estimado) explican la diferencia.

Los activos bajo gestión alcanzan 6.139mnEUR

Los activos bajo gestión han aumentado +64% a/a, hasta 6.139mnEUR o 2.400mnEUR en 12 meses. La captación media mensual de los últimos 12 meses se sitúa en 135mnEUR vs. 74mnEUR de media un año antes (+80%) totalizando unos 1.620mnEUR en 12 meses. Asimismo, las plusvalías implícitas ascienden a 1.420mnEUR, con un aumento de +776mnEUR en 12 meses. El crecimiento en 2026 ha sido del +39% YTD, con un aumento de los activos bajo gestión de 1.728mnEUR de los cuales 1.161mnEUR corresponden a la captación y 566mnEUR al efecto mercado.

El producto estrella sigue siendo la gestión de carteras de fondos indexados que cuenta con unos activos de 5.250mnEUR (+65% a/a) y que ha captado unos 1.400mnEUR.

Figure 9. Desglose de los activos bajo gestión (31 de agosto de 2026)

	mnEUR	% inc (a/a)	# clientes	EUR/cliente
Carteras de fondos indexados (España y Bélgica)	5,248	65	154,256	34,021
Planes de pensiones individuales indexados (España)	593	44	29,009	20,442
Planes de EPSV (País Vasco)	108	58	4,831	22,383
Planes de pensiones de empleo para autónomos y empresas (España)	79	96	7,606	10,449
Cuentas remuneradas indexadas (España)	70	634	2,196	31,920
Fondos de fondos indexados (España)	31	56		
Fondos de fondos de mercados privados (España)	6		376	15,035
Seguro de vida ahorro (Francia)	4	139	186	22,739
Total	6,139	64	173,376	35,411

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

La captación de clientes se acelera

Indexa Capital ha captado 39.240 clientes en 2026, alcanzando 173.376 a 31 de agosto.

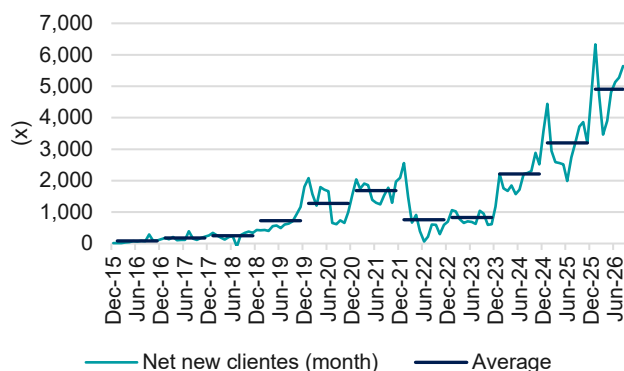
La captación media mensual se ha incrementado un +53%, hasta 4.905 en 2026 desde 3.203 en 2025. Este incremento en el ritmo de captación está relacionado con un aumento relevante de la inversión en marketing.

La compañía está aprovechando la excelente evolución de sus activos bajo gestión para incrementar su gasto en marketing manteniendo el coste de adquisición por cliente en 45EUR. En 1T26, la empresa invirtió en marketing 0.6mnEUR (+93% a/a). Estimamos que para 2026 la empresa invertirá unos 2,4mnEUR (+50%) lo que implicará un crecimiento neto de clientes de 53.000, hasta 187.000.

Dos recordatorios: en primer lugar, el 50% de los nuevos clientes vienen recomendados por clientes existentes que se benefician del Plan Amigo (exención de comisiones durante un año); y en segundo lugar, las captaciones de clientes han sido positivas todos y cada uno de los meses desde el lanzamiento comercial de Indexa Capital A.V., incluso en los periodos de mercados bajistas, consideración relevante para entornos menos benignos que el actual.

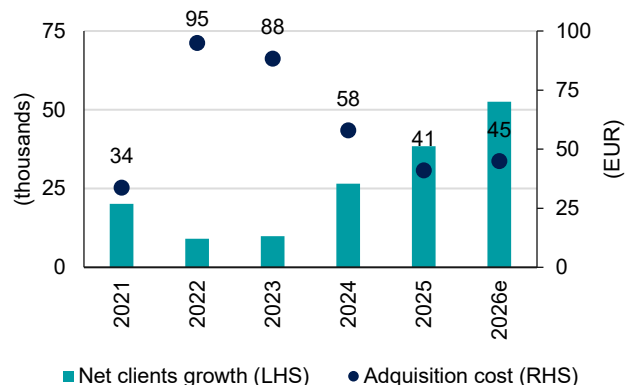
Como se puede observar en los dos gráficos siguientes, 2026 está volviendo a marcar un nuevo máximo histórico en captación. Tras la disminución en las altas mensuales experimentada en los ejercicios 2022 y 2023, por la debilidad de los mercados financieros de 2022 que afectó, el ritmo se volvió a acelerar en 2024. El ritmo medio de captación mensual en 2025 fue de 3.201 clientes/mes con los patrones estacionales típicos (verano negativo, diciembre positivo) y en 2026 ha vuelto a aumentar hasta 4.905 clientes por mes.

Figure 10. Altas mensuales de clientes



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 11. Coste de adquisición



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

La contribución inicial, al alza

La contribución inicial media en el periodo 2016-2026 se podría a ver incrementado hasta unos 9.538EUR según indicaciones del equipo gestor, desde 9.360EUR de media en el periodo 2016-2025, que repitió la del periodo 2016-2024.

Calculando la contribución inicial de los nuevos clientes en el periodo estanco 2026, esta podría haberse incrementado hasta 10.250EUR aproximadamente desde 9.360 en 2025 estanco.

Estimamos que la contribución inicial de los nuevos clientes podría haber ascendido a unos 400mnEUR hasta agosto de 2026 representando un 34% de las contribuciones del ejercicio.

Las contribuciones mensuales por cliente, al alza

La contribución mensual por cliente media del periodo 2016-2026 podría haberse incrementado hasta 445EUR/mes desde 426EUR/mes en el periodo 2016-2025.

Aislado las contribuciones mensuales de 2026, hemos estimado que estas podrían alcanzar los 495EUR/mes. Estimamos que estas contribuciones recurrentes podrían totalizar unos 760mnEUR en lo que va de ejercicio.

El efecto de los mercados, al alza

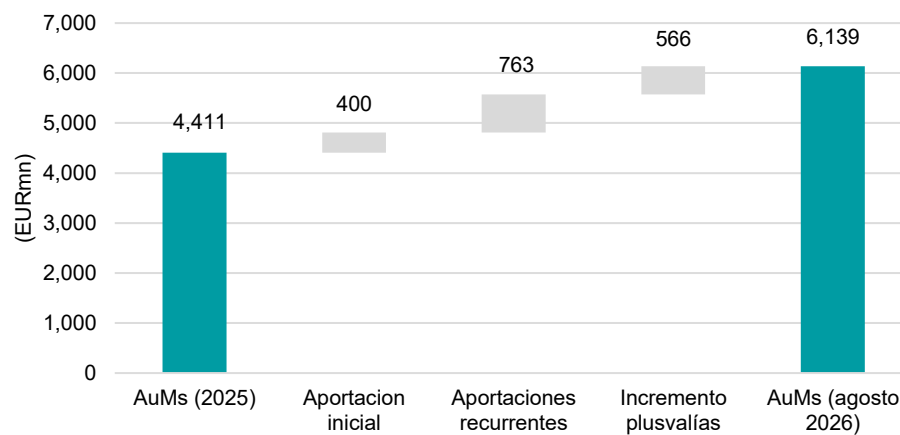
Estimamos que las plusvalías implícitas de las carteras a agosto de 2026 ascienden a 1.424mnEUR y representan un 30,2% de los activos bajo gestión. A 31 de diciembre de 2025, estas plusvalías eran de 858mnEUR y representaban un 24,2% de la cartera.

Conclusión: Los activos aceleran su crecimiento aún más

Este ejercicio 2026 todas las variables determinantes de la evolución de los activos han superado nuestras expectativas, tanto la variable discrecional de la compañía (la inversión en marketing) como las variables no discrecionales que dependen bien de los mercados bien de las decisiones de los clientes.

Aunque como analizaremos en nuestro apartado de estimaciones, hemos optado por ser conservadores y solamente modificar las hipótesis relativas al ejercicio 2026, creemos que tanto las aportaciones iniciales como las mensuales recurrentes podrían asentarse en estos niveles más elevados y que la inversión en marketing, mientras siga teniendo un *payback* adecuado (calculamos que en la actualidad es unos 13 meses), podría seguir creciendo a niveles más elevados que el +25% que hemos estimado para 2027 y siguientes. La variable más volátil o difícil de prever es la revalorización de los mercados y hemos optado por mantener un +5% para los próximos ejercicios.

Figure 12. Evolución de los activos bajo gestión (31 dic. 2025 – 31 ago. 2026)



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Indexa Capital: A la velocidad de la luz

Indexa Capital alcanzará unos activos bajo gestión en 2030e de 19.415mnEUR (+34,5% CAGR) según nuestros cálculos, cifra que hemos revisado al alza por la evolución de los activos hasta agosto de 2026 (+64% a/a). Estos activos implican unas comisiones anuales recurrentes de 48,5mnEUR. Con un crecimiento anual de los ingresos (+37,6% CAGR) superior al de los costes operativos (+17,7% CAGR), el resultado de explotación alcanzará 32,2mnEUR en 2030e (+58,0% CAGR) y el beneficio neto 24,8mnEUR (+59,9%). El ratio de eficiencia mejorará hasta el 29,6% desde el 64,7% de 2025, según nuestros cálculos.

¿Cuáles son los riesgos? A nuestro juicio son tres:

- (a) un descenso continuado de las Bolsas mundiales que afecten negativamente tanto a la valoración de los activos como a las aportaciones netas de los clientes;
- (b) un error operacional que haga perder la confianza a los clientes; y
- (c) la entrada real en el negocio de gestión indexada de las grandes instituciones financieras españolas o de alguna gestora internacional.

Figure 13. Cuenta de resultados consolidada

											CAGR	
(EUR thousands)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2021-25	2025-30e
# clients (thousands)	50	59	69	96	134	187	249	324	413	518.150	27.8	31.0
% inc.	-	18.0	16.6	38.3	40.1	39.2	33.5	29.9	27.4	25.6		
AuMs (EURmn)	1,372	1,467	2,002	3,033	4,408	6,638	8,763	11,510	15,010	19,415	33.9	34.5
% inc.	-	6.9	36.5	51.5	45.3	50.6	32.0	31.3	30.4	29.4		
NII	-39	-47	-36	-42	40	55	178	306	591	916		
Fees	2,821	3,932	4,844	6,611	9,421	14,522	20,187	26,558	34,719	45,040	35.2	36.7
% inc.	-	39.4	23.2	36.5	42.5	54.1	39.0	31.6	30.7	29.7		
Total revenue	2,642	3,631	4,522	6,600	9,264	14,377	20,166	26,665	35,111	45,756	36.8	37.6
% inc.	-	37.4	24.5	46.0	40.4	55.2	40.3	32.2	31.7	30.3		
Operating costs	-2,207	-3,082	-3,812	-5,295	-5,930	-7,741	-8,667	-10,010	-11,589	-13,455		
Depreciation	-161	-153	-101	-66	-63	-60	-63	-66	-69	-73		
Total costs	-2,368	-3,236	-3,914	-5,361	-5,992	-7,801	-8,730	-10,076	-11,658	-13,528	26.1	17.7
% inc.	-	36.6	21.0	37.0	11.8	30.2	11.9	15.4	15.7	16.0		
PPP	274	396	608	1,239	3,272	6,576	11,436	16,589	23,452	32,228	85.9	58.0
% inc.	-	44.4	53.8	103.7	164.1	101.0	73.9	45.1	41.4	37.4		
Cost income ratio (%)	89.6	89.1	86.5	81.2	64.7	54.3	43.3	37.8	33.2	29.6		
PBT	274	396	608	1,239	3,272	6,576	11,436	16,589	23,452	32,228	85.9	58.0
% inc.	-	44.4	53.8	103.7	164.1	101.0	73.9	45.1	41.4	37.4		
Corporate taxes	0	0	-200	-474	-899	-1,644	-2,630	-3,815	-5,394	-7,412		
Tax rate (%)			32.8	38.3	27.5	25.0	23.0	23.0	23.0	23.0		
Net profit	274	396	409	765	2,374	4,932	8,806	12,773	18,058	24,816	71.6	59.9
% inc.	-	44.4	3.3	87.2	210.3	107.8	78.5	45.1	41.4	37.4		

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

De su modelo de negocio destaca **la elevada generación de caja**, con un ratio de conversión del beneficio a caja superior al 80% en los próximos ejercicios. Si la caja generada no se reparte a los accionistas, bien en forma de dividendos o en forma de recompra de acciones, y tampoco se utiliza en la inversión en nuevos negocios o en la compra de otros competidores, hemos calculado que **la tesorería acumulada podría ascender a unos 61,0mnEUR desde 2,1mnEUR a finales de 2025.**

Figure 14. Generación de flujos de caja

(EUR thousands)	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Net profit		765	2,374	4,932	8,806	12,773	18,058	24,816
+ Depreciation		66	63	60	63	66	69	73
- Capex		-146	-34	-60	-63	-66	-69	-73
- OWC		-513	-1,307	-1,412	-1,700	-1,911	-2,448	-3,096
+/- Adjustments (inc. Investments)		-769	341					
Cash generation		-597	1,436	3,521	7,106	10,862	15,610	21,720
Net cash position	1,318	721	2,157	5,678	12,784	23,646	39,256	60,975
of which deposits (acc.)	1,720	1,667	2,737	8,415	15,520	26,382	41,993	63,712
Cash conversion (%)			60.5	71.4	80.7	85.0	86.4	87.5

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

El resumen del impacto de los cambios que hemos realizado en nuestras hipótesis se incluye en la siguiente tabla. Destacamos: (a) una revisión alcista del número de clientes del +4,9% en 2026e y del +14,1% en 2030e motivada por la revisión al alza de la inversión en marketing; (b) una revisión alcista de los activos bajo gestión del +14,1% en 2026e y del +18,5% en 2030e; y (c) una revisión alcista del beneficio neto del +1,4% en 2026e y del +19,3% en 2030e.

Figure 15. Cambio de estimaciones

	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
# clients (thousands)						
Actual	134.1	186.7	249.3	323.8	412.5	518.2
Prior	134.1	178.0	230.1	292.2	366.1	454.1
Dif.		8.8	19.2	31.6	46.4	64.0
Dif. (%)		4.9	8.3	10.8	12.7	14.1
AuMs (EURmn)						
Actual	4,408.5	6,638.5	8,763.3	11,510.5	15,009.6	19,415.4
Prior	4,408.5	5,816.4	7,626.5	9,922.2	12,802.9	16,387.5
Dif.		822.1	1,136.7	1,588.3	2,206.7	3,027.9
Dif. (%)		14.1	14.9	16.0	17.2	18.5
Net fees (EURmn)						
Actual	9.4	14.5	20.2	26.6	34.7	45.0
Prior	9.4	13.5	17.7	23.2	30.0	38.5
Dif.		1.0	2.4	3.4	4.7	6.5
Dif. (%)		7.6	13.8	14.7	15.8	17.0
Marketing expenses (EURmn)						
Actual	1.6	2.4	3.0	3.7	4.6	5.8
Prior	1.6	2.0	2.5	3.1	3.9	4.8
Dif.		0.4	0.5	0.6	0.8	1.0
Dif. (%)		20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Net profit (EURmn)						
Actual	2.4	4.9	8.8	12.8	18.1	24.8
Prior	2.4	4.9	7.6	10.9	15.3	20.8
Dif.		0.1	1.2	1.9	2.8	4.0
Dif. (%)		1.4	16.2	17.1	18.2	19.3

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

A continuación, expondremos las principales hipótesis que subyacen en nuestras estimaciones, así como los cambios realizados frente a nuestro informe de inicio de cobertura del pasado mes de abril.

Comisiones: Hacia los 50mnEUR en 2030e

Según nuestros cálculos, las comisiones de Indexa Capital Group ascenderán a 45,0mnEUR en 2030e (+36,7% CAGR 2025-30e) de las cuales un 95% provendrán de Indexa Capital y las restantes de Bewater y Caravel. Las comisiones anuales recurrentes de Indexa Capital se incrementarán hasta 48,5mnEUR (+34,5% CAGR).

En resumen, las **principales hipótesis** estimar las comisiones de Indexa Capital A.V. son las siguientes:

- ✓ **Inversión en publicidad:** crecimiento +50% en 2026e y del +25% anual entre 2027e y 2030e alcanzando 4,7mnEUR en 2030e desde 1,6mnEUR en 2025.
- ✓ **Coste de adquisición por cliente:** 45EUR y creciendo al +5% anual.
- ✓ **Bajas anuales de clientes (churn):** 5,6% anual.
- ✓ **Número de clientes:** 518,000 en 2030e (+31,0% CAGR).
- ✓ **Aportación inicial de los nuevos clientes:** 9.400EUR—sin crecimiento, salvo en 2026e (10.250EUR)
- ✓ **Aportación recurrente neta:** 438EUR al mes (5.256EUR al año)—sin crecimiento, salvo en 2026e (495EUR al mes).
- ✓ **Revalorización de las carteras:** +5% anual, salvo en 2026e (+15%).
- ✓ **Comisión media anual:** 0,25%

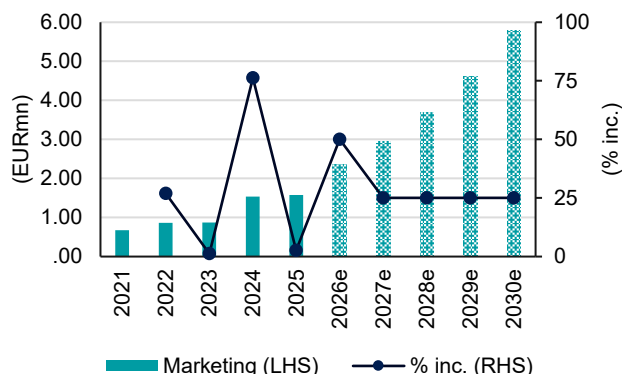
Como se puede observar, hemos mantenido todas las hipótesis de nuestro informe anterior, con la salvedad de la actualización de las cifras para 2026e, adaptándonos a la información ya disponible.

La inversión en publicidad es el mayor coste de la compañía y representó el 50% de los gastos generales (excluido personal y amortizaciones) en 2025 y un 16,7% de las comisiones netas. Aunque el 50% de los clientes vienen de la mano de clientes existentes (que se benefician de un descuento en comisiones por la prescripción), esta inversión sigue siendo muy relevante. **Hemos ajustado nuestra estimación para 2026e, con un crecimiento del +50% hasta 2,3mnEUR, y mantenido las previsiones de crecimiento del +25% para el periodo 2027-2030e, alcanzando 5,7mnEUR en 2030** (4,8mnEUR en 2030e en nuestro informe de inicio de cobertura). Ya anticipábamos que podría haber variaciones al alza o a la baja dependiendo de la evolución del coste de adquisición por clientes y de la coyuntura para acelerar o ralentizar la adquisición y en 2026e se ha optado por acelerarlas.

Nuestra hipótesis sobre el coste de adquisición por cliente se mantienen invariada en 45EUR para 2026e. El coste de adquisición por cliente en 2025 ascendió a 41EUR. Tras incrementos relevantes en 2022 y 2023 (hasta 95 y 88EUR respectivamente) probablemente debido a la pobre evolución de los mercados, el coste de adquisición disminuyó hasta 58EUR en 2024 y 41EUR en 2025. En nuestras estimaciones hemos incluido un aumento del coste de adquisición del +5% anual a partir de 2027e, llegando a 55EUR en 2030e.

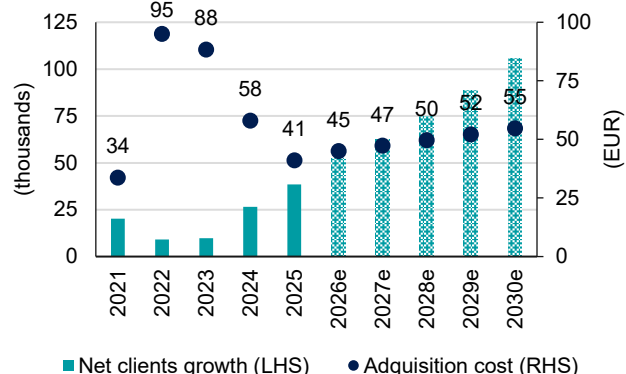
Con nuestras nuevas hipótesis, la captación anual neta en 2026e será de 53.000 clientes, alcanzando 187.000 a final de ejercicio desde 134.000 en diciembre de 2025. Esta captación anual se incrementará paulatinamente con el aumento de la inversión en marketing hasta 106.000 en 2030e (88.000 en 2030e en nuestro escenario inicial). La cifra de clientes totales, incluyendo el ratio de abandono del 5,6%, será de 518.000 en 2030e (454.000 en 2030e anteriormente), experimentando un aumento anual del +31,0(+27,6% antes).

Figure 16. Inversión en marketing



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 17. Altas netas de clientes



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

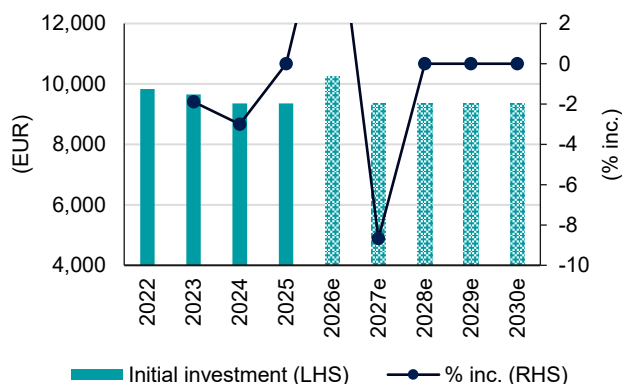
Como ya exponíamos anteriormente, la evolución de los fondos gestionados depende de:

- (a) las altas de nuevos clientes y su aportación inicial; (
- b) la aportación recurrente neta de salidas de los clientes existentes; y
- (c) de la evolución de los mercados.

Nuestras estimaciones iniciales han sido superadas en 2026 por lo que hemos modificado nuestras hipótesis para este ejercicio, con el consiguiente efecto para los ejercicios siguientes.

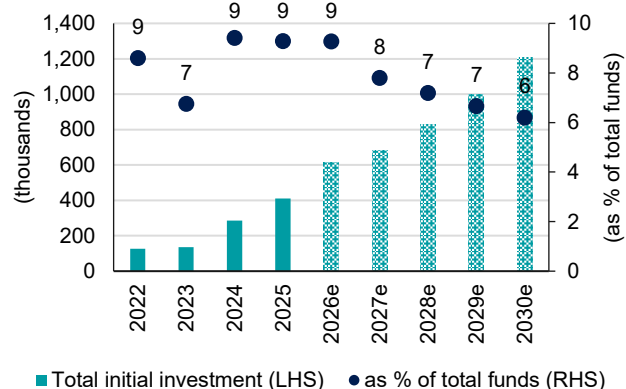
La aportación inicial de los nuevos clientes ascendió a 9.360EUR en 2025, cifra igual a la de 2024. Esta aportación media inicial ha descendido un -5% desde 2022 (9.836EUR) pero ya se ha estabilizado. En 2026 se ha observado un incremento de esta aportación inicial hasta 9.538EUR, por lo que hemos modificado nuestra hipótesis para 2026e manteniendo nuestra hipótesis inicial de 9.400EUR desde 2027e en adelante. El total de aportaciones de nuevos clientes llegará a 1.200mnEUR en 2030e desde 410mnEUR en 2025 según nuestros cálculos. El peso de estas aportaciones iniciales sobre el patrimonio total gestionado descenderá desde el 9% de 2024 y 2025 hasta un 6% aproximadamente en 2030e.

Figure 18. Aportación inicial por cliente



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

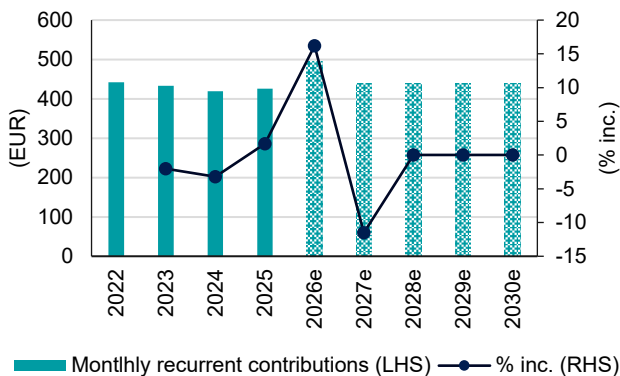
Figure 19. Aportaciones iniciales de los nuevos clientes



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

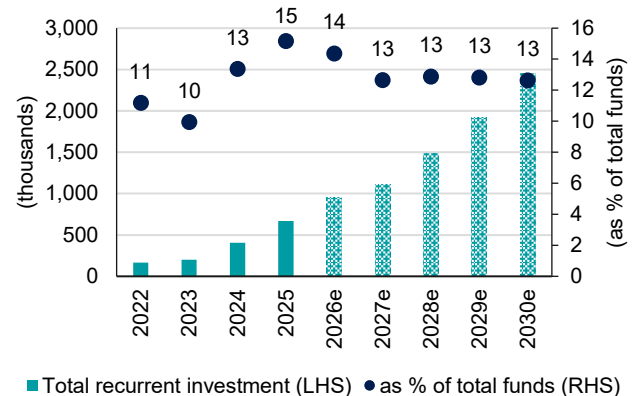
Los clientes existentes realizaron una aportación neta media mensual de 426EUR en el periodo 2016–2025., un +2% en comparación con el periodo 2016–2024. En nuestras estimaciones iniciales habíamos incorporado una aportación mensual de 438EUR al mes, 5.256 EUR al año, manteniendo esta cifra invariada en todo nuestro periodo de observación. Sin embargo, en 2026 se ha observado un incremento de esta aportación hasta unos 445EUR/mensuales de media en el periodo 2016-2026, por lo que hemos modificado nuestra hipótesis para 2026 estanco hasta 495EUR. **Según nuestros cálculos, estas aportaciones se incrementarán hasta 2.450mnEUR en 2030e desde 668mnEUR en 2025,** y representarán el 65% de todas las aportaciones. Hay que tener en cuenta que estas cifras están neteadas de las salidas anuales de fondos que estimamos en un 10% del total.

Figure 20. Aportación neta mensual de clientes existentes



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

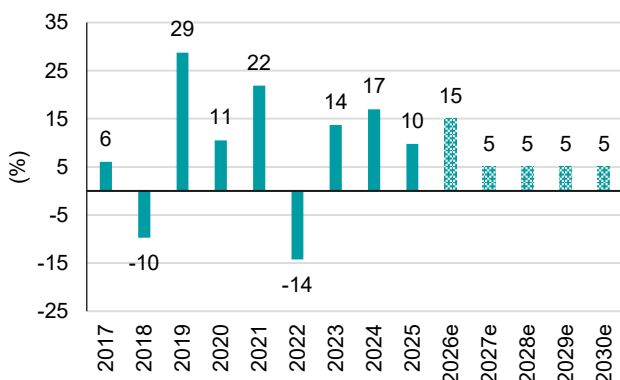
Figure 21. Aportaciones netas total de clientes existentes



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

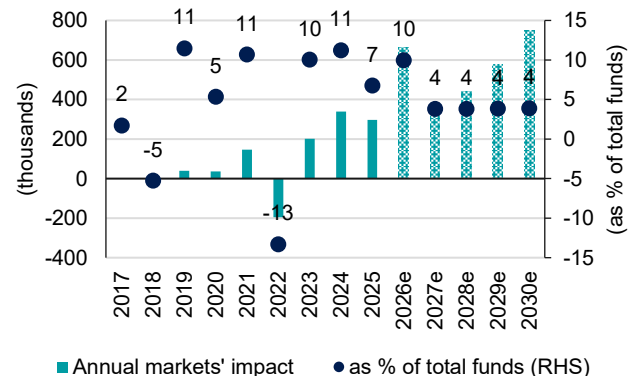
El tercer impacto en los activos bajo gestión es el impacto de los mercados en la valoración de los activos. En 2025, este impacto fue de 297mnEUR equivalente a un +9,8% de los activos bajo gestión a principios de ejercicio y representó un 22% del crecimiento anual de los activos. El impacto acumulado de los mercados es de 858mnEUR a diciembre de 2025, equivalente a un 24,2% de los fondos totales bajo gestión. En nuestras estimaciones, habíamos asumido que el impacto de los mercados será un 5% de media anual, hipótesis que considerábamos conservadora teniendo en cuenta la estructura entre renta variable y renta fija de los activos bajo gestión. Esta hipótesis está sujeta a una elevada variabilidad anual, como en este ejercicio hemos modificado nuestra revaloración hasta el +15%, tras el +12,8% experimentado hasta agosto. Con esta hipótesis, el impacto total en valoración en 2030e será de 3.615mnEUR equivalente al 19% de los activos totales. A julio de 2026, las plusvalías implícitas ascienden a 1.300mnEUR equivalentes al 28,6% de los activos bajo gestión.

Figure 22. Impacto de los mercados en la valoración



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 23. Impacto anual en el crecimiento de los activos

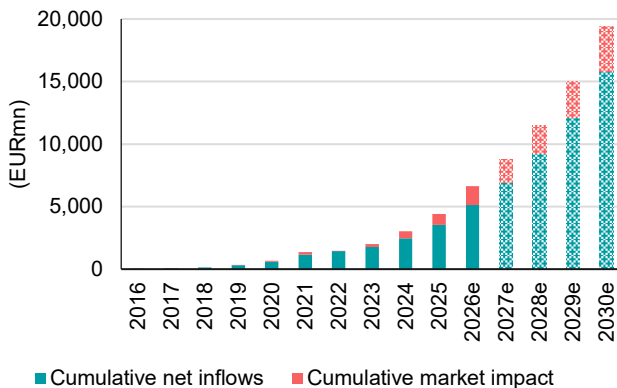


Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Agregando los resultados de las tres fuentes de crecimiento de los activos, **estimamos que los activos bajo gestión totales de Indexa alcanzarán 19.415mnEUR en 2030e** (+34,5% CAGR 2025-30e), de los cuales 15.800mnEUR (81% del total) corresponden a las aportaciones netas y 3.616mnEUR (19% del total) al impacto de los mercados en la valoración de los activos.

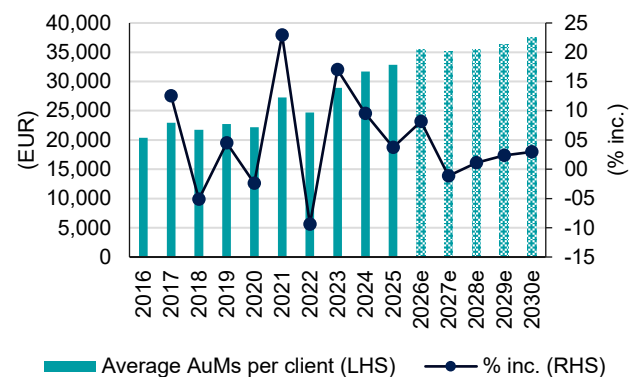
Los activos por cliente serán de 37.471EUR desde 32.866EUR en lo que implica un crecimiento anual acumulativo del +2,6% en el periodo 2025-30e.

Figure 24. Evolución de los activos bajo gestión



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 25. Activos por cliente

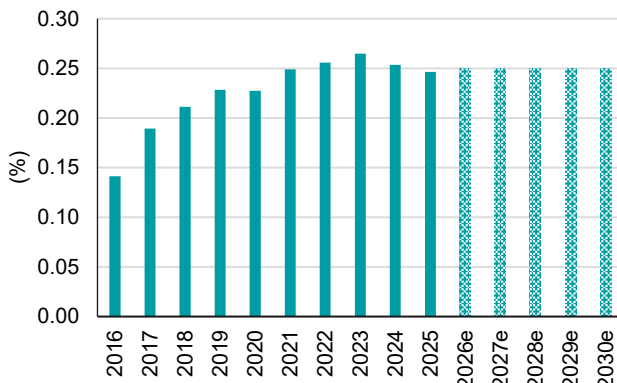


Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Las comisiones totales de Indexa Capital Group alcanzarán 45,0mnEUR en 2030e, con un CAGR 2025-30e del +36,7%, según nuestros cálculos. Hemos asumido que la comisión media de Indexa Capital será del **0,25%** en todo el periodo (0,246% en 2025). La comisión recurrente anual, calculada con los fondos a fin del ejercicio 2030e podría ascender a 48,5mnEUR.

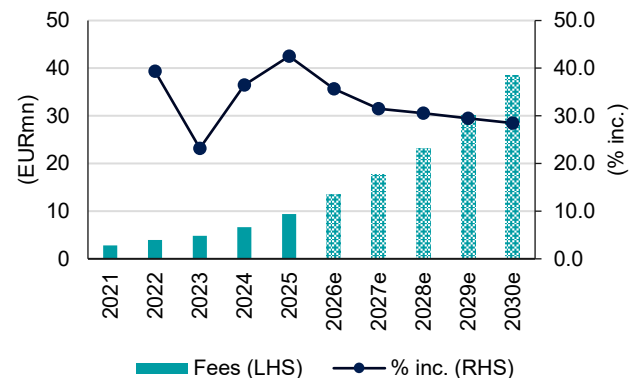
Para Bewater Funds y Caravel hemos asumido el mismo crecimiento de Indexa Capital. Bewater Funds podría acelerar el crecimiento de sus comisiones tras la apertura de alguno de sus productos a inversores minoristas. Además, nos gustaría señalar que si Caravel en Francia repite el éxito de obtenido en España con el producto más demandado en ese país (los PER), las estimaciones que hemos incluido quedarán absolutamente sobrepasadas. Aunque desde la adquisición y posterior fusión de la empresa con la filial francesa, las comisiones y los activos gestionados han presentado un elevadísimo crecimiento (+54% y +61% a/a en 2025, respectivamente) preferimos ser prudentes en nuestros cálculos.

Figure 26. Evolución de la comisión media



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 27. Evolución de las comisiones totales



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Nuestras cifras anticipan casi dos ejercicios el objetivo anunciado por el equipo gestor a principios de 2025: +25% de crecimiento anual en activos bajo gestión y 30mnEUR de comisiones anuales recurrentes en 2030e.

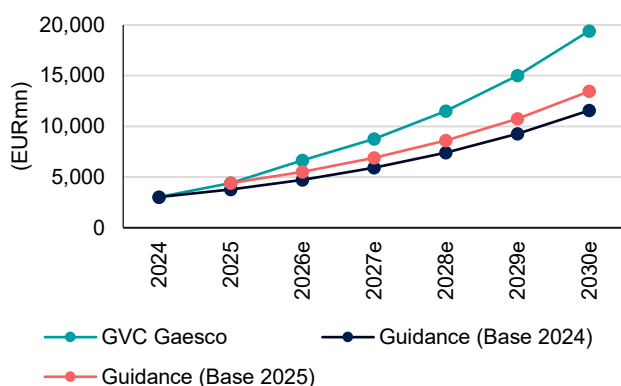
Hemos calculado la cifra de activos bajo gestión con el objetivo anunciado. Asumiendo ese 25% y tomando como base los activos bajo gestión de diciembre de 2024, los activos teóricos a final de 2030e ascenderían a unos 11.600mnEUR en 2030e. Nuestra cifra es un +68% superior tras la revisión (un 42% superior en nuestro informe inicial).

Sin embargo, y teniendo en cuenta que en 2025 se sobrepasó el objetivo con un aumento del +45,3%, si tomamos como base los activos de 2025 y asumimos el 25% anual para los siguientes años, en 2030e se llegaría a los 13.500mnEUR. Nuestra cifra sería un +44% superior.

Y si este ejercicio finaliza con el +64% al que están creciendo los activos a 31 de agosto de 2026, en 2030e nuestras estimaciones solamente superarían la cifra implícita un +10%.

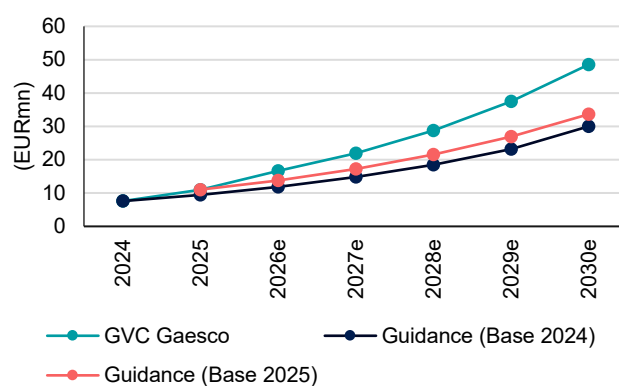
Los ingresos anuales recurrentes de Indexa son de 15,1mnEUR a 31 de agosto 2026. El objetivo de llegar a 30mnEUR se alcanzará a principios de 2029e unos 22 meses de anticipación sobre la fecha fijada. Salvo debacle económica o financiera, nuestras cifras pueden ser alcanzadas.

Figure 28. Activos bajo gestión



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 29. Comisiones anuales recurrentes



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

El resultado de explotación: ¡+58,0% anual 2025-30e!

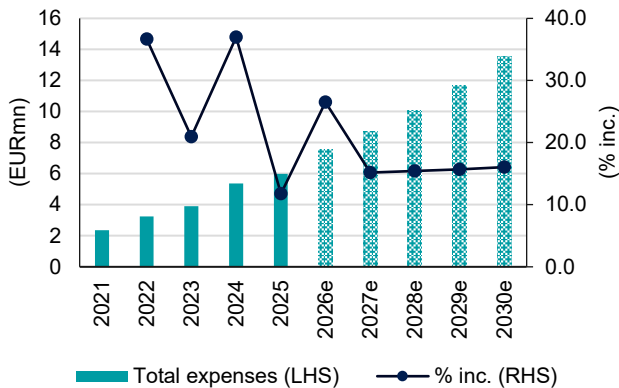
Además del efecto bola de nieve en activos bajo gestión y comisiones, Indexa Capital se beneficiará los próximos ejercicios del elevado apalancamiento operativo que presenta.

Si en el periodo 2021-2025, el resultado de explotación creció a una tasa del +85,9% anual alcanzando 3,3mnEUR, el crecimiento en el periodo 2025-2030e será del +58,0% anual con un aumento de los costes totales del +17,7% anual frente a un incremento de los ingresos del +36,7% anual.

Nuestras hipótesis para los gastos de explotación son:

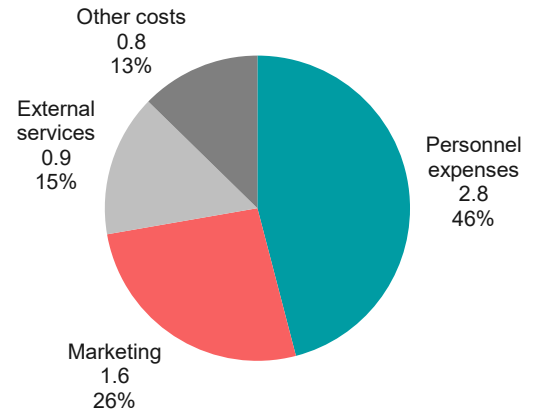
- ✓ **Gastos de personal:** +11% anual desglosado en un aumento del coste medio por empleado del +5% y un aumento de la plantilla de 3 personas por año
- ✓ **Gastos de publicidad:** +25% anual. Posibilidad de modulación, salvo en 2026e en el que estimamos un +50%
- ✓ **Gastos generales (sin publicidad):** +10% anual
- ✓ **Amortización:** igual a la inversión anual que crecerá un +3% anual desde 60.000EUR en 2026.

Figure 30. Evolución de los gastos totales



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

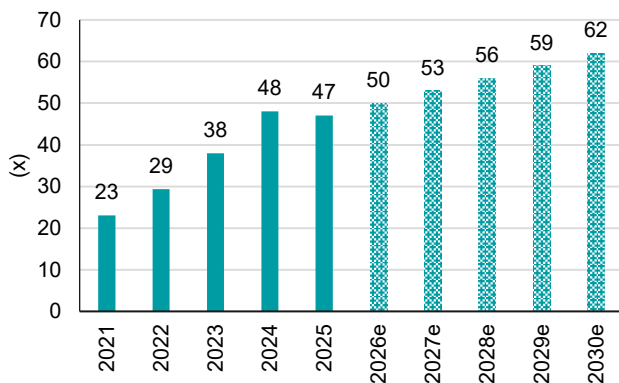
Figure 31. Desglose de los gastos totales (2025)



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

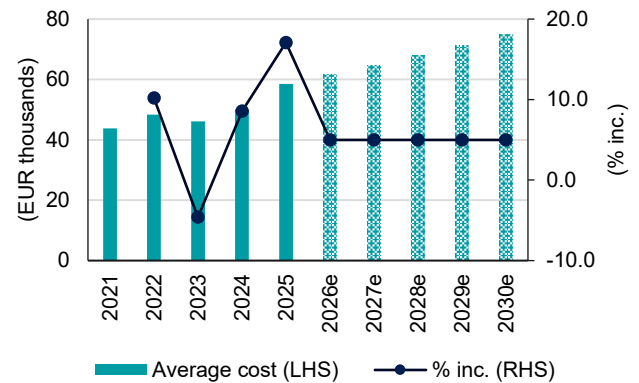
Los gastos de personal alcanzarán 4,6mnEUR en 2030e frente a 2,8mnEUR en 2025, lo que implica un aumento anual del +11,0% en el periodo. Creemos que Indexa Capital continuará reforzando el equipo de programadores para mantener su tecnología a la vanguardia y preservar su ventaja competitiva en costes frente a las grandes instituciones financieras. Así, hemos estimado que se contratarán 3 personas y la plantilla media pasará de 47 empleados en 2025 a 62 en 2030e. En esta estimación no se incorpora, evidentemente, una posible explosión del negocio de Caravel en Francia.

Figure 32. Evolución de la plantilla



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 33. Evolución del coste medio por empleado



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Los gastos generales totales aumentarán a una tasa del +22,7% alcanzando los 8,8mnEUR en 2030e (3,2mnEUR en 2025).

Hemos estimado los gastos de marketing y publicidad (aproximadamente un 50% de los gastos generales en 2025) de forma diferenciada al resto de las partidas porque el crecimiento de activos y clientes depende en parte de ellos y, además, el equipo gestor los puede modular para acelerar más o menos el crecimiento. Como ya hemos comentado anteriormente, hemos modificado nuestra estimación para 2026e hasta +50%, manteniendo un crecimiento del +25% anual desde 2027 a 2030. La cifra alcanzará 5,8mnEUR en 2030e.

El resto de gastos generales presentará un aumento del +10% anual (salvo en 2026), hasta 3,3mnEUR desde 1,6mnEUR según nuestros cálculos. Los dos conceptos más

relevantes son los servicios profesionales (28% del total) que incluye las retribuciones de los fundadores y el epígrafe de otros (15% del total) que incorpora los pagos al FOGAIN.

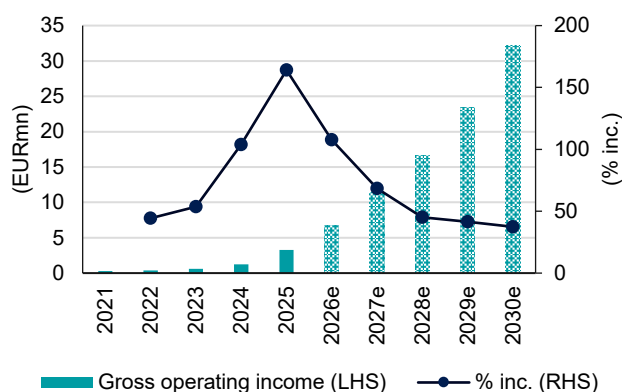
Las amortizaciones serán testimoniales. Hemos asumido un *capex* anual creciente de 60.000EUR, que sobrepasa el capex observado en ejercicios anteriores y hemos igualado la amortización al capex. Recordemos que al presentar las cuentas según el Plan Contable español el fondo de comercio proveniente de la compra de Caravel se amortiza.

Con todo ello, **el resultado de explotación aumentará hasta 32,2mnEUR en 2030e desde 3,3mnEUR en 2025**, lo que implica un crecimiento del +58,0% anual en el periodo considerado, según nuestras estimaciones.

El efecto “mandíbulas abiertas”, con un crecimiento mayor de los ingresos que de los gastos llevará a una **mejora continuada del ratio de eficiencia**. Este ratio, que entre 2021 y 2025 mejoró 25pp, **podría situarse en el 30% en 2030e desde 65%% en 2025**.

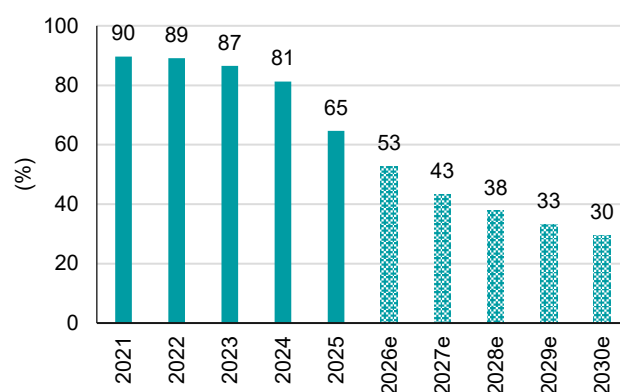
Evidentemente, esta evolución dependerá de la inversión en marketing que se realice y que se puede modular dependiendo de la evolución del coste de adquisición de los clientes o del comportamiento de las aportaciones y los mercados. Este gasto representó un 16,7% de las comisiones en 2025, se mantendrá prácticamente invariado en 2026e y hemos asumido que descenderá hasta el 12,8% en 2030e.

Figure 34. Evolución del resultado de explotación



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 35. Evolución del ratio de eficiencia



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

La alta conversión a caja del beneficio neto

El beneficio neto se situará en 24,8mnEUR en 2030e frente a 2,4mnEUR en 2025, con un crecimiento anual del +59,9% en 2025-2030e, según nuestros cálculos.

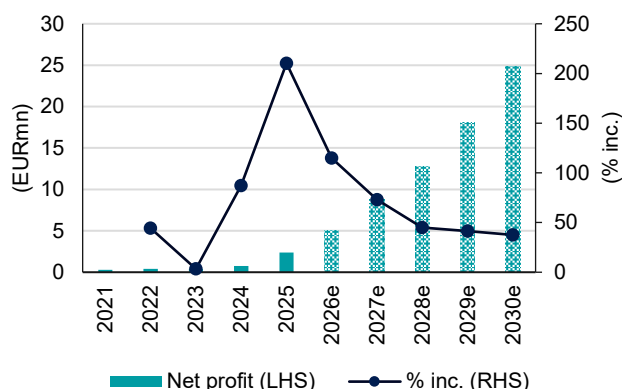
Además de las hipótesis explicadas con anterioridad, hemos considerado una retribución de la posición de tesorería acumulada del 1,75% y una tasa fiscal del 25% en 2026e y del 23% en adelante.

El margen del beneficio (beneficio neto/ingresos totales) se expandirá del 26% en 2025 al 54% en 2030e. Evidentemente, una cifra tan elevada podría atraer nuevos competidores a este negocio, aunque algunas de las principales ventajas competitivas de Indexa (rentabilidad de las carteras y satisfacción de los clientes) se construyen con el tiempo.

A nuestro juicio, los grandes bancos nacionales no querrán entrar masivamente en este negocio porque canibalizarían sus propios fondos que generan comisiones mucho más elevadas. Además, y a pesar de los altos crecimientos de Indexa, sus fondos representaban en 2025 un 3,1% de las sumas agregadas de los 5 primeros competidores en gestión de carteras o el 62% del crecimiento de Caixabank en 2025, el líder del mercado.

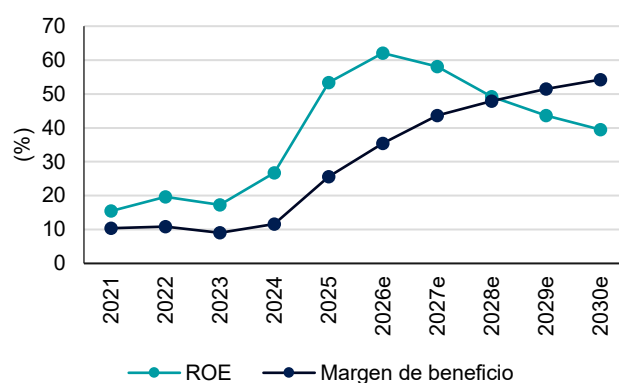
Fintech ya instaladas en España, como Revolut o Wizink, podrían añadir el servicio de gestión discrecional de carteras a los servicios de depósitos o de tarjetas de crédito/débito. La confianza de los clientes ya la tienen y lo que les faltaría por construir es el *track record* de rentabilidad.

Figure 36. Evolución del beneficio neto



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 37. Evolución del margen de beneficio



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

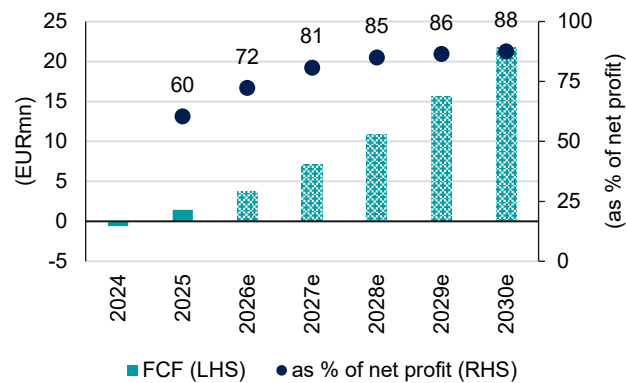
Según nuestros cálculos, la conversión del beneficio neto a tesorería pasará del 60,5% al 88% en 2030e. La única partida que drena liquidez es la de créditos de clientes que incorpora las comisiones devengadas no pagadas por clientes ya que la liquidación se realiza cada 3 meses.

Hemos estimado que Indexa tendrá una posición de tesorería de 61mnEUR en 2030e. En nuestro modelo hemos asumido que:

- ✓ No hay inversiones adicionales en los fondos de Bewater a pesar del compromiso de la compañía de invertir el 50% de las comisiones del primer año en cada nuevo fondo. La inversión total del grupo en estos fondos era de unos 96.600EUR a diciembre de 2025 con unas plusvalías de 12.000EUR aproximadamente.
- ✓ No hay inversiones adicionales en participaciones minoritarias de empresas. Estas inversiones ascendían a unos 256.000EUR a diciembre de 2025.
- ✓ No se invierte ni en adquisiciones transformacionales ni en el desarrollo de nuevos negocios
- ✓ No se reparten dividendos ni se recompran acciones.

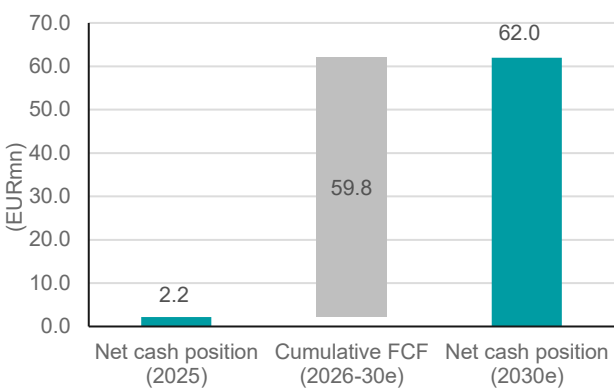
Evidentemente, vemos poco probable que se acumule este importe en el balance y, dado el carácter emprendedor de sus fundadores, no descartamos bien el desarrollo de algún nuevo negocio en el ámbito *fintech* o su participación en un hipotético proceso de consolidación con los competidores europeos.

Figure 38. Evolución de la generación de caja



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 39. Posición de tesorería neta



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Valoración: Volando... ¿habrá nueva revisión al alza?

Tras revisar al alza nuestras estimaciones, hemos también revisado nuestra valoración. **La nueva valoración financiera de Indexa Capital Group es de 254,6mnEUR equivalente a 17,5EUR/por acción (desde 14,7EUR anteriormente)** y se deriva de la aplicación del modelo H a la generación de flujos de caja.

Utilizando las transacciones comparables, que podría utilizar un industrial para generar sinergias, obtenemos un rango muy abierto: desde un mínimo de 90mnEUR hasta un máximo de 4.750mnEUR, con una media de 970mnEUR equivalente a 63,3EUR por acción. A nuestro juicio, Indexa Capital va a tomar un papel líder en un proceso de consolidación y preferimos la valoración puramente financiera, sin embargo, el grupo no está exento de una posible oferta que puede llevar una prima sustancial por su liderazgo en España y por su rentabilidad.

Descuento de flujos de caja: P.O. Dic. 2026e de 17,5EUR por acción

Para calcular el precio objetivo de Indexa Capital Group hemos utilizado el método de descuentos de flujo caja libre para el accionista, aplicando al valor terminal el modelo H utilizado para las empresas de super-crecimiento.

El modelo H asume un crecimiento inicial alto que disminuye de forma lineal y gradual hasta llegar al crecimiento estable a largo plazo. Creemos que es una variante más realista de los modelos de dos o tres etapas porque suaviza la transición del crecimiento alto a bajo frente a la caída repentina que asumen los otros modelos. La valoración está compuesta de dos partes: (a) el valor basado en el crecimiento estable a largo plazo y (b) la prima por el super-crecimiento.

Nuestras hipótesis para llegar a la valoración de Indexa Capital son las siguientes:

- ✓ Tasa de crecimiento inicial (g_2): 25%.
- ✓ Tasa de crecimiento estable a largo plazo (g_1): 5%
- ✓ Tasa de descuento de los recursos propios: 15%
- ✓ Años de transición: 10 años.

En nuestro modelo hemos asumido que todos los flujos generados se reinvierten a un tipo de interés del 1,75% antes de impuestos. Es una hipótesis conservadora porque la tasa de reinversión es muy inferior a la tasa de descuento.

Así, hemos utilizado el flujo de caja libre para el accionista generado en 2030e, 21,7mnEUR (revisado al alza desde 18,2mnEUR en nuestro informe de abril).

Figure 40. Indexa Capital Group: Valoración por descuento de flujos

(mnEUR)	Scenario		
	Optimistic	Central	Pessimistic
Equity free cash flow (2030e)	21.7		
Super-growth rate (g_2)	25%		
Perpetual growth rate (g_1)	5%		
Transition years	10		
Cost of equity (k_e)	10%	15%	20%
Standard value	456.2	228.1	152.1
Growth premium	434.5	217.2	144.8
Total value (2030e)	890.6	445.3	296.9
Target value (Dec. 2026e)	608.3	254.6	143.2
T.P. (EUR)	41.8	17.5	9.8
<i>of which standard value (EUR)</i>	21.4	9.0	5.0
<i>of which growth premium (EUR)</i>	20.4	8.5	4.8

Fuente: GVC Gaesco

En nuestro resumen de valoración hemos incluido tres hipótesis de tasa de descuento. Nuestra hipótesis central es 15% porque le incorporamos una prima por iliquidez y tamaño de +5pp. El valor actual es de 17,5EUR por acción e invirtiendo al precio del viernes 4 de septiembre (16,6 EUR por acción) obtendríamos una TIR anual de la inversión hasta 2030e del 13,2%.

El crecimiento de los activos y resultados de la compañía y una previsible mayor liquidez de la acción podría provocar un descenso de la tasa de descuento de los recursos propios así 10%. En este caso, la TIR anual hasta 2030e se dispararía al 35%.

Si las condiciones cambian y el mercado la vuelve a percibir como una *start-up*, la tasa de descuento se incrementaría y, asumiendo un 20%, la TIR de la inversión descendería hasta un 5%.

Multiplicadores comparables: primus inter pares

En nuestro informe de inicio de cobertura elegimos dos empresas para comparar con Indexa: Wealthfront y PensionBee.

Wealthfront era inicialmente la empresa cotizada más comparable con Indexa Capital Group. Esta empresa americana salió a bolsa el 12 de diciembre de 2025 a 14US\$/por acción y un ratio Precio/Activos bajo gestión de 2,2%. Desde entonces ha caído aproximadamente un 30% y cotiza en la actualidad a un P/Activos de 1,5%

PensionBee comercializa planes de pensiones en el Reino Unido y tiene un tamaño más parecido al de Indexa Capital. Cotiza a un ratio P/AuMs 2026e de 3,6%.

Desde abril, la acción de Indexa se ha revalorizado un +30% aproximadamente mientras que las otras dos han caído marginalmente. Además, las estimaciones de beneficios de Indexa Capital se están revisando al alza y las de sus comparables a la baja.

Figure 41. Multiplicadores comparables (4 de septiembre de 2026)

Ticker	Market		P/E ratio(s)				EV/EBITDA (x)			P/Sales (x)			P/AuMs	
	Price	Cap. (mn)	2025	2026e	2027e	2028e	2025	2026e	2027e	2025e	2026e	2027e	2028e	2026e
WLTH-US	9.58	1,430.88	nm	26.9	19.6	17.1	5.1	5.9	4.4	3.9	3.8	3.2	2.6	1.5%
PBEE-GB	1.38	329.64	nm	195.3	129.3	53.1	383.2	88.1	39.8	7.8	6.0	5.0	4.2	3.6%
INDA-ES	16.60	241.0	101.5	47.3	27.4	18.9	72.6	34.6	20.1	25.6	16.6	11.9	9.1	3.6%

(mn)	Net profit				EBITDA			Sales			AuM	
	2025	2026e	2027e	2028e	2025	2026e	2027e	2025	2026e	2027e	2028e	2026e
WLTH-US	-43.2	63.2	87.5	100.4	171.0	153.6	178.5	365.0	375.8	447.3	545.5	94,100
% inc.	-	-	38.5	14.7		-10.2	16.2		3.0	19.0	21.9	17.0
PBEE-GB	-2.7	-0.7	3.0	7.2	0.8	3.3	7.2	42.6	54.7	65.3	78.3	9,078
% inc.	-	-	-	138.7		330.1	117.2		28.3	19.5	19.8	22.0
INDA-ES	2.4	5.1	8.8	12.8	3.3	6.8	11.3	9.4	14.5	20.2	26.6	6,638
% inc.		114.8	72.8	45.0		106.6	66.4		54.1	39.0	31.6	51.0

Fuente: Factset y GVC Gaesco

Los multiplicadores a los que cotiza Indexa son más elevados que los de Wealthfront aunque reiteramos los argumentos que presentamos en nuestro anterior informe::

- ✓ El múltiplo sobre activos bajo gestión es de 3,6% en el caso de Indexa vs. 1,5% en Wealthfront. Creemos que existen varias razones: (a) el crecimiento de Indexa es más alto (+54% en ingresos frente a +3% en 2026e) estando el mercado europeo de gestión automatizada mucho menos penetrado y teniendo, en consecuencia, más potencial; (b) el 75-76% de los ingresos de Wealthfront provienen de gestión de tesorería, no de gestión lo que hace que sus beneficios sean muy sensibles a los tipos de interés; y (c)

las cuentas de ahorro tienen una tasa de abandono mucho más elevadas que las cuentas de fondos o los planes de pensiones.

- ✓ Si analizamos el PER, el diferencial de crecimientos tan elevado hace que la prima a la que cotiza Indexa se reduzca a un 10% en 2028e frente a 100% en 2026.
- ✓ Hay que añadir que el tamaño de Wealthfront es 15 veces superior aproximadamente: normalmente el mercado otorga mayores multiplicadores a empresas de tamaño más reducido en sectores en consolidación por la mayor posibilidad de que puedan ser adquiridas con una prima relevante.

Sin embargo, los multiplicadores de PensionBee son más elevados principalmente porque Indexa es más rentable que PensionBee.

- ✓ PensionBee no entrará en beneficios realmente hasta 2027e, y para ese año el PER es de 130x.
- ✓ El ratio EV/EBITDA 2027e es de 88x más que doblando el de Indexa Capital.
- ✓ Por último, el ratio P/AuM 2026e es de 3,6% igual al de Indexa

En conclusión, analizando los multiplicadores bursátiles de empresas comparables, la conclusión que se obtiene es no concluyente.

Multiplicadores ajustados a la inversión en marketing

La inversión en marketing es discrecional y modulable en función de la evolución del negocio: el payback de la inversión en 2025 fue de 14 meses, asumiendo un coste de adquisición de 41EUR por cliente. Anticipar inversiones en marketing puede implicar un mayor crecimiento de clientes y activos bajo gestión, con la consecuente creación de valor, pero una posible penalización de los resultados a corto plazo.

Por tanto, para complementar estos resultados hemos calculado **el PER ajustado por la inversión en marketing**. También incluimos el free cash flow yield porque, aunque no hay en el corto plazo intención de repartir dividendos, creemos muy interesante analizar la elevada generación de caja de la compañía.

El PER ajustado resulta del recálculo del beneficio neto de Indexa Capital Group excluyendo las inversiones en crecimiento, esto es, el gasto en marketing que realiza la compañía.

El FCF yield es la rentabilidad sobre los flujos de caja anuales generados. Esta métrica también la hemos ajustado por la inversión en marketing.

Figure 42. Indexa Capital Group: Multiplicadores adicionales

(EURmn)	2025	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Net profit	2.4	5.1	8.8	12.8	18.1	24.8
+ Marketing expenses net of taxes	1.2	1.8	2.2	2.8	3.5	4.3
Adjusted net profit	3.6	6.9	11.0	15.5	21.5	29.2
P/E ratio (x)	101.7	47.4	27.4	18.9	13.4	9.7
Adjusted P/E ratio (X)	67.9	35.1	21.9	15.5	11.2	8.3
FCF	1.4	3.7	7.1	10.9	15.6	21.7
FCF yield (%)	0.6	1.5	2.9	4.5	6.5	9.0
Adjusted FCF	2.6	5.5	9.3	13.6	19.1	26.1
Adjusted FCF yield (%)	1.1	2.3	3.9	5.6	7.9	10.8

Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Como se puede observar, el efecto de las inversiones en marketing reduce el PER entre 8 puntos en 2026e hasta 3 puntos en 2028e. Evidentemente, el efecto se va haciendo menor cuando mayor tamaño gana Indexa.

EL FCF yield es mucho más atractivo: un 2,9% en 2027e y un 4,5% en 2028e, cifras de compañías de valor en una empresa en crecimiento. Nuevamente, si ajustamos por el gasto

en marketing el FCF yield sería de un 5,6% en 2028e. Este flujo de caja que podría ser libremente distribuido entre los accionistas aunque el equipo gestor no ha comunicado todavía una política de retribución al accionista.

Multiplicadores en transacciones: una actualización

El precio utilizado en transacciones comparables suele ser utilizado en procesos de adquisición o venta. A nuestro juicio, el mayor problema que tiene aplicar este método es la gran dispersión de los ratios, donde ni la media ni la mediana suelen ser significativas.

Hemos incluido las mismas **11 transacciones** de las cuales teníamos información sobre el valor implícito de los recursos propios y alguno de los ratios de valoración (EV/Ventas, EV/EBITDA o P/Activos bajo gestión) en nuestro informe de inicio de cobertura. No tenemos constancia de nuevas transacciones que pudieran ser incluidas en esta muestra. Hay que reiterar que Indexa es prácticamente el único gestor automatizado que obtiene beneficios, lo que entendemos debería ser muy valorado por los mercados.

Dada la dispersión mencionada, hemos incluido las valoraciones teniendo en cuenta los ratios medios, mínimos y máximos.

Hemos utilizado en el cálculo de la valoración nuestras estimaciones actualizadas para 2026e, lo que resulta en unos valores superiores a los que incluíamos en nuestro anterior informe. Las valoraciones que obtenemos varían entre un mínimo de 6,2EUR por acción y un máximo de 327EUR por acción.

Figure 43. Multiplicadores de transacciones comparables

(mn)			Transaction	Implied		EV/Sales	EV/EBITDA	P/AUM
Date	Target Company	Acquirer	Value	Equity	AUM	(x)	(x)	(%)
Feb-26	Stash	Goodwater Cap.	146	1,200	4,300	8.5	22.4	28%
Dec-25	Wealthfront	Public Markets	485	2,000	55,000	6.2	18.1	3%
Jun-25	Scalable Capital	Sofina	266	2,100	20,000	10.2	25.5	11%
Jan-25	Wealthnavi	Mitshubishi Financial Group	657	773	8,685	7.0	122.5	9%
May-22	Moneybox	VC (Series C)	85	550	5,000	11.0		11%
Mar-22	Acorns	TPG	300	1,900	6,200	12.0		31%
Jan-22	Wealthfront	UBS (Terminated)	1,400	1,400	27,000	7.0		5%
Jun-21	Nutmeg	JPMorgan Chase	970	970	4,900	21.0		20%
May-21	Wealthsimple	Meritech	750	5,000	10,000	18.5		50%
Jun-20	Personal Capital	Empower Retirement	1,000	1,000	12,000	80.0		8%
Jan-19	Acorns	Comcast	105	860	1,200	15.4		72%
Average						17.9	47.1	22%
Maximum						80.0	122.5	72%
Minimum						6.2	18.1	3%
Equity Value (mnEUR)								
Average						260	321	1,492
Maximum						1,162	833	4,753
Minimum						90	123	219
Per share (EUR)								
Average						17.9	22.0	102.6
Maximum						79.9	57.3	326.7
Minimum						6.2	8.5	15.1

Fuente: Factset, Compañías y GVC Gaesco

De los resultados que obtenemos las principales conclusiones que podemos sacar son:

- ✓ Solamente utilizando el ratio mínimo de EV/Ventas, EV/EBITDA y P/AuMs, los tres relacionados con la salida de Wealthfront a Bolsa, la valoración que obtenemos es

inferior al precio de mercado. Ya hemos comentado anteriormente las diferencias entre Wealthfront e Indexa por lo que no sería una referencia relevante.

- ✓ Los ratios medios de EV/Ventas y EV/EBITDA ofrecen unos resultados que implicaría nuestra valoración fundamental más una prima entre el 13% y el 43%, rangos asumibles en un proceso de consolidación.

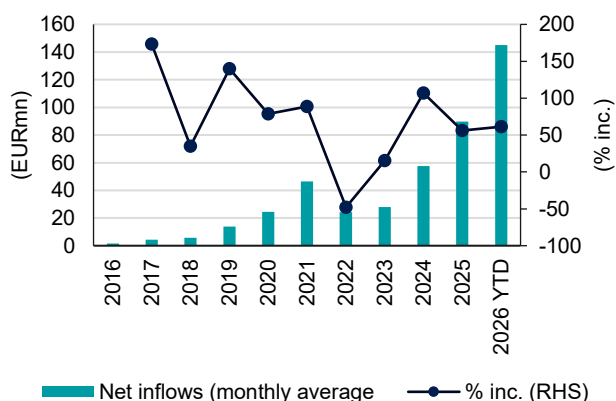
¿Qué pasaría si...?

Los mercados repiten el comportamiento del MSCI World de 2000-02...

La caída de los mercados es, sin duda, el riesgo no controlable que más podría afectar a Indexa. El efecto de las caídas bursátiles se refleja negativamente en las variables críticas de la evolución de los activos bajo gestión: (a) caída del valor de las carteras; (b) menores aportaciones iniciales de los nuevos clientes; y (c) menores aportaciones netas recurrentes. Adicionalmente, los equipos gestores pueden optar por ajustar su inversión en marketing por incrementarse el *payback* de forma sustancial. No hay que olvidar que aproximadamente el 80% de los activos está invertido en fondos de renta variable.

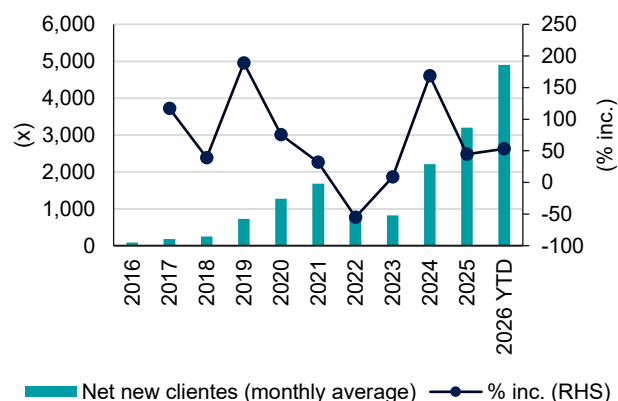
Indexa Capital ha vivido dos años de mercados bursátiles negativos 2018 y 2022, además del 2020 que finalmente se saldó en positivo. En **2022**, el MSCI World descendió un -19,5% y el S&P un -19,4%. Además, los mercados de renta fija también tuvieron un comportamiento negativo por la subida generalizada de los tipos de interés. **Indexa experimentó en todos y cada uno de los meses entradas netas positivas tanto de clientes como de aportaciones.** El impacto negativo se observó en el incremento del coste de adquisición, que subió hasta 95EUR/cliente implicando un *payback* aproximado de 30 meses, cayendo la captación media mensual de clientes un -55%, hasta 756 clientes/mes. La aportación media mensual se redujo un -48%, hasta 24,2mnEUR/mes. La recuperación fue paulatina, manteniéndose el presupuesto de marketing hasta que no se observó un descenso claro en el coste de adquisición de los clientes. A partir de 2024 se retomaron los ritmos anteriores de crecimiento en inversión en marketing, clientes y captación de activos. Evidentemente la mejora de las bolsas, con alzas del +21,8% en 2023 y +17,0% en 2024, jugó un papel relevante en esta evolución.

Figure 44. Indexa Capital: Aportaciones medias mensuales



Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Figure 45. Indexa Capital: Altas netas de clientes medias



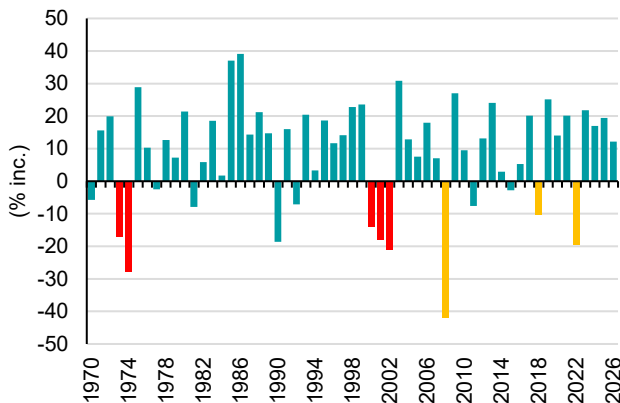
Fuente: Compañía y GVC Gaesco

Observando estas cifras, un año bursátil negativo significó un retraso de 2 a 3 años en el retorno a niveles de captación anteriores a la caída bursátil: no es hasta 2024 cuando se recuperan (y superan) los niveles de 2021.

Analizando el comportamiento de los índices bursátiles, el MSCI World (que se inicia en 1969) sólo ha descendido 15 de los 56 periodos transcurridos desde su inicio hasta la

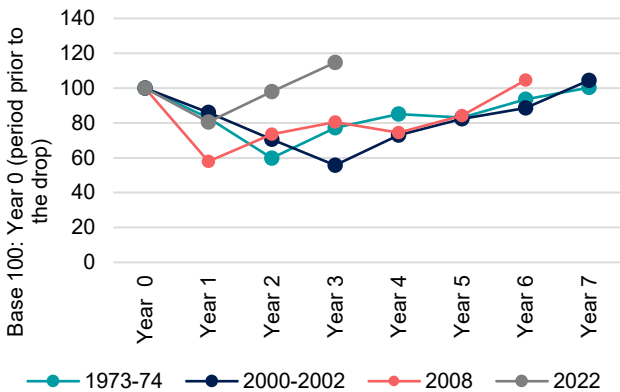
actualidad (27%), siendo la caída anual máxima un -42,1% en 2008. En una ocasión el índice ha descendido dos años consecutivos (1973-1974) con un descenso acumulado del -40,1% y en otra ocasión tres años consecutivos (2000-2002) con un descenso del -44,2%. La recuperación de los niveles anteriores a la caída se produce a los 6 años (crisis de 2008) ó a los 7 años (las otras dos crisis). La caída de 2020 se recuperó en el tercer año.

Figure 46. MSCI World: Rentabilidad 1970-2026



Fuente: Bloomberg y GVC Gaesco

Figure 47. Caídas bursátiles: años hasta la recuperación



Fuente: Factset y GVC Gaesco

Para intentar diseñar un “escenario de crisis” hemos optado por replicar el comportamiento del MSCI World en 2000-2002 porque pensamos que una caída continuada durante tres ejercicios consecutivos podría tener peores consecuencias en la confianza de los clientes en la renta variable que una caída de un año más relevante (por ejemplo, la de 2008) con una recuperación sustancial al siguiente ejercicio.

Utilizando la variación mensual del MSCI World hemos calculado para el periodo 2027-2029 la evolución de clientes, activos, comisiones y beneficio neto. A partir de 2030 procedemos a normalizar los comportamientos de nuestras hipótesis

Hemos realizado 4 escenarios que combinan dos hipótesis sobre aportaciones iniciales y mensuales recurrentes y dos hipótesis sobre inversión en marketing. Son comunes a los 4 escenarios el coste de adquisición por cliente y los gastos operativos

Figure 48. Resumen de los escenarios

	Marketing: Crecimiento 0%	Marketing: Se reduce un 50% sobre el escenario base
Aportaciones (iniciales y mensuales): Se mantienen	Escenario 1	Escenario 2
Aportaciones (iniciales y mensuales): Se reducen un 50%	Escenario 3	Escenario 4

Fuente: GVC Gaesco

En nuestras simulaciones hemos asumido:

- a. Los gastos operativos (excluidos los gastos en marketing y publicidad) crecen al 3% anual (IPC) durante los tres ejercicios de mercados negativos. En nuestro caso base crecían aproximadamente al 10%. Entendemos que la compañía no tendrá que reforzar su plantilla y que mantendrá el resto de costes bajo estricto control.

- b. Los costes de adquisición de clientes replican la evolución observada en 2022 a 2024. Hemos asumido que se mantienen en 95 EUR/cliente durante los 3 años de caídas para comenzar a reducirse hasta 89EUR/cliente en 2030e.
- c. Los gastos de marketing en 2026e son 2,4mnEUR. En el caso base crecen a un 50%, en nuestros escenarios en un caso se mantienen y en otro caso se reducen un 50%.
- d. Las contribuciones iniciales y recurrentes de nuestro caso base son 9.360EUR/cliente y 438 EUR/cliente /mes en nuestro caso base. En los escenarios que hemos desarrollado en los escenarios 1 y 3 se mantienen (replicando lo que sucedió en 2002 y 2023) y en los escenarios 2 y 4 se reducen un 50%

Incluimos a continuación una tabla con las hipótesis utilizadas

Figure 49. Hipótesis

	Base case				Crisis escenarios					
	2027e	2028e	2029e	2030e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e
Acquisition cost (EUR)	47.3	49.6	52.1	54.7	95.0	95.0	95.0	88.4	58.0	60.3
% inc.	5	5	5	5	111	0	0	-7	-34	4
Operating costs (EUR/mn) (excluding marketing)	-5.8	-6.4	-7.0	-7.8	-5.6	-5.7	-5.9	-6.1	-6.4	-7.0
% inc.	8	11	10	10	4	3	3	3	5	10
Initial contribution (EUR)	9,360	9,360	9,360	9,360	Scen. 1&2	9,360	9,360	9,360	9,360	9,360
					Scen. 3&4	4,680	4,680	4,680	9,360	9,360
Monthly contributions (EUR)	438	438	438	438	Scen. 1&2	438	438	438	438	438
					Scen. 3&4	219	219	219	438	438
Marketing expenses (EUR)	3.0	3.7	4.6	5.8	Scen. 1&3	2.4	2.4	2.4	2.4	4.0
% inc.	25	25	25	25	% inc.	0	0	0	0	70
					Scen. 2&4	1.2	1.2	1.2	1.2	2.0
					% inc.	-50	0	0	0	70

Fuente: GVC Gaesco

Con estos escenarios, hemos tratado de analizar la sensibilidad de la compañía a cambios en las variables críticas.

Evolución de los clientes: De 83.000 de crecimiento medio a ¿25.000?

La captación de clientes se reduce por el efecto de las menores inversiones en marketing y por el mayor coste de adquisición. Hemos introducido un Escenario 0, en el que la inversión en marketing es la misma que en nuestro escenario base, para analizar el impacto del incremento de los costes de adquisición por cliente.

Figure 50. Evolución de los clientes

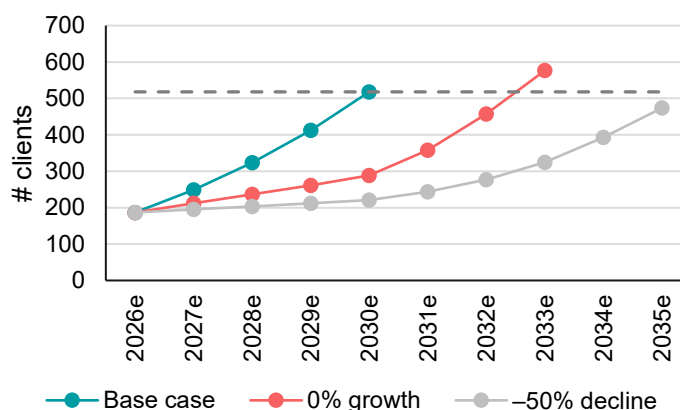
(thousands)	2026e	Net new clients	2029e	New clients	2030e	Average increase
Base case	187	226	413	106	518	83
Scenario 0	187	119	305	65	371	46
Scenarios 1 & 3	187	75	261	27	288	25
Scenarios 2 & 4	187	37	224	13	237	13
Diference vs. Base case (%)						
Scenario 0		-47	-26	-38	-28	-44
Scenarios 1 & 3		-67	-37	-75	-44	-69
Scenarios 2 & 4		-83	-46	-87	-54	-85

Fuente: GVC Gaesco

Como se puede observar, el incremento de los costes de adquisición por si solos reducen la captación de clientes un 47% en el periodo 2027-2029 y un 38% en 2030. La cifra de clientes en 2030e ascendería 371.000 vs. 518.000 en nuestro escenario base, esto es, un impacto negativo 147.000 nuevos clientes menos. El mantenimiento de la inversión en marketing en los niveles de 2026e restaría otros 83.000 clientes, dejando el número de clientes en los escenarios 1 y 3 en 288.000 en 2030e. Una reducción de la inversión del 50% dejaría el número de clientes en una cifra un 54% inferior a la de nuestro caso central.

Asumiendo que Indexa Capital hace un esfuerzo extra los años posteriores (2031 y siguientes), con aumentos de la inversión en marketing del +70% en 20231e y +50% en 2032e hasta empatar con la inversión de nuestro escenario central, hemos calculado que el retraso sobre nuestro escenario central sería de unos 2,5 años en el escenario de mantenimiento de los costes y de unos 4 años en el caso de la reducción de los mismos.

Figure 51. Evolución del número de clientes



Fuente: GVC Gaesco

Evolución de las captaciones netas: De un acumulado 2027-2030e de 10.700mnEUR a ¿4.400mnEUR?

El menor crecimiento de los clientes tiene un impacto relevante en las captaciones netas. En nuestro modelo base, las aportaciones iniciales de los clientes representan un 29% de las aportaciones totales (unos 3.100mnEUR en el periodo 2027-2030e) y las aportaciones recurrentes el restante 71% (7.580mnEUR).

El impacto de los menores gastos en marketing, manteniendo el volumen de aportación inicial y mensual igual al del escenario base reduce las captaciones netas en el periodo entre un 45% (escenario 1) y un 54% (escenario 2). Las aportaciones recurrentes incrementan su peso notablemente, principalmente en el escenario con la menor inversión en marketing (escenario 2).

El impacto de una reducción de las aportaciones del 50% sobre nuestro escenario base resta 20pp mas de reducción en las aportaciones en el escenario 3 sobre el escenario 1 y 17pp en el escenario 4 sobre el escenario 2.

Figure 52. Evolución de las aportaciones de clientes (acumulado 2027-2030e)

EURmn	Net inflows	Initial inflows	% total	Recurrent inflows	% total
Base Case	10,681	3,102	29.0	7,579	71.0
Scenario 1	5,912	950	16.1	4,961	83.9
Scenario 2	4,919	475	9.7	4,443	90.3
Scenario 3	3,803	600	15.8	3,203	84.2
Scenario 4	3,128	300	9.6	2,828	90.4
Difference vs. Base case (%)					
Scenario 1	-45	-69		-35	
Scenario 2	-54	-85		-41	
Scenario 3	-64	-81		-58	
Scenario 4	-71	-90		-63	

Fuente: GVC Gaesco

El impacto de los mercados: restando más de un 40% a los activos

En nuestro escenario central hemos asumido que la revalorización de los mercados aporta un +5% anual de media, teniendo en cuenta la composición media de las carteras (80% renta variable/20% renta fija).

Hemos calculado el impacto en la valoración de los activos de Indexa de las caídas del MSCI de los periodos 2000 a 2022. Según nuestros cálculos, asumiendo que los activos absorben una caída del 80% del MSCI World el impacto negativo oscilaría entre el 42% y el 49% de los activos bajo gestión en 2026e, esto es, entre 2.800mnEUR y 3.265mnEUR. Aunque las aportaciones netas se reducen en relación al caso base, en exclusiva hubieran aportado en 27pp (+9% anual) de crecimiento en el peor de los escenarios a 64pp (+21% anual) el escenario 1. Esto provocaría descensos en los activos de 2029e en los escenarios 3 y 4, los más negativos que hemos diseñado.

En 2030e, comenzaría la normalización de contribuciones, con una aportación de entre el 18% y el 29% sobre los activos a cierre de 2029e, convergiendo los crecimientos con los del caso base. En cuanto al impacto de los mercados, hemos asumido una revalorización de los activos equivalente al 80% de la subida del MSCI en 2004 que fue de un +30%. Las revalorizaciones que siguen a caídas bursátiles significativas se han situado históricamente entre el +20% y el +30%. La compensación total del impacto negativos del periodo 2027-2029e podría tardar en producirse entre 3 y 5 años.

Figure 53. Evolución de las aportaciones de clientes (acumulado 2027-2030e)

(EURmn)	2026e	Market's impact	Net inflows	2029e	Market's impact	Net inflows	2030e
Base Case	6,638	1,346	7,026	15,010	750	3,655	19,415
Scenario 1	6,638	-3,265	4,216	7,590	2,080	1,695	11,366
Scenario 2	6,638	-3,154	3,580	7,064	1,848	1,219	9,957
Scenario 3	6,638	-2,855	2,108	5,891	1,661	1,695	9,248
Scenario 4	6,638	-2,800	1,790	5,628	1,516	1,219	8,276
% inc.							
Base Case		20	106	126	5	24	29
Scenario 1		-49	64	14	27	22	50
Scenario 2		-48	54	6	27	18	45
Scenario 3		-43	32	-11	28	29	57
Scenario 4		-42	27	-15	27	22	49
Difference vs. Base case (%)							
Scenario 1		-30.7	-18.7	-49.4			-41.5
Scenario 2		-30.0	-23.0	-52.9			-48.7
Scenario 3		-28.0	-32.8	-60.7			-52.4
Scenario 4		-27.6	-34.9	-62.5			-57.4

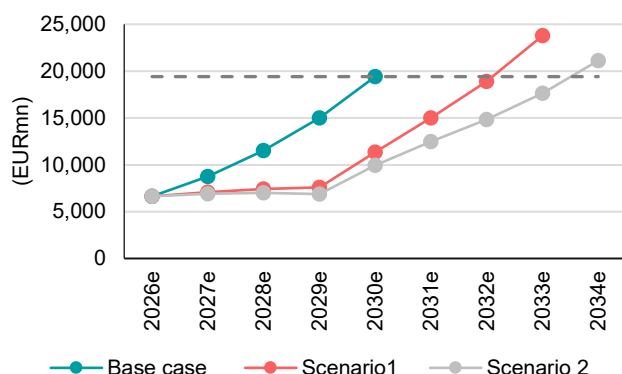
Fuente: GVC Gaesco

Hemos calculado asimismo el retardo en el plan de negocio que supondría unos mercados financieros tan adversos como los que hemos replicado. En el escenario 1, que asume unos gastos de marketing planos y unas contribuciones similares a la media histórica, el retraso es de 2 años, esto es, se lograrían los activos bajo gestión de 2030 en 2032. Si se redujese la inversión en marketing un 50% y, dependiendo de los incrementos posteriores, se lograrían a los 3 años y medio.

En los escenarios 3 y 4, donde hemos asumido que la aportación de los clientes individuales cae un 50%, sobre el caso base, el retraso sería de casi 3 años para gastos de marketing iguales a los de 2026 y de 4 años si hay reducción de los mismos.

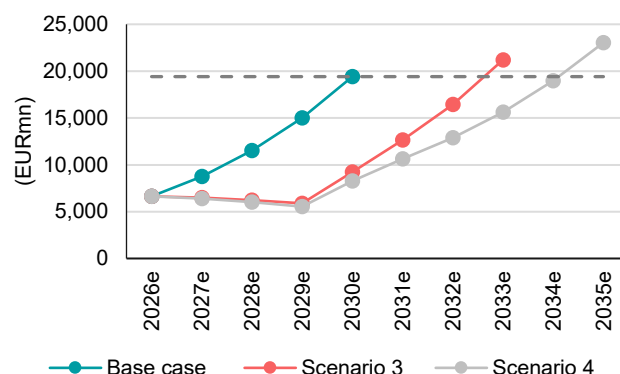
En todo caso, no se invalida la estrategia de la compañía que retornará a ser una bola de nieve en cuanto se produzca una normalización de la situación.

Figure 54. Activos bajo gestión: Escenarios 1 & 2



Fuente: GVC Gaesco

Figure 55. Activos bajo gestión: Escenarios 3 & 4



Fuente: GVC Gaesco

¿Y el impacto en resultados?

En primer lugar, hemos de señalar que las comisiones de Indexa, sea cual sea el escenario crecerán en 2027e debido al aumento de los activos bajo gestión en 2026e (+50%). Las diferencias respecto a nuestro año base se irán ampliando con el tiempo debido a las hipótesis que hemos planteado de inversión en marketing, coste de adquisición de clientes y aportaciones. La duración del periodo de caídas, que retrasa la normalización de estas variables, contribuye al retraso en el tiempo del plan de negocio.

Como se puede observar, el crecimiento mínimo que podríamos esperar en 2027e sería de un +19,3% en las comisiones alcanzando 16,5mnEUR. El escenario más probable si el mercado cae ya hemos comentado que sería el escenario 1 y que presentaría un crecimiento del +25,1%

En el ejercicio 2028, fundamentalmente por la caída de los mercados, las comisiones se moverían entre planas o en el peor de los casos caerían un 8%. A partir de 2029e, se reiniciaría el crecimiento, obteniéndose en 2030e un crecimiento casi similar al del caso base.

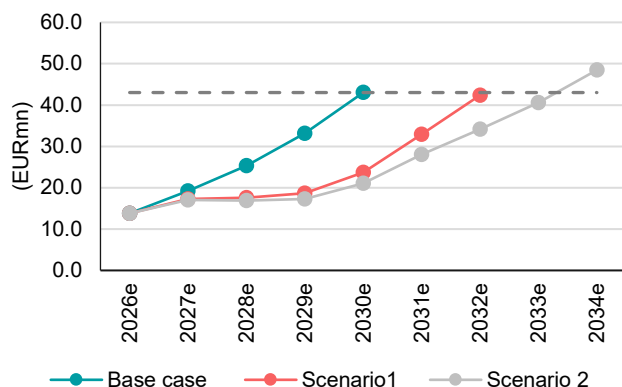
Figure 56. Evolución de las comisiones de Indexa AV

EUR mn	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Base case	13.8	19.3	25.3	33.2	43.0
% inc.	55.5	39.4	31.6	30.8	29.8
Scenario 1	13.8	17.3	17.6	18.7	23.7
% inc.	55.5	25.1	1.7	6.2	27.0
Scenario 2	13.8	17.1	16.9	17.3	21.1
% inc.	55.5	23.7	-1.3	2.5	21.8
Scenario 3	13.8	16.6	15.5	15.1	18.9
% inc.	55.5	20.1	-6.7	-2.2	25.2
Scenario 4	13.8	16.5	15.1	14.4	17.3
% inc.	55.5	19.3	-8.3	-4.5	19.6

Fuente: GVC Gaesco.

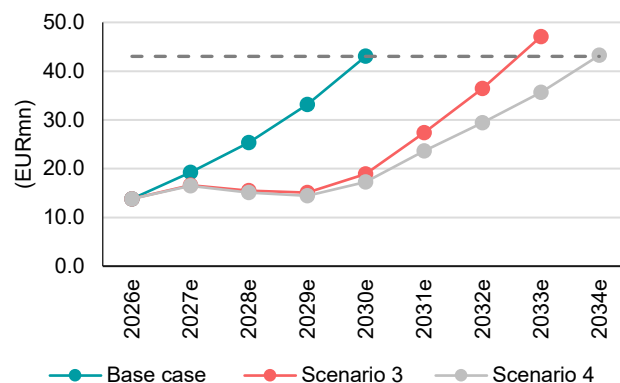
Como para el resto de variables, hemos tratado de calcular el retraso en el plan de negocio respecto al plan base y los resultados son similares a los comentados con los activos bajo gestión.

Figure 57. Comisiones de Indexa: Escenarios 1 & 2



Fuente: GVC Gaesco

Figure 58. Comisiones de Indexa: Escenarios 3 & 4



Fuente: GVC Gaesco

Finalmente, hemos calculado la evolución del beneficio neto atribuible. Como se puede observar, en ningún momento se llega a las pérdidas, con beneficios en todos los escenarios superiores a los esperados en 2026e. El beneficio neto de 2027e será el mismo en nuestro escenario base y en el escenario 2, 8,8mnEUR, escenario en que la inversión en marketing descende un 50%. Es crítica por tanto la gestión de esta inversión. Su descenso, aunque se deja sentir en captación de clientes y evolución de los activos, permite modular los beneficios de la compañía a corto plazo. El aumento del periodo de payback en entornos de menores aportaciones y revalorizaciones negativas ha de controlarse para evitar crecimientos no rentables.

Una vez pasados los tres años de descensos de mercados, los crecimientos de beneficios se aceleran, superando a los de nuestro caso base.

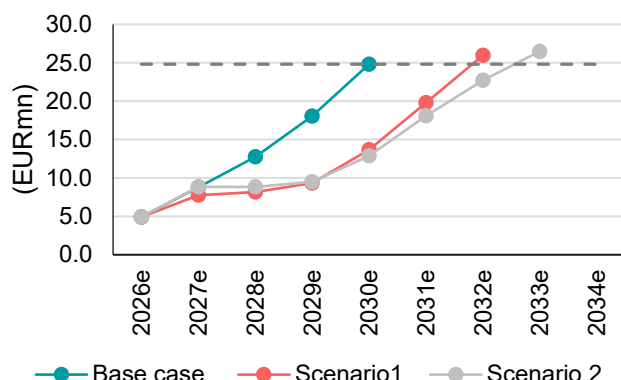
Figure 59. Evolución del beneficio neto atribuible

EUR mn	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
Base case	4.9	8.8	12.8	18.1	24.8
% inc.	107.8	78.5	45.1	41.4	37.4
Scenario 1	4.9	7.8	8.2	9.4	13.7
% inc.	107.8	57.3	5.2	14.6	46.2
Scenario 2	4.9	8.8	8.8	9.5	12.9
% inc.	107.8	78.8	0.2	7.7	35.2
Scenario 3	4.9	7.2	6.5	6.6	10.0
% inc.	107.8	46.4	-9.4	1.3	50.9
Scenario 4	4.9	8.4	7.5	7.3	9.9
% inc.	107.8	69.4	-10.4	-2.2	35.9

Fuente: GVC Gaesco.

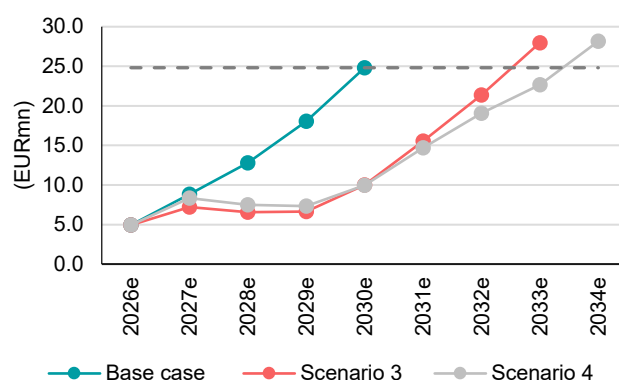
Hemos hecho el mismo ejercicio que el presentado con el resto de variables para el beneficio neto, con unos resultados relacionados con los retrasos frente al plan estratégico similares.

Figure 60. Beneficio neto atribuible: Escenarios 1 & 2



Fuente: GVC Gaesco

Figure 61. Beneficio neto atribuible: Escenarios 3 & 4



Fuente: GVC Gaesco

¿Y cómo lo traducimos en valoración?

Evidentemente, el reflejo en valoración de unos escenarios tan pesimistas como los que hemos diseñado es negativo, pero ¿nos daría una rentabilidad razonable la inversión?

Para analizar los impactos, hemos aplicado el modelo H que expusimos anteriormente utilizando el cash flow libre para el accionista del año que supera en cada escenario el cash flow libre de 2030e en nuestro año base.

Concretamente, para el escenario 1 utilizamos el cash flow libre de 2032e, para los escenarios 2 y 3 el de 2033e y para el escenario 4 el de 2034e. A partir de ese año calculamos tanto la valoración estándar como la prima de super-crecimiento desde el 25% al 5% durante 10 años.

Hemos realizado dos hipótesis: (a) un coste de los recursos propios del 15% y (b) un coste de los recursos propios del 10%.

El precio objetivo (Diciembre, 2026e) que obtenemos con el coste de los recursos propios del 15% es de 17,5EUR por acción en nuestro caso base, que se situará en 30,6EUR/acción en Dic. 2030e. A los actuales precios de cotización (16,9EUR/acción) obtenemos una TIR del 14,8% desde hoy hasta el 31 de diciembre de 2030e.

Las TIRs hasta el año de la normalización en los escenarios 1 a 4 varían entre el 9,7% la más baja y el 11,7% que no son desdeñables en un los escenarios de estrés contemplados.

Si utilizamos un coste de los recursos propios del 10%, el precio objetivo por acción que obtenemos en nuestro año base es de 41,8EUR por acción: solamente el valor estándar (21,4EUR/acción) es ya superior al precio de mercado. La TIR que obtenemos es de un 34,8% hasta 2030e.

En los escenarios estresados, las TIRs oscilan entre el 19,2% (2026-2034) en el escenario 4 hasta 24,7% (2026-2032) en el escenario 1. Consideramos todas ellas unas rentabilidades muy interesantes.

Figure 62. Valoración (Modelo H)

	Base case	1	2	Scenarios	
EUR mn	2030e	2032e	2033e	3 2033e	4 2034e
Cost of equity	15%				
Equity free cash flow	21.7	24.1	24.5	24.8	25.9
Standard value	228.1	253.3	257.8	260.1	271.7
Growth premium	217.2	241.3	245.5	247.7	258.8
Total value	445.3	494.6	503.3	507.8	530.6
Per share (EUR)					
Standard value	15.7	17.4	17.7	17.9	18.7
Growth premium	14.9	16.6	16.9	17.0	17.8
Total value	30.6	34.0	34.6	34.9	36.5
Target value (Dec. 2026e)	254.6	213.8	189.2	190.9	173.4
T.P. (EUR)	17.5	14.7	13.0	13.1	11.9
<i>of which standard value (EUR)</i>	<i>9.0</i>	<i>7.5</i>	<i>6.7</i>	<i>6.7</i>	<i>6.1</i>
<i>of which growth premium (EUR)</i>	<i>8.5</i>	<i>7.2</i>	<i>6.3</i>	<i>6.4</i>	<i>5.8</i>
Cost of equity	10%				
Equity free cash flow	21.7	24.1	24.5	24.8	25.9
Standard value	456.1	506.7	515.5	520.2	543.5
Growth premium	434.4	482.6	491.0	495.4	517.6
Total value	890.5	989.2	1,006.5	1,015.7	1,061.1
Per share (EUR)					
Standard value	31.4	34.8	35.4	35.8	37.4
Growth premium	29.9	33.2	33.7	34.1	35.6
Total value	61.2	68.0	69.2	69.8	72.9
Target value (Dec. 2026e)	608.2	558.4	516.5	521.2	495.0
T.P. (EUR)	41.8	38.4	35.5	35.8	34.0
<i>of which standard value (EUR)</i>	<i>21.4</i>	<i>19.7</i>	<i>18.2</i>	<i>18.3</i>	<i>17.4</i>
<i>of which growth premium (EUR)</i>	<i>20.4</i>	<i>18.7</i>	<i>17.3</i>	<i>17.5</i>	<i>16.6</i>
Price (EUR)	16.9	16.9	16.9	16.9	16.9
IRR (Discount rate 15%)	14.8	11.7	10.3	10.4	9.7
IRR (Discount rate 10%)	34.8	24.7	21.3	21.4	19.2

Fuente: GVC Gaesco

Upcoming Corporate Events Calendar

Date	Event Type	Description	Period
21/10/26	Results	Interim 2026 Results	2026H1

Source: *Precise*

Indexa Capital: Summary tables

PROFIT & LOSS (EURm)	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026e	12/2027e	12/2028e
Net Interest Income	-0.0	-0.0	0.0	0.1	0.2	0.3
Commissions	4.8	6.6	9.4	14.5	20.2	26.6
Financial Operations Revenues	-0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Operating Income	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
Non-Interest Income	4.6	6.6	9.2	14.3	20.0	26.4
Total Revenue	4.5	6.6	9.3	14.4	20.2	26.7
Operating Costs	-3.9	-5.4	-6.0	-7.8	-8.7	-10.1
-of which Personnel Expenses	-1.8	-2.4	-2.8	-3.2	-3.4	-3.8
Pre-Provision Profit (PPP)	0.6	1.2	3.3	6.6	11.4	16.6
Other Operating Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Loan Impairment Charge (LIC)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operating profit (OP)	0.6	1.2	3.3	6.6	11.4	16.6
Associates	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Income/Loss(Exceptional)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Earnings Before Tax (EBT)	0.6	1.2	3.3	6.6	11.4	16.6
Tax	-0.2	-0.5	-0.9	-1.6	-2.6	-3.8
<i>Tax rate</i>	<i>32.8%</i>	<i>38.3%</i>	<i>27.5%</i>	<i>25.0%</i>	<i>23.0%</i>	<i>23.0%</i>
Discontinued Operations	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minorities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net Profit (Reported)	0.4	0.8	2.4	4.9	8.8	12.8
Earnings Before Tax (Adj.) (1)	0.6	1.2	3.3	6.6	11.4	16.6
Net Profit (Adj.)	0.4	0.8	2.4	4.9	8.8	12.8
BALANCE SHEET (EURm)	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026e	12/2027e	12/2028e
Due from Banks	2.0	2.0	3.2	6.7	13.8	24.7
Customer Loans	1.1	1.6	2.9	4.4	6.1	8.0
Securities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Interest Earning Assets (IEA)	3.1	3.6	6.1	11.1	19.9	32.7
Unit Linked Investments	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Goodwill	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Other Assets	0.6	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0
Total Assets	3.7	5.3	8.2	13.2	22.0	34.7
Due to Banks	0.1	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
Customer Deposits	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Bonds & Debt Capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Provisions	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Other Liabilities	0.5	0.8	1.5	1.5	1.5	1.5
Shareholders Equity	2.5	3.2	5.7	10.6	19.4	32.2
Minorities Equity	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Liabilities	3.7	5.3	8.2	13.2	22.0	34.7
Tangible Book Value (2)	2.5	2.5	4.9	9.8	18.6	31.4
REGULATORY CAPITAL (EURm)	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026e	12/2027e	12/2028e
Risk Weighted Assets	0	0	0	0	0	0
CT1 ratio (B3 fully loaded)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
CT1 ratio (B3 phased-in)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Total Capital Ratio (B3)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Leverage Ratio (fully loaded)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<i>Tangible equity as % of Assets</i>	<i>67.1%</i>	<i>46.8%</i>	<i>59.7%</i>	<i>74.8%</i>	<i>84.9%</i>	<i>90.5%</i>

Indexa Capital: Summary tables

GROWTH RATES %	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026e	12/2027e	12/2028e
Revenue Growth	24.5%	46.0%	40.4%	55.2%	40.3%	32.2%
Operating Cost Growth	21.0%	37.0%	11.8%	30.2%	11.9%	15.4%
Interest Income Growth	n.m.	n.m.	n.m.	36.5%	222.9%	71.5%
Non Interest Income Growth	23.9%	45.7%	38.9%	55.3%	39.6%	31.9%
Pre-Provision Profit Growth	53.8%	103.7%	164.1%	101.0%	73.9%	45.1%
Customer Loan Growth	5.9%	45.5%	79.8%	47.9%	39.0%	31.6%
Deposits Growth	-20.8%	-32.1%	-29.2%	0.0%	0.0%	0.0%
Change in NPLs						

KEY RATIOS %	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026e	12/2027e	12/2028e
Interest Income/Avg. IEA	-1.3%	-1.3%	0.8%	0.6%	1.2%	1.2%
Interest Income/Avg. RWA						
Total Revenue/Avg. RWA						
Non-Interest Income/Total Revenue	100.8%	100.6%	99.6%	99.6%	99.1%	98.9%
Cost/Income ratio (4)	86.5%	81.2%	64.7%	54.3%	43.3%	37.8%
LIC/Avg. Customer Loans	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
LIC/Avg.RWA						
Loan Loss Provisions (Balance Sheet)/Loans	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
NPL Ratio (gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
NPL Coverage	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Loans/Deposits Ratio	194.2%	416.2%	1057.4%	1564.2%	2174.4%	2860.7%
ROE	17.3%	26.8%	53.4%	60.7%	58.7%	49.5%
ROTE (5)	16.6%	30.9%	48.3%	50.1%	47.2%	40.6%
Payout Ratio	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividend Yield (gross)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

VALUATION (x)	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026e	12/2027e	12/2028e
P/Pre-Provision Profit per Share	238.0	101.6	60.9	37.4	21.5	14.8
P/E (reported)	n.m.	n.m.	n.m.	49.9	27.9	19.2
P/E (adj.)	n.m.	n.m.	84.0	49.9	27.9	19.2
P/BV	58.3	39.0	35.2	23.2	12.7	7.6
P/TBV	59.0	50.9	40.6	25.0	13.2	7.8

PER SHARE DATA (EUR)(6)	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026e	12/2027e	12/2028e
Average diluted number of shares	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
Pre-Provision Profit per Share	0.04	0.09	0.22	0.45	0.79	1.14
EPS (reported)	0.03	0.05	0.16	0.34	0.61	0.88
EPS (adj.)	0.03	0.05	0.16	0.34	0.61	0.88
BVPS	0.17	0.22	0.39	0.73	1.33	2.21
TBVPS (2)	0.17	0.17	0.34	0.68	1.28	2.16
DPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

PRICE & SHARES & MKT CAP (EURm)	12/2023	12/2024	12/2025	12/2026e	12/2027e	12/2028e
Price** (EUR) (7)	10.0	8.7	13.7	16.9	16.9	16.9
Outstanding number of ordinary shares (m)	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
Total Market Cap (8)	145	126	199	246	246	246
Assets Under Management (bn)	2,002.1	3,033.1	4,408.5	6,638.5	8,763.3	11,510.5

Source: Company, GVC Gaesco Valores estimates.

Notes

(1) Earnings Before Tax (adj.) = EBT +/- Exceptional Items

(2) Tangible Book Value = Shareholders Equity less Goodwill

(3) Core Tier1 Ratio (ESN adj.) = Tier1 capital less Tier1 Hybrid capital and less preference capital divided by risk weighted assets

(4) Cost/Income = Operating Costs divided by Banking Revenues

(5) ROTE = Net Profit (adj) divided by the two-years (according to fiscal year end) average of Tangible Book Value (Goodwill adjusted)

(6) EPS (adj.) diluted= Net Profit (adj.)/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs. EPS (reported) = Net Profit reported/Avg DIL. Ord. (+ Ord. equivalent) Shs

(7) Price (in local currency): Historical Price for Historical Years and Current Price for current and forecast years

(8) Total Market Cap includes also other categories of shares (preferred and/or savings)

Sector: Financial Services Banks/Fin Svcs Banks

Company Description: Indexa Capital Group is the holding company of a group comprised by Indexa Capital, the largest Spanish roboadvisor, Bewater Asset Management and Indexa Caravel in France

European Coverage of the Members of ESN 1/2

Automobiles & Parts	Mem(*)					Ind Goods & Svcs	Mem(*)
Brembo	BAK	Intercos	BAK	Italmobiliare	BAK	Abb Ltd	CIC
Cie Automotive	GVC	Interparfums	CIC	Peugeot Invest	CIC	Airbus Se	CIC
Ferrari	BAK	Kering	CIC	Tip Tamburi Investment Partners	BAK	Alstom	CIC
Forvia	CIC	L'Oreal	CIC	Wendel	CIC	Antin Infrastructure	CIC
Gestamp	GVC	Lvmh	CIC	Fin Svcs Inds	Mem(*)	Arteche	GVC
Michelin	CIC	Moncler	BAK	Dovalue	BAK	Avio	BAK
Opmobility	CIC	Nextil	GVC	Euronext	CIC	Bae Systems Plc	CIC
Pirelli & C.	BAK	Ovs	BAK	Multiply	BAK	Biesse	BAK
Renault	CIC	Piaggio	BAK	Nexi	BAK	Bollore	CIC
Stellantis	BAK	Puig	CIC	Food & Beverage	Mem(*)	Bureau Veritas	CIC
Valeo	CIC	Richemont	CIC	Ab Inbev	CIC	Caf	GVC
Banks	Mem(*)	Safilo	BAK	Bonduelle	CIC	Cellnex Telecom	GVC
Banca Mps	BAK	Salvatore Ferragamo	BAK	Campari	BAK	Cembre	BAK
Banco Sabadell	GVC	Sanlorenzo	BAK	Carlsberg As-B	CIC	Comer Industries	BAK
Banco Santander	GVC	Smcp	CIC	Danone	CIC	Compagnie Chargeurs Invest	CIC
Bankinter	GVC	Swatch Group	CIC	Diageo	CIC	Corticeira Amorim	CBI
Bbva	GVC	Technogym	BAK	Ebro Foods	GVC	Ctt	CBI
Bcp	CBI	Trigano	CIC	Fleury Michon	CIC	Danieli	BAK
Bnp Paribas	CIC	Ubisoft	CIC	Heineken	CIC	Dassault Aviation	CIC
Bper	BAK	Energy	Mem(*)	Italian Wine Brands	BAK	De Nora	BAK
Caixabank	GVC	Arverne	CIC	Lanson-Bcc	CIC	Desa	GVC
Credem	BAK	Eni	BAK	Laurent Perrier	CIC	Edenred	CIC
Credit Agricole Sa	CIC	Galp Energia	CBI	Ldc	CIC	Elecnor	GVC
Intesa Sanpaolo	BAK	Gas Plus	BAK	Lindt & Sprüngli	CIC	Elis	CIC
Kbc Group	CIC	Gtt	CIC	Maison Pommery & Associes Sa	CIC	Enav	BAK
Societe Generale	CIC	Maire	BAK	Nestle	CIC	Enogia	CIC
Unicaja Banco	GVC	Maurel & Prom	CIC	Orsero	BAK	Exel Industries	CIC
Unicredit	BAK	Plc	BAK	Pernod Ricard	CIC	Figeac Aero	CIC
Basic Resources	Mem(*)	Repsol	GVC	Remy Cointreau	CIC	Fincantieri	BAK
Acerinox	GVC	Rubis	CIC	Viscofan	GVC	Getlink	CIC
Altri	CBI	Saipem	BAK	Healthcare	Mem(*)	Global Dominion	GVC
Arcelormittal	GVC	Technip Energies	CIC	Abionyx Pharma	CIC	Haulotte Group	CIC
Ence	GVC	Tecnicas Reunidas	GVC	Amplifon	BAK	Interpump	BAK
Savannah Resources	CBI	Tenaris	BAK	Atrys Health	GVC	Legrand	CIC
Semapa	CBI	Totalenergies	CIC	Biomerieux	CIC	Leonardo	BAK
The Navigator Company	CBI	Vallourec	CIC	Clariane Se	CIC	Lisi	CIC
Tubacex	GVC	Viridien	CIC	Diasorin	BAK	Logista	GVC
Chemicals	Mem(*)	Fin Svcs Banks	Mem(*)	El.En.	BAK	Magis	BAK
Air Liquide	CIC	Amundi	CIC	Emeis	CIC	Manitou	CIC
Aquafil	BAK	Azimut	BAK	Essilorluxottica	CIC	Nbi Bearings Europe	GVC
Arkema	CIC	Banca Generali	BAK	Eurofins	CIC	Nexans	CIC
Sol	BAK	Banca Ifis	BAK	Fine Foods	BAK	Nicolas Correa	GVC
Consumer Prods & Svcs	Mem(*)	Banca Mediolanum	BAK	Genfit	CIC	Osai	BAK
Abeo	CIC	Banca Sistema	BAK	Guerbet	CIC	Prosegur	GVC
Beneteau	CIC	Bff Bank	BAK	Gvs	BAK	Prosegur Cash	GVC
Brunello Cucinelli	BAK	Dws	CIC	Imd	BAK	Prysmian	BAK
De Longhi	BAK	Finecobank	BAK	Ipsen	CIC	Rai Way	BAK
Dexelance	BAK	Generalfinance	BAK	Labiana Health	GVC	Redelfi	BAK
Ferretti	BAK	Indexa Capital	GVC	Lna Sante	CIC	Rexel	CIC
Fila	BAK	Kruso Kapital	BAK	Prim Sa	GVC	Rolls-Royce Holdings Plc	CIC
Fope	BAK	Poste Italiane	BAK	Recordati	BAK	Safran	CIC
Gens Aurea	BAK	Fin Svcs Holdings	Mem(*)	Sanofi	CIC	Samse	CIC
Givaudan	CIC	Eurazeo	CIC	Sartorius Stedim Biotech	CIC	Schneider Electric Se	CIC
Groupe Seb	CIC	First Capital	BAK	Vetoquinol	CIC	Sgs	CIC
Hermes Intl.	CIC	Gbl	CIC	Virbac	CIC		
		Hbm Healthcare Investments	CIC	Vytrus Biotech	GVC		

11 September 2026

(*) LEGEND: BAK: Banca Akros CIC: CIC CIB CBI: Caixa-Banco de Investimento GVC: GVC Gaesco Valores

European Coverage of the Members of ESN 2/2

Stef	CIC	Digital Bros	BAK	Soitec	CIC
Talgo	GVC	GI Events	CIC	Sopra Steria Group	CIC
Teleperformance	CIC	Havas Nv	CIC	Stmicroelectronics	BAK
Thales	CIC	Ipsos	CIC	Technoprobe	BAK
Tikehau Capital	CIC	Jcdecoux	CIC	Txt E-Solutions	BAK
Verallia	CIC	Lagardere	CIC	Worldline	CIC
Vidrala	GVC	Louis Hachette Groupe	CIC	Telecommunications	Mem(*)
Zignago Vetro	BAK	M6	CIC	Bouygues	CIC
Insurance	Mem(*)	Mfe-Mediaforeurope	BAK	Nos	CBI
Axa	CIC	Nrj Group	CIC	Orange	CIC
Coface	CIC	Prisa	GVC	Parlem Telecom	GVC
Generali	BAK	Publicis	CIC	Telefonica	GVC
Linea Directa Aseguradora	GVC	Squirrel	GVC	Tim	BAK
Mapfre	GVC	Tf1	CIC	Travel & Leisure	Mem(*)
Revo Insurance	BAK	Universal Music Group	CIC	Accor	CIC
Materials, Construction	Mem(*)	Vivendi	CIC	Air France Klm	CIC
Abp Nocivelli	BAK	Vocento	GVC	Compagnie Des Alpes	CIC
Acs	GVC	Personal Care, Drug & Grocery St	Mem(*)	Elior	CIC
Aena	GVC	Bic	CIC	Fdj United	CIC
Amrize	CIC	Carrefour	CIC	Groupe Partouche	IAC
Ariston Holding	BAK	Casino	CIC	I Grandi Viaggi	BAK
Buzzi	BAK	Dia	GVC	Ibersol	CBI
Carel Industries	BAK	Jeronimo Martins	CBI	Int. Airlines Group	GVC
Cementir	BAK	Marr	BAK	Lottomatica Group	BAK
Clerhp Estructuras	GVC	Sonae	CBI	Melia Hotels International	GVC
Eiffage	CIC	Real Estate	Mem(*)	Pluxee	CIC
Fcc	GVC	Gecina	CIC	Sicily By Car	BAK
Ferrovial	GVC	Igd	BAK	Sodexo	CIC
Fluidra	GVC	Inmobiliaria Colonial	GVC	Utilities	Mem(*)
Franchetti	BAK	Inmobiliaria Del Sur	GVC	A2A	BAK
Groupe Adp	CIC	Merlin Properties	GVC	Acciona	GVC
Heidelberg Materials	CIC	Realia	GVC	Acciona Energia	GVC
Holcim	CIC	Retail	Mem(*)	Acea	BAK
Icop	BAK	Aramis Group	CIC	Audax	GVC
Imerys	CIC	Burberry	CIC	Derichebourg	CIC
Innocemento	GVC	Fnac Darty	CIC	Edp	CBI
Kaufman & Broad	CIC	Inditex	GVC	Edp Renováveis	CBI
Molins	GVC	Technology	Mem(*)	Enagas	GVC
Mota Engil	CBI	74Software	CIC	Endesa	GVC
Nexity	CIC	Agile Content	GVC	Enel	BAK
Rising Stone	CIC	Alten	CIC	Engie	CIC
Sacyr	GVC	Amadeus	GVC	Erg	BAK
Saint-Gobain	CIC	Atos	CIC	Fde	CIC
Sergeferrari Group	CIC	Bending Spoons	BAK	Hera	BAK
Sika	CIC	Capgemini	CIC	Iberdrola	GVC
Spie	CIC	Dassault Systemes	CIC	Iren	BAK
Thermador Groupe	CIC	Datrix	BAK	Italgas	BAK
Trevi - Finanziaria Inde	BAK	Gigas Hosting	GVC	Naturgy	GVC
Vicat	CIC	Gpi	BAK	Redeia	GVC
Vinci	CIC	Idntt	BAK	Ren	CBI
Webuild	BAK	Indra Sistemas	GVC	Seche Environnement	CIC
Media	Mem(*)	Neurones	CIC	Snam	BAK
Arnoldo Mondadori Editore	BAK	Ovhcloud	CIC	Solaria	GVC
Atresmedia	GVC	Reply	BAK	Terna	BAK
Canal+	CIC	Semco Technologies	CIC	Veolia	CIC
Deezer	CIC	Sesa	BAK	Voltalia	CIC

11 September 2026

(*) LEGEND: BAK: Banca Akros CIC: CIC CIB CBI: Caixa-Banco de Investimento GVC: GVC Gaesco Valores

List of ESN Analysts (**)

Andrea Belloli	BAK	+39 02 4344 4037	andrea.belloli@bancaakros.it
Gianmarco Bonacina	BAK	+39 02 4344 4065	gianmarco.bonacina@bancaakros.it
Andrea Bonfà	BAK	+39 02 4344 4269	andrea.bonfa@bancaakros.it
Arnaud Cadart	CIC	+33 1 53 48 80 84	arnaud.cadart@cic.fr
Matilde Cardeira	CBI	+351 21 845 6914	matilde.henriques.cardeira@caixabi.pt
Pierre Chédeville	CIC	+33 1 53 48 80 97	pierre.chedeville@cic.fr
Emmanuel Chevalier	CIC	+33 1 53 48 80 72	emmanuel.chevalier@cic.fr
David Da Maia	CIC	+33 1 53 48 89 36	david.damaia@cic.fr
Dominique Descours	CIC	+33 1 53 48 81 12	dominique.descours@cic.fr
Christian Devismes	CIC	+33 1 53 48 80 85	christian.devismes@cic.fr
Vincenzo Antonio Di Buono	BAK	+39 02 4344 4032	vincenzoantonio.dibuono@bancaakros.it
Hervé Drouet	CIC	+33 1 53 48 23 45	herve.drouet@cic.fr
Rafael Fernández de Heredia	GVC	+34 91 436 78 08	rafael.fernandezdeheredia@gvcgaesco.es
Alexandre Gérard, CFA	CIC	+33 1 53 48 80 93	alexandre.gerard@cic.fr
Ebrahim Homani	CIC	+33 1 53 48 80 94	ebrahim.homani@cic.fr
Carlos Jesus	CBI	+351 21 389 6812	carlos.jesus@caixabi.pt
Eric Lemarié	CIC	+33 1 53 48 64 25	eric.lemarie@cic.fr
João Miguel Lourenço	CBI	+351 21 389 6841	joao.lourenco@caixabi.pt
Rita Machado Belo	CBI	+351 21 389 6828	rita.machado.belo@caixabi.pt
Tommaso Marabini	BAK	+39 02 4344 4033	tommaso.marabini@bancaakros.it
Marisa Mazo, Ph.D, CFA	GVC	+34 91 436 7817	marisa.mazo@gvcgaesco.es
Carmen Novel	BAK	+39 02 4344 4595	carmen.novel@bancaakros.it
Luis Padrón	GVC	+34 91 436 7816	luis.padron@gvcgaesco.es
Arnaud Palliez	CIC	+33 1 41 81 74 24	arnaud.palliez@cic.fr
Victor Peiro Pérez	GVC	+34 91 436 7812	victor.peiro@gvcgaesco.es
Alexandre Plaud	CIC	+33 1 53 48 80 90	alexandre.plaud@cic.fr
Eric Ravary	CIC	+33 1 53 48 80 71	eric.ravary@cic.fr
Iñigo Recio Pascual	GVC	+34 91 436 7814	inigo.recio@gvcgaesco.es
Jean-Luc Romain	CIC	+33 1 53 48 80 66	jeanluc.romain@cic.fr
Irene Rossetto	BAK	+39 02 4344 4239	irene.rossetto@bancaakros.it
Virginie Royère, CFA	CIC	+33 1 53 48 76 52	virginie.royere@cic.fr
Paola Saglietti	BAK	+39 02 4344 4287	paola.saglietti@bancaakros.it
Francesco Sala	BAK	+39 02 4344 4240	francesco.sala@bancaakros.it
Francesco Taddei	BAK	+39 02 4344 4035	f.taddei@bancaakros.it
Andrea Todeschini	BAK	+39 02 4344 4266	andrea.todeschini@bancaakros.it
Gabriele Venturi	BAK	+39 02 4344 4289	gabriele.venturi@bancaakros.it

(**) excluding: strategists, macroeconomists, heads of research not covering specific stocks, credit analysts, technical analysts

Information regarding Market Abuse and Conflicts of Interests and recommendation history available in our web page: www.gvcgaesco.es. GVC Gaesco Valores S.V., S.A., is a company regulated by the CNMV and is registered under number 182 in the Official Register of Securities Companies and Agencies of the CNMV.

All the information contained in this report has been compiled and prepared in good faith by GVC Gaesco Valores S.V., S.A. from sources we believe to be reliable (including public accounts and audits). The opinions expressed in this report are those of our research department at the time of publication and may be changed at any time without notice and without communication. There is no scheduled frequency for updating the recommendations. The recommendation contained in this document has not been communicated in advance to the issuer. This document does not constitute an invitation to buy or sell securities. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. accepts no responsibility for the use of this report. GVC Gaesco Valores S.V., S.A. has no proprietary investment positions in the securities mentioned in this report. There may be a business relationship between GVC Gaesco Valores S.V., S.A., and the issuer on which this report is issued, and if so, this is detailed in the following section. This and other documents are only one source of information, among others, which is not intended in itself to constitute an investment decision tool. In no way can this or any other analysis documents produced by us be used for investment decisions. Each investor is responsible for his or her own decisions and this document or others are only a source of supplementary information. This document has been distributed only to professional, qualified and selected investors or potential investors and has not been distributed in a generic form. Any use of this document implies an understanding and explicit acceptance of these warnings.

As of the date of this report, GVC Gaesco Valores S.V., S.A.,

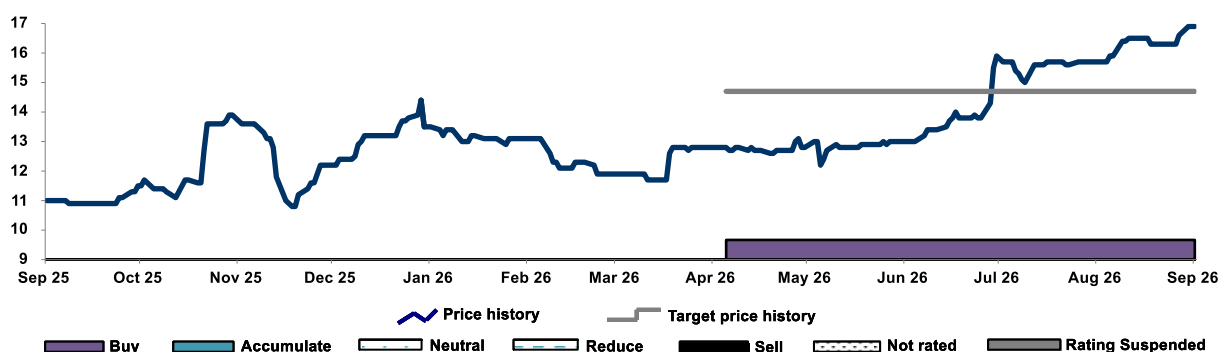
- acts as registered advisor, agent or liquidity provider for the following companies: Catenon SA; Facephi Biometría SA., Grifó Ecologic SA, NBI Bearings Europe S.A.; Trajano Iberia (Socimi), SA; IFFE Futura, S.A.; Secuoya Grupo de Comunicación SA; Mercal Inmuebles (Socimi); Excem Capital Partners Sociedad de Inversión Residencial (Socimi YEXR); Pangaea Oncology, S.A.; Investment Media Optimization S.A., Inmobiliaria del Sur S.A., Club de Fútbol Intercity, S.A.D (CITY); Profithol S.A. (SPH); Vytrus Biotech.; Labiana Health, S.A.; Axon Partners Group, S.A. Biotechnology Assets S.A; Grupo Greening 2022, S.A; Ktesios Real Estate Socimi, S.A., Gigas Hosting S.A., Parlem Telecom, S.A., Vanadi Coffe.
- has participated and/or participates as lead or co-lead manager in corporate operations with the following companies; The Nimo's Holding; Parlem Telecom Companyia de Telecomunicaciones SA; Inversa Prime Socimi SA; Profithol S.A. (SPH); Hannum S.A.; Labiana Health S.A., Axon Partners Group S.A., Audasa, S.A., Agile Content, S.A, GIGAS Hosting, S.A., S.A., Pangea Oncology, S.A, Obras y Servicios COPASA, Inmobiliaria del Sur, S.A.G.
- has a liquidity contract as outlined by the CNMV's Circular 1/2017 with: Melia Hotels International; Española de Viviendas en Alquiler S.A. (CEVASA); ENCE Energia y Celulosa; Cementos Molins; Desarrollo Especiales de Sistemas de Anclaje, S.A. (DESA), Atrys Health S.A, Vocento.
- has signed a Corporate Brokerage agreement that includes a contractually agreed provision of research and/or other broker services that in return, GVC Gaesco Valores may receive a compensation. These reports (sponsored) may/could have been previously shown to the companies: Atrys Health; Audax Renovables; Cementos Molins, ClerpHP Estructuras, Desarrollo Especiales de Sistemas de Anclaje, S.A. (DESA), Gigas Hosting; Inmobiliaria del Sur; Nicolás Correa; Prim, Realia, Vytrus Biotech, Vocento, Squirrel, Inmocoemto, Nueva Expresión Textil (Nextil).

Recommendation history for INDEXA CAPITAL

Date	Recommendation	Target price	Price at change date
13-Apr-26	Buy	14.70	12.80

Source: Factset & ESN, price data adjusted for stock splits.

This chart shows GVC Gaesco Valores continuing coverage of this stock; the current analyst may or may not have covered it over the entire period. Current analyst: Marisa Mazo, Ph.D, CFA (since 13/04/2026)



ESN Recommendation System

The ESN Recommendation System is **Absolute**. It means that each stock is rated based on **total return**, measured by the upside/downside potential (including dividends and capital reimbursement) over a **12-month time horizon**. The final responsible of the recommendation of a listed company is the analyst who covers that company. The recommendation and the target price set by an analyst on one stock are correlated but not totally, because an analyst may include in its recommendation also qualitative elements as market volatility, earning momentum, short term news flow, possible M&A scenarios and other subjective elements.



The ESN spectrum of recommendations (or ratings) for each stock comprises 5 categories: **Buy (B)**, **Accumulate (A)**, **Neutral (N)**, **Reduce (R)** and **Sell (S)**.

Furthermore, in specific cases and for a limited period of time, the analysts are allowed to rate the stocks as **Rating Suspended (RS)** or **Not Rated (NR)**, as explained below.

Meaning of each recommendation or rating:

- **Buy:** the stock is expected to generate total return of **over 15%** during the net 12 months
- **Accumulate:** the stock is expected to generate total return of **5% to 15%** during the net 12 months
- **Neutral:** the stock is expected to generate total return of **-5% to +5%** during the net 12 months
- **Reduce:** the stock is expected to generate total return of **-5% to -15%** during the net 12 months
- **Sell:** the stock is expected to generate total return **under -15%** during the net 12 months
- **Rating Suspended:** the rating is suspended due to: a) a capital operation (take-over bid, SPO, etc.) where a Member of ESN is or could be involved with the issuer or a related party of the issuer; b) a change of analyst covering the stock; c) the rating of a stock is under review by the Analyst.
- **Not Rated:** there is no rating for a stock when there is a termination of coverage of the stocks or a company being floated (IPO) by a Member of ESN or a related party of the Member.

Note: a certain flexibility on the limits of total return bands is permitted especially during higher phases of volatility on the markets

GVC Gaesco Valores, S.V., S.A. Ratings Breakdown

Recommendation	Nr.of stocks covered	%
Buy	38	55%
Accumulate	12	17%
Neutral	17	25%
Reduce	2	3%
Sell	0	0%

of which Sponsored Research

Recommendation	Nr.of stocks covered	%
Buy	12	92%
Accumulate	1	8%
Neutral	0	0%
Reduce	0	0%
Sell	0	0%

ESN Ratings Breakdown

Recommendation	Nr.of stocks covered	%
Buy	221	62%
Accumulate	34	10%
Neutral	95	27%
Reduce	3	1%
Sell	2	1%

of which Sponsored Research

Recommendation	Nr.of stocks covered	%
Buy	44	85%
Accumulate	3	6%
Neutral	4	8%
Reduce	0	0%
Sell	0	0%

For full ESN Recommendation and Target price history (in the last 12 months), please see ESN Website [Link](#)

Date and time of production: **CET**

First date and time of dissemination: **CET**

Disclaimer:

These reports have been prepared and issued by the Members of European Securities Network LLP ('ESN'). ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof), are neither liable for the proper and complete transmission of these reports nor for any delay in their receipt. Any unauthorised use, disclosure, copying, distribution, or taking of any action in reliance on these reports is strictly prohibited. The views and expressions in the reports are expressions of opinion and are given in good faith, but are subject to change without notice. The views expressed in this research report accurately reflect the research analyst's personal views about the subject securities and issuers. These reports may not be reproduced in whole or in part or passed to third parties without permission. The information herein was obtained from various sources. ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) do not guarantee their accuracy or completeness, and neither ESN, nor its Members, nor its Members' affiliates (nor any director, officer or employee thereof) shall be liable in respect of any errors or omissions or for any losses or consequential losses arising from such errors or omissions. Neither the information contained in these reports nor any opinion expressed constitutes an offer, or an invitation to make an offer, to buy or sell any securities or any options, futures or other derivatives related to such securities ('related investments'). These reports are prepared for the professional clients of the Members of ESN only. They do not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive any of these reports. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities or investment strategies discussed or recommended in these reports and should understand that statements regarding future prospects may not be realised. Investors should note that income from such securities, if any, may fluctuate and that each security's price or value may rise or fall. Accordingly, investors may receive back less than originally invested. Past performance is not necessarily a guide to future performance. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related investment mentioned in these reports. In addition, investors in securities such as ADRs, whose value are influenced by the currency of the underlying security, effectively assume currency risk. ESN, its Members and their affiliates may submit a pre-publication draft (without mentioning neither the recommendation nor the target price/fair value) of its reports for review to the Investor Relations Department of the issuer forming the subject of the report, solely for the purpose of correcting any inadvertent material inaccuracies. Like all members employees, analysts receive compensation that is impacted by overall firm profitability. Unless otherwise specified in the research report, no part of the research analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in the research report. For further details about the analyst certification, the specific risks of the company and about the valuation methods used to determine the price targets included in this report/note, please refer to the specific disclaimer pages prepared by the ESN Members. In the case of a short note please refer to the latest relevant published research on single stock or contact the analyst named on the front of the report/note for detailed information on the valuation methods, earning estimates and risks. A full description of all the organisational and administrative measures taken by the Members of ESN to manage interest and conflicts of interest are available on the website of the Members or in the local disclaimer of the Members or contacting directly the Members. Research is available through the ESN Members sales representative. ESN and/or ESN Members will provide periodic updates on companies or sectors based on company-specific developments or announcements, market conditions or any other publicly available information. Unless agreed in writing with an ESN Member, this research is intended solely for internal use by the recipient. Neither this document nor any copy of it may be taken or transmitted into Australia, Canada or Japan or distributed, directly or indirectly, in Australia, Canada or Japan or to any resident thereof. This document is for distribution in the U.K. only to persons who have professional experience in matters relating to investments and fall within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (the "order") or (ii) are persons falling within article 49(2)(a) to (d) of the order, namely high net worth companies, unincorporated associations etc (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied upon by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The distribution of this document in other jurisdictions or to residents of other jurisdictions may also be restricted by law, and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions. By accepting this report, you agree to be bound by the foregoing instructions. You shall indemnify ESN, its Members and their affiliates (and any director, officer or employee thereof) against any damages, claims, losses, and detriments resulting from or in connection with the unauthorized use of this document. For disclosure upon "conflicts of interest" on the companies under coverage by all the ESN Members, on the "interests" and "conflicts" of the analysts and on each "company recommendation history", please visit the ESN website

www.esnpartnership.eu

or refer to the local disclaimer of the Members, or contact directly the Members:

www.bancaakros.it regulated by the CONSOB - Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

www.caiaibi.pt regulated by the CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

www.cic-marketsolutions.eu regulated by the AMF - Autorité des marchés financiers

www.gvcgaesco.es regulated by the CNMV - Comisión Nacional del Mercado de Valores

Members of ESN (European Securities Network LLP)

