Treelogic (TRTK), constituida en 2018 con sede en Oviedo, es una pyme tecnológica española en transición desde un modelo de servicios de I+D financiado hacia un modelo de producto propio en IA, ciberseguridad y salud digital. En 2025 facturó EUR 7,24Mn con 113 empleados (+10% PhDs) y más de 40 proyectos europeos de I+D acreditados. Cotiza en BME Growth desde enero de 2026.

Roberto Barrio Hernando – lighthouse@institutodeanalistas.com
Alfredo Echevarría Otegui – alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com
+34 915 631 972

Doblar el Cabo de Hornos

UN TRACK RECORD SÓLIDO EN I+D. En 2019, TRTK se acredita ante la Comisión Europea para I+D+i. El track record posterior supera los 40 proyectos europeos y seis adjudicaciones CPI (Compra Pública de Innovación) del Instituto Nacional de Ciberseguridad (INCIBE) por EUR 9,8Mn. Crecimiento de 1,8x en cifra de negocios (EUR 4,0Mn 2022 a EUR 7,2Mn 2025), íntegramente explicado por CPI INCIBE (de EUR 0Mn a EUR 3,6Mn); los ingresos ex-CPI han sido planos. Incorporación a BME Growth en enero 2026 con ampliación de EUR 2,6Mn.

2026E AÑO DE TRANSICIÓN. Y CAMBIO RADICAL DEL MIX (2026E-2028E) CON FUERTE MEJORA DEL MARGEN. La finalización de los contratos CPI con INCIBE en junio 2026 (50% de las ventas 2025) lleva los ingresos a -22,7% en 2026e y el EBITDA recurrente ex subvenciones a EUR -1,6Mn. La liberación de circulante (EUR 1,1Mn) junto a las subvenciones (EUR 1,5Mn) sitúa a la compañía en posición de caja neta a cierre de 2026e. En 2028e estimamos ventas de EUR 7,7Mn (casi igual que 2025) pero con mix radicalmente distinto: eHealth 31%, IT Services 31%, ciberseguridad 19%, y margen EBITDA total del 18% (vs 9% en 2025).

LA PREGUNTA CLAVE: ¿PUEDE EL I+D FINANCIADO CONVERTIRSE EN PRODUCTO ESCALABLE? El equity story pivota sobre tres pilares: (i) comercialización de producto propio (WalletHound, SECAP en ciber; Sepsis IA y SET en eHealth; Hércules SGI), con I+D ya financiado y modelo de licencias recurrentes; (ii) crecimiento inorgánico en ciberseguridad, con objetivo de cerrar una primera operación en 2027 (que se financiaría con ampliación de capital); y (iii) expansión de eHealth en Latam, donde SET es el único software de triaje validado por la OMS en español.

2026E-2027E SON AÑOS CRÍTICOS. CON LA EJECUCIÓN COMO ÚNICO CATALIZADOR POSIBLE. TRTK llega a 2026e con producto propio desarrollado, sin riesgo de balance, posición dominante en triaje y una equipo difícil de replicar. Pero también con la salida de INCIBE (junio 2026), una función comercial por construir y dependencia estructural de las subvenciones europeas. A 1,9x EV/Ventas 2028e, el mercado descuenta la transición post INCIBE pero no la conversión a software de producto propio: prima vs IT services españolas y europeas (c.1,1x y c.0,6x), descuento vs software de producto internacional (c.2,9x). La ejecución es el único catalizador posible para provocar el rerating en múltiplos de un negocio rentable de producto propio. TRTK afronta su propio Cabo de Hornos en 2026e-2027e: el paso "arriesgado" a un negocio potencialmente muy rentable pero en un entorno nuevo e hipercompetitivo desde un punto de vista técnico y, sobre todo, comercial.

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	13,4	15,6
EV (Mn EUR y USD) (1)	14,2	16,5
Número de Acciones (Mn)	6,0	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	3,00 / 2,40 / 2,22	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	n.s.	
Rotación(2)	3,9	
Refinitiv / Bloomberg	TRTK.MC / TRTK SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)

Hnos. Rivela + Manu Argadi	47,3
Equipo directivo	33,5
Mirlng Europe SL	5,8
Autocartera	2,0
Free Float	11,4

Datos Financieros Básicos (EUR Mn)

	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	6,0	6,0	6,0	6,0
Total Ingresos	7,2	5,6	6,2	7,7
EBITDA Rec.	-0,6	-1,6	-1,2	-0,7
% Var.	*-62,4*	*-160,9*	*24,1*	*46,4*
% EBITDA Rec./Ing.	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*
% Var EBITDA sector(3)	*8,1*	*21,8*	*17,6*	*12,5*
Beneficio neto	0,3	0,3	0,3	0,8
BPA (EUR)	0,05	0,05	0,06	0,13
% Var.	*3,2*	*3,1*	*9,0*	*127,0*
BPA ord. (EUR)	-0,07	-0,19	-0,18	-0,09
% Var.	*12,8*	*-153,1*	*3,1*	*49,7*
Free Cash Flow Rec.(4)	0,7	-0,6	-1,5	-1,2
Pay-out (%)	*5,0*	*4,8*	*4,4*	*1,9*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	0,7	-0,2	-0,2	-0,5
DN / EBITDA Rec.(x)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
ROE (%)	*15,0*	*9,2*	*9,1*	*18,1*
ROCE (%)(4)	*10,6*	*12,3*	*13,1*	*25,3*

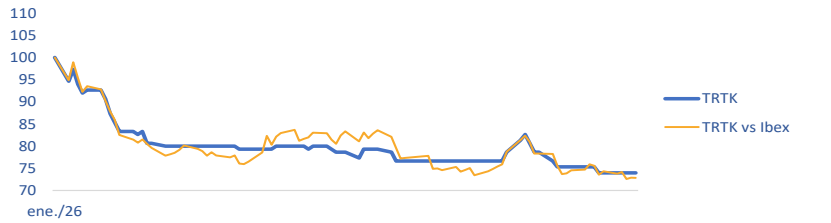
Ratios y Múltiplos (x)(5)

PER	44,3	43,0	39,4	17,4
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P/BV	4,1	3,8	3,5	2,9
Dividend Yield (%)	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*
EV/Ventas	1,97	2,54	2,29	1,84
EV/EBITDA Rec.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EV/EBIT	28,5	30,6	29,7	14,0
FCF Yield (%)(4)	*5,0*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*

(1) Para detalle del cálculo ver anexo 3.
(2) Rotación es el % de la capitalización que ha sido negociado - 12m.
(3) Sector: Stoxx Europe 600 Technology.
(4) Ver Anexo 2 para Tasa fiscal teórica (ROCE) y cálculo del FCF recurrente.
(5) Múltiplos y ratios calculados con cotización a fecha de este informe.

(*) El EBITDA rec. es un EBITDA "cash", no incluye gastos capitalizados. El EBITDA total si incluye gastos capitalizados.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	-3,5	-7,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Ibex 35	-3,4	-6,5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Ibex Small Cap Index	-1,4	-8,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Eurostoxx 50	-5,3	-5,8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
vs Índice del sector(3)	-12,6	-19,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

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

Informe emitido por IEAF Servicios de Análisis, S.L.U. Lighthouse es un proyecto de IEAF Servicios de Análisis, S.L.U.
Este informe se ha realizado en base a información pública. El informe incluye un análisis financiero de la compañía cubierta. El informe no propone ninguna recomendación personalizada de inversión. Los inversores tan solo deben considerar el contenido de este informe como un elemento más en su proceso de decisión en materia de inversión. En las dos últimas páginas de este informe se incluye información legal muy importante sobre su contenido.

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS DESDE 1965

Treelogic (TRTK) es una compañía de BME Growth

BME Growth es el segmento destinado a empresas medianas y pequeñas de BME MTF Equity, dirigido y gestionado por la Bolsa Española (BME), estando sujeto a la supervisión de la CNMV. BME MTF Equity no es un Mercado Regulado, estando considerado como un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), tal y como se define en la Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID). En julio de 2020, BME Growth obtuvo el sello de SME Growth Market, nueva categoría de la normativa de la UE, en España denominada Mercado de Pymes en Expansión.

BME Growth es el mercado de renta variable español para las empresas de reducida capitalización que desean crecer, estando dotado de una regulación especial, diseñada específicamente para ellas, y con costes y procesos adaptados a sus características particulares. BME Growth (antiguo MAB) empezó a operar en julio del 2009. Actualmente cotizan en él c. 130 compañías. Las empresas que cotizan en BME Growth pueden optar por presentar sus estados financieros bajo NIIF o el Plan General de Contabilidad (PGC) y el Real Decreto 1159/2010 (NOFCAC).

Conclusiones

2026e, año "valle" (inevitable). Y tres retos por delante: arrancar la venta de producto propio, mejorar el ROCE y crear valor.

Una pyme tecnológica de conocimiento aplicado, rescatada en 2018

Tree Technology (TRTK) es una pyme tecnológica española nacida en 2018 del rescate de la antigua Treelogic, S.L. (1996-2018, concurso de acreedores) con sede en Oviedo. Siete años después, en enero de 2026, se ha incorporado a BME Growth con una ampliación de capital de EUR 2,6Mn. Los fundadores conservan el 80,8% del capital (lock-up de un año, ningún accionista vendió en la OPV). En 2025 cerró con EUR 7,2Mn de cifra de negocio, 113 empleados y un perfil técnico inusual para su tamaño: >10% de PhDs, >40 proyectos europeos acreditados y seis adjudicaciones CPI (Compra Pública de Innovación) de INCIBE (Instituto Nacional de Ciberseguridad) por EUR 9,8Mn.

Equity story de transformación del mix, no de crecimiento acelerado

El equity story de TRTK no es de crecimiento acelerado, sino de transformación del mix. Una compañía que durante siete años ha utilizado la financiación pública europea para desarrollar producto propio en nichos defendibles (eHealth, ciberseguridad), y que ahora afronta un doble reto: convertir ese conocimiento en ingresos comerciales recurrentes, y crear valor sin depender estructuralmente de las subvenciones. Los próximos 18-24 meses son determinantes.

A) ¿Dónde está TRTK ahora? (2022-2025)

Entre 2022 y 2025, TRTK ha multiplicado su cifra de negocio por 1,8x (de EUR 4,0Mn a EUR 7,2Mn). Conviene desagregar ese crecimiento:

INCIBE: 50% de la facturación 2025 (EUR 3,6Mn

- Todo el crecimiento incremental viene de INCIBE. El bloque de CPI pasó de EUR 0Mn en 2022 a EUR 3,6Mn en 2025 (50% de la facturación), mientras los ingresos ex-CPI se han mantenido planos (EUR 3,9Mn → EUR 3,6Mn). Por una restricción de recursos lógica en una Micro Cap (113 empleados) que opera en cuatro líneas de negocio.

Crecimiento sin rentabilidad: los CPI se ejecutan a margen cero

- Crecimiento sin rentabilidad recurrente. Los CPI se ejecutan a margen cero. El EBITDA total (reportado) 2025 (EUR 0,6Mn, margen 9%) descansa sobre subvenciones (EUR 0,8Mn) y activaciones de I+D: ajustado por ambas, el EBITDA recurrente del negocio comercial es de EUR -0,6Mn. Con un 82% de los costes en personal, el aumento de plantilla 2025 (+10,6%) absorbió el crecimiento marginal.

EUR 18Mn+ de financiación pública captada desde 2018

- I+D muy apalancado en financiación pública. Desde 2018, TRTK ha captado >EUR 18Mn vía tres fuentes: CPI INCIBE (margen cero, pero propiedad intelectual propia), subvenciones Horizonte Europa a fondo perdido (EUR 0,8Mn en 2025, 11,5% de la cifra de negocios) y financiación CDTI + deducciones fiscales. Es decir, el producto propio desarrollado sin riesgo financiero en la fase de investigación.

Cinco productos propios: SET consolidado, los otros en arranque

- Cinco productos propios, con tracción comercial desigual. Triaje SET (c.70% cuota en hospitales españoles, único validado por la OMS en español, activo en >200 hospitales), Sepsis IA (reducción constatada de mortalidad), WalletHound (forense de criptoactivos), SECAP (filtraciones de datos en AAPP) y SmartC-ADS (seguridad de smart contracts). SET está consolidado; el resto, en arranque comercial.

Balance reforzado tras la OPV (Patrimonio Neto x4)

- Balance reforzado tras la OPV. El patrimonio neto pasó de EUR 0,8Mn a EUR 3,3Mn (x4) tras la ampliación de EUR 2,6Mn (2025). Deuda financiera neta de EUR 0,7Mn al cierre de 2025 (vs EUR 4,5Mn en 2024), con un préstamo CDTI a 2040 como principal componente.

Punto de partida: una compañía técnicamente sólida, sin deuda relevante, con fundadores alineados (80,8%) y producto propio desarrollado, pero todavía dependiente de un cliente público que se "va" y con un negocio comercial ex-CPI plano en los últimos tres años.

B) ¿Hacia dónde va TRTK? (2026e-2028e)

Nuestro escenario base proyecta una caída (lógica, inevitable) del -22,7% en 2026e (EUR 5,6Mn), seguida de recuperación hasta EUR 7,7Mn en 2028e (+2,2% TACC 2025-2028e). La cifra final es similar a 2025, pero el negocio detrás es radicalmente distinto.

Ciberseguridad: cola de CPI + arranque comercial del producto propio

- Los CPI INCIBE finalizan en junio 2026. Estimamos un "resto" de facturación de EUR 0,9Mn en 2026e (vs EUR 3,6Mn en 2025) y EUR 0,5-1,5Mn en 2027e-2028e por el arranque comercial de WalletHound, SECAP y SmartC-ADS. No incorporamos el posible flujo adicional de licitaciones públicas tras certificarse los seis productos CPI en junio 2026. La cifra de ciberseguridad 2028e es la de menor visibilidad del modelo.

Health, la palanca: SET en LatAm + Sepsis IA

- eHealth, principal palanca de crecimiento. Los ingresos pasarían de EUR 1,2Mn en 2025 a EUR 1,5Mn / 2,2Mn / 2,4Mn en 2026e-2028e (+27,8% TACC). Drivers: expansión de SET en LatAm (mercado 30x el español, único triaje validado por la OMS en español), penetración de Sepsis IA (producto propio sin royalty, vs el 40% que TRTK paga a Esbarzer por SET) y monetización del proyecto de listas de espera quirúrgicas.

Mix 2028e: eHealth 31%, IT Services 31%, Ciber 19%, Big Data 18%

- Mix 2028e radicalmente distinto al de 2025. De una compañía con el 50% de la facturación en INCIBE pasaremos a un mix equilibrado: eHealth 31%, IT Services 31%, ciberseguridad 19% y Big Data e IA 18%. La transformación cualitativa es más relevante que la del volumen.

EBITDA total mejora del 9,0% al 18,0% por cambio de mix

- El margen EBITDA total (incluye activaciones y subvenciones) mejora del 9,0% al 17,7%. La mejora del margen entre 2025 y 2028e refleja la transformación del mix (mayor peso de producto propio frente a CPI a margen cero), apoyada en un ajuste moderado de plantilla en 2026 (-7,2% en gastos de personal) y el fin de la subcontratación INCIBE. Margen bruto estable en c.85% durante todo el trienio. El EBITDA rec. (ex subvenciones y activaciones) sigue siendo negativo en 2026e, reflejando que el negocio comercial aún no cubre por sí solo los costes de estructura.

Liberación de circulante INCIBE EUR 1,1Mn en 2026e

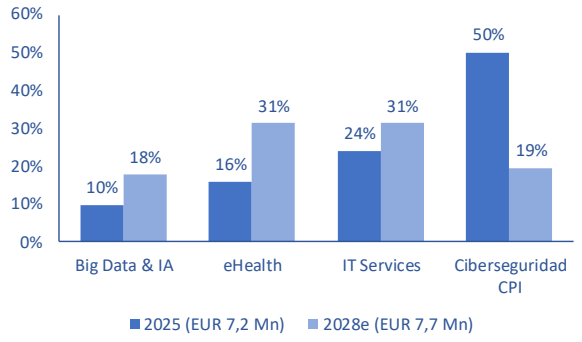
- La paradoja 2026e: peor año en P&L, mejor año de caja. La liberación del activo de contrato INCIBE (ciclo de cobro de c.15 meses) y la prefinanciación de los nuevos proyectos Horizonte Europa generan una entrada de circulante estimada de EUR 1,1Mn. TRTK pasa de EUR 0,7Mn de deuda neta al cierre 2025 a EUR 0,2Mn de caja neta en 2026e, posición que se mantiene hasta 2028e.

Tres pilares: producto propio + M&A en ciber + LatAm

- Tres pilares para reconstruir el negocio post-INCIBE. Comercialización de los cinco productos propios con I+D ya financiado (EUR 0,3Mn de gasto comercial específico previsto en 2026), expansión activa de eHealth en LatAm, y una potencial primera operación de M&A en ciberseguridad (¿2027e?; targets de EUR 3-10Mn y objetivo de financiación vía ampliación de capital).

Trayectoria proyectada: 2026e año "valle" en P&L pero generación de caja positiva por liberación de circulante; reconstrucción gradual 2027e-2028e con mix mejorado y margen sobre EBITDA total, duplicado.

Gráfico 1. Mix de ingresos por línea de negocio (% sobre total)



C) Fortalezas estructurales y riesgos clave

Fortalezas estructurales:

Equipo técnico, nichos defendibles y mercados en expansión

- Equipo técnico difícil de replicar, con >10% de PhDs en plantilla, rotación del 6% en 2025 (vs 25% del sector tech español), >40 proyectos europeos acreditados, tasa de éxito del 10% en convocatorias Horizonte Europa (2x la media sectorial). En un sector donde el talento es el cuello de botella, esta es la barrera de entrada más clara.

- Nichos con barreras de entrada elevadas. En eHealth, la cuota de c.70% en triaje hospitalario refleja una posición asentada en validación clínica e integración con sistemas hospitalarios. En ciberseguridad, los productos en desarrollo (WalletHound, SECAP) se dirigen a fuerzas de seguridad y AAPP, áreas con competencia limitada.

- Mercados subyacentes en expansión estructural. Ciberseguridad España +14% anual, salud digital +10% (+15% en LatAm), servicios TI +7-8%. Demanda impulsada por regulación (NIS2, Ley de Ciberseguridad), no solo por presupuesto público. Escasez estructural de talento que empuja a las compañías (clientes) hacia la externalización.

- Balance reforzado y modelo de I+D financiado. Caja neta proyectada desde 2026e, ausencia de necesidad estructural de CAPEX (negocio intensivo en talento, no en capital) y desarrollo de producto íntegramente financiado (históricamente) con fondos públicos. No consume caja propia para innovar.

Riesgos clave:

Gasto comercial 2026e: EUR 0,3Mn

- Ejecución comercial no probada. TRTK es una compañía con función comercial históricamente reducida. Convertir conocimiento técnico en venta recurrente exige capacidades distintas a las que han llevado a la compañía hasta aquí. La inversión prevista de EUR 0,3Mn en gasto comercial en 2026 es solo un primer paso.

- Concentración y baja visibilidad post-INCIBE. Aunque INCIBE deja de pesar el 50%, los diez primeros clientes concentraban el 83% en 2024 y la base de ingresos recurrentes (contratos >2 años) era del 46%. La proyección 2028e de ciberseguridad (EUR 1,5Mn) depende del arranque comercial efectivo de WalletHound, SECAP y SmartC-ADS y de posibles proyectos adicionales, sin track record aún visible.

Sin subvenciones, el EBITDA recurrente del negocio comercial es negativo

- Dependencia estructural de las subvenciones europeas. Las subvenciones pesan un 27% sobre los ingresos en 2026e y un 19% en 2028e, muy por encima del gasto sectorial medio en I+D (c.14%). Sin ellas, el EBITDA rec. del negocio comercial es negativo durante todo el período proyectado. Un recorte del marco europeo 2028-2034 post-Next Generation EU, o una caída en la tasa de éxito histórica de TRTK (c.10%), impactaría directamente al resultado.

M&A en ciber: oportunidad y riesgo de dilución

- Potencial aceleración de crecimiento con M&A y riesgo de dilución. Con EUR 7Mn de facturación, TRTK afronta simultáneamente la comercialización de cinco productos, la expansión internacional y el potencial M&A en cibereseguridad. La primera adquisición se financiaría vía ampliación de capital. En un mercado de ciberseguridad en máximos de actividad corporativa, el riesgo de pagar caro y diluir es real.

D) ¿Cómo vemos TRTK a largo plazo?

A largo plazo, la pregunta de fondo es si TRTK puede transformar 7 años de I+D acumulado en producto comercial escalable que genere ingresos recurrentes y ROCE superior al coste de capital. El análisis del ROCE recurrente da la medida exacta del reto.

ROCE reportado 20% en 2028e; EBIT comercial negativo sin subvenciones

- Frontera de creación de valor en ROCE rec. >11%. Con un WACC estimado del 10,9% (beta 1,3, Ke 11,1%, g 2,0%; deuda marginal por lo que WACC = Ke), la frontera de creación de valor exige un ROCE recurrente superior al 11%.

- Por lógica, en un valor en transición a un negocio convencional de producto propio, TRTK no crea valor todavía con su negocio recurrente en el escenario base. En 2028e el ROCE alcanza el 20,0%, claramente por encima del WACC del 10,9%. Sin embargo,

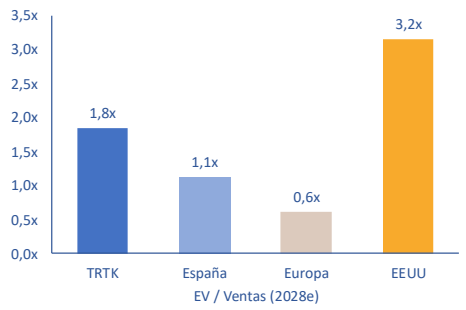
excluyendo las subvenciones europeas (EUR 1,5Mn anuales), el negocio comercial puro, sin apoyo de financiación pública, no cubre aun sus costes operativos. Las subvenciones explican estructuralmente el retorno reportado y financian la I+D sin consumir caja propia.

- Crear valor de forma autónoma exige un salto cualitativo de rentabilidad. Para que el negocio comercial supere el WACC sin apoyo de subvenciones, TRTK necesita un margen EBITDA muy superior al actualmente proyectado. La única vía es la entrada significativa de producto propio sin royalty (Sepsis IA, productos ciber), donde cada euro de venta contribuye al margen muy por encima de los servicios.

Prima vs IT services españolas, descuento vs software de producto

- ¿Cómo cotiza TRTK? A precio actual, 1,9x EV/Ventas 2028e. Prima significativa vs tecnológicas españolas (Izertis, Altia, Seresco, Indra, Gigas; c.1,1x) e IT services europeas (Sopra Steria, Capgemini, Atos; c.0,6x), pero descuento sustancial vs comparables internacionales de software de producto en ciber y salud digital (SentinelOne, Qualys, Phreesia, Veeva; 3,2x).

Gráfico 2. EV / Ventas 2028e de TRTK vs comparables por geografías



- La dirección del re-rating depende de la ejecución. Si TRTK consigue ejecutar su transición hacia software de producto (Sepsis IA, WalletHound, SECAP con ingresos recurrentes y márgenes superiores), el múltiplo debería tender hacia los comparables de software de producto. Si la transición CPI se traduce en caída prolongada sin sustitución comercial, el múltiplo se acercará a los IT services puros. Esta idea es clave y refleja la magnitud del reto/oportunidad/riesgo de Treelogic.

A largo plazo, TRTK es una opción sobre la conversión del conocimiento técnico en producto comercial. La opcionalidad existe (cinco productos desarrollados, balance saneado, equipo estable, mercados en crecimiento), pero su ejercicio depende de variables aún no demostradas: capacidad comercial, ejecución del M&A sin destruir valor y velocidad de penetración en LatAm.

E) Conclusión: ante el vértigo/riesgo de toda transición. Con el "premio" de un salto real de rentabilidad y creación de valor para el accionista.

TRTK llega a BME Growth en un momento singular: una arquitectura de I+D financiado durante siete años que ha permitido desarrollar producto propio sin riesgo de balance, posición dominante en triaje hospitalario en España y equipo técnico difícil de replicar. Pero también con dependencia residual de INCIBE que se desvanece en junio de 2026, función comercial aún por construir, y un retorno del negocio que descansa estructuralmente sobre la continuidad de las subvenciones europeas.

El año 2026 será "valle" en cuenta de resultados pero punto de inflexión real en caja y mix de negocio. La liberación del circulante INCIBE lleva a caja neta en 2026e, mientras el fin de los CPI obliga a que el motor del crecimiento pase al producto propio. ¿Puede TRTK convertir el conocimiento acumulado en productos escalables y recurrentes? Los próximos 18-24 meses, con el arranque comercial de WalletHound, SECAP y Sepsis IA, son claves para responder.

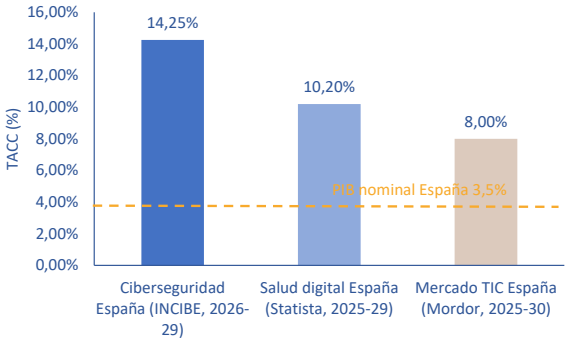
A los precios actuales (1,9x EV/Ventas 2028e), el mercado descuenta una transición eficaz y la continuidad del modelo de financiación pública, pero todavía no recoge una conversión exitosa hacia software de producto. La ejecución es, por tanto, el catalizador, que puede permitir capturar el gran potencial de rerating en múltiplos asociado a un negocio rentable de producto

Los próximos 18-24 meses son determinantes

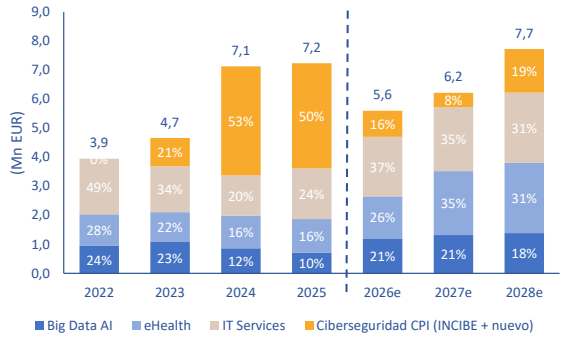
propio. Es por eso que, de algún modo, Treelogic enfrenta en 2026e-2028e su propio Cabo de Hornos: el paso "arriesgado" a un negocio potencialmente muy rentable pero en un entorno nuevo (desconocido) e hipercompetitivo. La ejecución en 2026e dará una respuesta rápida de la capacidad de TRTK de ejecutar su transición a un nuevo modelo de negocio y aprovecharlo.

La compañía en 8 gráficos

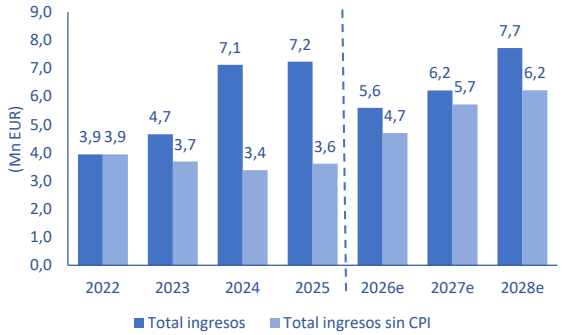
Tres mercados con crecimiento estructural muy por encima del PIB español ...



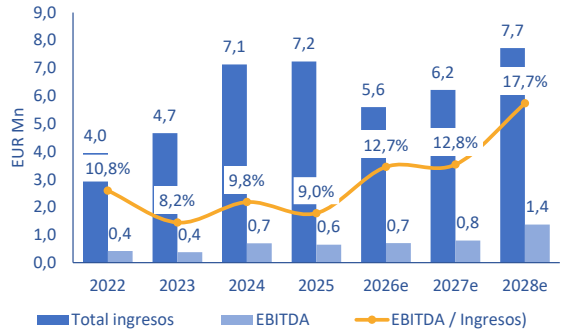
... sobre los que TRTK opera con un mix de negocio diversificado en cuatro líneas...



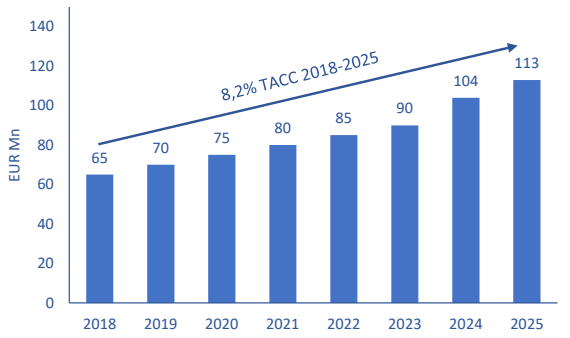
...donde el fin del CPI INCIBE (jun-26) revela un negocio ex-CPI ya creciente...



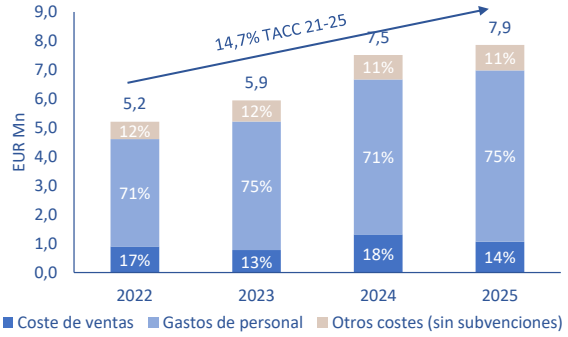
...que sostiene la cifra de negocios y permite la mejora del margen EBITDA total hacia el 18% en 2028e...



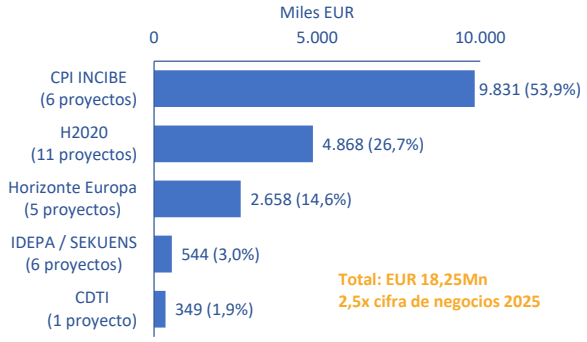
...apoyado en una plantilla técnica que ha crecido a +8% anual desde el rescate de 2018...



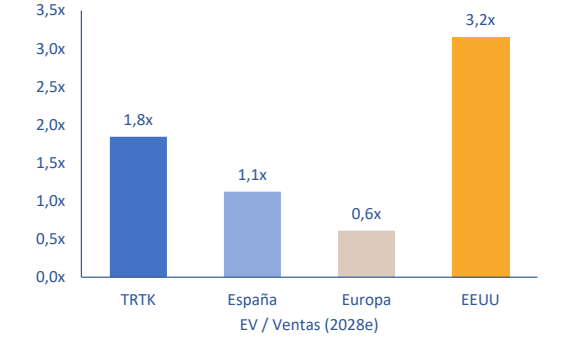
...con una estructura de costes dominada por el personal (75% s/total 2025), palanca clave del apalancamiento operativo...



...y respaldado por 18,25 M€ de financiación pública captada desde 2018 (2,5x cifra de negocios 2025)...



..donde TRTK cotiza a 1,8x EV/Ventas 2028e, en línea con IT services españolas pero fuerte descuento vs software de producto internacional en ciberseguridad y salud digital a 3,2x



El reto de conseguir masa crítica en una small cap de conocimiento aplicado. Y mejorar ("de verdad") los márgenes.

Treelogic (TRTK) es una pyme tecnológica española de tamaño reducido (EUR 7,2Mn de facturación 2025 y EUR 0,6Mn de EBITDA total (EUR -0,6Mn rec.) con un perfil de capacidades inusual: más del 10% de PhDs en plantilla, más de 40 proyectos europeos acreditados y seis adjudicaciones de Compra Pública de Innovación del INCIBE (Instituto Nacional de Ciberseguridad) por EUR 9,8Mn. Esta combinación le ha permitido competir en licitaciones de alta complejidad técnica frente a rivales de mucho mayor tamaño y desarrollar producto propio en nichos con barreras de entrada elevadas en eHealth y ciberseguridad.

La compañía cotiza en BME Growth desde enero de 2026 (sede en Oviedo, 113 empleados, dos décadas de historia bajo la marca Treelogic). Su cartera de clientes combina corporaciones del IBEX 35 (Inditex, ArcelorMittal), Administraciones Públicas y organismos públicos, con INCIBE como mayor cliente (53,6% de la facturación en 2024), y servicios autonómicos de salud.

TRTK está en un proceso de transición desde un modelo basado en servicios y proyectos de I+D financiados hacia un modelo centrado en productos propios escalables (Triaje SET, Sepsis IA, SECAP, WalletHound, SmartC-ADS y H) y soluciones equiparables como Hércules SGI (software de la CRUE del que TRTK es desarrollador e integrador único), con mayor recurrencia y mejores márgenes.

De un concurso de acreedores a BME Growth en siete años

La marca Treelogic tiene su origen en 1996, cuando un grupo de ingenieros asturianos fundó una compañía dedicada a la investigación aplicada en tecnologías de la información. Durante dos décadas, la empresa original (Treelogic, Telemática y Lógica Racional para la Empresa Europea, S.L.) desarrolló un porfolio de productos propios (como el sistema de triaje SET) y construyó relaciones con clientes de referencia, pero acabó en concurso de acreedores.

En agosto de 2018, un grupo de inversores asturianos (los hermanos Rivela, Javier y Antonio, junto con Manu Argadi Inversiones) se alió con cuatro miembros del equipo directivo de la antigua Treelogic (Enrique Berdayes, Pablo Piñera, Ignacio Morate y Marcelino Cortina) para adquirir la unidad productiva por EUR 0,5Mn mediante una oferta vinculante en proceso competitivo. La operación preservó el grueso del equipo técnico (65 empleados), los clientes, los contratos en vigor y la marca comercial. TRTK nació así como un vehículo sin deuda, con un equipo directivo alineado como accionistas y una base tecnológica probada.

En 2019, la compañía se acreditó ante la Comisión Europea para participar en programas de I+D+i (Horizonte Europa). El track record actual supera los 40 proyectos europeos y ha facilitado la adjudicación de los contratos CPI del INCIBE.

A partir de 2019 TRTK reconfiguró su perímetro de actividad. Se mantuvieron las dos líneas con mayor potencial (eHealth, basada en el software Triaje SET, e IT Services, apoyada en contratos legacy con clientes como Grifols y Caja de Ingenieros) y se discontinuaron progresivamente las unidades de menor volumen y rentabilidad: SERIF (detección de fraude en aseguradoras) y NAOS (gestión de flotas de vehículos). En paralelo, se potenció la especialización en Big Data e IA y, a partir de 2023, se abrió la línea de ciberseguridad con la adjudicación de los seis proyectos CPI del INCIBE.

Desde 2022 TRTK ha multiplicado su facturación por 1,8x (de EUR 3,9Mn en 2022 a EUR 7,2Mn en 2025), ha desarrollado nuevos productos propios y ha completado su incorporación a BME Growth (enero 2026) con una ampliación de capital de EUR 2,6Mn. Los fundadores retienen el 80,8% del capital post-OPV, todos sujetos a un lock-up de un año, y ningún accionista vendió acciones en la salida a bolsa.

Gráfico 3. Desglose cifra de negocios 2025 por línea

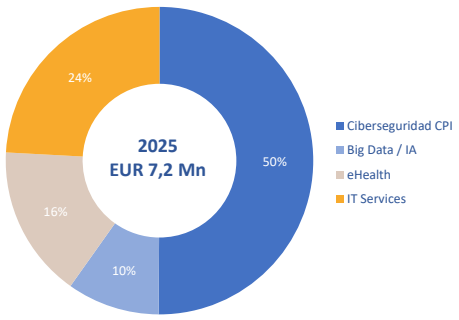
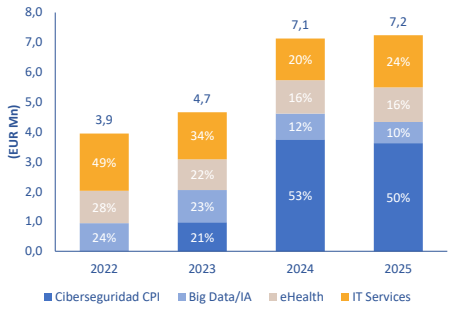


Gráfico 4. Evolución cifra de negocios por línea 2022-2025



Cuatro líneas de actividad con un denominador común: conocimiento aplicado.

TRTK estructura su actividad en cuatro líneas de negocio. A cierre de 2025, la distribución de la cifra de negocios (EUR 7,2Mn) fue la siguiente: Ciberseguridad CPI 50,1% (EUR 3,6Mn), Tecnologías de la Información 24,1% (EUR 1,7Mn), eHealth 16,0% (EUR 1,2Mn) y Big Data e IA 9,7% (EUR 0,7Mn). El 98,5% de los ingresos se genera en España. Adicionalmente, la compañía mantiene una actividad transversal de I+D en tecnologías disruptivas que alimenta el pipeline de productos propios y se financia mayoritariamente con subvenciones europeas.

1. **Ciberseguridad (50,1% de la cifra de negocios 2025).** Los proyectos de Compra Pública de Innovación (CPI) del INCIBE constituyen el motor de crecimiento de los últimos tres años, con EUR 3,6Mn facturados en 2025. TRTK fue adjudicataria de seis proyectos CPI por un importe total de EUR 9,8Mn, financiados con fondos Next Generation EU, para el desarrollo de soluciones que combinan inteligencia artificial y ciberseguridad. Estos contratos se ejecutan a precio de coste (sin margen para TRTK) pero la compañía retiene la propiedad intelectual de todo lo desarrollado, lo que *de facto* supone una financiación a fondo perdido de toda la actividad de I+D+i de la compañía (crítica en cualquier tecnológica). Los proyectos finalizan en junio de 2026.

En las tres convocatorias lanzadas por INCIBE a las cuales TRTK se presentó se adjudicaron EUR 150,5Mn, y de estos, TRTK se adjudicó EUR 9,8Mn (más del 6,5%). Adicionalmente, estos EUR 150,5Mn fueron adjudicados a un total de 82 empresas, resultando una media por empresa de EUR 1,83Mn). Todo ellos refleja la capacidad competitiva de TRTK en licitaciones públicas de ámbito nacional.

Los seis proyectos abarcan áreas distintas dentro de la ciberseguridad: protección de datos en entornos de inteligencia artificial colaborativa (APRENDE), seguimiento de criptotransacciones para detectar blanqueo de capitales y financiación del terrorismo (CRYPTOTRACK), gestión de identidades digitales (IBERIA), garantía de calidad de los datos almacenados en grandes repositorios (CONFÍA), prevención de filtraciones de datos en administraciones públicas (SECAP) y ciberseguridad para vehículos conectados (SEVECO).

Los seis productos derivados de los proyectos CPI obtendrán la certificación oficial del INCIBE al cierre de los contratos en junio de 2026. Esta certificación es requisito *de facto* para concurrir a contratos públicos de ciberseguridad en España a partir de determinado volumen de licitación, lo que sitúa a TRTK en una posición competitiva favorable en futuras convocatorias de Compra Pública de Innovación en ciberseguridad.

De los seis proyectos, SECAP es el que la compañía ha identificado como más cercano a la fase comercial dentro del perímetro CPI: una herramienta que ayuda a las administraciones públicas a evitar la filtración accidental de datos personales en los documentos que publican, previniendo sanciones por incumplimiento de la normativa de protección de datos.

Su relevancia crece con la entrada en vigor de la Directiva NIS2 (ver sección Industria y mercado). Los otros cinco proyectos han generado conocimiento y propiedad intelectual, pero no han alcanzado el grado de madurez necesario para su explotación comercial independiente. La compañía espera ir consiguiendo esa madurez progresivamente en los próximos meses.

Adicionalmente, parte del conocimiento generado en los proyectos CPI ha alimentado dos desarrollos propios (EUR 0,5Mn de gastos activados) que la compañía está construyendo y activando contablemente fuera del perímetro INCIBE. WalletHound es una herramienta forense de identificación de billeteras de criptomonedas a partir de frases semilla, dirigida a fuerzas de seguridad (Policía, Guardia Civil –UCO–) en investigaciones de blanqueo de capitales, despachos legales y particulares. SmartC-ADS detecta anomalías y vulnerabilidades en smart contracts sobre blockchain y otras tecnologías de registro distribuido, complementando el trabajo realizado en las actividades adicionales de la primera convocatoria CPI.

La compañía espera que la línea de ciberseguridad empiece a generar ingresos comerciales relevantes a partir de 2027, apoyada en tres palancas: la comercialización de productos propios (con WalletHound y SECAP como puntas de lanza), las licitaciones públicas de ciberseguridad superiores a determinado volumen de licitación a las que ahora podrá

concurrir gracias a las certificaciones INCIBE, y el posicionamiento competitivo de cara a futuras convocatorias de Compra Pública de Innovación.

La línea de ciberseguridad es la que mayor recorrido potencial presenta, pero también la que mayor incertidumbre acumula. La combinación de seis productos certificados por INCIBE en junio de 2026, dos productos propios derivados (WalletHound, SmartC-ADS), las licitaciones públicas de ciberseguridad a las que TRTK podrá concurrir una vez certificada, y el posicionamiento competitivo de cara a futuras convocatorias de Compra Pública de Innovación, configuran una posición de salida muy sólida para su tamaño. La incertidumbre reside en la velocidad de monetización: los productos están en fase precomercial, la compañía aún no ha demostrado capacidad de generar ingresos recurrentes en este segmento, y el arranque comercial previsto para 2027 será un test determinante.

2. **IT Services (24,1% de la cifra de negocios 2025).** Esta línea agrupa tres tipos de actividad con perfiles de margen y recurrencia diferenciados. En primer lugar, una base de contratos de mantenimiento de software legacy con clientes de larga duración (Grifols, Caja de Ingenieros, Universidad de Oviedo, entre otros), que aporta ingresos recurrentes y predecibles. En segundo lugar, proyectos de consultoría y desarrollo a medida para grandes cuentas (Inditex, Lafarge, Atresmedia) facturados a EUR 55-60 por hora/hombre, con un margen de contribución directa habitualmente inferior al 10% antes de imputar costes de estructura. En tercer lugar, Hércules SGI, un sistema de gestión de investigación universitaria que constituye un producto propio escalable comercializado dentro de la línea de servicios.

   Hércules fue contratado por la CRUE (Conferencia de Rectores de las Universidades Españolas) y TRTK se impuso a Indra y NTT Data en el concurso de adjudicación de 2020. Actualmente está implantado o en proceso de implantación en 7 universidades (c.8% del sistema universitario español, que cuenta con aproximadamente 90 instituciones entre públicas y privadas). La compañía espera cerrar 3 nuevos contratos por año, con un ingreso de EUR 250k por implantación y EUR 70k anuales de mantenimiento, con márgenes operativos superiores al 20%. TRTK contaba además con relaciones previas con varias universidades (Oviedo, Deusto, Zaragoza, Huelva, La Laguna, entre otras) que representan un canal natural de adopción para Hércules. Es un vertical con recurrencia incorporada y un mercado direccionable claro.

   IT Services fue la línea que más creció en 2025 (+25,2%), compensando parcialmente la desaceleración de Big Data/IA, lo que puede reflejar en parte una reasignación de recursos hacia proyectos de consultoría para cubrir la menor carga de trabajo en IA.

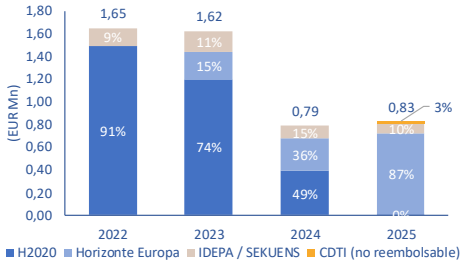
3. **eHealth (16,0% de la cifra de negocios 2025).** Línea centrada en el desarrollo y comercialización de productos de software propios para la gestión sanitaria. A diferencia de los proyectos CPI y de consultoría, eHealth genera ingresos de naturaleza más recurrente, basados en licencias anuales y contratos de mantenimiento con hospitales. TRTK trabaja con más de 200 hospitales públicos y privados, con un ticket medio de c.EUR 5,8k por hospital/año (incluyendo implantaciones nuevas y mantenimiento de la base instalada).

   El producto estrella es el Programa de Ayuda al Sistema Estructurado de Triaje (SET), el único software de triaje con validación clínica de la OMS nativo en español, con una cuota de mercado estimada del c.70% en España (fuente: compañía) y más de 200 hospitales públicos y privados como base instalada. SET es un producto en continua evolución que amplía progresivamente su cobertura mediante la incorporación de módulos de urgencias especializadas: pediátricas, urológicas (2025) y gineco-obstétricas (2026), que se suman al módulo general original. Estas extensiones refuerzan la propuesta de valor del producto frente a soluciones competidoras, facilitan la retención de la base instalada y amplían el mercado direccionable a hospitales que hasta ahora no contaban con una solución de triaje especializada en estas áreas. La compañía está además incorporando inteligencia artificial en el algoritmo de triaje (para mejorar algunas funcionalidades del proceso), evolucionando el producto hacia un sistema de apoyo clínico a la decisión.

   En Latinoamérica, SET está implantado en 14 hospitales (en Colombia, México, Perú, Uruguay, Paraguay, Chile, Ecuador y Panamá) y recientemente TRTK se ha adjudicado un contrato de triaje telefónico en Bogotá por valor total de EUR 0,3Mn, con ejecución prevista

a 2-3 años (EUR 100-150k anuales). Según la compañía, el mercado hispanohablante de Latinoamérica representa aproximadamente 15 veces el mercado español en volumen potencial, un recorrido que apenas ha comenzado a explotar. La fase comercial activa en la región aún no ha arrancado.

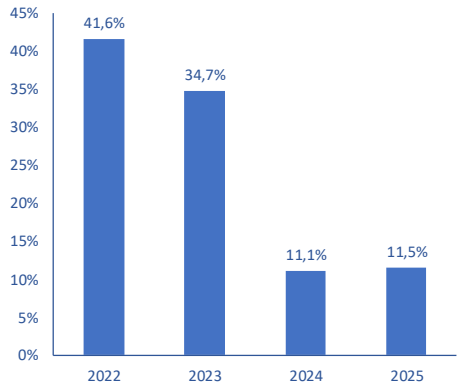
Gráfico 5. Subvenciones de explotación 2022-2025



Sepsis IA es un sistema de alerta temprana de sepsis en entornos hospitalarios que, según TRTK, redujo la mortalidad en 10 puntos porcentuales en el Hospital de Getafe. El producto se está extendiendo a hospitales de Granada, Valencia y Sanitas La Zarzuela en Madrid y se espera siga penetrando en el resto de hospitales a nivel nacional. La sepsis es una de las principales causas de mortalidad hospitalaria evitable, y la presión clínica y regulatoria para implementar sistemas de detección precoz abre un mercado con el mismo perfil de cliente y canal de distribución que el triaje.

Adicionalmente, TRTK está desarrollando un proyecto de innovación relativo a la optimización de tiempos de actividad quirúrgica con potencial impacto directo en las listas de espera hospitalarias en el Hospital Universitario Central de Asturias, en Oviedo, un problema sistémico del sistema sanitario español cuya solución es prioritaria para todas las comunidades autónomas. Cualquier solución validada en un hospital de referencia sería potencialmente replicable en otros hospitales o los dieciséis servicios regionales de salud restantes.

Gráfico 6. Subvenciones de explotación 2022-2025 como % de las ventas



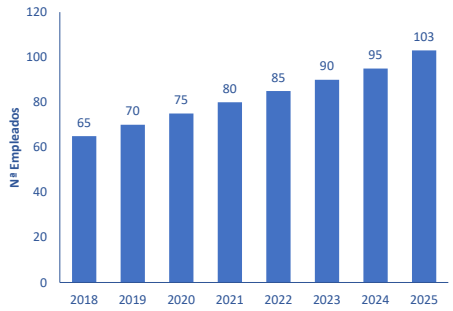
En nuestra opinión, eHealth es la línea de negocio con mayor visibilidad de crecimiento orgánico a medio plazo, dada la combinación de un producto validado por la OMS con una cuota del c.70% en España, una base instalada de más de 200 hospitales, módulos especializados que multiplican el ingreso por hospital, y un mercado latinoamericano 15 veces superior al español, sin explotar comercialmente.

4. **Big Data e IA (9,7% de la cifra de negocios 2025).** Comprende proyectos de analítica avanzada, aprendizaje automático, procesamiento de lenguaje natural y visión artificial para grandes cuentas. A diferencia de eHealth o los productos que se están desarrollando en ciberseguridad, esta línea no genera producto propio ni ingresos recurrentes: son proyectos a precio cerrado, de duración típica inferior a un año, con un margen operativo habitualmente inferior al 10% y una base de clientes reducida (4 clientes en 2025).

Esto la convierte en la línea más volátil del negocio, sujeta a la disponibilidad de recursos internos y a la capacidad de captar nuevos encargos cada ejercicio. La línea cayó un 18,2% en 2025 (de EUR 0,8Mn a EUR 0,7Mn) por la reasignación de recursos hacia los proyectos INCIBE en su fase final de ejecución. Es, sin embargo, la línea que mejor refleja la capacidad técnica diferencial de TRTK en IA aplicada, y la que en ocasiones las grandes consultoras subcontratan cuando necesitan componentes de alta complejidad que no pueden abordar internamente.

I+D en tecnologías disruptivas. TRTK mantiene un equipo fijo de 20-25 personas dedicado a I+D+i, con una tasa de éxito en convocatorias competitivas de aproximadamente el 10% (el doble de la media del sector) sobre un volumen de 35-45 propuestas presentadas anualmente. Esta cifra es elevada para una empresa de 113 empleados y refleja capacidad para cualificar y licitar financiación pública competitiva a nivel europeo.

Gráfico 7. Evolución plantilla 2022-2025



La actividad de I+D se financia a través de tres escalones complementarios (ver sección Industria y mercado). En primer lugar, las subvenciones europeas de explotación (EUR 0,8Mn imputadas a resultados en 2025), que financian proyectos de investigación en fases tempranas (TRL 3-5: prueba de concepto y validación en laboratorio) y generan un ligero margen operativo. En segundo lugar, los contratos de Compra Pública de Innovación del INCIBE (EUR 3,6Mn en 2025), que financian el desarrollo de soluciones en fases más avanzadas (TRL 6-7: prototipo y demostración en entorno operativo) y se contabilizan como cifra de negocios a precio de coste, sin margen, pero con retención de la propiedad intelectual. En tercer lugar, las ayudas del CDTI (parcialmente reembolsables), las subvenciones de capital y las deducciones fiscales por I+D, que aportan financiación complementaria para proyectos específicos.

Gráfico 8. Estructura de costes operativos 2025

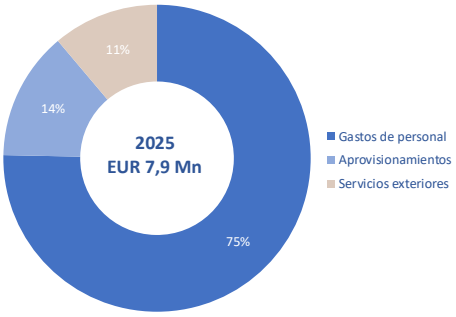


Tabla 1. Inversión en intangibles por proyectos (EUR miles)

Inversión en intangibles por proyecto (EUR miles)

	Coste acum. 2024	Coste acum. 2025	Inversión 2025
Triaje SET	234	234	0
Sepsis SW	147	147	0
ASSIST	106	106	0
PAUTA	97	97	0
SmartC-ADS	197	399	202
WalletHound	0	285	285
CIENTIA	57	57	0
Total	**838**	**1.325**	**487**

Gráfico 9. Ingresos CPI vs ex-CPI

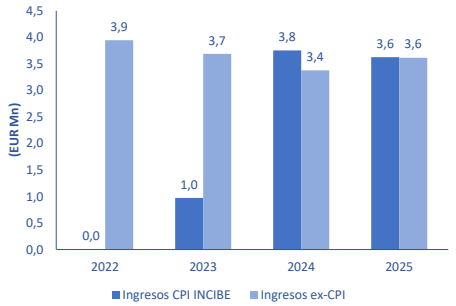
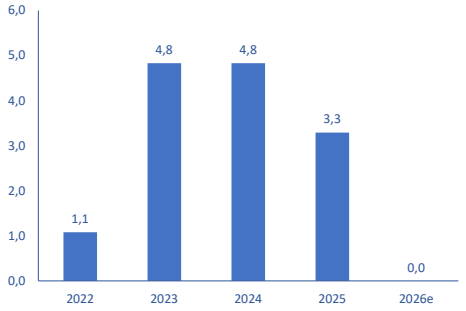


Gráfico 10. Activos por contrato INCIBE 2022-2026e



Desde su constitución en 2018, TRTK ha captado financiación pública por un importe acumulado superior a EUR 18Mn, desglosado de la siguiente forma:

Fuente	Nº proyectos	Importe concedido (EUR Mn)	Tipo	%s/Total
Horizonte 2020 (H2020)	11	4,87	Subvención explotación	26,7%
Horizonte Europa	5	2,66	Subvención explotación	14,6%
CPI INCIBE	6	9,83	Cifra de negocios (a coste)	53,9%
CDTI	1	0,35	Ayuda parcialm. reembolsable	1,9%
IDEPA / SEKUENS	6	0,54	Subvención capital y explotación	3,0%
Total	**29**	**18,25**		**100,0%**

Excluyendo los contratos CPI de INCIBE (que se ejecutan a coste y no generan margen), las subvenciones de explotación representaron el 11,5% de la cifra de negocios en 2025.

Las subvenciones europeas (H2020 y Horizonte Europa) son a fondo perdido, concedidas mediante convocatorias competitivas con tasas de éxito de c.10%. Se destinan a financiar horas de investigador en proyectos de investigación aplicada en consorcio con otras compañías tecnológicas, universidades y centros tecnológicos europeos. A cierre de 2025, la compañía tiene 5 proyectos Horizonte Europa concedidos por EUR 2,7Mn con ejecución hasta 2027-2029 que aportan visibilidad a medio plazo. Las subvenciones de explotación cayeron en 2024-2025 por la reasignación de recursos a los proyectos CPI; para 2026, la compañía proyecta una recuperación hasta aproximadamente EUR 1,6Mn, en línea con el promedio histórico, ya que la presentación de propuestas vuelve a la normalidad tras el cierre del ciclo INCIBE.

La actividad de I+D cumple además una función crítica de atracción y retención de talento: investigadores que quieren trabajar en problemas de frontera tecnológica y que difícilmente aceptarían un puesto en una pyme dedicada exclusivamente a proyectos comerciales.

Un modelo intensivo en talento, con I+D esencialmente gratuito

El modelo de negocio de TRTK presenta tres características definitorias. Primera, es intensivo en capital humano: los gastos de personal representaron el 82% de la cifra de negocios en 2025 (EUR 5,9Mn sobre EUR 7,2Mn). Prácticamente la totalidad de la capacidad productiva de la compañía reside en sus profesionales, lo que convierte la retención de talento en una variable crítica. La tasa de rotación del 17,3% en 2024 se sitúa significativamente por debajo del 25% de media del sector tecnológico español (fuente: Nailted, Employee Experience Report 2025), un indicador positivo. En 2025, la rotación se redujo aún más (en torno a 16 salidas sobre una plantilla de 113 personas, ratio aproximado del 14,1%), en parte por la ralentización en la contratación a nivel sectorial derivada de la adopción acelerada de IA generativa, que ha enfriado momentáneamente la guerra por talento técnico.

Segunda, la I+D ha sido esencialmente gratuita. Gracias a la combinación de proyectos europeos (Horizonte Europa), contratos CPI de INCIBE, préstamos blandos del CDTI y deducciones fiscales por I+D, TRTK ha desarrollado sus productos propios sin asumir prácticamente riesgo financiero en la fase de investigación. En 2025, la compañía activó EUR 0,5Mn en desarrollo propio (2x vs 2024), destinados a WalletHound, SmartC-ADS, Sepsis IA y el triaje urológico de SET.

Tercera, la alta concentración de clientes. INCIBE representó el 53,6% de la facturación 2024, y los diez primeros clientes el 83,3%. Esta concentración se irá diluyendo con el fin de los contratos CPI en junio de 2026. TRTK mantiene relaciones comerciales de largo plazo con la mayoría de sus clientes de referencia. Los ingresos recurrentes representaron el 46% de la cifra de negocios 2024 (considerando recurrente los contratos con duración superior a dos años).

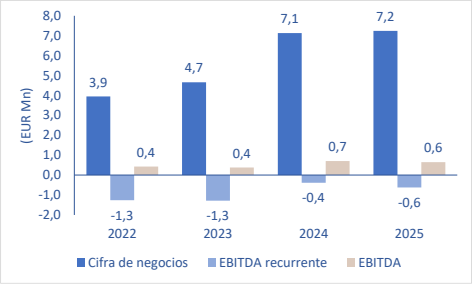
Crecimiento acelerado por INCIBE, con el reto de sustituir sus ingresos a partir de 2027

TRTK ha crecido con fuerza en los últimos tres años en cifra de negocios (de EUR 3,9Mn en 2022 a EUR 7,2Mn en 2025, +1,8x), pero conviene desagregar este crecimiento por sus componentes. El bloque CPI INCIBE pasó de EUR 0Mn en 2022 a EUR 3,6Mn en 2025, mientras los ingresos ex-CPI han sido sustancialmente planos (EUR 3,9Mn en 2022 y EUR 3,6Mn en 2025), con un mínimo en 2024 (EUR 3,4Mn) coincidiendo con el pico de carga de los proyectos INCIBE. En la práctica,

todo el crecimiento incremental de la cifra de negocios entre 2022 y 2025 ha venido del bloque CPI, lo que sugiere que cuando los CPI absorben capacidad interna, el negocio comercial se contrae (una restricción de recursos lógica en una empresa de 113 personas que opera simultáneamente en cuatro líneas de negocio).

El EBITDA recurrente refleja esta dinámica: mejoró de EUR -1,3Mn en 2022 a EUR -0,4Mn en 2024, pero cayó a EUR -0,6Mn en 2025 por el aumento de la plantilla (+10,6% en gastos de personal) en un año donde los ingresos crecieron solo un +1,5%. Los contratos CPI se ejecutan a precio de coste (sin margen para TRTK), por lo que su contribución no se traduce en mejora de rentabilidad.

Gráfico 11. Evolución ingresos y EBITDA recurrente 2022-2025



La estructura de costes está dominada por los gastos de personal (82% de la cifra de negocios), seguidos de aprovisionamientos (12,4%, mayoritariamente subcontratación a centros tecnológicos para los proyectos INCIBE) y servicios exteriores (10,1%). La subida de gastos de personal (+EUR 0,6Mn, +10,6%) en 2025 fue significativamente superior al ahorro por menor externalización (-EUR 0,2Mn), lo que sugiere contrataciones vinculadas al desarrollo de producto propio y/o subidas salariales para retención de talento. TRTK no tiene CAPEX y su inversión se concentra en desarrollo de intangibles (EUR 0,5Mn activados en 2025).

El circulante merece una mención aparte. Los contratos CPI de INCIBE han generado una necesidad de financiación de circulante significativa en los últimos ejercicios, derivada de un doble desfase: TRTK ejecuta el trabajo y reconoce el ingreso en la cuenta de resultados, pero no puede emitir factura hasta que justifica los costes ante INCIBE; y una vez facturado, el plazo de cobro como organismo público es de aproximadamente 90 días. En conjunto, el ciclo desde la ejecución hasta el cobro se sitúa en torno a 15 meses (12 meses de ejecución más 3 meses de papeleo y cobro). La combinación de ambos factores ha provocado una acumulación de activos por contrato (ingresos ya reconocidos en P&L pero pendientes de facturar y cobrar) que la compañía ha tenido que financiar con pólizas de crédito y préstamos a corto plazo.

Dinámica Circulante Incibe: Cuenta de Resultados vs Caja

EUR Mn	2023	2024	2025	2026e
Cuenta de resultados				
Ingresos CPI INCIBE (reconocidos en P&L)	2,68	3,75	3,63	1,50
Ingresos ex-CPI	1,97	3,38	3,61	3,80
Cifra de negocios total	**4,66**	**7,13**	**7,24**	**5,30**
Ingresos INCIBE reconocidos pero NO facturados *(activos por contrato)*	4,83	4,83	3,29	0,00
Facturación emitida a INCIBE en el año	0,00	0,00	6,44	4,79
Lectura	**Acumula WC**	**WC Peak**	**Cobra**	**Cobra y se cierra el ciclo**

Esta dinámica es exclusiva de los contratos CPI y desaparece completamente con su finalización en junio de 2026.
A partir de esa fecha, el circulante de Treelogic reflejará únicamente la operativa comercial ordinaria (clientes con DSO ~90 días).

El reto central: convertir I+D financiado en producto comercial escalable

M&A en ciber como palanca de crecimiento

Los próximos 18-24 meses son determinantes

Esta dinámica es exclusiva de los contratos CPI y desaparece completamente con su finalización en junio de 2026. A partir de esa fecha, el circulante de TRTK reflejará únicamente la operativa comercial ordinaria (clientes comerciales con un periodo medio de cobro de c.90 días). A medida que los proyectos CPI finalicen, se espera la liberación completa de los activos por contrato, lo que generará una entrada de caja relevante cuando, paradójicamente, los ingresos por P&L estarán cayendo (de EUR 3,6Mn en CPI en 2025 a EUR 0,9Mn en 2026e). La compañía estima una variación positiva de capital circulante del orden de EUR 1,5Mn en 2026 derivada de esta liberación.

El balance se reforzó significativamente con la ampliación de capital de la OPV: el patrimonio neto pasó de EUR 0,8Mn a cierre de 2024 a EUR 3,3Mn a cierre de 2025. La deuda financiera neta se situó en EUR 0,7Mn a cierre de 2025, con un préstamo CDTI a largo plazo (EUR 0,2Mn, vto. 2040, sin amortización del principal hasta el vencimiento) como principal componente.

Tamaño a medio camino entre las grandes consultoras y las startups.

TRTK opera en un mercado fragmentado donde conviven grandes consultoras tecnológicas (Indra/Minsait, Accenture, NTT Data, Capgemini, DXC Technology), pymes cotizadas de servicios TI (Izertis, Altia, Gigas) y startups especializadas en nichos de IA o ciberseguridad. El posicionamiento de TRTK se sitúa en un espacio intermedio: no compite en volumen con las grandes consultoras ni en agilidad pura con las startups. El entorno competitivo varía significativamente por línea de negocio:

En eHealth, TRTK compite con soluciones internacionales de triaje diseñadas en inglés (Manchester Triage System, Emergency Severity Index), frente a las cuales SET tiene la ventaja de ser nativo en español y estar validado clínicamente por la OMS. En el mercado español, los competidores directos incluyen a grandes integradores de TI sanitarias como NTT Data, Dedalus y Siemens Healthineers, que operan con un enfoque más generalista en sistemas de información hospitalaria. La cuota del c.70% en triaje hospitalario en España refleja una posición dominante en un nicho donde la barrera de entrada es alta (validación clínica, integración con los sistemas de información hospitalarios, proceso de licitación pública con referencias acreditadas).

En ciberseguridad, el mercado español cuenta con un ecosistema creciente de empresas especializadas con facturaciones de EUR 3-10Mn, muchas de ellas enfocadas en áreas como análisis forense digital, gestión de vulnerabilidades o compliance normativo. Los productos que TRTK está desarrollando (WalletHound en análisis forense de criptoactivos, y SECAP como sistema de detección de filtraciones de datos para AAPP) se dirigen a segmentos donde la competencia es limitada y el cliente objetivo son las fuerzas de seguridad del Estado y las administraciones públicas. El año 2025 fue récord en actividad de M&A en ciberseguridad en España (fuente: Baker Tilly), lo que confirma el atractivo del sector y la tendencia hacia la consolidación.

En IT Services y Big Data/IA, TRTK compite con un universo amplio de consultoras de todos los tamaños.

Qué es, dónde está y hacia dónde va TRTK. La ganancia de tamaño/masa crítica es esencial para aspirar a mejorar márgenes.

Hasta hoy, mirando atrás, TRTK es, en esencia, una empresa de conocimiento aplicado que ha sabido aprovechar el ecosistema de financiación pública español y europeo para desarrollar capacidades tecnológicas y productos propios con riesgo financiero limitado. Su principal fortaleza es la calidad de su equipo técnico (más del 10% de PhDs, rotación inferior a la media sectorial, más de 40 proyectos europeos acreditados) y su capacidad demostrada para competir en licitaciones de alta complejidad contra rivales de mucho mayor tamaño y para desarrollar producto propio en nichos de mercado con barreras de entrada elevadas (triaje hospitalario, análisis forense de criptoactivos, seguridad de smart contracts). El principal reto es el de escala: con EUR 7,2Mn de facturación y 113 empleados, la compañía afronta el desafío de abordar simultáneamente la comercialización de múltiples productos, la expansión internacional y el crecimiento de su base de clientes. La realidad es que solo con una masa crítica significativamente mayor se puede aspirar a mejoras relevantes de rentabilidad.

La compañía se encuentra en un punto de inflexión. Los contratos CPI de INCIBE que han alimentado el crecimiento de los últimos tres años finalizan en junio de 2026, lo que producirá una caída mecánica de ingresos estimada de EUR 2,7Mn (de EUR 3,6Mn en CPI en 2025 a EUR 0,9Mn en 2026e). A partir de 2027 los ingresos de CPI del INCIBE serán cero (aunque la compañía está evaluando otras convocatorias de CPI que saldrán en los próximos meses en España). Sustituir esos ingresos (aunque fueran a margen cero) con ingresos comerciales de mayor calidad es el reto central de la compañía en los próximos dos años.

La estrategia declarada para afrontar esta transición descansa en tres pilares. Primero, la comercialización de los productos propios desarrollados con financiación pública: WalletHound y SECAP en ciberseguridad, Sepsis IA y los módulos especializados de SET en eHealth, SmartC-ADS en seguridad blockchain, y lo vinculado a Hércules SGI en el vertical universitario. Estos productos comparten un rasgo común: el I+D ya está financiado, los usuarios finales están

identificados, y el modelo de ingresos apunta a licencias recurrentes (SaaS o mantenimiento anual).

A este pilar de producto se suma una vía de ingresos adicional: las licitaciones públicas de ciberseguridad a las que TRTK podrá concurrir a partir de junio de 2026, una vez obtenidas las certificaciones INCIBE de los seis productos CPI. Esta vía puede complementar los ingresos por licencias con un flujo de contratación pública en un segmento (ciberseguridad para AAPP) donde la demanda está acelerándose por la Directiva NIS2 y los planes de transformación digital del sector público.

La compañía reconoce que la transición CPI a producto comercial requiere reforzar la función comercial, históricamente reducida, y prevé invertir aproximadamente EUR 0,3Mn en gasto comercial específico en 2026.

Segundo, el crecimiento inorgánico en ciberseguridad, con el objetivo de cerrar una primera operación en el primer semestre de 2027. El mercado español de ciberseguridad presenta un ecosistema de empresas de nicho con facturaciones de EUR 3-10Mn que podrían encajar en el perfil buscado. La financiación se realizaría mediante una ampliación de capital.

Tercero, la expansión de eHealth en Latinoamérica, donde SET tiene una ventaja competitiva natural como único software de triaje validado por la OMS en español, con una base instalada ya existente de 14 hospitales en la región y un mercado potencial que la compañía estima en 15 veces el español. La fase comercial activa en Latam aún no ha comenzado.

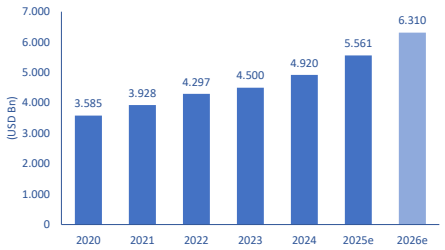
El objetivo básico es crecer en facturación, como única vía para mejorar márgenes. Un salto que probablemente requerirá crecimiento inorgánico además del orgánico. Para un inversor, el equity story de TRTK se resume en una pregunta: ¿puede esta compañía convertir el conocimiento acumulado en dos décadas de I+D financiado en productos escalables que generen ingresos recurrentes? Los próximos 18-24 meses (con el arranque comercial de WalletHound, SECAP y Sepsis IA y la gestión de la caída de ingresos de INCIBE) serán determinantes para responder a esa pregunta. El punto en que se encuentra hoy TRTK es de 1) transición (hacia un “mundo” sin INCIBE) y 2) ejecución, haciendo visible al mercado que la sustitución del ingreso INCIBE es posible, rápida y efectiva en márgenes.

Industria y mercado

IA+Ciberseguridad: negocios con la regulación como catalizador y financiación pública que premia a las pymes especializadas.

TRTK opera en mercados en expansión estructural: inteligencia artificial, ciberseguridad, salud digital (eHealth) y servicios de tecnologías de la información (IT). Todos con tasas de crecimiento que duplican o triplican a las del PIB nominal los próximos años: la ciberseguridad en España crece al +14,2% anual (INCIBE, proyección 2026-2029), el gasto global en TI al +13,5% en 2026 impulsado por la infraestructura de IA (Gartner), la salud digital en España se espera supere el +10% anual (Statista, 2025-2029) y en Latinoamérica, mercado de expansión natural para proveedores hispanohablantes como TRTK, supera el +15% (Grand View Research).

Gráfico 12. Previsión del gasto global en TI



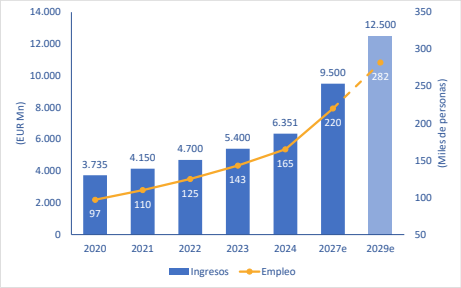
Fuente: Gartner (abril 2026)

Inteligencia artificial y ciberseguridad: el superciclo tecnológico.

El gasto mundial en tecnologías de la información alcanzará USD 6,3 Bn en 2026 según la última previsión de Gartner (abril 2026), lo que supone un crecimiento del +13,5% interanual, revisado al alza desde el +10,8% estimado tan solo dos meses antes. La aceleración se concentra en la infraestructura de IA: el gasto en centros de datos crecerá un +55,8% hasta superar los USD 788.000Mn, impulsado por la demanda de los hiperescaladores (Amazon/AWS, Microsoft/Azure y Google/Google Cloud) y la inversión en servidores optimizados para cargas de trabajo de IA. El software empresarial, cada vez más impregnado de funcionalidades de IA generativa, crecerá un +14,7%. Los servicios de TI, la categoría de mayor volumen absoluto, superarán los USD 1,9 Bn.

El informe State of AI 2025 de McKinsey, basado en casi 2.000 encuestas en 105 países, confirma que la adopción de IA se ha generalizado: el 88% de las organizaciones ya utiliza IA de forma regular en al menos una función de negocio, frente al 78% del año anterior y el 56% de 2021. Sin embargo, solo el 6% de las empresas encuestadas ha conseguido que la IA tenga un impacto financiero significativo, definido por McKinsey como aquellas que atribuyen más del 5% de su beneficio operativo a iniciativas de inteligencia artificial.

Gráfico 13. Mercado de ciberseguridad en España: ingresos y empleo



Fuente: INCIBE/CONETIC (marzo 2026), Mordor Intelligence

El 94% restante utiliza IA de alguna forma, pero sin un efecto material en sus resultados, lo que confirma que la mayoría de las organizaciones siguen atascadas entre el piloto y la implementación a escala. Esta brecha entre adopción y generación de valor real es una de las dinámicas más relevantes del mercado actual, porque implica que las empresas necesitan socios tecnológicos especializados que les ayuden a pasar del experimento a la producción, un espacio donde las pymes con capacidades técnicas avanzadas encuentran su hueco natural frente a las grandes consultoras generalistas.

En paralelo, el 62% de las organizaciones está experimentando con agentes de IA y el 23% ya los escala en al menos una función, siendo IT y ciberseguridad las áreas de mayor penetración. La convergencia entre IA y ciberseguridad no es casual: los modelos generativos multiplican tanto las capacidades defensivas como las superficies de ataque, generando un círculo de demanda creciente en ambas disciplinas.

El mercado de ciberseguridad en España: continua ganancia de masa crítica; y la presión regulatoria como driver de crecimiento del sector.

Según el Estudio del Sector de la Ciberseguridad en España 2025, publicado por INCIBE y CONETIC en marzo de 2026, el sector generó EUR 6.351 Mn de ingresos en 2024, equivalentes al 4,6% del total del sector TIC español. El mercado ha crecido un +70% desde 2020 y emplea a 164.761 profesionales, el 25,5% del empleo total en TIC. Operan 3.430 empresas activas, de las cuales el 45% son microempresas y solo el 5% grandes corporaciones, lo que confirma la naturaleza altamente fragmentada y accesible para pymes especializadas. España es el cuarto mercado europeo de ciberseguridad, con un 12% de los ingresos y un 2,8% del total global. La proyección de crecimiento es del +14,2% anual entre 2026 y 2029, ritmo que llevaría el empleo sectorial hasta aproximadamente 282.000 profesionales al cierre del período.

Mordor Intelligence, por su parte, estima el mercado español en EUR 4.200 Mn para 2026 con un CAGR del +9,6% hasta 2031, diferencia explicable por el perímetro de medición. En todo caso, ambas fuentes coinciden en crecimientos que duplican ampliamente el del PIB nominal.

Un dato especialmente relevante es el déficit estructural de más de 30.000 profesionales cualificados en ciberseguridad, que está empujando a las organizaciones hacia modelos de outsourcing y hacia la contratación de partners especializados. En la práctica, esto significa que muchas empresas que no pueden permitirse montar un equipo interno de vigilancia optan por contratar a un proveedor externo que monitorice sus sistemas las 24 horas del día (lo que en el sector se conoce como SOC gestionado, o centro de operaciones de seguridad externalizado) y que, ante una amenaza, sea capaz de detectarla y responder de forma autónoma (servicios denominados MDR, Managed Detection and Response). Esta dinámica es especialmente acusada entre las pymes, que representan el grueso del tejido empresarial español y que carecen de los recursos para construir estas capacidades internamente.

La tendencia hacia proveedores externos se intensifica además con la presión regulatoria de la Directiva NIS2 (Network and Information Security 2), la norma europea de ciberseguridad que entró en vigor en octubre de 2024 y que amplía drásticamente el perímetro de organizaciones obligadas a cumplir requisitos estrictos de protección digital.

En España, la transposición de NIS2 a través de la Ley Nacional de Ciberseguridad afecta a más de 10.000 entidades (frente a unos pocos cientos bajo la directiva anterior) que ahora deben, entre otras obligaciones, notificar incidentes en un plazo máximo de 24 horas, realizar auditorías periódicas de terceros y establecer planes formales de respuesta. La norma introduce además la responsabilidad personal de los administradores y directivos en caso de incumplimiento, lo que ha elevado la ciberseguridad de asunto técnico a prioridad de Consejo de Administración.

En el plano corporativo, Baker Tilly señala que 2025 fue un año récord de fusiones y adquisiciones en ciberseguridad en España, con la entrada decidida de fondos de private equity como Nazca Capital (que adquirió Ravenloop, especialista en ciber-inteligencia predictiva para Defensa, como plataforma de buy-and-build) y operaciones corporativas como la compra por parte de la italiana Lutech de la unidad de cloud y ciberseguridad de Making Science por EUR 26Mn (c.EUR 260.000 por empleado).

Baker Tilly apunta que, a diferencia del ciclo 2021-2022, las valoraciones han madurado y pivotan ahora sobre el EBITDA demostrado y la recurrencia de ingresos. La tendencia para 2026 apunta a una mayor consolidación, especialmente en torno a la IA generativa aplicada a ciberseguridad y la protección de datos en la nube. Este proceso de consolidación es particularmente relevante para empresas españolas de nicho con productos propios y base de clientes institucional, tanto como potenciales adquirentes como por su atractivo como targets de integración.

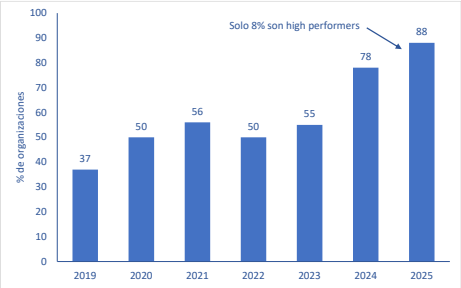
Salud digital (eHealth): un mercado público en transformación, con nichos especializados en plena expansión.

El mercado de TIC sanitarias en España está fuertemente condicionado por el sector público, ya que los servicios regionales de salud concentran la mayoría de los grandes hospitales. Según el Índice SEIS, las comunidades autónomas invirtieron más de EUR 800Mn en TIC para la salud en 2024. La pandemia aceleró la adopción de historiales electrónicos, telemedicina y sistemas de apoyo a la decisión clínica, y los presupuestos se mantienen elevados por la necesidad de modernizar infraestructuras heredadas.

Dentro del ecosistema de salud digital, el triaje hospitalario informatizado constituye un nicho especializado pero con una base instalada considerable. Los sistemas de triaje estructurado permiten al personal de urgencias clasificar a los pacientes según la gravedad de sus síntomas de forma estandarizada, reduciendo tiempos de espera y mejorando la asignación de recursos en los servicios más saturados del sistema sanitario.

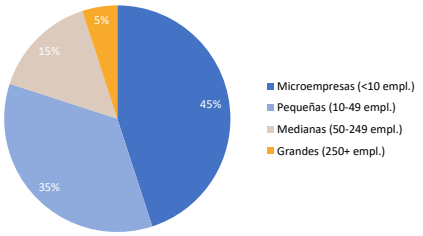
En España, la práctica totalidad de los grandes hospitales públicos opera ya con algún sistema de triaje digital, siendo el Manchester Triage System (MTS) la referencia anglosajona más extendida, adaptada a la idiosincrasia del sistema sanitario español. La barrera de entrada en este segmento es alta: requiere validación clínica, integración con los sistemas de información

Gráfico 14. Adopción de IA por organizaciones a nivel global



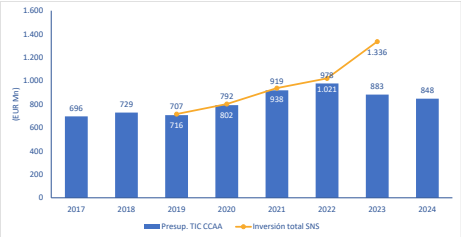
Fuente: McKinsey State of AI surveys (2019-2025)

Gráfico 15. Empresas de ciberseguridad en España por tamaño (total: 3.430)



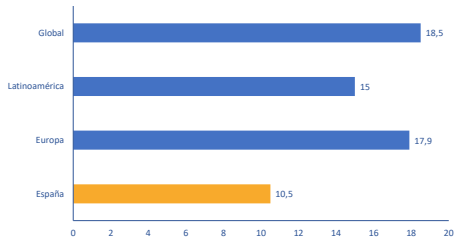
Fuente: INCIBE/CONETIC (marzo 2026)

Gráfico 16. Inversión TIC sanitarias en España (EUR Mn)



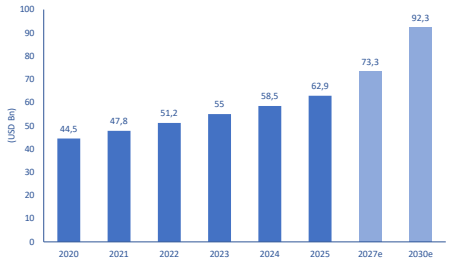
Fuente: Índice SEIS, Computerworld

Gráfico 17. Salud digital: crecimiento por regiones (CAGR % 2025-30)



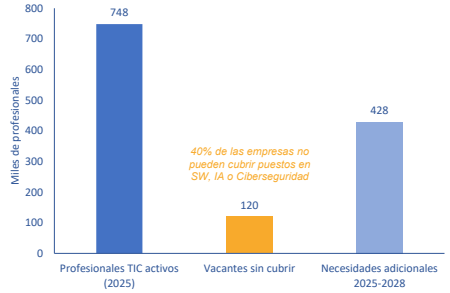
Fuente: Statista, Mordor Intelligence, Grand View Research

Gráfico 18. Mercado TIC en España (USD Bn)



Fuente: Mordor Intelligence (CAGR 8,0% 2025-2030)

Gráfico 19. Déficit de talento tecnológico en España



Fuente: DigitalES, TalentHackers (2025)

hospitalarios (HIS/HCE) y un proceso de licitación pública que favorece a los proveedores con referencias acreditadas.

Aunque aparentemente maduro en urgencias generales, el mercado de triaje está experimentando una segunda fase de crecimiento impulsada por la extensión a urgencias especializadas, pediátricas, urológicas y, más recientemente, gineco-obstétricas, que amplía significativamente el mercado dentro de la base instalada existente. Cada nueva especialidad representa una oportunidad de ingresos incrementales con costes de adquisición reducidos, ya que se despliega sobre la misma infraestructura hospitalaria y la misma relación contractual. En paralelo, el software de alerta temprana de sepsis se está consolidando como un segmento adyacente de alto crecimiento: la sepsis es una de las principales causas de mortalidad hospitalaria evitable, y la presión clínica y regulatoria para implementar sistemas de detección precoz abre un mercado con el mismo perfil de cliente y canal de distribución que el triaje.

Más allá del triaje y la sepsis, la gestión de listas de espera se ha convertido en una prioridad política y sanitaria de primer orden en España. Los tiempos de espera para intervenciones quirúrgicas y consultas especializadas superan sistemáticamente los objetivos marcados por las CCAA, y la presión ciudadana y mediática es creciente. En este contexto, los sistemas de optimización de tiempos de actividad hospitalaria (herramientas que analizan el uso real de quirófanos, consultas y recursos para identificar ineficiencias y mejorar la programación) representan un mercado incipiente pero con una demanda latente muy clara. Todas las CCAA comparten el problema, lo que convierte cualquier solución validada en un hospital de referencia en potencialmente replicable en los otros dieciséis servicios regionales de salud

En Latinoamérica, países como Colombia, México, Perú y Uruguay están invirtiendo en modernizar sus hospitales y adoptar sistemas inteligentes. El mercado de salud digital en la región presenta tasas de crecimiento superiores a las europeas, con un CAGR 2025-30 estimado por Grand View Research que supera el +15%. La mayoría de las soluciones de triaje disponibles en estos mercados fueron diseñadas originalmente en inglés, lo que deja un espacio natural para productos nativos en lengua española con validación clínica acreditada.

Servicios de TI: outsourcing, transformación digital y nichos de alto valor en el sector público.

Los servicios de tecnologías de la información constituyen la mayor categoría de gasto TI a nivel mundial, con más de USD 1.870Bn previstos para 2026 según Gartner. En España, el mercado TIC alcanza los USD 62.900Mn en 2025 y crece a un CAGR del +8,0% hasta 2030 (Mordor Intelligence), con los servicios de TI como componente principal y un ritmo de expansión del +7,1% anual, el más alto de Europa occidental. Dentro de este mercado, el outsourcing de servicios TI, valorado en USD 11.620Mn en 2025, crece a ritmos superiores al del mercado global por la combinación de dos factores: la escasez de talento cualificado, con un déficit estimado de hasta 50.000 especialistas tecnológicos en España, y la presión regulatoria que obliga a las organizaciones a incorporar capacidades que no pueden construir internamente.

El mercado español se caracteriza por la coexistencia de grandes consultoras multinacionales (Accenture, Capgemini, NTT Data, DXC) con un ecosistema amplio de pymes especializadas que compiten en agilidad y conocimiento sectorial. Las grandes firmas dominan los contratos de integración a gran escala, pero subcontratan con frecuencia a especialistas en analítica avanzada, IA o ciberseguridad para los componentes de mayor valor añadido, generando oportunidades para empresas de nicho con capacidades técnicas diferenciales.

Un subsegmento de particular interés para Treelogic dentro de los servicios de TI al sector público es la gestión digital de la investigación universitaria. Las universidades españolas se encuentran en un proceso de modernización de sus sistemas de información para la gestión de proyectos de investigación, convocatorias, recursos humanos científicos y producción académica, impulsado tanto por las exigencias de transparencia y rendición de cuentas como por los requisitos de los programas europeos de financiación (Horizonte Europa).

España cuenta con 50 universidades públicas y 40 privadas, muchas de las cuales operan todavía con sistemas fragmentados o desarrollos ad hoc. La CRUE (Conferencia de Rectores) ha promovido iniciativas de estandarización que aspiran a dotar al sistema universitario de plataformas compartidas, lo que genera un mercado concentrado pero con alta recurrencia: una vez implantado un sistema de gestión de la investigación, el coste de cambio es elevado y

Escala TRL (Technology Readiness Level): De la investigación al mercado

TRL	Descripción	Fase
TRL 9	Sistema probado en operación real	Comercialización
TRL 8	Sistema completo y cualificado	Comercialización
TRL 7	Prototipo en entorno operativo	Desarrollo de producto
TRL 6	Demostración en entorno relevante	Desarrollo de producto
TRL 5	Validación en entorno relevante	Investigación aplicada
TRL 4	Validación en laboratorio	Investigación aplicada
TRL 3	Prueba de concepto experimental	Investigación aplicada
TRL 2	Concepto formulado	Investigación básica
TRL 1	Principios básicos observados	Investigación básica

Fuente: Comisión Europea, elaboración propia

el proveedor mantiene una relación contractual de largo plazo para el mantenimiento y la evolución funcional.

Entorno regulatorio y fondos públicos: ¿cómo se financia la innovación tecnológica en España? La importancia del acceso a dinero público para las small caps del sector TI.

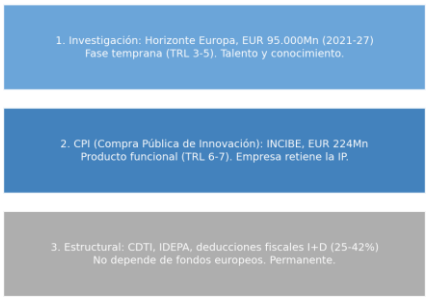
Una de las particularidades del mercado tecnológico español, y europeo en general, es el papel que juega la financiación pública en el desarrollo de I+D empresarial. Para una pyme tecnológica que opera en IA, ciberseguridad o salud digital, entender este ecosistema es casi tan importante como entender a sus clientes, porque de él depende buena parte de su capacidad para desarrollar productos propios sin asumir todo el riesgo financiero.

El sistema funciona, simplificando, en tres escalones. El primero son los proyectos de investigación europeos (actualmente bajo el programa Horizonte Europa, dotado con EUR 95.000Mn para el período 2021-2027). Son proyectos colaborativos entre empresas, universidades y centros tecnológicos de varios países, en los que se investigan tecnologías en fase todavía temprana (ideas prometedoras pero lejos del mercado). La empresa participante recibe financiación a fondo perdido para cubrir el coste de su equipo investigador y, a cambio, genera conocimiento, publicaciones y prototipos de laboratorio. El valor para la empresa no está tanto en el ingreso directo (que suele ser a coste) como en dos efectos secundarios: acceso a conocimiento de frontera y, sobre todo, la capacidad de atraer y retener talento científico de primer nivel, investigadores que quieren trabajar en problemas interesantes y que difícilmente aceptarían un puesto en una pyme dedicada exclusivamente a proyectos comerciales.

El segundo escalón, más cercano al mercado, es la Compra Pública de Innovación (CPI). Aquí es el sector público (en el caso de ciberseguridad, INCIBE) el que encarga a las empresas el desarrollo de soluciones concretas para problemas reales. La diferencia con el escalón anterior es importante: el objetivo ya no es investigar sino construir un producto funcional. La empresa desarrolla la solución, cobra el trabajo a precio de coste (es decir, sin margen), pero se queda con la propiedad intelectual y el derecho a comercializar el producto resultante. La Iniciativa Estratégica de CPI de INCIBE, dotada con EUR 224Mn dentro del Plan de Recuperación, ha sido probablemente el programa más transformador para el ecosistema español de ciberseguridad en los últimos años. Para las pymes adjudicatarias, este mecanismo equivale a que el Estado les financie el departamento de producto durante varios años.

El tercer escalón, menos visible pero permanente, son las subvenciones nacionales y regionales (CDTI, IDEPA/SEKUENS en Asturias, y equivalentes en otras comunidades autónomas), los préstamos blandos convertibles en subvención si se cumplen los objetivos del proyecto, y las deducciones fiscales por I+D. España ofrece una de las deducciones fiscales por I+D más generosas de la OCDE: una empresa puede deducirse entre el 25% y el 42% de su gasto en I+D directamente de su cuota del Impuesto de Sociedades. A diferencia de los dos escalones anteriores, este mecanismo es estructural, no depende de convocatorias puntuales ni de fondos europeos.

Tabla 2. Ecosistema de financiación pública para I+D tecnológico



¿Qué pasa cuando terminen los fondos Next Generation EU que financian buena parte de todo lo anterior? Los Next Gen son un instrumento excepcional creado como respuesta al COVID (EUR 750.000Mn para toda la UE, de los cuales España recibe unos EUR 140.000Mn) y su ejecución se cierra en agosto de 2026. No habrá una segunda edición con el mismo formato.

Lo que viene es el nuevo Marco Financiero Plurianual de la UE para 2028-2034, que la Comisión propuso en julio de 2025 con un techo de EUR 1,93 billones, pero con un foco muy diferente (competitividad, defensa, devolución de la propia deuda Next Gen) y una negociación que podría no cerrarse antes de 2027. Esto genera un posible vacío temporal entre el fin de los Next Gen y la plena operatividad del nuevo marco. Los instrumentos estructurales (Horizonte Europa, CDTI, deducciones fiscales, fondos FEDER) seguirán existiendo porque no dependen de Next Gen, pero no está claro que el volumen agregado de financiación pública para I+D tecnológico se mantenga en los niveles excepcionalmente altos del período 2022-2026, dado el cambio de prioridades del nuevo marco europeo y la incertidumbre sobre su calendario de aprobación.

En paralelo, el empuje regulatorio genera demanda independientemente de los fondos. La Directiva NIS2, la Ley Nacional de Ciberseguridad y el paquete de soberanía digital (EUR 1.157Mn aprobados en 2025) obligan a empresas y administraciones a gastar en ciberseguridad por imperativo legal, no por disponibilidad de subvenciones. Del mismo modo, en sanidad, la necesidad de modernizar sistemas heredados y cumplir con los requisitos de interoperabilidad no desaparece cuando se acaben los fondos europeos, simplemente se financia con presupuesto ordinario, probablemente a un ritmo más lento.

Para las pymes tecnológicas que han sabido navegar este sistema durante años, compitiendo en convocatorias europeas, ganando licitaciones de CPI, optimizando deducciones fiscales, la acumulación de conocimiento, talento y propiedad intelectual constituye una ventaja competitiva que no se replica fácilmente. Las que hayan convertido esa financiación pública en productos comercializables estarán mejor posicionadas que las que simplemente hayan facturado proyectos de investigación sin llegar al mercado.

En resumen: TRTK opera en mercados que crecen entre dos y tres veces el PIB nominal.

Ciberseguridad se espera crezca al +14% anual, servicios TI al +7-8% y salud digital por encima del +10%. Mercados que comparten tres características favorables: demanda impulsada por regulación (NIS2, Ley de Ciberseguridad), escasez estructural de talento que empuja hacia el outsourcing, y un ecosistema de financiación pública que ha permitido a las pymes especializadas desarrollar productos propios con riesgo financiero limitado.

El principal interrogante sectorial de cara al futuro es la transición post-Next Generation EU. Los fondos excepcionales que han alimentado buena parte del I+D del sector terminan en agosto de 2026 y no está claro que el nuevo marco europeo 2028-2034 mantenga el mismo volumen.

A favor del sector juega también la fragmentación: un mercado de ciberseguridad con 3.430 empresas, el 45% de ellas microempresas, está abocado a un proceso de consolidación que ya se aceleró en 2025 con la entrada de fondos de private equity. Ese proceso genera oportunidades en ambas direcciones (para comprar y para ser comprado), especialmente para empresas con productos propios, base de clientes institucional y un equipo técnico difícil de replicar.

2026: año valle. Las ventas caen al "irse" INCIBE. El reto es el reemplazo de ese ingreso y la mejora del ROCE.

2025 fue un año condicionado por la contribución del contrato de ciberseguridad con INCIBE. Las cifras no son del todo representativas del negocio ordinario, pero ofrecen una fotografía útil del punto de partida.

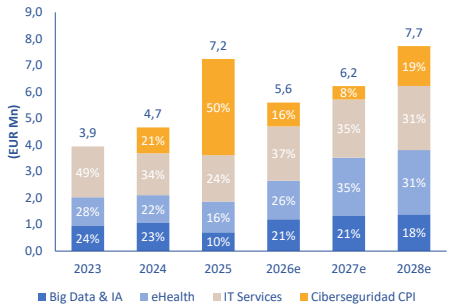
TRTK cerró 2025 con unas ventas de EUR 7,2Mn (+1,5% vs 2024). El EBITDA ascendió a EUR 0,6 Mn (margen del 9,0%), que una vez ajustado por subvenciones y activaciones sitúa el EBITDA rec. en EUR -0,6Mn. El beneficio neto fue de EUR 0,3Mn. Plantilla media: 113 empleados (vs 104 en 2024).

El contrato CPI (Compras Públicas de Innovación) con INCIBE aportó EUR 3,6Mn en 2025 (50% de las ventas). Los proyectos finalizan en junio de 2026 y no se contemplan nuevos contratos CPI, lo que convierte 2026e en un año de transición. Los CPI se ejecutaban a margen cero, por lo que la caída de ingresos no implica destrucción de valor operativo.

2026e-2028e: un año de transición y dos de "reconstrucción" post INCIBE.

Nuestro escenario central contempla una caída de las ventas en 2026e (EUR 5,6Mn; -22,7% vs 2025), seguida de una recuperación hasta EUR 7,7Mn en 2028e (+2,2% TACC 2025-2028e). TRTK alcanzaría en 2028e ingresos similares a 2025, pero con un mix radicalmente distinto y un EBITDA total de EUR 1,4Mn (margen del 17,7% vs 9,0% en 2025). Esa es la tesis: no crecimiento acelerado, sino transformación del mix hacia producto propio.

Gráfico 20. Ingresos por línea de negocio



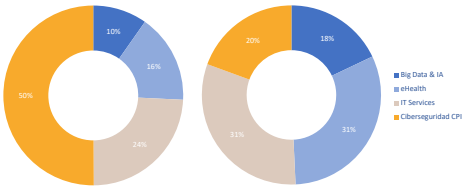
Ingresos: la salida de INCIBE marca un 2026e a la baja (-22,7%) para recuperar después (2027e-2028e).

La evolución de las ventas en 2026e-2028e estará determinada por dos dinámicas contrapuestas: la caída del ingreso por ciberseguridad CPI (de EUR 3,6Mn en 2025 a EUR 0,9Mn en 2026e, para después crecer hasta EUR 0,5-1,5Mn en 2027e-2028e) y el crecimiento orgánico de las tres líneas de negocio restantes (eHealth, IT Services y Big Data & IA), que en conjunto pasan de EUR 3,6Mn en 2025 a EUR 6,2Mn en 2028e (+19,9% TACC 2025-2028e).

- **Ciberseguridad CPI (INCIBE).** Estimamos una cola de facturación de EUR 0,9Mn en 2026e (vs EUR 3,6Mn en 2025), EUR 0,5Mn en 2027e y EUR 1,5Mn en 2028e (-25,5% TACC 2025-2028e). Las proyecciones asumen que TRTK arranca la comercialización de WalletHound, SECAP y SmartC-ADS. Un retraso en dicha comercialización es un riesgo relevante. Por el lado positivo, no incorporamos el impacto de monetizar las seis certificaciones INCIBE vía licitaciones públicas. La cifra de 2028e es la de menor visibilidad del modelo.

- **eHealth. Principal palanca de crecimiento.** Estimamos EUR 1,5Mn en 2026e (vs EUR 1,2Mn en 2025), EUR 2,2Mn en 2027e y EUR 2,4Mn en 2028e (+27,8% TACC). Drivers: (i) expansión de SET en Latinoamérica (c.70% de cuota en España, mercado LatAm apenas penetrado), (ii) penetración de Sepsis IA en hospitales nacionales y (iii) posible desarrollo de listas de espera quirúrgicas (piloto en Hospital de Oviedo).

Gráfico 21. Mix de ingresos 2025 vs 2028e



- **IT Services.** La línea más estable del mix. Estimamos EUR 2,1Mn en 2026e (vs EUR 1,7Mn en 2025), EUR 2,2Mn en 2027e y EUR 2,4Mn en 2028e (+11,4% TACC). Crecimiento apoyado en: (i) reasignación de empleados liberados de INCIBE y (ii) tracción de Hércules SGI (9 de 90 universidades en 2025; TRTK como desarrollador e integrador exclusivo). Mayor componente de servicios que de producto, con margen EBITDA más contenido pero menor riesgo de ejecución.

- **Big Data & IA.** Estimamos EUR 1,2Mn en 2026e (vs EUR 0,7Mn en 2025), EUR 1,3Mn en 2027e y EUR 1,4Mn en 2028e (+25,3% TACC). Al igual que IT Services, la reasignación de plantilla liberada de INCIBE impulsa el crecimiento a corto plazo. La compañía ha decidido mantener el grueso de la plantilla en 2026 apostando por mayor

actividad en 2027e-2028e. Línea todavía pequeña (9,7% del mix 2025) pero con potencial de ganar peso, impulsada por la creciente demanda de IA aplicada.

EUR Mn	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 25-28e
Big Data & IA	0,9	1,1	0,7	1,2	1,3	1,4	25,3%
eHealth	1,1	1,0	1,2	1,5	2,2	2,4	27,8%
IT Services	1,9	1,6	1,7	2,1	2,2	2,4	11,4%
Ciberseguridad CPI	0,0	1,0	3,6	0,9	0,5	1,5	-25,5%
Cifra de negocio	**3,9**	**4,7**	**7,2**	**5,6**	**6,2**	**7,7**	**2,19%**

El cambio en el mix de ingresos es la clave del análisis. En 2025, el 50% de las ventas dependía de un solo contrato (INCIBE). En 2028e, las tres líneas orgánicas (eHealth, IT Services y Big Data & IA) representarían el 81% de las ventas, con eHealth y Ciberseguridad creciendo a tasas superiores al +25% anual. La diversificación entre 2025 y 2028e es, en sí misma, un factor positivo para la calidad del negocio, aunque la cifra de negocio sea similar.

El guidance pre salida a Bolsa: por qué ya no es una referencia válida. Contemplaba ingresos de EUR 8,6Mn en 2025 (vs EUR 7,2Mn real), EUR 9,4Mn en 2026e y EUR 10,4Mn en 2027e, con un margen EBITDA del 11,8% ya en 2025 (vs -8,6% de margen EBITDA rec. ex subvenciones). Pero el ingreso 2025 ya se situó por debajo (EUR 7,2 Mn, c.-16%)

Nuestras proyecciones parten de una base más conservadora: ingresos 2027e de EUR 6,2Mn (-40% por debajo del guidance). La desviación se concentra en ciberseguridad y no refleja un problema estructural, sino ritmo de ejecución más lento en un área donde la compañía todavía no ha generado ingresos comerciales recurrentes.

Margen bruto: estable en el 85%, con el royalty de Esbarzer (triaje SET) como única servidumbre.

El margen bruto de TRTK se situó en el 85,3% en 2025, en línea con el perfil de una compañía de servicios tecnológicos donde el principal coste de producción es el talento (los aprovisionamientos pesan solo un 14,7% de las ventas). Proyectamos un margen bruto estable en el entorno del 85% para todo el trienio 2026e-2028e.

Los aprovisionamientos (EUR 1,1Mn en 2025) se componen de tres partidas diferenciadas: (i) el royalty a Esbarzer (EUR 0,5Mn), equivalente al 40% del precio facturado por los productos de triaje/eHealth comercializados a través de SET; (ii) la subcontratación de centros tecnológicos (Vicomtech, Tecnalia, CTAG), vinculada fundamentalmente a los proyectos CPI de INCIBE y a actividades de I+D; y (iii) otros costes menores de aprovisionamiento (EUR 0,1Mn).

La evolución de los aprovisionamientos estará condicionada por dos efectos contrapuestos: la caída de la subcontratación de centros tecnológicos al finalizar los CPI (c.EUR 0,2Mn de ahorro en 2026e) y el incremento del royalty de Esbarzer (de EUR 0,5Mn en 2025 a EUR 0,9Mn en 2028e) a medida que crece eHealth.

Dos palancas mitigan el impacto del royalty: Sepsis IA (sin royalty; cada euro contribuye al margen bruto al 100%) y la posible renegociación de un royalty inferior al 40% en Latinoamérica.

En conclusión: el margen bruto no es la variable que mueve la aguja en TRTK. La estructura de costes de producción es ligera y predecible. La historia está en los ingresos (volumen y mix) y en los costes de estructura (personal), no en los aprovisionamientos.

2026e: el desplome de ingresos lleva a una (inevitable) caída en EBITDA rec. (ex subvenciones).

En TRTK es imprescindible distinguir dos métricas de EBITDA. El EBITDA total (reportado) incluye dos partidas que, siguiendo la metodología Lighthouse, consideramos no representativas del negocio recurrente: (i) las subvenciones de explotación procedentes de fondos europeos y (ii) los trabajos realizados por la empresa para su activo (activaciones de I+D). El EBITDA rec. excluye estas dos partidas y refleja la capacidad del negocio ordinario de generar resultado operativo con sus propios ingresos comerciales.

Gráfico 22. EBITDA total vs recurrente

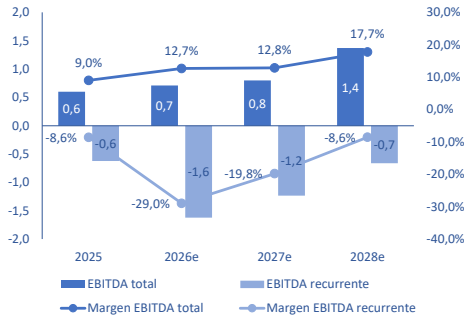


Tabla 2. Reconciliación EBITDA total vs recurrente

EUR Mn	2025	2026e	2027e	2028e
Ventas	7,2	5,6	6,2	7,7
Otros ingresos explotación (subvenciones)	0,8	1,5	1,5	1,5
Activaciones (trabajos para el activo)	0,5	0,8	0,5	0,5
Ingreso total	**8,5**	**7,9**	**8,3**	**9,8**
Personal	-5,9	-5,5	-5,6	-6,3
Aprovisionamientos	-1,1	-0,8	-0,9	-1,1
Otros gastos de explotación	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0
EBITDA total	**0,6**	**0,7**	**0,8**	**1,4**
Margen EBITDA total (s/CN)	**9,0%**	**12,7%**	**12,8%**	**17,7%**
EBITDA recurrente	**-0,6**	**-1,6**	**-1,2**	**-0,7**
Margen EBITDA recurrente (s/CN)	**-8,6%**	**-29,0%**	**-19,8%**	**-8,6%**

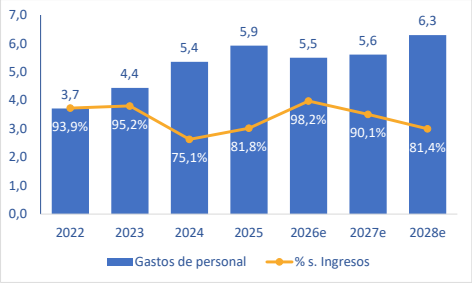
1. **Subvenciones de explotación (EUR 1,5Mn anuales desde 2026e).** TRTK tiene comprometida la firma de c. EUR 1,5Mn en nuevos proyectos europeos de I+D en 2026. Según la compañía, estos proyectos (tipo Horizon Europe) se prefinancian en un c.50% al firmar, recibiendo el resto por hitos de ejecución. Una vez estabilizado el nivel anual estimado de c.EUR 1,5Mn la partida deja de tener impacto en el fondo de maniobra a partir de 2027.

2. **Gastos de personal: el dilema de la plantilla.** Los gastos de personal son la partida dominante (81,8% s/ventas 2025; EUR 5,9Mn). TRTK se enfrenta a una disyuntiva: ajustar plantilla o retener capacidad técnica.

   Estimamos un ajuste moderado (de EUR 5,9Mn a EUR 5,5Mn en 2026e; -7,2%): no reposición de salidas naturales, reasignación de empleados de INCIBE a otras líneas, y reciclaje de perfiles técnicos a roles comerciales. En 2027e-2028e, los gastos crecen hasta EUR 5,6Mn y EUR 6,3Mn con la incorporación selectiva de nuevos perfiles.

3. **Otros gastos de explotación:** se situaron en EUR 0,9Mn en 2025 (+3,9% vs 2024). Para 2026e estimamos un incremento hasta EUR 0,9Mn (c.+3%), que recoge el coste estructural (año completo) de cotizar en BME Growth, parcialmente compensado por la caída de gastos específicos vinculados a INCIBE. A partir de 2027e, los otros gastos de explotación crecen al +3% anual por inflación, sin componentes extraordinarios.

Gráfico 23. Evolución coste de personal y % sobre ingresos



El EBITDA total se sostiene en 2026e gracias a las subvenciones, pero el EBITDA rec. (EUR -1,6Mn) revela que el negocio ordinario todavía no cubre sus costes de estructura sin financiación pública. La mejora del EBITDA total en el período (margen del 9,0% en 2025 al 17,7% en 2028e) refleja la transformación del mix: mismos ingresos, pero con un peso mucho mayor de producto propio frente a proyectos CPI a margen cero.

FCF y deuda neta: posición de caja neta desde 2026e pese al EBITDA rec. y FCF rec. negativos, y gracias a las subvenciones.

1. **CAPEX: prácticamente nulo, y financiado vía subvenciones**. TRTK no requiere inversión en activo fijo. Los gastos de desarrollo (EUR 0,5-0,8Mn anuales) se financian íntegramente con subvenciones europeas (EUR 1,5Mn anuales). El FCF rec. no se ve penalizado por la inversión en I+D, y el activo intangible generado en balance no ha requerido recursos propios.

Gráfico 24. Bridge EBITDA rec → FCF rec. 2028e

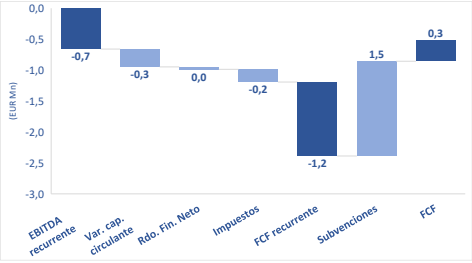


Tabla 3. De EBITDA recurrente a FCF recurrente

EUR Mn	2025	2026e	2027e	2028e
EBITDA recurrente	-0,6	-1,6	-1,2	-0,7
Var. capital circulante	1,5	1,1	-0,1	-0,3
Cash Flow operativo recurrente	**0,9**	**-0,5**	**-1,4**	**-0,9**
CAPEX	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado financiero neto	-0,2	-0,1	0,0	0,0
Impuestos	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2
FCF recurrente	**0,7**	**-0,6**	**-1,5**	**-1,2**
FCF rec. / Cifra de negocio	9,2%	-11,5%	-24,0%	-15,4%
Subvenciones	0,9	1,5	1,5	1,5
Free Cash Flow	**1,5**	**0,9**	**0,0**	**0,3**

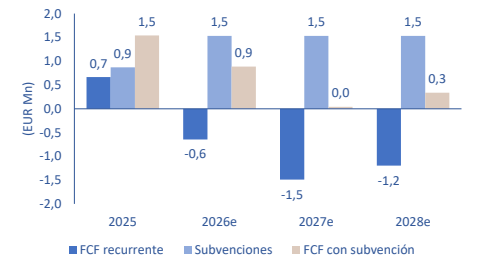
2. **Fondo de Maniobra: INCIBE distorsiona 2025 y 2026e, con normalización a partir de 2027e.** En 2025, la liberación de circulante ascendió a EUR 1,5Mn por facturación y cobro del contrato INCIBE (periodo de cobro efectivo de c. 15 meses). En 2026e

estimamos una liberación adicional de EUR 1,1Mn, por liquidación del saldo remanente INCIBE y prefinanciaciones de nuevas subvenciones (50% al firmar).

A partir de 2027e el circulante se normaliza y pasa a consumir caja moderadamente (EUR -0,1Mn en 2027e, EUR -0,3Mn en 2028e), con plazos de cobro más cortos (c.90 días vs 15 meses de INCIBE).

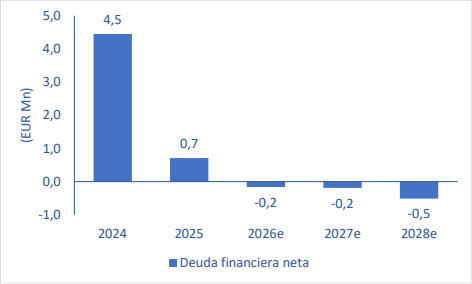
3. **Resultado financiero e impuestos.** El resultado financiero neto desciende de EUR -0,2 Mn en 2025 a EUR 0,0 Mn en 2028e, reflejo de la cancelación progresiva de la deuda financiera. Los impuestos crecen de EUR -0,1Mn a EUR -0,2Mn a medida que el beneficio antes de impuestos se recupera (tasa fiscal efectiva del 20%).

Gráfico 25. Evolución FCF recurrente



La generación de caja de TRTK en 2026e no refleja la calidad del negocio ordinario, sino el cobro del trabajo acumulado en los proyectos INCIBE (facturado con un desfase de c. 15 meses). A partir de 2027e, el FCF rec. (excluyendo subvenciones) es negativo: el negocio comercial no genera caja por sí solo. Son las subvenciones las que llevan el FCF total a terreno positivo (EUR 0,3Mn en 2028e).

Gráfico 26. Deuda financiera neta



Deuda neta: en posición de caja neta desde 2026e.

A cierre de 2025, la deuda financiera neta se redujo hasta EUR 0,7Mn (vs EUR 4,5Mn en 2024), impulsada por la ampliación de capital (EUR 2,6Mn), la liberación de circulante INCIBE y las subvenciones. En 2026e, la liquidación del saldo remanente INCIBE sitúa a TRTK en posición de caja neta (EUR 0,2Mn), que se amplía a EUR 0,5Mn en 2028e.

La posición de caja neta tiene dos lecturas. Solvencia: TRTK afronta la transición sin estrés financiero. Operativa: la caja permite optar a proyectos de mayor envergadura, donde la solvencia es requisito habitual en licitaciones. En cuanto a M&A, la compañía ha indicado que cualquier operación se financiaría vía ampliación de capital, no con caja existente.

ROCE y coste de capital: ¿en qué escenarios TRTK crea valor?

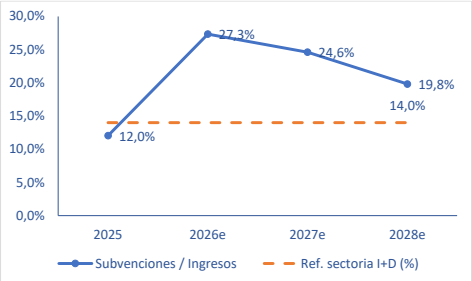
El retorno sobre el capital empleado (ROCE) sintetiza la capacidad de TRTK para generar resultado operativo con los recursos invertidos en el negocio.

Tabla 4. Evolución del ROCE

EUR Mn / %	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
NOPLAT (EUR Mn)	0,2	0,2	0,5	0,5	0,4	0,4	0,8
Capital empleado	1,3	2,3	5,3	4,1	3,5	3,8	4,2
ROCE	**29,9%**	**9,5%**	**13,1%**	**9,6%**	**9,7%**	**10,4%**	**20,0%**

La evolución del ROCE "cuenta tres historias". En 2022, un ROCE del 29,9% que reflejaba un negocio pequeño y rentable con muy poco capital empleado. En 2023-2024, la entrada de INCIBE infló el capital empleado (por el activo de contrato acumulado) y diluyó el ROCE hasta el 9,5-13,1%. Y en 2025-2026e, el ROCE se estabiliza en el entorno del 10%, para después recuperar con fuerza hasta el 20,0% en 2028e a medida que el EBIT crece sobre una base de capital empleado que apenas aumenta.

Gráfico 27. Subvenciones / Ventas



El peso de las subvenciones en el ROCE: un dato que exige matices. El ROCE de 2028e (20,0%) incluye EUR 1,5Mn anuales de subvenciones europeas que financian íntegramente la I+D de la compañía y sostienen buena parte del resultado operativo. Como señalamos en el apartado de Cash Flow, TRTK invierte en desarrollo de producto con financiación pública, sin consumir caja propia: el activo intangible que incrementa el capital empleado no ha requerido recursos propios. A modo de referencia, si excluyésemos las subvenciones del cálculo, el EBIT del negocio comercial sería negativo en todo el período proyectado: las subvenciones (EUR 1,5Mn anuales) superan al EBIT reportado (EUR 1,0Mn en 2028e), lo que confirma que el negocio comercial puro, sin apoyo de financiación pública, no cubre todavía sus costes operativos. No contemplamos un escenario de caída de subvenciones (el track record de TRTK en la obtención de proyectos europeos y la continuidad de los programas de I+D de la UE lo hacen improbable.

Tabla 5. Subvenciones vs Ingresos

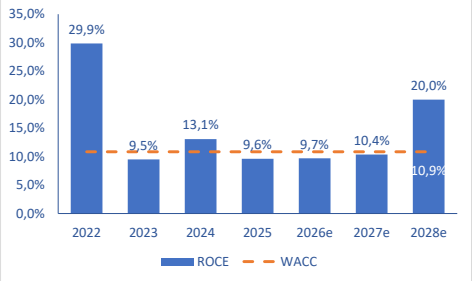
	2025	2026e	2027e	2028e
Subvenciones explotacion	0,9	1,5	1,5	1,5
Activaciones I+D	0,5	0,8	0,5	0,5
Ingresos	**7,2**	**5,6**	**6,2**	**7,7**
Subvenciones / Ingresos	12,0%	27,3%	24,6%	19,8%
Activaciones I+D / Ingresos	6,7%	14,3%	8,0%	6,5%
Subv. + Activ. / Ingresos	18,8%	41,6%	32,7%	26,3%

Creación de valor del negocio recurrente. Con un WACC estimado del 10,9%, la frontera de creación de valor se sitúa en un ROCE recurrente superior al 11%.

Para alcanzar un ROCE superior al WACC (10,9%) exclusivamente con ingresos comerciales, TRTK necesitaría generar un EBITDA de c. EUR 3,0Mn, independientemente del nivel de ingresos, ya que el capital empleado apenas varía. A EUR 7,7Mn de ventas 2028e, eso equivaldría a un margen EBITDA del 38%.

Las subvenciones europeas actúan como un pilar estructural del retorno sobre el capital empleado de TRTK, explican el ROCE (20% 2028e) y financian la I+D sin consumir caja propia. Una ventaja competitiva real pero cuya sostenibilidad depende de la continuidad de los programas de financiación pública.

Gráfico 28. ROCE vs WACC



Conclusión: en la fase post INCIBE el reto/oportunidad es el desarrollo del negocio de venta de producto propio, apalancar la estructura y mejorar el ROCE del "core business".

TRTK afronta en 2026e un año de transición marcado por la finalización de los contratos CPI con INCIBE, que aportaron el 50% de ventas en 2025. La caída de ingresos resultante (-22,7%) lleva el EBITDA recurrente a EUR -1,6Mn. La debilidad del resultado operativo en 2026e convive con una fuerte liberación de circulante (EUR 1,1Mn), que unido a la contribución de las subvenciones (EUR 1,5Mn) sitúa a la compañía en posición de caja neta desde el cierre de 2026e (EUR 0,2Mn), proporcionando estabilidad financiera y capacidad operativa para afrontar la transición.

A cierre de 2028e, nuestro escenario base contempla unas ventas de EUR 7,7Mn, prácticamente idéntica a la de 2025 (EUR 7,2Mn), pero con un negocio radicalmente distinto: sin dependencia de un solo contrato, con un mix orientado hacia eHealth (31% del total), IT Services (31%) y ciberseguridad (19%), y un margen EBITDA total del 17,7% (vs 9,0% en 2025). La transformación del mix es, en sí misma, un avance cualitativo relevante.

A los niveles de ingresos proyectados (EUR 7,7Mn en 2028e), las subvenciones seguirán representando c. 20% de las ventas, un porcentaje superior al gasto sectorial en I+D (c. 14%).

La tesis de inversión descansa sobre dos pilares: i) la capacidad de ejecutar la transición hacia producto propio (triaje SET, Sepsis IA, ciberseguridad, Hércules SGI) y de monetizar las capacidades adquiridas en ciberseguridad y ii) la continuidad de la financiación pública europea. La demostración de ingresos recurrentes por producto propio en 2026-2027 es la clave para validar la tesis, al ser la única vía de mejora continuada y sólida del ROCE (ex subvenciones).

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**1,0**	**0,2**	**0,6**	**n.a.**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**13,4**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**0,7**	Deuda bancaria neta de Caja ( )		
Coste de la deuda	4,0%	Coste de la deuda neta	3,8%	4,3%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**3,2%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**3,0%**	**3,4%**
Risk free rate (rf)	3,5%	Rf (Yield del bono a 10y a la fecha de este informe)	=	=
Equity risk premium	6,0%	R (estimación propia)	5,5%	6,5%
Beta (B)	1,3	B (estimación propia)	1,2	1,4
Coste del Equity	**11,3%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**10,1%**	**12,6%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	95,0%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	5,0%	D	=	=
WACC	**10,9%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**9,7%**	**12,1%**
G "Razonable"	**2,5%**		**3,0%**	**2,0%**

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

Inputs de valoración por múltiplos

Compañía	Ticker Factset	Mkt. Cap	PER 26e	BPA 26e-28e	EV/EBITDA 26e	EBITDA 26e-28e	EV/Vtas. 26e	Ingresos 26e-28e	EBITDA/Vtas. 26e	FCF Yield 26e	FCF 26e-28e
Izertis	IZER.MC	304,4	28,1	36,8%	11,7	24,5%	1,7	25,1%	14,7%	8,2%	-53,6%
Indra	IDR.MC	9.306,2	19,8	18,4%	9,2	15,2%	1,3	12,4%	13,9%	4,2%	21,6%
Seresco	SCO.MC	58,4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	n.a.
Gigas	GIGAH.MC	39,3	n.a.	22,1%	6,3	-3,0%	1,5	4,2%	24,3%	0,0%	n.a.
Tecnológicas españolas			23,9	25,7%	9,1	12,2%	1,5	13,9%	17,6%	3,1%	-16,0%
Sopra	SOPR.PA	2.789,9	8,1	7,5%	5,1	4,4%	0,6	3,2%	11,9%	11,0%	10,2%
Capgemini	CAPP.PA	17.543,9	8,1	7,3%	6,5	5,7%	1,0	4,1%	15,5%	11,6%	7,3%
Atos	ATOS.PA	863,9	25,8	n.a.	3,9	21,8%	0,3	2,2%	9,0%	n.a.	n.a.
Europeas medianas de IT services / IA			14,0	7,4%	5,1	10,6%	0,7	3,2%	12,1%	11,3%	8,7%
SentinelOne	S	5.506,9	54,9	34,6%	36,5	38,6%	4,8	17,0%	13,1%	1,8%	54,9%
Qualys	QLYS.O	3.107,4	13,7	7,2%	9,8	7,3%	4,3	6,9%	44,2%	8,0%	3,7%
Phreesia	PHR	474,9	30,6	52,7%	4,5	10,8%	1,1	6,3%	25,0%	15,1%	24,6%
Veeva Systems	VEEV.K	22.530,2	18,2	10,4%	12,1	11,2%	5,5	12,1%	45,1%	5,9%	12,9%
EEUU ciberseguridad y salud digital			29,3	26,2%	15,7	17,0%	3,9	10,6%	31,8%	7,7%	24,0%
TRTK	TRTK.MC	13,4	43,0	57,3%	20,1	39,0%	2,5	17,5%	12,7%	n.a.	-38,3%

Análisis de sensibilidad (2027e)

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

Escenario	EBITDA/Ingresos 27e	EBITDA 27e	EV/EBITDA 27e
Max	-21,8%	(1,4)	-10,5x
Central	-19,8%	(1,2)	-11,6x
Min	-17,8%	(1,1)	-12,9x

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

FCF Rec. EUR Mn	CAPEX/Ventas 27e		
EBITDA 27e	-5,0%	0,0%	5,0%
(1,4)	(1,3)	(1,6)	(1,9)
(1,2)	(1,2)	(1,5)	(1,8)
(1,1)	(1,1)	(1,4)	(1,7)

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en el EBITDA y en el Free Cash Flow.

1. **Riesgos de transición post-INCIBE, en los próximos 18-24 meses**. Los contratos de Compra Pública de Innovación con INCIBE (que aportaron EUR 3,6Mn en 2025, el 50,1% de la cifra de negocios) finalizan en junio de 2026. La caída de ingresos en 2026 estimada supera los EUR 2,7Mn (de EUR 3,6Mn en 2025 a EUR 0,9Mn en 2026e y los ingresos vinculados a esa CPI concreta serán cero a partir de 2027. La compañía busca activamente nuevas licitaciones CPI (en el propio INCIBE y en otros organismos) que puedan compensar parcialmente esta caída, si bien su materialización y timing presenta un grado de incertidumbre relevante. La capacidad de TRTK para reemplazarlos conlleva incertidumbre y riesgo. Una transición más lenta de lo previsto deterioraría tanto los ingresos como (dado el elevado peso de los gastos de personal del 82% sobre cifra de negocios en 2025) el EBITDA y el margen.

2. **Riesgo de ejecución comercial de los productos propios**. El plan de crecimiento de TRTK se apoya en una cartera de productos propios con un rasgo común: el I+D y buena parte de la construcción del producto están financiados, pero la fase comercial está por desarrollar. El éxito comercial depende de la velocidad de contratación por clientes institucionales (fuerzas de seguridad, hospitales y servicios autonómicos de salud, AAPP), de los ciclos de licitación pública y de la capacidad comercial de TRTK. Cualquier retraso significativo en la monetización retrasaría también la mejora de márgenes esperada.

3. **Riesgo de ejecución del crecimiento inorgánico (M&A)**. TRTK ha declarado que el crecimiento vía adquisición de empresas especializadas complementarias en ciberseguridad es una palanca clave para el cumplimiento de su plan de crecimiento. Los riesgos asociados son los habituales: pago de un precio excesivo, fallos de integración, pérdida de talento clave de la adquirida tras el cierre, y desviación de la atención del equipo directivo respecto del negocio orgánico. Nuestras proyecciones (2026e – 2028e) no incluyen ningún impacto por una posible adquisición.

4. **Riesgo competitivo y de escala**. La limitada masa crítica es una restricción real, tanto para abordar grandes contratos como para invertir en go-to-market de cada producto propio. Existe riesgo de ejecución para alcanzar la escala necesaria mediante crecimiento orgánico e inorgánico, lo cual mantendría a TRTK en un punto intermedio donde resulta difícil mejorar márgenes de forma estructural.

5. **Disrupción tecnológica por IA generativa**. TRTK es un especialista en IA aplicada. No obstante, la velocidad de evolución de los modelos generativos introduce un riesgo que afecta de forma distinta a cada línea de negocio.

   En IT Services (24,1% de la cifra de negocios en 2025), las herramientas de codificación asistida por IA están reduciendo las horas/hombre necesarias para proyectos equivalentes. TRTK puede mitigarlo internalizando estas herramientas para mejorar productividad, pero el equilibrio entre ahorro de horas y eventual presión de precio/hora por parte de los clientes es incierto. El crecimiento en ingresos estimado del 11,4% TACC2025-28e podría verse impactado negativamente.

   En Big Data e IA (9,7% del mix), el valor diferencial de TRTK puede comoditizarse a medida que los modelos pre-entrenados resuelven casos de uso que antes requerían investigación específica. El crecimiento en ingresos estimado del 25,3% TACC 2025-28e podría verse impactado negativamente.

En eHealth y productos propios de ciberseguridad, en cambio, la IA generativa es claramente un catalizador: las barreras de entrada en estos verticales no residen en el modelo de IA subyacente sino en la capa de aplicación, regulación e integración.

En conclusión: los segmentos más expuestos a la disrupción por IA son precisamente los que TRTK ya está intentando reducir en peso relativo. La IA generativa, por tanto, refuerza, sobre el papel, la dirección estratégica de la compañía. Pero también puede implicar un riesgo.

6. **Apalancamiento operativo y transición de servicios a producto**. Los gastos de personal representan el 82% de la cifra de negocios de TRTK en 2025, reflejo de un modelo todavía dominado por servicios y ejecución de proyectos CPI a coste. La tesis de mejora de margen descansa en pivotar progresivamente hacia producto propio, un modelo menos intensivo en mano de obra por euro de ingreso y con potencial de generar márgenes estructuralmente superiores. En 2025 la subida del 8,7% en plantilla media combinada con un crecimiento de ingresos de solo 1,5% se tradujo directamente en una caída del EBITDA recurrente de EUR -0,4Mn a EUR -0,6Mn.

   Durante la fase de transición (2026-2027 sobre todo), TRTK debe sostener la estructura de costes de una empresa de producto antes de que los ingresos de producto se hayan materializado plenamente. Estimamos que el gasto de personal bajará de los EUR 5,9Mn en 2025 a los EUR 5,5Mn en 2026e, EUR 5,6Mn en 2027e y EUR 6,3Mn en 2028e. La evolución del coste salarial estará fuertemente condicionada por la velocidad de ejecución del plan de negocio.

7. **Riesgo asociado a la continuidad de la financiación pública de I+D**. Una parte material del modelo histórico de TRTK ha descansado sobre la financiación pública: proyectos europeos (Horizonte Europa), CPI del INCIBE, préstamos blandos del CDTI y deducciones fiscales por I+D. Esta combinación ha permitido desarrollar capacidades y producto sin asumir prácticamente riesgo financiero en la fase de investigación. Cualquier endurecimiento estructural en los criterios de elegibilidad, retrasos en pagos, recortes presupuestarios a nivel europeo o cambios en el régimen fiscal de las deducciones por I+D podrían erosionar este mecanismo. La continuidad del flujo de proyectos europeos es un input clave del modelo: estimamos una aportación de EUR 1,5Mn anuales en 2026-2028, equivalente al 27% de los ingresos en 2026e y al 19% en 2028e.

8. **Dependencia del equipo directivo y de personal técnico clave**. El modelo de TRTK descansa en un equipo directivo reducido (CEO, COO, CFO, Director de RRHH y Directora de Producción) y en una plantilla altamente cualificada (más del 10% de PhDs). Como mitigante, los cuatro directivos principales tienen firmada una permanencia hasta octubre de 2028. La concentración del conocimiento técnico en determinados perfiles especializados es inherente a un modelo de conocimiento aplicado, y la salida de cualquiera de los directores de las Unidades de Negocio podría desencadenar pérdida de know-how estratégico, disrupciones en proyectos en curso y deterioro de relaciones con clientes.

Gobierno corporativo

Liderada por los socios fundadores y con el equipo directivo plenamente alineado con los accionistas

A fecha de este informe, el Consejo de Administración de TREE está compuesto por 7 miembros, de los cuales 5 son dominicales, 2 son consejeros independientes y 1 de los dominicales es a su vez ejecutivo (Marcelino Cortina, CEO). La participación conjunta de los 5 consejeros con participación accionarial asciende al 60,2% del capital (80,8% incluyendo a los directivos no consejeros con participación accionarial).

Los aspectos esenciales del Gobierno Corporativo de TREE son los siguientes:

1. **Socios fundadores y equipo directivo, siguen al frente de la compañía.** Tanto los tres socios fundadores (Manuel Arganza Díaz y los hermanos Javier y Antonio Rivela Rodríguez) como el equipo directivo formado por Marcelino Cortina (CEO), Enrique Berdayes (Director de Operaciones), Pablo Piñera (CFO) e Ignacio Morate (Director de RRHH) siguen totalmente involucrados en la gobernanza y gestión de la compañía.

   El Consejo de Administración está formado por 3 socios financieros (Manuel Arganza y los hermanos Javier y Antonio Rivela), 2 industriales (Marcelino Cortina, CEO; Enrique Badayes, Presidente) y 2 independientes, Rebeca Marciel y Noelia Amoedo. Ambas, sin vinculación accionarial, cuentan con perfiles técnicos y forman parte de la comisión de auditoría.

   Los hermanos Rivela, aportan un perfil complementario a la compañía. Javier con experiencia como CEO de Pangaea Oncology (cotizada en BME Growth, oncología de precisión) y Antonio con una amplia trayectoria en banca de inversión internacional.

   Antes de la salida a bolsa, el 100% del capital estaba en manos de los 7 accionistas fundadores: los tres socios financieros (58,5%) y los cuatro directivos (41,5%). Tras la OPS, su participación conjunta se ha diluido al 80,8% (47,3% los socios financieros y 33,5% los directivos).

   Es relevante destacar que ningún accionista vendió acciones en la operación: toda la liquidez captada fue vía emisión de acciones nuevas, destinada a financiar el crecimiento orgánico e inorgánico de la compañía.

2. **Mirling Europe: inversor vinculado a los socios fundadores.** Mirling Europe, S.L. es una sociedad holding domiciliada en L'Hospitalet de Llobregat (Barcelona), que adquirió el 5,8% de Treelogic en el marco de la OPS. Mirling Europe está vinculada a los socios fundadores de Treelogic. En octubre de 2025 fue nombrada consejera dominical de Pangaea Oncology, empresa que dirige Javier Rivela. Su presencia como accionista significativo refuerza el núcleo de control de los fundadores, que junto con Mirling acumularía el 53,1% del capital.

3. **Lock-up de un año para todos los accionistas fundadores.** Los hermanos Rivela, Manu Argadi, Pablo Piñera, Enrique Berdayes, Ignacio Morate y Marcelino Cortina, han suscrito un compromiso de no venta (lock-up) durante un año desde la incorporación a BME Growth (hasta enero de 2027). La única excepción fue la adquisición de 120.000 acciones en autocartera (2,0%) en 2025.

4. **Contrato de liquidez y autocartera.** La Sociedad formalizó el 21 de julio de 2025 un contrato de liquidez con Link Securities, poniendo a disposición del proveedor EUR 300.000 en efectivo y 120.000 acciones propias (equivalentes a EUR 300.000 al precio de referencia de EUR 2,50). Estas 120.000 acciones (2,0% del capital) constituyen la autocartera de la Sociedad y fueron adquiridas a los accionistas fundadores el 24 de diciembre de 2025 con la exclusiva finalidad de permitir al Proveedor de Liquidez hacer frente a sus compromisos de contrapartida en el mercado.

Tabla 6. Estructura accionarial a fecha de este informe

Accionista	Nº acciones	Directa (%)	Total (%)
Girasoles Finance, S.L (A. Rivela)	1.115.256	18,47%	18,47%
MAD Adquisiciones, S.L.U. (Manu Argadi Inv.)	871.256	14,43%	14,43%
Biosense, S.L (J. Rivela)	871.236	14,43%	14,43%
D. Pablo Piñera Álvarez	623.205	10,32%	10,32%
D. Enrique Berdayes	623.205	10,32%	10,32%
D. Ignacio Morate del	623.205	10,32%	10,32%
D. Marcelino Cortina García	152.637	2,53%	2,53%
Mirling Europe, S.L.	350.000	5,80%	5,80%
Autocartera	120.000	1,99%	1,99%
Free float	840.157	13,92%	13,92%
Total	**6.037.520**	**100,00%**	**100,00%**

Tabla 7. Consejo de Administración

Nombre	Cargo	Categoría	Fecha	% Capital
Marcelino Cortina García	CEO	Ejecutivo / Dominical	29/04/2025	2,53%
Enrique Berdayes Álvarez	Presidente	Dominical	29/04/2025	10,32%
Biosense, S.L (J. Rivela)	Consejero	Dominical	29/04/2025	14,43%
Manu Argadi Inv., S.L (Rte. J. Arganza)	Consejero	Dominical	29/04/2025	14,43%
Girasoles Finance, S.L (A. Rivela)	Consejero	Dominical	29/04/2025	18,47%
Rebeca Marciel García	Consejero	Independiente	21/05/2025	-
Noelia Amoedo Casqueiro	Consejero	Independiente	21/05/2025	-
Total consejeros				**60,18%**

Tabla 8. Alta dirección

Alta Dirección	Cargo
Marcelino Cortina García	Consejero Delegado / Director General
Enrique Berdayes Álvarez	Director de Operaciones
Pablo Piñera Álvarez	Director Financiero
Ignacio Morate del Fresno	Director de Recursos Humanos
Marta López Martínez	Directora de Producción

Tabla 9. Comisión de Auditoría

Nombre	Cargo	Categoría
Rebeca Marciel García	Presidenta	Independiente
Noelia Amoedo Casqueiro	Vocal	Independiente
Biosense, S.L (J. Rivela)	Secretaria	Dominical

Tabla 10. Principales indicadores de gobierno corporativo

KPI	2024	2025
% de consejeros independientes	28,6%	28,6%
% de consejeros dominicales	57,1%	57,1%
% de consejeros ejecutivos	14,3%	14,3%
% de mujeres en el Consejo de Administración	28,6%	28,6%
% de mujeres en la plantilla	29,5%	34,8%
% Remuneración Consejo / Gastos de personal (%)	c. 0,3%	c. 1,6%
Nº casos de corrupción confirmados	0	0

5. **Comisión de Auditoría presidida por una consejera independiente.** La Comisión de Auditoría está formada por tres miembros, con mayoría de independientes (Rebeca Marciel como presidenta y Noelia Amoedo como vocal). El tercer miembro es Javier Rivela (a través de Biosense, S.L.), consejero dominical que actúa como secretario. La Sociedad no cuenta actualmente con Comisión de Nombramientos y Retribuciones.

6. **Retribución del Consejo de Administración, bajo control.** La Junta General de 30 de junio de 2025 aprobó una remuneración fija de EUR 61.000 para el Consejero Delegado por funciones ejecutivas y un máximo de EUR 34.000 para el conjunto de consejeros en su condición de tales. En 2025, la alta dirección (6 directivos) percibió EUR 304.000 (vs gastos de personal de EUR 5.9 Mn; 6.2%). En 2024, el Administrador Único y la alta dirección percibieron EUR 213.000 (4,0% de los gastos de personal de EUR 5,4 Mn). El incremento se explica fundamentalmente por la ampliación del perímetro de alta dirección de 3 a 6 directivos en 2025, no por un aumento significativo de la retribución individual.

7. **Cláusulas de blindaje del CEO y de los tres principales directivos.** Marcelino Cortina (CEO), Enrique Berdayes (Director de Operaciones), Pablo Piñera (Director Financiero) e Ignacio Morate (Director de RRHH) han suscrito, cada uno de ellos, compromisos de permanencia de tres años (hasta abril de 2028).

8. **Plan de incentivos a largo plazo.** La compañía no tiene actualmente un plan de incentivos basado en opciones sobre acciones o similar.

9. **Retribución al accionista: sin compromiso de dividendo.** Con cargo al resultado de 2024 (EUR 0,3 Mn), la propuesta ha sido destinar la totalidad a reservas voluntarias. No se prevé una política de retribución al accionista en el corto/medio plazo, dado que los fondos captados en la OPS se destinarán a crecimiento orgánico e inorgánico.

10. **Política de diversidad.** A cierre de 2025 la plantilla de Treelogic estaba compuesta por 115 personas, de las cuales el 34,8% eran mujeres (vs 29,5% en 2024). En el Consejo de Administración, dos de los siete miembros son mujeres (28,6%), ambas independientes.

11. **Medidas adicionales de buen gobierno corporativo.** Pese a no estar sujeta al Código Unificado de Buen Gobierno de la CNMV, la Sociedad ha adoptado voluntariamente un Reglamento Interno de Conducta (RIC) que regula la gestión de información privilegiada, la autocartera y los conflictos de interés. Las cuentas anuales son auditadas por KPMG Auditores y la información financiera semestral está sujeta a revisión limitada por el mismo auditor.

12. **Sin saldos y transacciones materiales con partes vinculadas, ni conflictos de interés.** A 31 de diciembre de 2025, la Sociedad no mantenía importes pendientes de pago significativos a sus accionistas. No se han producido transacciones con partes vinculadas relevantes más allá de las remuneraciones del Consejo y la alta dirección. La totalidad de los miembros del Consejo han declarado no estar incursos en situaciones de conflicto de interés.

13. **Aprobación de las cuentas anuales sin salvedades.** Las cuentas anuales de 2024 y 2025 han sido auditadas por KPMG Auditores sin salvedades.

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial		0,5	0,4	0,5	0,9	1,7	2,2	2,7
Inmovilizado material		0,1	0,0	0,0	0,0	(0,2)	(0,5)	(0,9)
Otros activos no corrientes		0,9	0,6	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Inmovilizado financiero		0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Fondo de comercio y otros intangibles		0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Activo circulante		2,3	3,2	7,1	5,1	3,3	3,6	4,5
Total activo		**4,0**	**4,3**	**8,8**	**6,9**	**5,7**	**6,3**	**7,3**
Patrimonio neto		0,4	0,5	0,8	3,3	3,6	3,9	4,6
Minoritarios		-	-	-	-	-	-	-
Provisiones y otros pasivos a LP		0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros pasivos no corrientes		(0,0)	-	-	-	-	-	-
Deuda financiera neta		0,8	1,8	4,5	0,7	(0,2)	(0,2)	(0,5)
Pasivo circulante		2,7	2,0	3,3	2,9	2,2	2,5	3,0
Total pasivo		**4,0**	**4,3**	**8,8**	**6,9**	**5,7**	**6,3**	**7,3**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos		**4,0**	**4,7**	**7,1**	**7,2**	**5,6**	**6,2**	**7,7**	***n.a.***	***2,2%***
Cto.Total Ingresos		*n.a.*	*17,9%*	*53,0%*	*1,5%*	*-22,7%*	*11,1%*	*24,2%*		
Coste de ventas		(0,9)	(0,8)	(1,3)	(1,1)	(0,8)	(0,9)	(1,1)		
Margen Bruto		**3,1**	**3,9**	**5,8**	**6,2**	**4,8**	**5,3**	**6,6**	***n.a.***	***2,2%***
Margen Bruto / Ingresos		*77,3%*	*83,4%*	*81,5%*	*85,3%*	*85,3%*	*85,3%*	*85,3%*		
Gastos de personal		(3,7)	(4,4)	(5,4)	(5,9)	(5,5)	(5,6)	(6,3)		
Otros costes de explotación		(0,6)	(0,7)	(0,8)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(1,0)		
EBITDA recurrente		**(1,3)**	**(1,3)**	**(0,4)**	**(0,6)**	**(1,6)**	**(1,2)**	**(0,7)**	***n.a.***	***-2,1%***
Cto.EBITDA recurrente		*n.a.*	*-2,2%*	*70,2%*	*-62,4%*	*-160,9%*	*24,1%*	*46,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos		*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.		1,7	1,7	0,8	0,8	1,5	1,5	1,5		
Gastos capitalizados		-	-	0,2	0,5	0,8	0,5	0,5		
EBITDA		**0,4**	**0,4**	**0,7**	**0,6**	**0,7**	**0,8**	**1,4**	***n.a.***	***28,3%***
Depreciación y provisiones		(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,3)	(0,4)		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-	-		
EBIT		**0,3**	**0,2**	**0,6**	**0,5**	**0,5**	**0,5**	**1,0**	***n.a.***	***26,6%***
Cto.EBIT		*n.a.*	*-11,4%*	*143,4%*	*-9,0%*	*-7,1%*	*3,1%*	*112,1%*		
EBIT / Ingresos		*6,5%*	*4,8%*	*7,7%*	*6,9%*	*8,3%*	*7,7%*	*13,2%*		
Impacto fondo de comercio y otros		-	-	-	-	-	-	-		
Resultado financiero neto		(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,0)		
Resultados por puesta en equivalencia		-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio ordinario		**0,2**	**0,2**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**1,0**	***n.a.***	***42,9%***
Cto.Beneficio ordinario		*n.a.*	*-38,2%*	*115,3%*	*3,0%*	*18,0%*	*9,0%*	*127,0%*		
Extraordinarios		-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos		**0,2**	**0,2**	**0,3**	**0,3**	**0,4**	**0,4**	**1,0**	***n.a.***	***42,9%***
Impuestos		(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
Tasa fiscal efectiva		*25,3%*	*25,2%*	*9,7%*	*9,5%*	*21,0%*	*21,0%*	*21,0%*		
Minoritarios		-	-	-	-	-	-	-		
Actividades discontinuadas		-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio neto		**0,2**	**0,1**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,8**	***n.a.***	***36,6%***
Cto.Beneficio neto		*n.a.*	*-38,2%*	*159,9%*	*3,2%*	*3,1%*	*9,0%*	*127,0%*		
Beneficio ordinario neto		**(1,4)**	**(1,5)**	**(0,5)**	**(0,4)**	**(1,1)**	**(1,1)**	**(0,6)**	***n.a.***	***-7,3%***
Cto. Beneficio ordinario neto		*n.a.*	*-5,4%*	*66,0%*	*12,8%*	*-153,1%*	*3,1%*	*49,7%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**(1,6)**	**(1,2)**	**(0,7)**	***n.a.***	***-2,1%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						-	-	-		
Var.capital circulante						1,1	(0,1)	(0,3)		
Cash Flow operativo recurrente						**-0,5**	**-1,4**	**-0,9**	***n.a.***	***-44,8%***
CAPEX						-	-	-		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(0,1)	(0,0)	(0,0)		
Impuestos						(0,1)	(0,1)	(0,2)		
Free Cash Flow Recurrente						**(0,6)**	**(1,5)**	**(1,2)**	***n.a.***	***-55,9%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						1,5	1,5	1,5		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**0,9**	**0,0**	**0,3**	***n.a.***	***-38,5%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(0,0)	(0,0)	(0,0)		
Variación de Deuda financiera neta						**(0,9)**	**(0,0)**	**(0,3)**		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

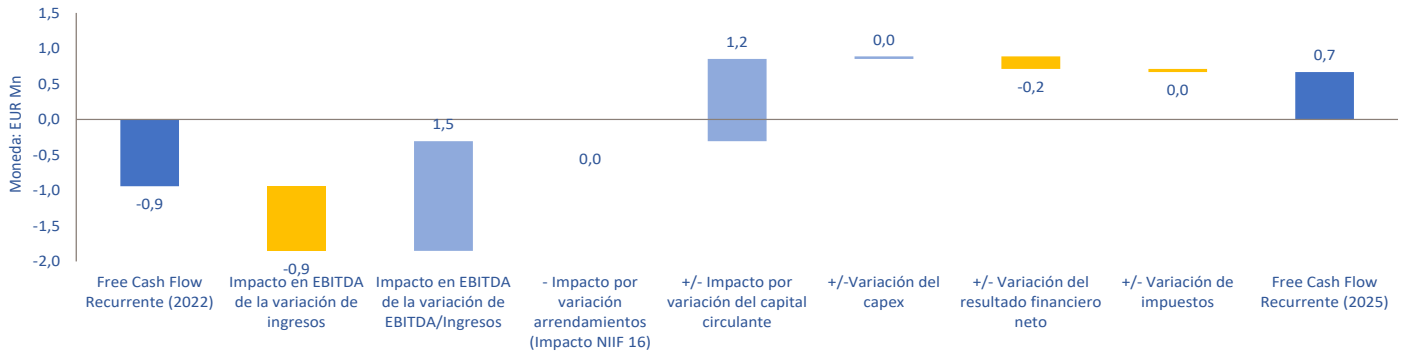
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**(1,3)**	**(1,3)**	**(0,4)**	**(0,6)**	**(1,6)**	**(1,2)**	**(0,7)**	***20,9%***	***-2,1%***
Cto.EBITDA recurrente	*n.a.*	*-2,2%*	*70,2%*	*-62,4%*	*-160,9%*	*24,1%*	*46,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,4	(1,5)	(2,6)	1,5	1,1	(0,1)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(0,9)**	**(2,8)**	**(3,0)**	**0,9**	**(0,5)**	**(1,4)**	**(0,9)**	***44,9%***	***-44,8%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*n.a.*	*-220,1%*	*-5,5%*	*130,8%*	*-153,8%*	*-174,8%*	*29,7%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*12,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- CAPEX	(0,0)	(0,0)	-	-	-	-	-		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,2)	(0,1)	(0,0)	(0,0)		
- Impuestos	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,2)		
= Free Cash Flow recurrente	**(0,9)**	**(2,9)**	**(3,1)**	**0,7**	**(0,6)**	**(1,5)**	**(1,2)**	***39,4%***	***-55,9%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*n.a.*	*-210,9%*	*-6,7%*	*121,4%*	*-196,5%*	*-131,2%*	*19,9%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*9,2%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
- Gastos de reestructuración y otros	1,7	1,7	0,8	0,8	1,5	1,5	1,5		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**0,7**	**(1,3)**	**(2,3)**	**1,5**	**0,9**	**0,0**	**0,3**	***25,1%***	***-38,5%***
Cto. Free Cash Flow	*n.a.*	*-269,6%*	*-81,4%*	*163,7%*	*-38,9%*	*-95,3%*	*717,3%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*5,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*5,5%*	*n.a.*	*n.a.*	*10,8%*	*6,6%*	*0,3%*	*2,5%*		

B) Analítica de la variación anual del Free Cash Flow recurrente (Mn EUR)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Free Cash Flow recurrente (Año -1)		**(0,9)**	**(2,9)**	**(3,1)**	**0,7**	**(0,6)**	**(1,5)**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos		(0,2)	(0,7)	(0,0)	0,1	(0,2)	(0,3)
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos		0,2	1,6	(0,2)	(1,1)	0,6	0,9
= Variación EBITDA recurrente		**(0,0)**	**0,9**	**(0,2)**	**(1,0)**	**0,4**	**0,6**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)		-	-	-	-	-	-
+/- Impacto por variación del capital circulante		(1,9)	(1,1)	4,1	(0,4)	(1,2)	(0,2)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente		**(1,9)**	**(0,2)**	**3,9**	**(1,4)**	**(0,9)**	**0,4**
+/-Variación del CAPEX		0,0	0,0	-	-	-	-
+/- Variación del resultado financiero neto		(0,0)	(0,1)	(0,1)	0,1	0,0	0,0
+/- Variación de impuestos		(0,0)	0,0	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,1)
= Variación del Free Cash Flow recurrente		**(2,0)**	**(0,2)**	**3,8**	**(1,3)**	**(0,8)**	**0,3**
Free Cash Flow Recurrente		**(2,9)**	**(3,1)**	**0,7**	**(0,6)**	**(1,5)**	**(1,2)**

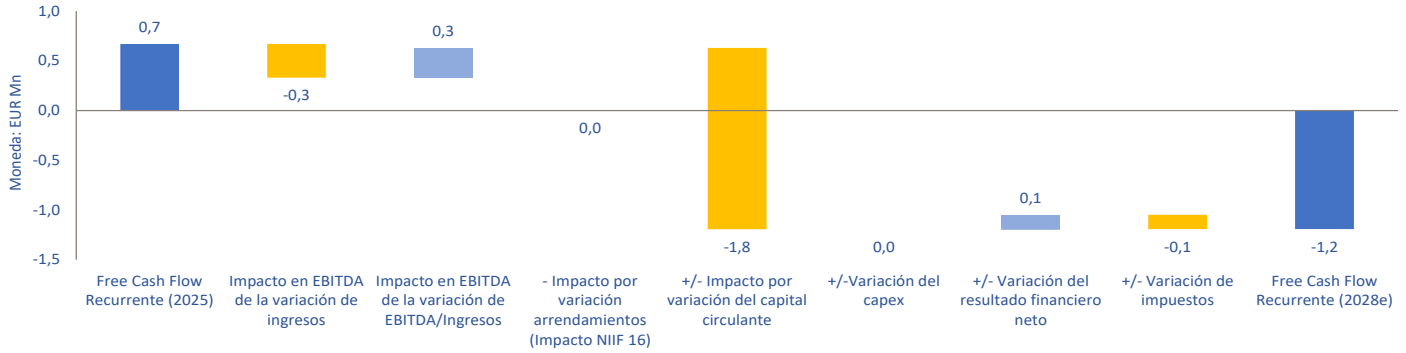
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**0,3**	**0,2**	**0,6**	**0,5**	**0,5**	**0,5**	**1,0**	***25,2%***	***26,6%***
** Tasa fiscal teórica*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
EBITDA recurrente	**(1,3)**	**(1,3)**	**(0,4)**	**(0,6)**	**(1,6)**	**(1,2)**	**(0,7)**	***20,9%***	***-2,1%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Var. Capital circulante	0,4	(1,5)	(2,6)	1,5	1,1	(0,1)	(0,3)		
= Cash Flow operativo recurrente	**(0,9)**	**(2,8)**	**(3,0)**	**0,9**	**(0,5)**	**(1,4)**	**(0,9)**	***44,9%***	***-44,8%***
- CAPEX	(0,0)	(0,0)	-	-	-	-	-		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(0,9)**	**(2,8)**	**(3,0)**	**0,9**	**(0,5)**	**(1,4)**	**(0,9)**	***44,2%***	***-44,8%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*n.a.*	*-211,1%*	*-4,2%*	*130,8%*	*-153,8%*	*-174,8%*	*29,7%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	n.a.	n.a.	12,6%	n.a.	n.a.	n.a.		
- Gastos de reestructuración y otros	1,7	1,7	0,8	0,8	1,5	1,5	1,5		
- Adquisiciones / + Desinversiones	-	-	-	-	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**0,8**	**(1,2)**	**(2,1)**	**1,7**	**1,0**	**0,2**	**0,6**	***30,4%***	***-30,0%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*n.a.*	*-254,2%*	*-80,2%*	*179,7%*	*-38,7%*	*-82,6%*	*222,4%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*6,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*5,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*11,9%*	*7,3%*	*1,3%*	*4,1%*		

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

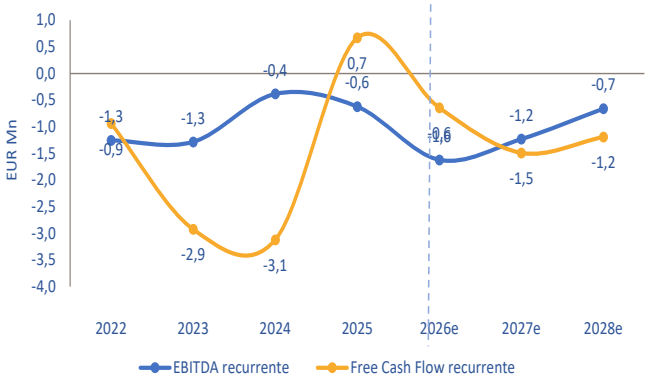
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2022 - 2025)



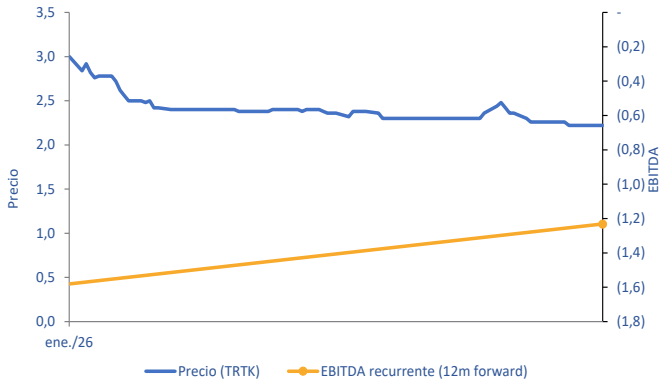
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



Evolución del EBITDA recurrente vs Free Cash Flow recurrente



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



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

	EUR Mn	Fuente
Market Cap	13,4	
+ Minoritarios	-	
+ Provisiones y otros pasivos a LP	0,1	Rdos. 12m 2025
+ Deuda financiera neta	0,7	Rdos. 12m 2025
- Inmovilizado financiero	(0,0)	Rdos. 12m 2025
+/- Otros		
Enterprise Value (EV)	**14,2**	

Anexo 4. Comportamiento histórico(1)

Comportamiento histórico (EUR Mn)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 15-25	TACC 25-28e
Total Ingresos								**4,0**	**4,7**	**7,1**	**7,2**	**5,6**	**6,2**	**7,7**	***n.a.***	***2,2%***
Cto. Total ingresos								*n.a.*	*17,9%*	*53,0%*	*1,5%*	*-22,7%*	*11,1%*	*24,2%*		
EBITDA								**0,4**	**0,4**	**0,7**	**0,6**	**0,7**	**0,8**	**1,4**	***n.a.***	***28,3%***
Cto. EBITDA								*n.a.*	*-10,1%*	*83,5%*	*-7,6%*	*9,3%*	*12,7%*	*71,5%*		
EBITDA/Ingresos								*10,8%*	*8,2%*	*9,8%*	*9,0%*	*12,7%*	*12,8%*	*17,7%*		
Beneficio neto								**0,2**	**0,1**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,3**	**0,8**	***n.a.***	***36,6%***
Cto. Beneficio neto								*n.a.*	*-38,2%*	*159,9%*	*3,2%*	*3,1%*	*9,0%*	*127,0%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)								6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0		
BPA (EUR)								0,03	0,02	0,05	0,05	0,05	0,06	0,13	*n.a.*	*36,6%*
Cto. BPA								*n.a.*	*-38,2%*	*n.a.*	*3,2%*	*3,1%*	*9,0%*	*n.a.*		
BPA ord. (EUR)								-0,24	-0,25	-0,09	-0,07	-0,19	-0,18	-0,09	*n.a.*	*-7,3%*
Cto. BPA ord.								*n.a.*	*-5,4%*	*66,0%*	*12,8%*	*n.a.*	*3,1%*	*49,7%*		
CAPEX								(0,0)	(0,0)	-	-	-	-	-		
CAPEX/Vtas %)								*0,9%*	*0,8%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*		
Free Cash Flow								**0,7**	**(1,3)**	**(2,3)**	**1,5**	**0,9**	**0,0**	**0,3**	**n.a.**	**-38,5%**
DN/EBITDA (x)(2)								*2,0x*	*4,6x*	*6,3x*	*1,1x*	*-0,2x*	-0,2x	-0,4x		
PER (x)								*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*43,0x*	39,4x	17,4x		
EV/Vtas (x)								*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*2,54x*	2,29x	1,84x		
EV/EBITDA (x)(2)								*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*20,1x*	17,8x	10,4x		
Comport. Absoluto								*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*				
Comport. Relativo vs Ibex 35								*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*				

Nota 1: Los múltiplos son históricos, calculados en base al precio y EV de final de cada ejercicio, salvo (en su caso) en el año en curso, en que se darían múltiplos a precios actuales. El comportamiento absoluto y relativo corresponde a cada ejercicio (1/1 a 31/12). La fuente, tanto de múltiplos históricos como de evolución de la cotización, es Refinitiv.
Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

Anexo 5. Principales comparables 2026e

		Tecnológicas españolas					Europeas medianas de IT services / IA				EEUU ciberseguridad y salud digital					
	EUR Mn	Izertis	Indra	Seresco	Gigas	Average	Sopra	Capgemini	Atos	Average	SentinelOne	Qualys	Phreesia	Veeva Systems	Average	TRTK
Datos Mercado	Ticker (Factset)	IZER.MC	IDR.MC	SCO.MC	GIGAH.MC		SOPR.PA	CAPP.PA	ATOS.PA		S	QLYS.O	PHR	VEEV.K		TRTK.MC
	País	Spain	Spain	Spain	Spain		France	France	France		USA	USA	USA	USA		Spain
	Market cap	304,4	9.306,2	58,4	39,3		2.789,9	17.543,9	863,9		5.506,9	3.107,4	474,9	22.530,2		13,4
	Enterprise value (EV)	372,9	8.733,1	67,5	106,7		3.518,4	23.969,6	2.376,7		4.965,1	2.701,1	497,6	16.875,3		14,2
Información financiera básica	Total Ingresos	217,3	6.807,5	58,3	70,0		5.763,7	24.000,4	6.796,2		1.039,2	623,0	444,5	3.089,7		5,6
	Cto.Total Ingresos	*34,6%*	*23,4%*	*3,5%*	*-5,9%*	*13,9%*	*2,0%*	*6,8%*	*-15,1%*	*-2,1%*	*20,4%*	*8,0%*	*7,3%*	*12,2%*	*12,0%*	*-22,7%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*25,1%*	*12,4%*	*9,0%*	*4,2%*	*12,7%*	*3,2%*	*4,1%*	*2,2%*	*3,2%*	*17,0%*	*6,9%*	*6,3%*	*12,1%*	*10,6%*	*17,5%*
	EBITDA	32,0	946,0	9,2	17,0		686,0	3.714,5	614,7		135,9	275,3	111,1	1.394,9		0,7
	Cto. EBITDA	*39,9%*	*39,9%*	*-6,7%*	*25,0%*	*24,5%*	*-1,5%*	*16,1%*	*-12,8%*	*0,6%*	*162,2%*	*35,1%*	*278,3%*	*64,3%*	*135,0%*	*9,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*24,5%*	*15,2%*	*18,8%*	*-3,0%*	*13,9%*	*4,4%*	*5,7%*	*21,8%*	*10,6%*	*38,6%*	*7,3%*	*10,8%*	*11,2%*	*17,0%*	*39,0%*
	EBITDA/Ingresos	*14,7%*	*13,9%*	*15,8%*	*24,3%*	*17,2%*	*11,9%*	*15,5%*	*9,0%*	*12,1%*	*13,1%*	*44,2%*	*25,0%*	*45,1%*	*31,8%*	*12,7%*
	EBIT	21,0	693,5	6,6	1,0		494,4	2.874,6	282,5		98,4	263,3	30,4	1.368,3		0,5
	Cto. EBIT	*77,7%*	*24,4%*	*-9,3%*	*151,5%*	*61,1%*	*-1,4%*	*14,9%*	*-1,6%*	*4,0%*	*137,0%*	*37,6%*	*n.a.*	*67,6%*	*80,8%*	*-7,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*6,9%*	*16,6%*	*24,5%*	*0,0%*	*12,0%*	*5,7%*	*6,8%*	*34,2%*	*15,6%*	*48,1%*	*6,1%*	*36,8%*	*11,4%*	*25,6%*	*47,9%*
	EBIT/Ingresos	*9,7%*	*10,2%*	*11,3%*	*1,4%*	*8,1%*	*8,6%*	*12,0%*	*4,2%*	*8,2%*	*9,5%*	*42,3%*	*6,8%*	*44,3%*	*25,7%*	*8,3%*
	Beneficio Neto	8,6	464,2	4,3	(3,0)		343,6	2.126,3	51,4		103,7	226,6	21,8	1.260,5		0,3
	Cto. Beneficio Neto	*93,3%*	*5,7%*	*7,8%*	*71,8%*	*44,7%*	*12,2%*	*30,0%*	*103,7%*	*48,7%*	*126,7%*	*32,6%*	*999,3%*	*60,9%*	*304,9%*	*3,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*43,3%*	*17,2%*	*32,2%*	*18,4%*	*27,8%*	*7,1%*	*6,7%*	*99,2%*	*37,7%*	*38,5%*	*7,2%*	*57,5%*	*10,5%*	*28,4%*	*57,3%*
	CAPEX/Ventas	*7,4%*	*3,0%*	*0,9%*	*0,0%*	*2,8%*	*2,0%*	*1,6%*	*2,7%*	*2,1%*	*1,3%*	*1,7%*	*2,5%*	*0,8%*	*1,6%*	*0,0%*
	Free Cash Flow	25,0	389,9	6,2	n.a.		306,2	2.039,0	(8,8)		99,9	247,5	71,7	1.324,7		0,9
	Deuda financiera Neta	13,3	(61,3)	6,4	51,0		363,3	4.384,9	1.204,1		(573,4)	(619,2)	(91,9)	(5.674,8)		(0,2)
	DN/EBITDA (x)	0,4	n.a.	0,7	3,0	1,4	0,5	1,2	2,0	1,2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	Pay-out	*0,0%*	*14,3%*	*14,2%*	*0,0%*	*7,1%*	*29,6%*	*27,8%*	*0,0%*	*19,2%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*4,8%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	28,1	19,8	13,7	n.a.	20,5	8,1	8,1	25,8	14,0	54,9	13,7	30,6	18,2	29,3	43,0
	P/BV (x)	3,1	4,6	3,6	1,0	3,1	1,2	1,4	n.a.	1,3	4,5	5,2	1,3	3,2	3,5	3,8
	EV/Ingresos (x)	1,7	1,3	1,2	1,5	1,4	0,6	1,0	0,3	0,7	4,8	4,3	1,1	5,5	3,9	2,5
	EV/EBITDA (x)	11,7	9,2	7,7	6,3	8,7	5,1	6,5	3,9	5,1	36,5	9,8	4,5	12,1	15,7	20,1
	EV/EBIT (x)	17,8	12,6	10,8	n.a.	13,7	7,1	8,3	8,4	8,0	n.a.	10,3	16,4	12,3	13,0	30,6
	ROE	*8,5*	*25,2*	*29,3*	*n.a.*	*21,0*	*15,4*	*16,8*	*12,7*	*15,0*	*1,0*	*38,3*	*16,1*	*17,6*	*18,2*	*9,2*
	FCF Yield (%)	*8,2*	*4,2*	*9,9*	*n.a.*	*7,4*	*11,0*	*11,6*	*n.a.*	*11,3*	*1,8*	*8,0*	*15,1*	*5,9*	*7,7*	*n.a.*
	DPA	*0,00*	*0,38*	*0,07*	*0,00*	*0,11*	*5,23*	*3,50*	*0,00*	*2,91*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,0%*	*0,7%*	*1,0%*	*0,0%*	*0,4%*	*3,7%*	*3,4%*	*0,0%*	*2,4%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,1%*

Nota 1: Datos financieros, Múltiplos y Ratios basados en el consenso de mercado (Refinitiv). En el caso de la compañía analizada, estimaciones propias (Lighthouse).
Nota 2: Todos los ratios y múltiplos sobre EBITDA, se refieren al EBITDA total (no al EBITDA recurrente).

LIGHTHOUSE

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

Director de análisis

Alfredo Echevarría Otegui
alfredo.echevarria@institutodeanalistas.com

Analistas que han contribuido a este informe:

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

Daniel Gandoy López
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

Miguel Medina Sivilotti
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

Roberto Barrio Hernando
Equity research
lighthouse@institutodeanalistas.com

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

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

INFORMACIÓN LEGAL IMPORTANTE SOBRE ESTE INFORME

LIGHTHOUSE

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

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

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

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

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

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

DISCLAIMER

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

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

Normas de confidencialidad y conflictos de interés

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

1. El presente informe es un análisis no independiente al estar realizado por encargo de la compañía analizada (emisor).

2. En los últimos 12 meses, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., han tenido mandatos de Finanzas Corporativas o bien han gestionado o cogestionado una oferta pública de los valores del emisor, o bien recibido de dicho emisor una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.

3. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., espera recibir o pretende obtener en los próximos 6 meses una remuneración por los servicios de Finanzas Corporativas prestados a esta empresa, que excluyen los servicios de corredor por unos honorarios anticipados.

4. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición larga en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.

5. El Analista de Inversiones o un miembro del Departamento de Análisis o alguien que viva en su casa tiene una posición corta en las acciones o los derivados del emisor correspondiente.

6. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición larga superior al 0,5% del Capital del emisor.

7. A la fecha de producción, el Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U. tenían una posición corta superior al 0,5% del Capital del emisor.

8. Al fin del mes inmediatamente anterior a la publicación de este informe, o del mes previo si el informe se publica en los diez días siguientes al final del mes, la compañía analizada (el emisor) o cualquiera de sus filiales, poseían el 5% o más de cualquier clase de valores de renta variable del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U.

9. Un alto directivo o ejecutivo del Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., o bien un miembro de sus departamentos es directivo, ejecutivo, asesor o miembro del Consejo de Administración del emisor y/o una de sus subsidiarias.

10. El Instituto Español de Analistas Financieros o su filial, IEAF Servicios de Análisis S.L.U., actúa en calidad de corredor del Emisor por los honorarios anticipados correspondientes.

11. El contenido de este informe que incluye el análisis financiero, proyecciones financieras, valoración, opinión y conclusiones del analista ha sido revisado por el emisor antes de su publicación.

12. El emisor ha realizado cambios en el contenido del informe antes de su distribución.

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

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

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

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

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

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

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

Histórico de notas e informes

Fecha Informe	Recomendación	Precio (EUR)	P. Objetivo (EUR)	Plazo validez	Motivo informe	Analista
26-May-2026	n.a.	2,22	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Alfredo Echevarría Otegui