LIGHTHOUSE
INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS

Vocento

RENTA VARIABLE - ESPAÑA
Sector: Media

Precio de Cierre: EUR 0,88 (2 oct 2026)
Fecha del informe: 5 oct 2026 (12:30h)

Inicio de cobertura
Análisis Independiente de Compañías

Vocento (VOC) es un grupo de comunicación líder en prensa en España, con una cuota de mercado en venta de ejemplares del c. 25% en 2026. Aparte, cuenta con 222k suscriptores, 192k digitales. Combina el diario nacional ABC con 18 cabeceras regionales (entre ellas, El Correo, El Diario Vasco o El Diario Montañés). Adicionalmente, presenta un negocio de diversificación (clasificados, gastronomía y agencias creativas), con un peso del c. 20% /Ingresos 2025.

Pablo Victoria Rivera, CESGA – pablo.victoria@institutodeanalistas.com
+34 915 631 972

Subir el K2, pero en verano…

VOC: UN LÍDER ANTE EL RETO DE COMPENSAR EL DECLIVE ESTRUCTURAL DEL PAPEL MEDIANTE UN CAMBIO ESTRATÉGICO. VOC es un grupo de comunicación líder en el mercado de prensa en España (cuota del c. 25% en 2026). Combina el diario nacional ABC con 18 cabeceras regionales (El Correo, El Diario Vasco, El Diario Montañés…). Como el resto del sector, se enfrenta al declive estructural del papel, hasta la fecha su negocio principal. Tras la llegada del nuevo CEO (oct-24), VOC presentó un nuevo Plan 2025-2029 centrado en reforzar el negocio de Prensa, acelerar el crecimiento digital, avanzar en la diversificación (clasificados, gastronomía y agencias creativas), simplificar la estructura y mejorar la rentabilidad operativa.

PRIMERAS EVIDENCIAS EN 2025 Y 1S26, REFORZANDO LA CREDIBILIDAD. Tras un débil 2024, en 2025 comenzaron a apreciarse los primeros efectos del Plan: ingresos de EUR 334 Mn (+0,9% vs 2024) y fuerte recuperación del EBITDA rec. (EUR 23,8 Mn; +144,7%) situando el margen en el 7,1% (+4,2 p.p.). Tendencia que continuó durante 1S26 y que aporta evidencia sobre la capacidad de ejecución y eficacia del Plan. Y que apunta a un EBITDA rec. 2026e de EUR 27,1 Mn (+13,9% vs 2025; margen 8,1%).

2026E-2028E: CRECIMIENTO DEL EBITDA REC. A UNA TACC DEL +10,9%, PESE A UNOS INGRESOS PLANOS. Proyectamos ingresos estables (TACC 2025-2028e +0,3%), con el crecimiento de Diversificación (TACC +6,1%), compensando la caída del negocio de Prensa (TACC -1,0%). Pero el verdadero cambio estará en la rentabilidad: el cambio de mix, los planes de eficiencia y el apalancamiento operativo elevarían el EBITDA rec. hasta EUR 32,5 Mn en 2028e (margen 9,6%; +2,5 p.p. vs 2025). Es evidente que la transformación es profunda, compleja y requiere tiempo. Lo que implica riesgo y dificulta la visibilidad a largo plazo. Hoy, nuestras estimaciones consideran el avance en la transformación y FCF>0 a partir de 2027e.

¿QUÉ NOS DICE EL PRECIO DE LA ACCIÓN? El comportamiento de la acción -12m (absoluto +39,8%; +56,3% vs sector) manifiesta en qué medida el mercado valora la credibilidad del Plan. En este sentido, 2027e se convierte en un punto de contraste muy relevante para el equity story: un FCF en terreno claramente positivo (c. EUR 10 Mn), aumentaría mucho la visibilidad sobre la capacidad normalizada de generación de caja. Y permitiría aflorar el valor que, *a priori*, sugieren los múltiplos. Pero solo si hay auténtico delivery. Hoy, nuestro escenario central. Puede decirse que VOC enfrenta un reto enorme (eludir el desplome de la prensa), pero en condiciones favorables por ciertas ventajas de partida: liderazgo nacional y en prensa regional, y modelo de diversificación ya en marcha. Subir el K2, pero en verano…

Market Data

Market Cap (Mn EUR y USD)	109,2	122,8
EV (Mn EUR y USD) (1)	176,3	198,4
Número de Acciones (Mn)	124,3	
-12m (Max/Med/Mín EUR)	0,98 / 0,75 / 0,62	
Vol. Medio Día (-12m Mn EUR)	0,03	
Rotación(2)	7,0	
Refinitiv / Bloomberg	VOC.MC / VOC SM	
Cierre año fiscal	31-dic	

Estructura Accionarial (%)(6)

Francisco García Paramés	15,1
Mezouna	11,1
Onchena	10,7
Valjarafe	10,1
Free Float	33,3

Datos Financieros

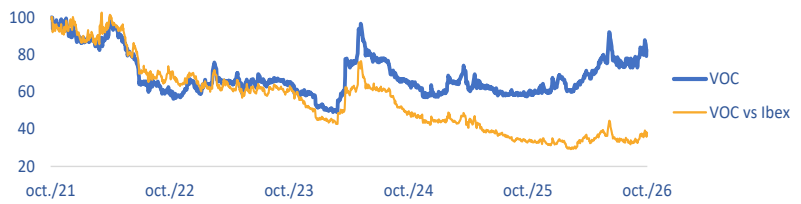
Básicos (EUR Mn)	2025	2026e	2027e	2028e
Nº Acc. ajustado (Mn)	120,4	124,3	124,3	124,3
Total Ingresos	334,0	334,9	335,8	337,4
EBITDA Rec.	23,8	27,1	30,2	32,5
% Var.	*144,7*	*13,9*	*11,4*	*7,4*
% EBITDA Rec./Ing.	*7,1*	*8,1*	*9,0*	*9,6*
% Var EBITDA sector(3)	*-11,8*	*1,7*	*9,1*	*4,5*
Beneficio neto	6,7	-7,3	0,8	4,4
BPA (EUR)	0,06	-0,06	0,01	0,04
% Var.	*106,7*	*-206,6*	*110,8*	*452,5*
BPA ord. (EUR)	-0,01	-0,01	0,01	0,03
% Var.	*98,3*	*-70,6*	*160,0*	*306,4*
Free Cash Flow Rec.(4)	3,6	0,7	9,7	11,5
Pay-out (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
DPA (EUR)	0,00	0,00	0,00	0,00
Deuda financiera neta	12,6	19,7	13,4	5,1
DN / EBITDA Rec.(x)	0,5	0,7	0,4	0,2
ROE (%)	*6,4*	*n.a.*	*0,8*	*4,3*
ROCE (%)(4)	*0,8*	*0,4*	*3,9*	*5,3*

Ratios y Múltiplos (x)(5)

PER	15,9	n.a.	n.a.	24,8
PER Ordinario	n.a.	n.a.	n.a.	25,6
P/BV	1,0	1,1	1,1	1,0
Dividend Yield (%)	*0,0*	*0,0*	*0,0*	*0,0*
EV/Ventas	0,53	0,53	0,53	0,52
EV/EBITDA Rec.	7,4	6,5	5,8	5,4
EV/EBIT	n.a.	n.a.	18,6	14,0
FCF Yield (%)(4)	*2,1*	*0,4*	*5,7*	*6,8*

(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 Media.
(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.
(6) Otros: Enrique Ybarra Ybarra 6,6%, Acción concertada Familia Aguirre 6,4%, Jorge Bergareche Busquet 6,7%.

Comportamiento relativo (base 100)



Comportamiento en bolsa (%)	-1m	-3m	-12m	YTD	-3Y	-5Y
Absoluto	12,6	10,6	39,8	27,2	28,4	-17,6
vs Ibex 35	16,7	14,0	13,5	15,4	-37,3	-62,0
vs Ibex Small Cap Index	15,2	16,1	33,6	25,7	-7,2	-36,0
vs Eurostoxx 50	14,8	12,7	26,5	18,1	-14,9	-46,7
vs Índice del sector(3)	15,0	11,7	56,3	36,1	25,9	-22,4

(*) 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.

Índice de contenidos

1. Conclusiones 3
2. La compañía en 8 gráficos 7
3. Descripción del negocio 8
4. Industria y mercado 15
5. Análisis financiero 19
6. Inputs de valoración 27
7. Análisis de riesgos 28
8. Gobierno corporativo 30
9. Anexos 33

Conclusiones

VOC: profunda transformación en marcha. TACC 2025-2028e de ingresos del +0,3% y TACC del EBITDA del +10,9%.

VOC: grupo de comunicación líder en España (cuota de mercado del c. 25%), con elevada implantación territorial.

Vocento (VOC) es un grupo de comunicación líder en el mercado de prensa en España, con una cuota de mercado en venta de ejemplares impresos del c. 25% en 2026. Aparte, cuenta con 222k suscriptores, de los que 192k son digitales. En la actualidad, VOC combina el diario nacional ABC con 18 cabeceras regionales (entre ellas, El Correo, El Diario Vasco, El Diario Montañés o Ideal), además de diversos suplementos (gráf. 1).

Esencialmente dos líneas de negocio: Prensa (principal actividad) y Diversificado (ganando peso).

Su principal línea de negocio es la Prensa (c. 81% /Ingresos 2025), pero durante la última década ha diversificado progresivamente su actividad hacia otros negocios relacionados con la comunicación, como agencias creativas, anuncios clasificados digitales y gastronomía (peso de los negocios de Diversificación: 20% /Ingresos 2025). Su elevada implantación territorial le proporciona una audiencia amplia y una oferta publicitaria con alta capilaridad, que, junto a los datos y el conocimiento de sus audiencias, constituye uno de los principales activos estratégicos del grupo.

Nuevo CEO (oct-24) y nuevo Plan Estratégico (may-25).

Tras la incorporación del nuevo CEO (Manuel Mirat; oct-24), VOC elaboró un nuevo Plan Estratégico 2025-2029 (may-25) con el foco puesto en reforzar el negocio de Prensa, acelerar el crecimiento digital, avanzar en la diversificación, simplificar la estructura y mejorar la rentabilidad operativa.

La magnitud de la transformación planteada en el Plan y el avance observado en 2025 y 1S26 empujan a plantearse hoy varias preguntas clave: ¿qué es hoy en día VOC? ¿qué podemos esperar para su futuro más próximo (2026e–2028e) en términos de crecimiento, EBITDA recurrente y generación de caja? Y, por último, ¿qué nos dice hoy el precio de la acción?

¿Dónde está VOC ahora? Primeras evidencias de la transformación (2025-1S26).

2025: primer año del Plan. Ingresos +0,9%, apoyados a la recuperación de la publicidad en prensa…

- **Estabilización de los ingresos tras el deterioro de 2024: EUR 334 Mn en 2025 (+0,9% vs 2024).** Tras un 2024 especialmente débil (en perímetro comparable, caída del c. -5% de los ingresos y del c. -80% del EBITDA recurrente), en 2025 comenzaron a apreciarse los primeros efectos del Plan Estratégico. La mejora estuvo impulsada por la recuperación del negocio publicitario (EUR 145,4 Mn; +5,4%) y por la recuperación de parte de la cuota de mercado perdida en 2024. Por el contrario, los ingresos por venta de ejemplares continuaron descendiendo (EUR 92,7 Mn; -4,4%), reflejando la tendencia estructural de caída de la difusión impresa.

  Esta evolución continuó en 1S26, con un crecimiento de los ingresos del +2,2%, hasta EUR 162,3 Mn, apoyado en Prensa (ingresos publicitarios de EUR 57,3 Mn; +2,2%) y, especialmente, en Diversificación (EUR 38,2 Mn; +17,8%; c. 23% de los ingresos). A cierre de 1S26, VOC contaba con 222k suscriptores, de los que 192k eran digitales (+19% interanual).

… y fuerte recuperación del EBITDA recurrente, hasta EUR 23,8 Mn (c. +145% vs 2024).

- **Fuerte recuperación de la rentabilidad: EBITDA recurrente de EUR 23,8 Mn (+144,7% vs 2024) y margen del 7,1% (+4,2 p.p.).** La recuperación del EBITDA recurrente en 2025 respondió a la combinación de (i) la mejora de los ingresos, principalmente por la recuperación del negocio publicitario en Prensa, y (ii) la reducción de costes derivada de los planes de eficiencia ejecutados durante 2024-2025. La tendencia continuó en 1S26, con un incremento del EBITDA recurrente del +14,2%, hasta EUR 4,7 Mn.

Adicionalmente, monetización de activos: HabitatSoft (EUR 22,5 Mn) e inmuebles (EUR 26,3 Mn)…

- **Optimización del perímetro y monetización de activos no estratégicos.** VOC continuó simplificando su estructura y generando caja mediante la venta de activos no estratégicos. En 2025 destacan la venta de HabitatSoft (Pisos.com) por EUR 22,5 Mn y diversas operaciones inmobiliarias (entre ellas, inmuebles de Las Provincias, Diario Sur y El Correo), que generaron c. EUR 26,3 Mn de caja y una plusvalía de EUR 12 Mn.

… contribuyendo a reducir la deuda neta hasta EUR 12,6 Mn en 2025.

- **Reducción del endeudamiento y refinanciación de la deuda.** VOC redujo la deuda financiera neta (ex NIIF 16) hasta EUR 12,6 Mn en 2025 (-71% vs EUR 43,0 Mn en 2024), apoyada en la mejora operativa y las desinversiones realizadas durante el ejercicio. En marzo de 2026, VOC refinanció su financiación sindicada a cinco años por EUR 40 Mn (EUR 20 Mn de préstamo amortizable y EUR 20

Mn de línea de crédito revolving). A cierre de 1S26, la deuda neta (ex NIIF16) aumentó hasta EUR 23,1 Mn, principalmente por el incremento del circulante, CAPEX e indemnizaciones.

2026e-2028e: avance en la transformación.

¿Hacia dónde va VOC? (2026e-2028e): avance en la transformación. Mismos ingresos (pese a la caída del papel), mayor EBITDA recurrente y FCF c. EUR 10 Mn.

El crecimiento de Diversificación (TACC 2025-2028e del +6,1%) compensaría el declive de Prensa (TACC -1%)…

- **Ingresos: TACC 2025-2028e del +0,3%. Digital y Diversificación compensarán la caída del papel.** Nuestras estimaciones contemplan unos ingresos prácticamente estables, desde los EUR 334,0 Mn en 2025 hasta los EUR 337,4 Mn en 2028e (TACC 2025-2028e del +0,3%), apoyados en el crecimiento de los ingresos digitales (suscripciones y publicidad) y de Diversificación (Clasificados, Agencias y Gastronomía), suficiente para compensar la caída estructural del negocio impreso. Estimamos una TACC 2025-2028e del negocio de Prensa del -1,0% vs TACC del +6,1% en Diversificación, cuyo peso sobre ingresos aumentaría hasta el 22% en 2028e (vs c. 20% en 2025).

… y, junto a una mayor eficiencia, impulsaría el EBITDA recurrente hasta EUR 32,5 Mn en 2028e (TACC +10,9%).

- **Sin embargo, el verdadero cambio no estará en los ingresos, sino en la rentabilidad: TACC 2025-2028e del EBITDA recurrente del +10,9%.** Esperamos que (i) el cambio en la composición de los ingresos, junto con (ii) la ejecución de los planes de eficiencia y simplificación operativa y (iii) el apalancamiento operativo en Diversificación, permitan incrementar significativamente el EBITDA recurrente, desde los EUR 23,8 Mn en 2025 hasta EUR 32,5 Mn en 2028e (TACC 2025-2028e del +10,9%). Como resultado, el margen EBITDA recurrente aumentaría desde el 7,1% en 2025 hasta el 9,6% en 2028e (+2,5 p.p.).

Lo que debería situar el FCF recurrente en terreno claramente positivo en 2027e.

- **FCF recurrente >0 a partir de 2027e y mantenimiento de la deuda neta (ex NIIF16) en niveles razonables.** Para 2026e esperamos un FCF negativo, principalmente por el consumo de circulante, unas indemnizaciones todavía elevadas y un CAPEX superior al nivel esperado a medio plazo. A partir de 2027e, (i) la mejora del EBITDA recurrente, (ii) la reducción de las indemnizaciones y (iii) unas menores necesidades de inversión deberían permitir una generación de FCF recurrente de c. EUR 10 Mn, manteniendo la deuda neta en niveles razonables. Ratio DN / EBITDA rec. 2026e de 0,7x.

Grandes fortalezas… y un riesgo evidente: la aceleración del declive estructural de la prensa en papel.

Fortalezas evidentes: marcas con elevada capitalidad e implantación territorial y amplia base de audiencias…

VOC presenta una serie de fortalezas grandes y evidentes: marcas con una elevada capilaridad e implantación territorial, una amplia base de audiencias y una posición de liderazgo en prensa impresa en España (cuota del c. 25%), junto con unos negocios de Diversificación con mayores oportunidades de crecimiento y rentabilidad.

… pero, como el resto del sector, está expuesto a la tendencia estructural de caída de la prensa impresa.

Igual de evidente resulta la exposición de VOC a la tendencia estructural de caída de la difusión impresa tanto en España como a nivel global. La prensa continúa enfrentándose a un proceso de transformación estructural caracterizado por un menor control sobre la distribución de contenidos (migración a RRSS, plataformas de vídeo e irrupción de la IA) y la transición desde un modelo impreso hacia otro predominantemente digital.

Para adaptarse a esta nueva realidad, VOC está impulsando el crecimiento de los ingresos digitales y de Diversificación y, en paralelo, ejecutando planes de eficiencia y optimización de costes. Una aceleración de la caída del negocio impreso o un menor impacto de las eficiencias limitarían la mejora del EBITDA recurrente y, por tanto, la generación de caja.

Una aceleración de la caída en la venta de ejemplares o menores eficiencias limitarían la mejora del EBTIDA recurrente.

Una caída del -10% de los ingresos por venta de ejemplares en 2027e (vs -4,5% en nuestro escenario central) reduciría el EBITDA recurrente hasta EUR 26,9 Mn (-11,1% vs escenario central), mientras que unos gastos operativos 2027e un 2% superiores a nuestras estimaciones lo reducirían hasta EUR 24,6 Mn (-18,5%) (ver ejercicio de sensibilidad en pg. 25). La combinación de ambas hipótesis (¿"el peor de los mundos"?) situaría el EBITDA recurrente 2027e en EUR 21,3 Mn (c. -30% por debajo del escenario central) y el FCF recurrente en EUR 1,9 Mn (-80%). Pese al significativo impacto, VOC mantendría un FCF>0.

¿Se puede valorar una compañía en pleno proceso de transformación y dentro de un sector con limitada visibilidad sobre su futuro?

La magnitud de la transformación limita hoy la visibilidad sobre la capacidad normalizada de generación de caja…

VOC afronta un proceso de transformación profundo, su ejecución requiere tiempo (Plan 2025-2029) y está sujeta a riesgos, lo que actualmente limita mucho la visibilidad sobre la capacidad de generación de caja normalizada de la compañía. De hecho, el último año de nuestras proyecciones (2028e) todavía incorpora la ejecución de planes de eficiencia, con un impacto de EUR 3,0 Mn por indemnizaciones, por lo que no representaría un año plenamente normalizado. Estimamos que la normalización del FCF no se produciría, como mínimo, hasta 2029e y, por tanto, su visibilidad hoy es todavía muy limitada.

En este contexto, lo observado en 2027e será un punto de contraste muy relevante. La mejora del EBITDA recurrente, junto con unas necesidades moderadas de circulante y la reducción del CAPEX, debería situar el FCF en terreno claramente positivo, aumentando significativamente la visibilidad sobre la capacidad normalizada de generación de caja de VOC.

… y dificulta una valoración por descuento de flujos de caja convencional…

En este contexto una valoración convencional de VOC resulta difícil, incluso "imposible". Ya que una valoración demanda una visibilidad sobre la capacidad de generar FCF que hoy no existe en VOC. Todavía no existe, y es por eso por lo que ponemos el foco en la importancia de 2027.

… aunque un ejercicio de múltiplos (suma de partes) sugiere valor…

No obstante, y dado que VOC integra negocios con perfiles de crecimiento, rentabilidad y riesgo diferentes, un ejercicio de múltiplos puede aportar una referencia alternativa de valoración, puede dar un poco de "luz" al problema de concretar un valor la compañía. Aplicando múltiplos de mercado específicos a los negocios de Prensa, Clasificados, Gastronomía y Agencias (ver Anexo 5) sobre nuestras estimaciones de EBITDA recurrente 2026e, se obtiene un Enterprise Value agregado de EUR 192,2–204,6 Mn. Tras los correspondientes ajustes, se obtiene un Equity Value de EUR 125–137,4 Mn, equivalente a una diferencia de entre el +14,5% y el +25,9% respecto a la capitalización de mercado actual.

Tabla 1. Valoración de VOC por suma de partes.

EUR Mn	EBITDA recurrente 2026e[1]	Múltiplo EV / EBITDA[2]	Value	Múltiplo implícito
Prensa[3]	24,2	6,1x	147,4	–
Audiovisual	2,9	6,1x	17,9	–
Clasificados	6,2	12,6x	77,7	–
Gastronomía	4,0	6,6x	26,7	–
Agencias	2,5	4,9x	12,0	–
Diversificación	12,7	–	116,3	9,2x
Corporativo y otros ajustes[4]	(12,6)	6,1x – 7,1x	(89,4) – (77,0)	–
Total	27,1	–	192,2 – 204,6	7,1x – 7,5x
Enterprise Value (EUR Mn)			**192,2 – 204,6**	
- Minoritarios			(61,5)	
- Provisiones y otros pasivos a largo plazo			(13,4)	
- Deuda financiera neta			(23,1)	
+ Inmovilizado financiero			4,7	
+/- Otros (activos por impuestos diferidos			26,1	
Equity Value (EUR Mn)			**125,0 – 137,4**	
Market Cap actual (EUR Mn)			109,2	
Diferencia vs Market Cap			14,5% – 25,9%	

(1) El EBITDA por división parte de la asignación de costes operativos (personal y otros gastos de explotación) realizada por VOC en su información financiera y no una asignación elaborada por Lighthouse.
(2) La valoración presenta limitaciones derivadas, entre otras, de la comparabilidad imperfecta entre compañías, las diferencias de tamaño y liquidez y las posibles primas de control, por lo que debe interpretarse como una aproximación y no como una referencia única.
(3) El múltiplo aplicado al negocio de Prensa corresponde a la media de los comparables incluidos en el Anexo 1, excluyendo New York Times (elevado peso de las suscripciones digitales: c. 50% /Ingresos 2025) y Alma Media (elevada exposición a Clasificados).
(4) El rango de valor de "corporativo y otros ajustes" se ha estimado considerando (i) el múltiplo de Prensa y (ii) la media ponderada de los múltiplos de Prensa, Audiovisual y Diversificación.

Como contraste, se pueden comparar los múltiplos (de cotizadas) aplicados en el ejercicio anterior con los observados en transacciones precedentes comparables, incluyendo operaciones realizadas por la propia VOC.

Tabla 2. Múltiplos observados en transacciones precedentes.

Fecha de anuncio	Compañía adquirida	Adquirente	Múltiplo EV / EBITDA	Negocio
septiembre-2026	Distilled Ltd	REA Group Ltd	16,4x	Clasificados líder en Irlanda e Irlanda del norte.
marzo-2025	Habitatsoft, S.A.	Inmobiliario.it	12,9x	Portal de clasificados Pisos.com.
marzo-2025	Adevinta España	EQT	15,4x	Clasificados líder en España.
febrero-2023	Rosàs, Estudio de Comunicación, S.L.	VOC	7,4x	Agencia creativa.
julio-2017	Foro de Debate, S.L.	VOC	13,0x	Organización de Madrid Fusión.

Pero, a riesgo de parecer insistentes, volvemos a decir que este ejercicio no puede ser visto como una valoración *per se*. Ya que una valoración requiere una visibilidad que todavía no ha llegado. Pero este ejercicio sí parece realmente útil para mostrar el potencial teórico de VOC. Y la necesidad de monitorizar la ejecución de su plan de negocio. Muy especialmente en 2027.

Conclusión: toda la atención puesta en la ejecución ("delivery"). El único catalizador posible para la potencial reserva de valor que "sugieren" los múltiplos.

Pero para que ese valor aflore hace falta delivery. Lo que pone el foco en 2027e como gran punto de contraste y potencial catalizador.

En conclusión, la hoja de ruta de VOC es clara: compensar la caída del papel mediante el crecimiento del negocio digital (suscripciones), la publicidad no convencional y los negocios de Diversificación, junto con una mayor eficiencia. Una estrategia que debería permitir "sujetar" los ingresos (con un cambio significativo en su composición), mejorar la rentabilidad y generar un FCF claramente positivo a partir de 2027e.

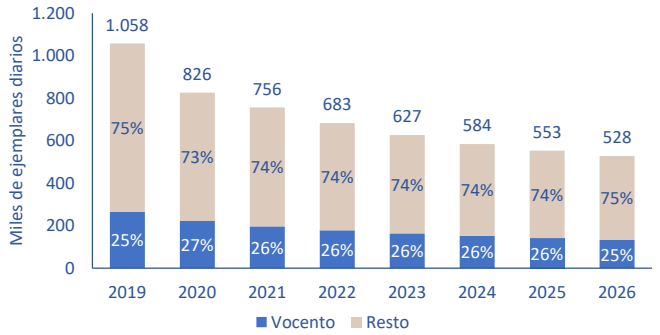
Lo observado durante 2025 y el 1S26 resulta especialmente relevante porque aporta evidencia sobre dos aspectos: (i) la capacidad del equipo directivo para ejecutar el Plan Estratégico 2025-2029; y, de mayor relevancia, (ii) que dicha hoja de ruta ha comenzado a demostrar su eficacia para compensar el deterioro estructural del negocio de prensa impresa.

La atención se concentra ahora en 2027e-2028e y, especialmente, en 2027e como primer gran punto de contraste del equity story. La materialización de la mejora esperada del EBITDA recurrente y de una generación de FCF claramente positiva reforzaría la evidencia de que lo observado en 2025 y 1S26 no ha sido puntual y de que VOC puede compensar de forma sostenida el declive estructural del negocio impreso. Ese es, hoy, nuestro escenario central. Pero necesita pruebas para poder cotizar…

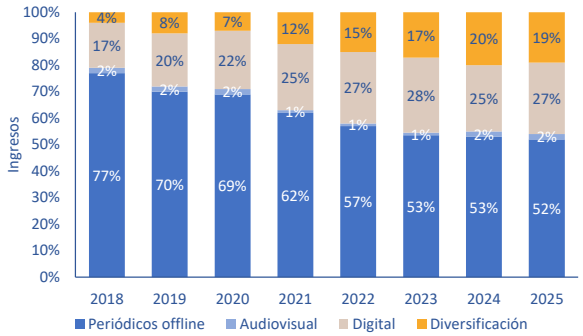
La compañía en 8 gráficos

Marcas del Grupo Vocento: elevada capilaridad e implantación territorial.

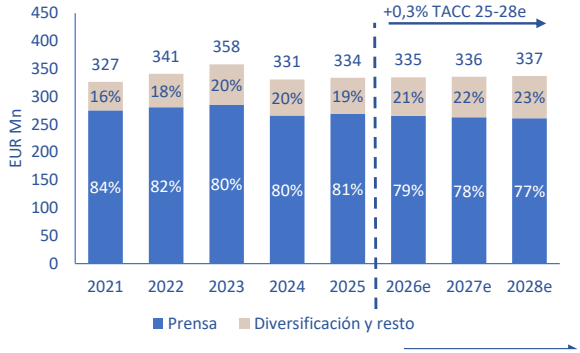
VOC en líder en prensa impresa en España, con una cuota de mercado del c. 25%.



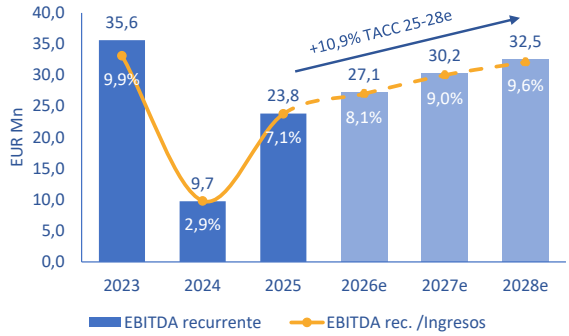
La compañía ha diversificado progresivamente su negocio durante los últimos años. Diversificación supone un c. 20% /Ingresos 2025



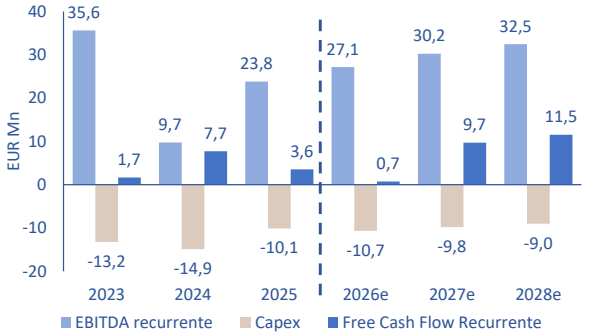
El crecimiento estimado de los ingresos de Diversificación (TACC 2025-2028e del +6%) compensaría la caída de Prensa (TACC del -1%).



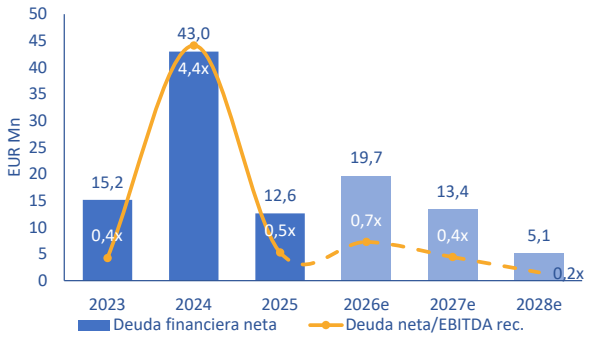
El cambio en el mix de ingresos y la optimización de costes impulsarían el EBITDA recurrente: TACC 2025-2028e del +10,9%.



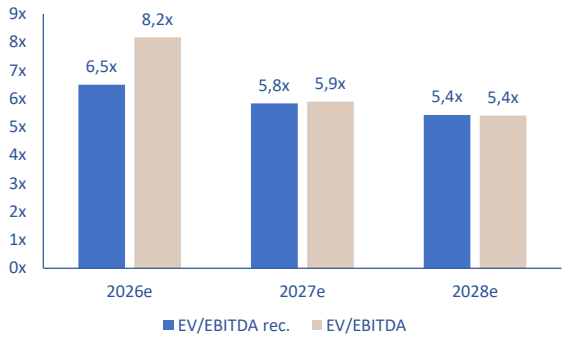
La mejora de rentabilidad, junto a una reducción del CAPEX permitiría generar FCF>0 ya en 2027e.



Lo que mantendría la deuda en niveles controlados.



Cotizando a un EV/EBITDA recurrente 2026e de 6,5x, que se reduciría hasta 5,4x en 2028e por la mejora esperada del EBITDA rec.



Descripción del negocio

El reto de compensar el declive estructural de la prensa en papel mediante un cambio estratégico y una mayor eficiencia.

Gráfico 1. Áreas de negocio y marcas de VOC.

Vocento S.A. ("Vocento" o "VOC") es la sociedad dominante de uno de los principales grupos de comunicación en España y líder en el mercado de prensa (Grupo Vocento[1]). Su principal actividad es la edición de periódicos (80% /Ingresos 2025). VOC combina el diario nacional ABC con una posición de liderazgo en la prensa regional, donde opera 18 cabeceras, entre ellas El Correo, El Diario Vasco y El Diario Montañés, además de diversos suplementos (gráfico 1).

VOC nació en 2002 tras la fusión de Grupo Correo y Prensa Española, integrando dos de los principales grupos editoriales del país. Con domicilio social en Bilbao, desarrolla prácticamente la totalidad de su actividad en España. Aunque históricamente ha sido un grupo centrado en la prensa, durante la última década ha diversificado progresivamente su actividad hacia negocios relacionados con la comunicación, como agencias creativas, anuncios clasificados digitales y gastronomía.

Pese a esta diversificación, la prensa continúa constituyendo el núcleo del negocio y el principal generador de ingresos, apoyándose en un modelo que combina cabeceras nacionales (ABC) y regionales con una elevada implantación territorial. Esta posición proporciona a VOC una audiencia amplia y una oferta publicitaria con alta capilaridad, que, junto a los datos y el conocimiento de sus audiencias, constituye uno de los principales activos estratégico del grupo.

Tras la incorporación del nuevo CEO (Manuel Mirat) en oct-2024, VOC inició una nueva etapa orientada a reforzar el negocio de Prensa, acelerar el crecimiento digital, avanzar en la diversificación, simplificar la estructura y mejorar la rentabilidad operativa. Esta estrategia quedó recogida en el Plan Estratégico 2025-2029, publicado en mayo-2025.

Gráfico 2. Medios de VOC.

En 2025, VOC registró unos ingresos[2] de EUR 334,0 Mn (+0,9% vs 2024) y un EBITDA recurrente[3] de EUR 23,8 Mn (+144,7%), situando el margen EBITDA recurrente en 7,1% (vs 2,9% en 2024). La mejora refleja los primeros efectos de la nueva estrategia, basada en la recuperación del negocio de Prensa, un mayor peso de los ingresos de Diversificación y digital y la ejecución de profundas medidas de eficiencia operativa. Esta tendencia continuó durante el 1S26: importe neto de la cifra de negocios de EUR 163 Mn (+2,2% vs 1S25) y EBITDA recurrente (excluyendo ingresos por activaciones y por subvenciones) de EUR 4,7 Mn (+14,2% vs 1S25) situando el margen en 2,9% (+0,3 p.p. vs 2,6% en 1S25).

Áreas de negocio: Prensa sigue siendo el negocio principal, mientras se avanza en la diversificación.

Históricamente, la actividad de VOC ha estado ligada a la prensa, que continúa siendo el principal negocio y representó el c. 81% /Ingresos 2025. Sin embargo, durante los últimos años VOC ha llevado a cabo un proceso de "integración horizontal" (no vertical), con el objetivo de ampliar las fuentes de ingresos y aprovechar las capacidades desarrolladas alrededor de sus

[1] En el presente informe, la abreviatura "VOC" se utiliza indistintamente para referirse a Vocento, S.A. (sociedad dominante) y al Grupo Vocento. En la actualidad, el Grupo Vocento está formado por 78 sociedades. Salvo que se indique expresamente lo contrario, todas las métricas operativas (venta de ejemplares, suscripciones, audiencias, etc.) y financieras (ingresos, EBITDA, deuda, patrimonio, etc.) corresponden a las cifras consolidadas. Debe tenerse en cuenta que Vocento, S.A. no posee el 100% de las sociedades consolidadas, por lo que el patrimonio neto de los estados financieros consolidados incluye minoritarios. A cierre del 1S26, el patrimonio neto consolidado ascendía a EUR 150,7 Mn, de los cuales EUR 61,5 Mn correspondían a minoritarios.

[2] La cifra de ingresos utilizada en este informe corresponde a métrica elaborada por Lighthouse y no coincide con los ingresos reportados por VOC en sus presentaciones de resultados. La diferencia radica en que Lighthouse excluye (i) los ingresos derivados de las activaciones de gastos (prácticamente inexistentes) y (ii) las subvenciones de explotación y de capital (c. EUR 3 Mn en 2025). En consecuencia, los ingresos ascienden a EUR 334,0 Mn en 2025, frente a los EUR 337, 4 Mn reportados por VOC. Salvo que se indique expresamente lo contrario, todas las referencias a ingresos realizadas en este informe corresponden a la métrica elaborada por Lighthouse.

[3] El "EBITDA recurrente" utilizado en este informe es una métrica elaborada por Lighthouse y no coincide con el "EBITDA ex indemnizaciones" reportado por VOC. Además de excluir las indemnizaciones, el EBITDA recurrente elimina los ingresos derivados de activaciones de gastos (prácticamente inexistentes) y las subvenciones de explotación y de capital (c. EUR 3 Mn en 2025). En consecuencia, el EBITDA recurrente asciende a EUR 23,8 Mn en 2025, frente a los EUR 27,2 Mn de EBITDA ex indemnizaciones reportado por VOC.

Adicionalmente, salvo que se indique expresamente lo contrario, el "EBITDA" utilizado en este informe corresponde al calculado por Lighthouse. Esta métrica difiere ligeramente del "EBITDA" reportado por VOC al excluir los ingresos derivados de la activación de gastos (EUR 0,2 Mn en 2025). La diferencia no es material. En 2025, el EBITDA calculado por Lighthouse asciende a EUR 17,0 Mn, frente a los EUR 17,2 Mn reportados por VOC.

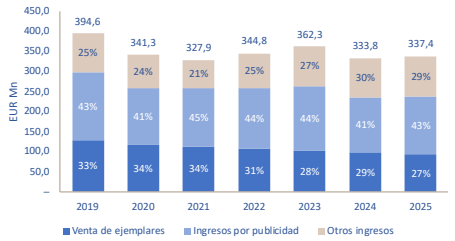
marcas, audiencias y anunciantes. En la actualidad, VOC estructura su actividad en las siguientes áreas de negocio:

Gráfico 3. Cambios en la organización de la información de gestión en 2026.

Nota: en 2026, Servicios Digitales desaparece e Impresión y Distribución se escinde de Prensa.

- **Prensa (c. 81%/Ingresos 2025).** Constituye el núcleo del modelo de negocio, generando ingresos mediante la venta de ejemplares (papel y suscripciones digitales) y publicidad (impresa y digital). VOC registró una audiencia de 3,2 Mn de lectores mensuales (EGM 3.º 2025); 24,1 Mn de usuarios únicos mensuales (según datos de GfK DAM, medidor de las audiencias digitales en España; dic-2025) y 222 mil suscriptores al cierre del 1S26 (+14% vs 1S25; 86% digitales).
    - **Prensa nacional (c. 24%).** Integrada por ABC y ABC Sevilla, inmersas desde feb-26 en un proceso de renovación editorial y digital.
    - **Prensa regional (c. 57%).** Constituida por 11 diarios regionales, entre ellos El Correo, El Diario Vasco y El Diario Montañés, y 7 webs de información local. La transformación editorial y tecnológica de estas cabeceras comenzó en abr-26.
    - **Revistas y otros (c. 4%).** Incluye XL Semanal, Mujerhoy y SIX, así como verticales especializados como WeLife (bienestar), WomenNow (mujer) y Turium (turismo).
- **Impresión y Distribución.** VOC dispone de plantas de impresión (por ejemplo, Rotomadrid) y una distribuidora en España. En 2026 esta actividad pasó a reportarse como una línea de negocio independiente, tras estar integrada históricamente en el negocio de Prensa. Gráfico 3.
- **Audiovisual (1,6%).** Comprende principalmente las licencias radiofónicas operadas por Grupo COPE, con quien VOC mantiene un acuerdo de colaboración para desarrollar sinergias editoriales y captar audiencias. Este acuerdo con Grupo COPE vence en 2028 (se firmó en 2013) cuando previsiblemente se renegociarán de nuevo las condiciones (precio, plazo, etc.).
- **Diversificación: Clasificados (6,6%).** Negocio de anuncios clasificados que agrupa negocios digitales especializados en la intermediación para que particulares, empresas y anunciantes publiquen productos en las plataformas, generando ingresos principalmente mediante publicidad y servicios asociados.
    - **Motor (Sumauto).** Integra plataformas como Autocasión, AutoScout24, UnoAuto y Rentingcoches, dirigidas principalmente a concesionarios y profesionales del automóvil. Marketplace de coches, negocio puramente digital.
    - **Consultoría digital (Premium Leads).** Empresa tecnológica especializada en la captación y generación de tráfico cualificado.
- **Diversificación: Gastronomía (5%).** Actividades relacionadas con la organización de congresos y eventos, consultoría y formación. Destaca Madrid Culinary Campus (MACC), proyecto académico desarrollado junto a Universidad Pontificia Comillas en 2023.
- **Diversificación: Agencias Creativas (7%).** Cinco agencias especializadas (&Rosàs, Tango, Pro.Agency, Melé y Yellow Brick Road) que ofrecen servicios de marketing, publicidad, influencia y consultoría.

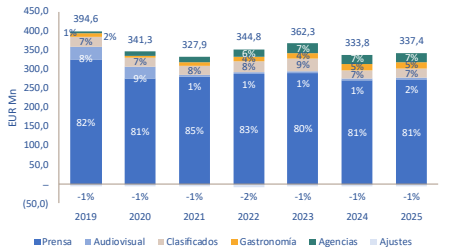
Gráfico 4. Ingresos por tipología.



Nota 1: cifras 2024 reexpresadas teniendo en cuenta los cambios en el perímetro de consolidación (venta de Habitasoft y cese de Relevo en 2025).

Nota 2: cifra de ingresos (EUR 337,4 Mn en 2025) reportada por VOC, incluyendo EUR 0,2 Mn de activaciones y EUR 3,0 Mn de subvenciones en 2025. En las cifras del Anexo 1, ambos ingresos se excluyen de la cifra de ingresos calculada por Lighthouse.

Gráfico 5. Ingresos por línea de negocio.



¿Qué define el modelo de negocio de VOC?

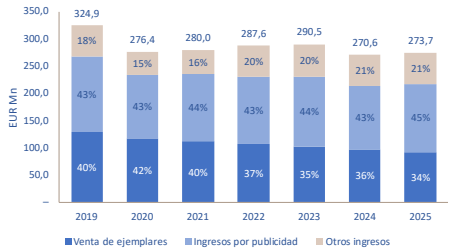
El principal elemento diferenciador de VOC es la combinación de un negocio de Prensa líder en España con un conjunto de actividades complementarias vinculadas a la comunicación (negocios de Diversificación). Los negocios de Diversificación (Agencias, Clasificados, Gastronomía) se apoyan en las marcas, las audiencias y el conocimiento del usuario desarrollados históricamente por VOC. Esta combinación permite ampliar los servicios prestados, las vías de monetización y reducir parcialmente la dependencia del negocio tradicional de Prensa.

Dentro del negocio de Prensa, la principal ventaja competitiva de VOC reside en la combinación de un diario nacional de referencia, ABC, con una posición de liderazgo en la prensa regional, donde opera 18 cabeceras con una elevada implantación territorial. Esta estructura le permite combinar alcance nacional con una fuerte presencia local, ofreciendo contenidos de proximidad y manteniendo una relación más estrecha con sus lectores.

Lo que constituye también una ventaja comercial. La amplitud de sus audiencias y su capilaridad territorial le permiten ofrecer soluciones publicitarias tanto de alcance nacional como regional, adaptadas a distintos perfiles de anunciantes. Al mismo tiempo, la integración de negocios como agencias creativas, eventos gastronómicos o anuncios clasificados digitales amplía la propuesta de valor de VOC, permitiéndole participar en diferentes fases de las estrategias de comunicación y marketing de sus clientes (por ejemplo, &Rosàs es una de las principales agencias creativas de España, con clientes como Airbnb, Iberia, Repsol o McDonald's).

En resumen, el negocio de Prensa no constituye únicamente el principal negocio de VOC, sino también su principal "activo", sobre el que (de manera relevante) se apoyan el resto de actividades. Gracias a la audiencia que generan ABC y las cabeceras regionales, VOC puede vender publicidad, ofrecer soluciones de marketing a sus clientes, desarrollar nuevos verticales temáticos (por ejemplo, Gastronomía, lanzado en 2017 a partir de la adquisición de Madrid Fusión), ofrecer servicios de consultoría a través de sus agencias, o desarrollar eventos gastronómicos.

Gráfico 6. Ingresos de Prensa.



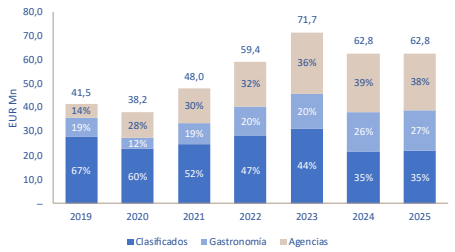
Evolución reciente: ingresos presionados por la "caída del papel", aún no compensada por los ingresos digitales y los negocios de Diversificación.

Las tendencias estructurales, descritas en el capítulo de Industria y Mercado de este informe, también han condicionado la evolución reciente de VOC. La progresiva caída de la circulación impresa, la migración de las audiencias hacia RRSS y plataformas de vídeo, la presión en precios y la presión sobre el mercado publicitario han afectado especialmente al negocio de Prensa, obligando a VOC a adaptar su modelo y diversificar sus fuentes de ingresos.

Como consecuencia, a cierre de 2025, los ingresos de VOC se habían reducido un c. -16% desde 2019[4]. No obstante, la evolución por área de negocio muestra un comportamiento claramente diferenciado entre Prensa y Diversificación (Clasificados, Agencias y Gastronomía).

La actividad de Prensa ha sido la más afectada por los cambios en el mercado. A cierre de 2025, registró unos ingresos de EUR 273,7 Mn, lo que supone un descenso del -16% vs 2019, debido principalmente a una menor venta de ejemplares (-28% vs 2019; gráfico 6). Por otro lado, aunque la publicidad digital ha mantenido una evolución positiva, su crecimiento no ha sido suficiente para compensar la caída de la publicidad impresa. En conjunto, los ingresos publicitarios del negocio de Prensa se han reducido un -10% desde 2019, alcanzando EUR 124,2 Mn en 2025 (gráfico 6).

Gráfico 7. Ingresos de Diversificación.



En paralelo, VOC ha reforzado progresivamente sus negocios de Diversificación con el objetivo de ampliar las fuentes de ingresos y reducir la dependencia del negocio tradicional. Como resultado, las actividades de Clasificados, Gastronomía y Agencias incrementaron conjuntamente su peso hasta representar el 18,6% s/ingresos 2025 (vs 10,5% en 2019), alcanzando los EUR 62,8 Mn (pese a tener en cuenta la venta de HabitatSoft (Pisos.com) en 2025, que modificó el perímetro).

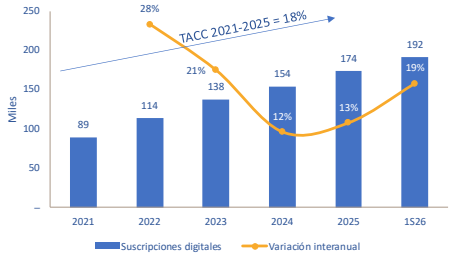
2025 y 1S26: recuperación tras un difícil 2024.

Tras un ejercicio 2024 especialmente débil, caracterizado, entre otros, por la caída de la circulación o el retroceso de los ingresos publicitarios (pérdida de cuota de mercado), VOC inició una nueva etapa con el nombramiento de Manuel Mirat como CEO (oct-24) y la presentación del Plan Estratégico 2025-2029 (may-25). La nueva hoja de ruta sitúa el negocio de Prensa en el centro de la estrategia, apoyándose en seis pilares: la recuperación de la cuota publicitaria en Prensa, el impulso de las suscripciones digitales apoyado en un nuevo producto digital, las eficiencias en costes, el crecimiento en los negocios de Diversificación, y el conocimiento del usuario.

[4] Esta evolución debe interpretarse con cautela, ya que durante este periodo el grupo ha llevado a cabo diversas operaciones corporativas que han modificado el perímetro de consolidación, tanto mediante adquisiciones como desinversiones.

Los primeros efectos comenzaron a apreciarse en 2025, con un crecimiento en ingresos del +0,9% interanual hasta EUR 334,0 Mn, impulsados principalmente por la recuperación del negocio publicitario (EUR 145,4 Mn; +5,4%; recuperación de parte de la cuota de mercado en Prensa perdida en 2024). Por el contrario, los ingresos por venta de ejemplares continuaron descendiendo (-4,4%), reflejando la tendencia estructural de caída de la difusión impresa. Este descenso fue parcialmente compensado por el crecimiento de las suscripciones digitales, cuyos ingresos aumentaron un +6%.

Gráfico 8. Suscripciones digitales.



Esta tendencia continúa en el 1S26: crecimiento de ingresos (+2,2% vs 1S25) apoyado principalmente en un incremento de los ingresos publicitarios en Prensa (+2,2% vs 1S25) y un incremento de los ingresos de Diversificación (+17,8% vs 1S25; peso del c. 23% s/Ingresos 1S26). A cierre del 1S26, VOC contaba con 222 mil suscriptores, 192 mil digitales (+19% interanual).

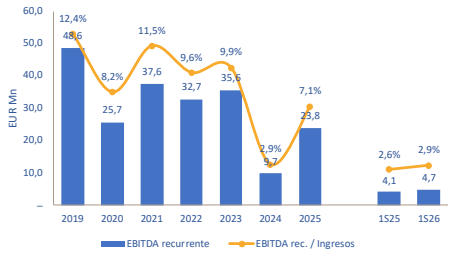
Optimización del perímetro.

En paralelo a la diversificación de ingresos, VOC ha continuado simplificando su estructura mediante operaciones corporativas orientadas a generar caja y reducir el endeudamiento. En 2025 destacan la venta de HabitatSoft (marca Pisos.com) por EUR 22,5 Mn, y diversas operaciones inmobiliarias (entre ellas, las ventas de inmuebles de Las Provincias, Diario Sur y El Correo) que generaron c. EUR 26,3 Mn de caja y una plusvalía de EUR 12 Mn.

Rentabilidad operativa: recuperación del EBITDA recurrente en 2025 y 1S26.

Tras un ejercicio 2024 especialmente débil, marcado por la caída de los ingresos del negocio de Prensa (principalmente por la pérdida de cuota de mercado publicitaria) y el abandono progresivo de Servicios Digitales, el EBITDA recurrente de VOC descendió hasta EUR 9,7 Mn (cifras reexpresadas comparables con 2025, excluyendo HabitatSoft, Relevo y otros negocios descontinuados). Como consecuencia, el margen EBITDA recurrente se redujo hasta el 2,9%, vs 9,9% en 2023 y vs c. 10% de la media histórica.

Gráfico 9. EBITDA recurrente.



Nota 1: el "EBITDA recurrente" es una métrica elaborada por Lighthouse y no coincide con el "EBITDA ex indemnizaciones" reportado por VOC. El EBITDA recurrente no considera los ingresos derivados de activaciones de gastos y las subvenciones de explotación y de capital. En consecuencia, el EBITDA recurrente asciende a EUR 23,8 Mn en 2025, frente a los EUR 27,2 Mn de EBITDA ex indemnizaciones reportado por VOC.

Ante este escenario, el Plan Estratégico 2025-2029 fijó varias prioridades con impacto directo sobre la rentabilidad: (i) recuperar el crecimiento en ingresos de publicidad en Prensa, (ii) impulso de suscripciones digitales y lanzamiento del nuevo producto en Prensa, (iii) expansión en los negocios de Diversificación y (iv) simplificar el modelo operativo, optimizar la estructura y una mayor disciplina en costes.

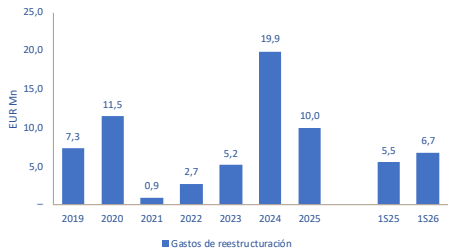
Los primeros efectos se reflejaron ya en 2025. El EBITDA recurrente aumentó hasta EUR 23,8 Mn (+144,7% vs 2024), elevando el margen EBITDA recurrente hasta el 7,1% (+4,2 p.p.). La recuperación del EBITDA recurrente responde a dos factores principalmente: (i) la mejora de ingresos (recuperación negocio publicitario en Prensa) y (ii) la reducción de costes derivada de los planes de eficiencia ejecutados en 2024-2025, cuyos efectos comenzaron a materializarse. Durante el 1S26, se observa una continuidad en la mejora de ingresos y ambos factores (ingresos +2,2% vs 1S25 y mayores eficiencias) provocando un incremento del EBITDA recurrente 1S26 del +14,2%, hasta los EUR 4,7 Mn.

Tabla 3. Ingresos y EBITDA ex indemnizaciones por área de negocio reportados por VOC.

Área de negocio	Ingresos				EBITDA ex indemnizaciones				Margen EBITDA	
Cifras en EUR Mn	2024	2025	Peso	Variación	2024	2025	Peso	Variación	2024	2025
Prensa	270,6	273,7	81%	1,2%	15,9	22,4	82%	40,8%	5,9%	8,2%
Audiovisual	4,9	5,3	2%	7,4%	2,6	3,0	11%	14,6%	52,7%	56,2%
Clasificados	21,9	22,1	7%	0,9%	1,4	5,6	21%	294,4%	6,5%	25,4%
Gastronomía	16,3	17,0	5%	3,8%	2,8	3,9	14%	42,3%	16,8%	23,1%
Agencias	24,5	23,7	7%	-3,3%	1,3	2,1	8%	60,4%	5,2%	8,7%
Diversificación	62,8	62,8	19%	0,0%	5,5	11,6	43%	112,3%	8,7%	18,5%
Corporativo y otros ajustes	(4,5)	(4,4)	-1%	1,8%	(11,5)	(9,8)	-36%	15,3%	n.a.	n.a.
Total	333,8	337,4		1,1%	12,4	27,2		118,6%	3,7%	8,1%

Nota: cifras (ingresos y EBITDA ex indemnizaciones) por área de negocio reportados por VOC. Por tanto, los ingresos totales y el EBITDA ex indemnizaciones total incluyen, en agregado, EUR 0,2 Mn de activaciones y EUR 3,0 Mn de subvenciones en 2025 y EUR 0,4 Mn de activaciones y EUR 2,3 Mn de subvenciones en 2024. Asimismo, la mayor parte de los gastos corporativos (EUR 9,8 Mn en 2025) son relativos al área de Prensa.

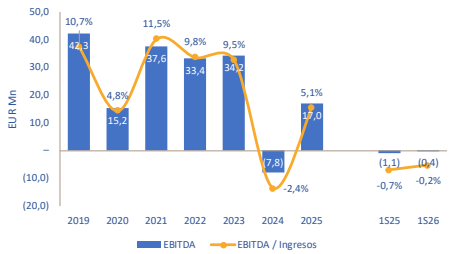
Gráfico 10. Indemnizaciones.



Del EBITDA recurrente al EBITDA: analizando continuamente planes de eficiencia como driver estructural de crecimiento.

La diferencia entre el EBITDA recurrente y el EBITDA viene explicada principalmente por los gastos de reestructuración asociados a los planes de eficiencia llevados a cabo durante los últimos años.

Gráfico 11. EBITDA.



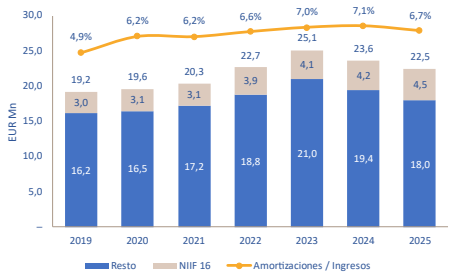
Las indemnizaciones aumentaron desde EUR 5,2 Mn en 2023 hasta EUR 19,9 Mn en 2024, reduciéndose hasta EUR 10,0 Mn en 2025. Durante el 1S26 se situaron en EUR 6,7 Mn. Esta evolución responde principalmente al ajuste de la plantilla. La media de empleados pasó de 3.018 en 2023 a 2.512 en 1S26 (c. -17%).

Como resultado, el EBITDA se situó en EUR 17,0 Mn en 2025 (margen del 5,1%), frente a EUR -7,8 Mn en 2024 (margen del -2,4%).

EBIT: un negocio intensivo en capital (inversión en aplicaciones informáticas, IA y data).

La mejora de la rentabilidad operativa observada en 2025 se refleja con menor intensidad a nivel de EBIT debido al elevado volumen de amortizaciones (EUR 22,5 Mn en 2025 y EUR 23,6 Mn en 2024). De este importe, aproximadamente EUR 10,2 Mn correspondieron a activos intangibles, EUR 7,8 Mn a inmovilizado material y EUR 4,5 Mn a activos por derechos de uso (alquileres).

Gráfico 12 Amortizaciones.



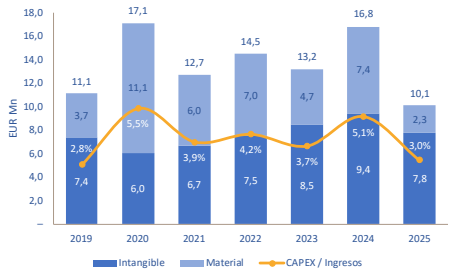
La composición de la amortización pone de manifiesto que, pese a la creciente digitalización del negocio, el modelo sigue siendo intensivo en capital. Por un lado, el negocio de Prensa requiere plantas de impresión, maquinaria e instalaciones técnicas. Por otro, el desarrollo del negocio digital requiere inversiones recurrentes en aplicaciones informáticas, plataformas tecnológicas y proyectos de 'data' e IA, a los que se suma la amortización de marcas, licencias y relaciones con clientes derivadas de adquisiciones anteriores.

En 2025, la recuperación de los ingresos y la mejora de la eficiencia permitieron situar el EBIT en EUR 1,6 Mn (margen del 0,5%). No obstante, esta cifra incorpora un resultado positivo por enajenación de inmovilizado de EUR 6,9 Mn (principalmente por la venta activos inmobiliarios: edificios del Diario SUR y El Correo).

Generación de caja: (i) CAPEX significativo, (ii) circulante no material y (iii) venta de activos no estratégicos.

La intensidad de capital del modelo también se refleja en el CAPEX anual, requiriendo inversiones tanto en activos materiales como intangibles. En 2025, el CAPEX ascendió a EUR 10,1 Mn (vs EUR 16,8 Mn en 2024), equivalente al 3,0% /ingresos (vs 5% en 2024 y una media del c. 4,0% desde 2019). La mayor parte de las inversiones continúa concentrándose en el negocio de Prensa (especialmente intangibles: aplicaciones informáticas y proyectos de data e IA), que representaron el c. 80% del CAPEX de 2025 y 1S26. VOC se ha marcado como objetivo destinar entre el 15%-20% del CAPEX a inversiones vinculadas a capacidades digitales, análisis de datos e IA, con el objetivo de mejorar la personalización de contenidos, aumentar la monetización de las audiencias y elevar la eficiencia operativa.

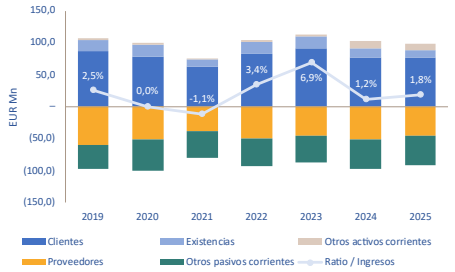
Gráfico 13. CAPEX.



A cierre del 1S26, VOC tenía un inmovilizado de c. EUR 160 Mn, compuesto por EUR 37,9 Mn de inmovilizado material (terrenos, construcciones e instalaciones técnicas), EUR 42,6 Mn de activos intangibles (excluyendo fondo de comercio y derechos de uso), EUR 12,7 Mn de derechos de uso y EUR 67,1 Mn de fondo de comercio.

El capital circulante operativo se situó en el 1,8% s/ingresos 2025 (vs 1,2% en 2024), manteniéndose en niveles bajos históricamente y manifestando las moderadas necesidades de circulante del negocio. En consecuencia, el crecimiento apenas requiere consumo adicional de caja vía circulante, favoreciendo la conversión del EBITDA en FCF (gráfico 14).

Gráfico 14. Capital circulante operativo.



Asimismo, VOC ha acelerado la rotación de activos no estratégicos como parte de su proceso de desapalancamiento. La principal operación de 2025 fue la venta de HabitatSoft (Pisos.com, Pisocompartido.com y HabitatSoft), por EUR 22,5 Mn (múltiplo de c. 13x EV/EBITDA 2025). Adicionalmente, VOC vendió diversos inmuebles: dos edificios pertenecientes a Las Provincias y la antigua sede del Diario Sur en Málaga, que sumados a otros inmuebles generaron c. EUR 26,3 Mn de caja durante 2025.

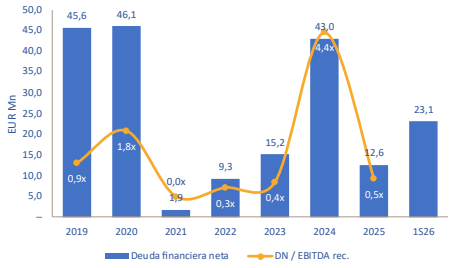
Estructura financiera: desapalancamiento y relevancia de los minoritarios.

La deuda financiera neta (ex NIIF16) era de EUR 12,6[5] Mn en 2025 (-71% vs EUR 43,0 Mn en 2024). Esta reducción responde tanto a la mejora operativa (recuperación de ingresos y mayor eficiencia) como a diversas desinversiones (venta de HabitatSoft y monetización de activos

[5] La deuda financiera neta (ex NIIF16) utilizada en este informe corresponde a métrica calculada por Lighthouse y no coincide exactamente con la reportada por VOC. Si bien, la diferencia no es significativa. En 2025, la deuda financiera neta (ex NIIF 16) calculada por Lighthouse es de EUR 12,6 Mn, frente a los EUR 12,2 Mn reportados por VOC.

inmobiliarios). Como consecuencia, la ratio DN (ex NIIF16) /EBITDA recurrente se redujo hasta 0,5x (vs 4,4x en 2024), mostrando un nivel de endeudamiento moderado y que otorga flexibilidad.

Gráfico 15. Deuda neta (ex NIIF16).



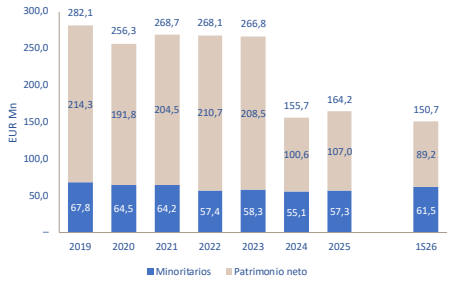
En marzo de 2026, se renovó la financiación sindicada, mejorando condiciones: vencimiento 5 años, importe de EUR 40 Mn (EUR 20 Mn de préstamo amortizable y EUR 20 Mn de línea de crédito revolving) y margen de +2,4 p.p. sobre Euribor (varía en función de la ratio DN/EBITDA). La cifra de DN excluye pasivos por arrendamientos por NIIF 16, que ascendían a EUR 14,9 Mn a cierre de 2025.

A cierre del 1S26, la DN se incrementó hasta EUR 23,1 Mn (+83% vs 2025, principalmente por el incremento del circulante por una reducción de proveedores, un CAPEX de EUR 5,3 Mn e indemnizaciones de EUR 6,7 Mn). La deuda financiera bruta (EUR 53 Mn 1S26) está formada por EUR c. 20 Mn del préstamo sindicado y EUR 33 Mn de los programas de pagarés en MARF y AIAF.

Una estructura accionarial singular: minoritarios, principalmente por el 50% de Sumauto y el 24% de El Diario Vasco.

Un elemento particular de VOC es la presencia de minoritarios dentro del perímetro de consolidación. A cierre del 1S26, el patrimonio neto consolidado ascendía a EUR 150,7 Mn (EUR 89,2 Mn de la sociedad dominante y EUR 61,5 Mn de socios minoritarios). Estos minoritarios se concentran principalmente en cuatro subgrupos: (i) Sumauto, del que VOC posee el 50%, (ii) Sociedad Vascongada de Publicaciones (El Diario Vasco), del que VOC posee el 76%; (iii) El Norte de Castilla, del que VOC posee el 78%; (iv) Radio Publi.

Gráfico 16. Patrimonio neto y minoritarios.



Como consecuencia, una parte relevante del beneficio corresponde a los socios minoritarios, lo que se manifiesta a través del resultado atribuido a minoritarios (EUR 1,1 Mn en 1S26, EUR 5,6 Mn en 2025 y EUR 3,5 Mn en 2024). El mismo efecto se observa en el estado de flujos de efectivo consolidado. Parte de los dividendos distribuidos por las filiales consolidadas se destinan a los socios minoritarios. En 2025, estos pagos ascendieron a EUR 3,1 Mn. Este aspecto resulta especialmente relevante desde el punto de vista de la valoración, ya que parte del flujo de caja generado por el grupo no pertenece a la sociedad cotizada.

Plan Estratégico 2025-2029: una hoja de ruta centrada en la recuperación de la rentabilidad.

Con la llegada de Manuel Mirat (oct-2024) y la presentación del Plan Estratégico 2025-2029 (may-2025), VOC inició una nueva etapa con el objetivo puesto en acelerar la transformación y recuperar los niveles de rentabilidad. El plan se articula sobre cinco líneas:

- Recuperar el crecimiento del negocio de Prensa, reforzando la propuesta editorial, el pulso comercial y la cuota de mercado publicitaria (foco en publicidad no convencional "below the line": eventos, verticales – deportes, música, salud y gastronomía –, RRSS y braded content).
- Transformar y simplificar el modelo operativo (mayor eficiencia y reducir estructura).
- Acelerar el desarrollo de las suscripciones digitales, redefiniendo la propuesta de valor de las principales cabeceras e impulsando el modelo de suscripción.
- Ajustar y mejorar la posición financiera del Grupo.
- Potenciar los negocios de Diversificación (crecimiento orgánico y oportunidades de M&A).
- Desarrollar capacidades digitales y de análisis de datos (herramientas de data e IA) para mejorar el conocimiento de audiencias, incrementar la monetización y aumentar la eficiencia operativa.

En el fondo, el objetivo del plan estratégico es estabilizar ingresos y recuperar progresivamente la rentabilidad. VOC espera alcanzar un EBITDA recurrente de entre EUR 36–40 Mn en 2029

(equivalente a una TACC 2025 – 2029 de doble dígito) y alcanzar una generación ordinaria de caja[6] de EUR 13–15 Mn anuales a partir de 2027.

A corto plazo, VOC ha fijado un rango de EBITDA ex indemnizaciones[7] de EUR 30–32 Mn para 2026e, apoyado principalmente en (i) la captura de los ahorros derivados de los planes de eficiencia, (ii) crecimiento de los ingresos publicitarios en Prensa, y (iii) mejora del EBITDA generado por los negocios de Diversificación.

Conclusión: ¿qué es, dónde está y hacia dónde va VOC? En busca de la "solución" a un problema común a toda la prensa escrita del mundo…

VOC combina un negocio de Prensa, líder en España, con un conjunto de negocios de Diversificación (Agencias, Clasificados y Gastronomía) desarrollados alrededor de sus marcas, audiencias y capacidades comerciales. Prensa continúa siendo el principal negocio y el principal activo del grupo: su liderazgo en prensa regional, junto con ABC, le proporciona una elevada capilaridad territorial y una amplia base de audiencias, sobre la que se apoyan el resto de negocios.

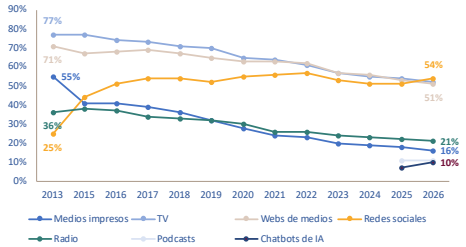
VOC se encuentra actualmente inmersa en la ejecución del Plan Estratégico 2025-2029. Ante el deterioro estructural del negocio de prensa impresa, la prioridad es recuperar el crecimiento mediante el desarrollo de publicidad no convencional, acelerando la transición digital, el crecimiento de los negocios de Diversificación y simplificar la estructura operativa para mejorar la rentabilidad. Es una obviedad que en este contexto el ahorro de costes y la progresiva (y rápida) reducción de su estructura es un auténtico e inexcusable driver de crecimiento.

De cara a los próximos años, el principal reto estratégico consiste en compensar la caída estructural del negocio impreso (tanto en venta de ejemplares como en publicidad) mediante un mayor peso de los ingresos digitales (suscripciones y publicidad), el crecimiento de los negocios de Diversificación y una estructura de costes más eficiente. En definitiva, el objetivo es "sostener" la cifra de ingresos, presionada por las tendencias del mercado, y elevar la rentabilidad y la generación de caja mediante un cambio en el mix de negocio (mayor peso de ingresos digitales y Diversificación) y una mayor eficiencia operativa.

[6] Métrica reportada por VOC. Generación de caja del negocio, entendida como variación de la Deuda Financiera Neta, sin tener en cuenta los cobros o pagos excepcionales, ni el incremento de deuda NIIF16, ni el pago de dividendos a los accionistas de VOC.
[7] El objetivo de "EBITDA ex indemnización" comunicado por VOC para 2026e incluye ingresos por activaciones y subvenciones, que ascendieron conjuntamente a EUR 3,4 Mn en 2025. Estas partidas se excluyen del EBITDA recurrente estimado por Lighthouse.

Prensa (impresa y digital): la transformación del consumo presiona mucho el modelo de negocio tradicional.

Gráfico 17. Proporción que accedió a las noticias con cada fuente en la última semana. (Todos los mercados).



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Digital News Report 2026 (Reuters Institute).

La industria de los medios de comunicación atraviesa una transformación estructural impulsada por dos tendencias principales: el cambio en la forma de acceder a las noticias y la menor predisposición de los usuarios a consumir información. Ambos factores están alterando la distribución de contenidos y la rentabilidad de los periódicos tradicionales.

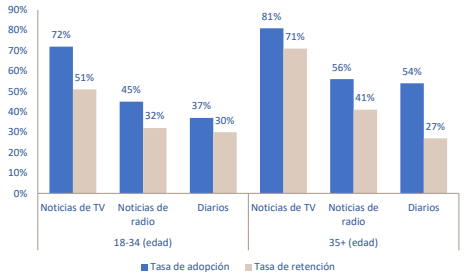
La distribución de noticias se desplaza hacia plataformas de terceros (redes sociales).

Según datos del Digital News Report 2026 del Reuters Institute y la Universidad de Oxford, el consumo de noticias a través de los canales propios de los medios continúa perdiendo peso frente a las redes sociales y las plataformas de vídeo.

La tendencia se observa desde 2013, cuando la televisión, la prensa impresa y las webs y aplicaciones de medios mantenían una posición claramente dominante. En 2026, las redes sociales y las plataformas de vídeo se convierten, por primera vez, en la fuente informativa más utilizada a escala global, con una penetración del 54%, frente al 52% de la televisión y el 51% de las webs y aplicaciones de medios (gráfico 17).

El deterioro es especialmente acusado en la prensa impresa, cuyo uso disminuye 2 p.p. en 2026 y c. 40 p.p. desde 2013. Esta evolución refleja un cambio más profundo que la mera migración del papel al formato digital: los periódicos están perdiendo el control directo de la distribución y de la relación con el usuario, cada vez más intermediada por redes sociales, plataformas de vídeo y, de forma incipiente, asistentes de inteligencia artificial.

Gráfico 18. Porcentaje que adoptó cada fuente y porcentaje que se quedó como usuarios. Por grupo de edad. (Todos los mercados).



Adopción: % que usó cada medio semanalmente.
Retención: % que aún usan ese medio semanalmente.
Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Digital News Report 2026 (Reuters Institute).

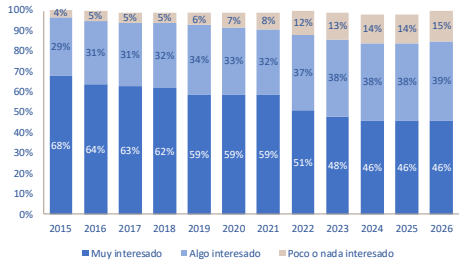
La prensa presenta dificultades para captar y retener audiencia.

La pérdida de relevancia de los canales tradicionales (televisión, radio y prensa) no responde únicamente al crecimiento de las RRSS y plataformas de vídeo. Los datos de Reuters muestran también diferencias significativas en la capacidad para captar y retener usuarios.

La tasa de adopción mide la proporción de consumidores que ha utilizado alguna vez un determinado medio, mientras que la tasa de retención refleja qué porcentaje continúa utilizándolo. Los periódicos presentan los niveles más bajos en ambas métricas frente a la televisión y la radio, especialmente entre los usuarios de 18 a 34 años (gráfico 18).

Este comportamiento evidencia un problema de reemplazo generacional. Los periódicos no solo pierden lectores actuales, sino que encuentran dificultades para incorporar nuevos usuarios. Además, no se espera que los jóvenes adopten los hábitos informativos de las generaciones anteriores a medida que envejezcan. El mayor consumo de medios tradicionales entre los grupos de mayor edad responde, al menos parcialmente, a los patrones de consumo adquiridos durante su formación, y no únicamente a la edad. Para las compañías del sector, esta distinción es relevante desde el punto de vista estratégico (¿qué estrategia adoptar: atraer audiencia o conseguir una mayor retención?).

Gráfico 19. Grado de interés por las noticias. (Todos los mercados).



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Digital News Report 2026 (Reuters Institute).

El interés por las noticias también disminuye.

El ascenso relativo de las redes sociales y las plataformas de vídeo se explica menos por un crecimiento acelerado de su uso que por el deterioro continuado de otras fuentes. Esta dinámica sugiere que una parte de la población está reduciendo el número de canales informativos que consulta y, en determinados casos, su consumo de noticias en términos absolutos.

Reuters identifica una caída estructural del interés por las noticias y un aumento de la evasión informativa. La proporción de usuarios que declara estar extremadamente o muy interesada en la actualidad se ha reducido de forma significativa durante los últimos años (gráfico 19).

Por tanto, el problema del sector no se limita a una redistribución de audiencias entre canales. También se observa una contracción de la demanda agregada. Esta tendencia tiene

implicaciones directas sobre la monetización, al reducir tanto el impacto de la potencial publicidad como el número potencial de usuarios dispuestos a pagar por contenidos.

Además, otro aspecto relevante es que el consumo de noticias en redes sociales y plataformas de vídeo suele ser menos intencional. En muchos casos, el usuario no busca activamente información, sino que se encuentra con ella mientras consume otro tipo de contenidos. Lo que también tiene implicaciones comerciales: una menor intencionalidad puede traducirse en una relación más débil con las marcas periodísticas, una menor frecuencia de visitas y una menor propensión al pago.

Aunque existe un segmento de usuarios con elevado interés informativo y potencialmente rentable.

Pese al deterioro general, continúa existiendo un segmento de usuarios con una elevada vinculación con las noticias. Entre estos consumidores, el interés informativo, el uso de webs y aplicaciones de medios y la confianza en las marcas periodísticas han aguantado mejor que en el conjunto de la población.

Este grupo representa una base de audiencia reducida, pero potencialmente atractiva. Su mayor frecuencia de consumo y su mayor predisposición a utilizar canales propios mejoran las posibilidades de monetización mediante suscripciones, publicidad segmentada y productos de mayor valor añadido. En consecuencia, la oportunidad para los medios no parece residir únicamente en maximizar el alcance, sino también en identificar, captar y retener segmentos con una elevada disposición a consumir y pagar por información diferenciada.

Caída de audiencia: la mayor audiencia digital no compensa la caída del papel.

Las tendencias anteriores se han traducido en una pérdida sostenida de audiencia para los periódicos. Aunque el consumo digital ha aumentado, su crecimiento no ha sido suficiente para compensar la reducción de lectores de las ediciones impresas (gráfico 20).

Parte de la audiencia ha migrado del papel a los canales digitales, pero otra parte ha abandonado el consumo de prensa, lo que ha provocado una reducción de la audiencia total. Esta evolución limita la capacidad del sector para mantener o incrementar sus ingresos. Las audiencias digitales suelen generar menores ingresos publicitarios que las impresas y, salvo en los mercados con una elevada penetración de suscripciones, la monetización directa continúa siendo limitada. A este respecto, los principales motivos por los que la gente paga son obtener contenido útil al que no se puede acceder de otra manera y apoyar al periodismo por su papel en la sociedad.

La caída de audiencia se traduce en menores ingresos. El crecimiento digital solo compensa parcialmente el deterioro del negocio impreso.

El descenso de audiencia se ha trasladado a los ingresos del sector. En Europa, los ingresos de la industria periodística disminuyeron desde c. EUR 36 mil Mn en 2019 hasta c. EUR 27 mil Mn en 2024, equivalente a una TACC del c. -5%.

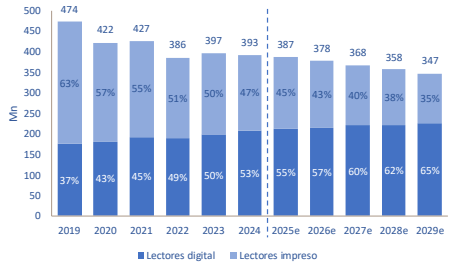
Aunque se espera una moderación del ritmo de caída durante los próximos años, el crecimiento de la publicidad y la circulación digital no será suficiente para compensar el deterioro del negocio impreso. Para el periodo 2024-2029, se estima una TACC del -3,4% en circulación impresa y del -4,3% en publicidad impresa. Por el contrario, la circulación digital y la publicidad digital crecerían a tasas del +1,9% y del +1,4%, respectivamente.

La industria continuará, por tanto, desplazándose hacia un modelo predominantemente digital, aunque dentro de un mercado total en contracción. La principal cuestión para los periódicos no es solo acelerar el crecimiento de los ingresos digitales, sino conseguir que estos presenten una rentabilidad suficiente para compensar la caída del negocio impreso.

España: las tendencias globales se reproducen con menor intensidad.

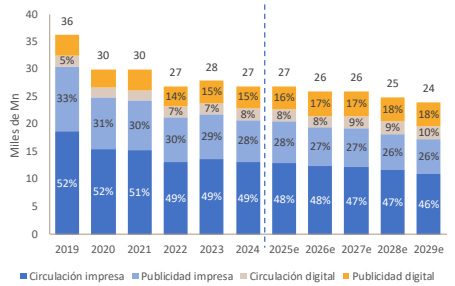
Las dinámicas observadas a escala internacional también están presentes en España: menor uso de los canales tradicionales, dificultades de adopción y retención en los medios tradicionales, caída del interés informativo, descenso de la audiencia impresa, creciente peso de la distribución digital e irrupción de la IA. No obstante, los medios tradicionales y, en particular, la prensa, mantienen una posición relativamente más favorable que en otros mercados.

Gráfico 20. Audiencia de periódicos en Europa (impresa y digital).



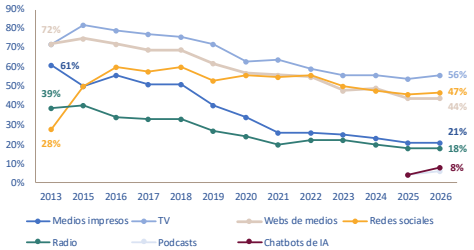
Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Statista.

Gráfico 21. Ingresos de prensa en Europa.



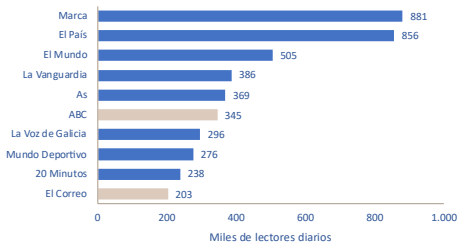
Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Statista.

Gráfico 22. Proporción que accedió a las noticias con cada fuente en la última semana. (España).



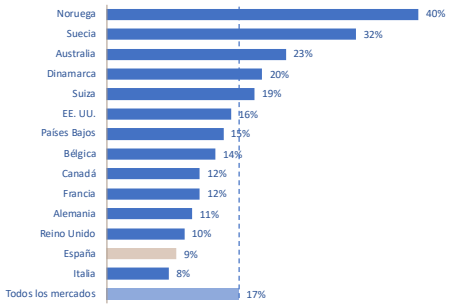
Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Digital News Report 2026 (Reuters Institute).

Gráfico 23. Ranking según lectores diarios.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de la 2ª ola de 2026 de la EGM.

Gráfico 25. Porcentaje de lectores que han pagado por alguna noticia en línea durante el último año.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos de Digital News Report 2026 (Reuters Institute).

Gráfico 26. Circulación de la prensa impresa en España.

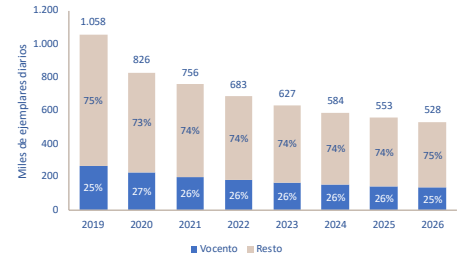
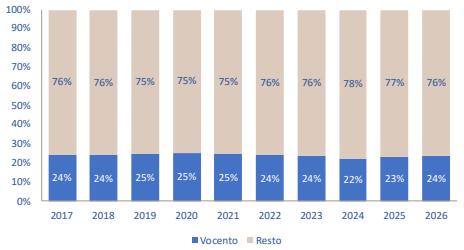
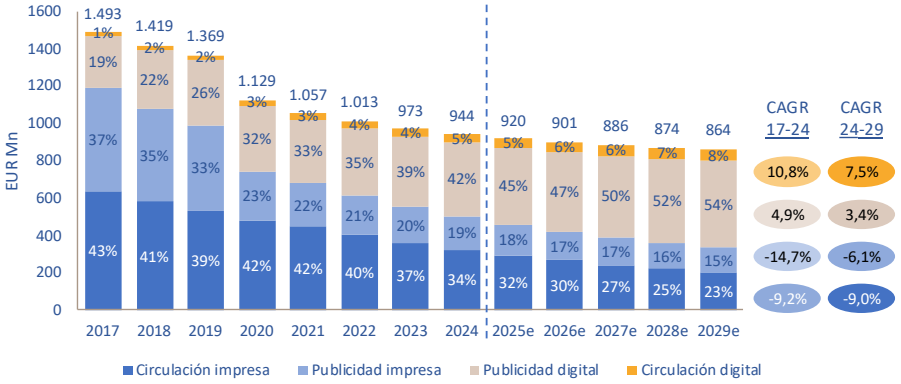


Gráfico 27. Cuota de publicidad en prensa generalista en España.



Según datos del informe Entertainment and Media Outlook 2025-2029 (PwC), los ingresos de la industria periodística española alcanzaron EUR 944 Mn en 2024 y disminuirían hasta EUR 864 Mn en 2029, lo que implica una caída media anual del -1,7%. El retroceso se concentrará en el negocio impreso. Se estima que los ingresos por circulación impresa disminuirán a una tasa cercana al -9% anual, mientras que la publicidad impresa caerá a una TACC del c. -6% anual.

Gráfico 24. Evolución observada (2017-2024) y esperada (2025e-2029e) de los ingresos de la industria periodística en España.



Fuente: elaboración propia a partir de los datos del Entertainment and Media Outlook 2025-2029 (PwC).

En sentido contrario, se estima que la circulación digital (ingresos procedentes de usuarios que pagan por acceder a contenidos online) crecerá a una tasa anual del +7,5%, mientras que la publicidad digital avanzaría a un +3,4%. La expansión digital no compensará completamente la contracción del papel.

La migración de los lectores hacia canales online ha reducido la demanda de ediciones impresas. Lo que ha provocado (i) el desplazamiento de inversión publicitaria hacia soportes digitales y (ii) una reducción de las dos principales fuentes de ingresos históricas del sector: la venta de ejemplares y la publicidad impresa. En España, el 71% de la población accede a noticias online, incluyendo el consumo a través de redes sociales, frente al 21% que utiliza la prensa impresa. Sin embargo, únicamente el 9% declara haber pagado por noticias digitales, por debajo de la media del 17% de los mercados analizados por Reuters y muy alejado de países como Noruega, donde el porcentaje alcanza el 40% (gráfico 25). Esta reducida disposición al pago limita la velocidad de sustitución de los ingresos impresos por suscripciones digitales y aumenta la dependencia del sector respecto de la publicidad.

Posición de VOC en España: cuota de mercado del 25% en prensa impresa.

En este contexto de contracción estructural y transición hacia el negocio digital, VOC mantiene una posición relevante en el mercado español de prensa. En términos de circulación impresa en España, el número total de ejemplares diarios ha disminuido desde aproximadamente 1 Mn en 2019 hasta c. 530 mil en 2026 (caída acumulada del c. -50%). A pesar del fuerte descenso del mercado, la cuota de VOC (incluyendo ABC y cabeceras regionales: El Correo, El Diario Vasco, etc.) se ha mantenido estable y se sitúa cerca del 25% en 2026 (gráfico 26).

VOC presenta una posición especialmente relevante en la prensa regional (cuota del c. 70%, apoyada principalmente en su liderazgo en el norte de España). Una fortaleza (la de las cabeceras regionales) que es importante porque este tipo de medios suele beneficiarse de una mayor vinculación con su audiencia. La información local presenta mayor proximidad, trata asuntos reconocibles para el lector y mantiene una relación directa con su entorno. Características que pueden favorecer el uso, la recurrencia, la fidelidad y la disposición al pago.

En el mercado publicitario (incluyendo publicidad impresa y digital) VOC ha mantenido históricamente una cuota similar a su participación en circulación, registrando una cuota próxima al 24% en 2026.

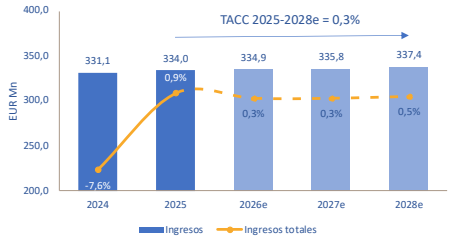
Conclusión: la presión sobre el modelo de negocio tradicional obliga a una transformación a todo el sector de prensa tradicional. Lo que incluye a VOC.

La prensa continúa enfrentándose a un proceso de transformación estructural caracterizado por un menor control sobre la distribución de contenidos (migración a RRSS, plataformas de vídeo e irrupción de la IA), el debilitamiento del consumo de noticias y la transición desde un modelo impreso hacia otro predominantemente digital. Aunque el crecimiento de las actividades digitales amortigua parcialmente el deterioro del negocio tradicional, no resulta suficiente para compensar la caída del papel. En este contexto, la capacidad de captar y retener audiencias, incrementar la recurrencia y convertir usuarios en suscriptores se convierte en una de las principales cuestiones para los grupos de prensa tradicionales durante los próximos años. Entre ellos, VOC.

2026e – 2028e: transformación en marcha. Mismos ingresos (pese a la caída del papel), mayor EBITDA y FCF c. EUR 10 Mn.

La transformación iniciada por VOC en 2025 comenzó a reflejarse en sus resultados ese mismo año. En 2025 registró unos ingresos de EUR 334,0 Mn (+0,9% vs 2024) y un EBITDA recurrente, excluyendo activaciones y subvenciones, de EUR 23,8 Mn (+144,7% vs 2024). Esta mejora respondió a la recuperación del negocio de Prensa, el crecimiento de los ingresos digitales y de Diversificación y la ejecución de los primeros planes de eficiencia. Los resultados del 1S26 muestran continuidad en esta tendencia, con unos ingresos de EUR 163 Mn (+2,2% vs 1S25) y un EBITDA recurrente de EUR 4,7 Mn (+14,2% vs 1S25).

Gráfico 28. Ingresos totales.



Nota. La cifra de ingresos totales es una cifra calculada por Lighthouse y no coincide con los ingresos reportados por VOC. La diferencia radica en que Lighthouse excluye (i) los ingresos derivados de las activaciones de gastos (prácticamente inexistentes) y (ii) las subvenciones de explotación y de capital (c. EUR 3 Mn en 2025). En consecuencia, los ingresos ascienden a EUR 334,0 Mn en 2025, frente a los EUR 337, 4 Mn reportados por VOC.

2026e-2028e: VOC avanzará en su transformación. Estabilidad de ingresos, mejora de rentabilidad y generación de caja positiva.

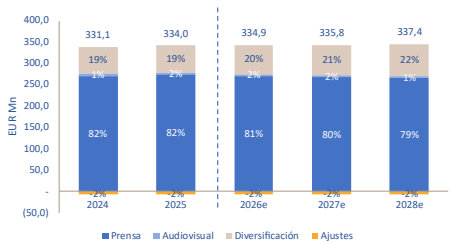
De cara al periodo 2026e-2028e, nuestras estimaciones contemplan la continuidad de esta transformación, en línea con lo establecido en el Plan Estratégico 2025-2029. Esperamos que el crecimiento de los ingresos digitales (suscripciones y publicidad) y de los negocios de Diversificación (Clasificados, Gastronomía y Agencias), junto con la optimización de la estructura operativa, permitan compensar la tendencia estructural de caída del negocio impreso.

Como resultado, proyectamos estabilidad de los ingresos (TACC 2025-2028e del +0,3%), pero una mejora significativa de la rentabilidad (TACC del EBITDA recurrente del +10,9%) y de la generación de caja (FCF c. EUR 10 Mn en 2027e), apoyada en una mayor contribución de los ingresos digitales y de Diversificación y en una estructura de costes más eficiente.

Ingresos: TACC 2025-2028e del +0,3%. El crecimiento de los ingresos digitales y de Diversificación compensará la caída del papel.

Proyectamos una estabilidad de la cifra de ingresos durante el periodo 2026e-2028e, evolucionando desde los EUR 334,0 Mn en 2025 hasta los EUR 337,4 Mn en 2028e (TACC 2025-2028e del +0,3%). Sin embargo, esta aparente estabilidad esconde una transformación relevante de la composición de los ingresos. Mientras el negocio de Prensa continuará viéndose afectado por el declive estructural de la circulación impresa, esperamos que el crecimiento de los ingresos digitales (suscripciones y publicidad; también incluidos en el área de Prensa) y de los negocios de Diversificación (Clasificados, Gastronomía y Agencias) compense dicha caída.

Gráfico 29. Ingresos.



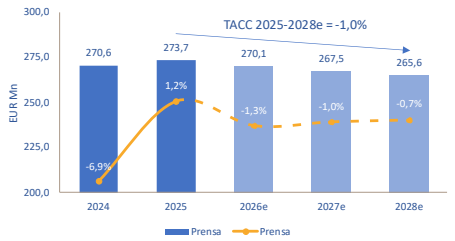
Estimamos que los ingresos de Prensa disminuyan a una TACC 2025-2028e del -1,0%, pese al crecimiento de las suscripciones digitales y de la publicidad digital, mientras que los negocios de Diversificación registrarán una TACC del +6,1%, incrementando progresivamente su peso dentro del grupo. A corto plazo, estimamos unos ingresos de EUR 334,9 Mn en 2026e (+0,3% vs 2025).

- **Prensa (81% /Ingresos 2025).** Esperamos que el negocio de Prensa continúe reduciendo ligeramente su cifra de ingresos durante el periodo proyectado (TACC 2025-2028e del -1,0%). Aunque prevemos un fuerte crecimiento de las suscripciones digitales y una evolución favorable de la publicidad digital, ambos factores seguirán siendo insuficientes para compensar el descenso de la venta de ejemplares físicos.

  - **Venta de ejemplares[8] (27% /Ingresos 2025).** Estimamos una prolongación de la caída observada durante los últimos años, en línea con la tendencia estructural de caída de la difusión impresa y las previsiones sectoriales.

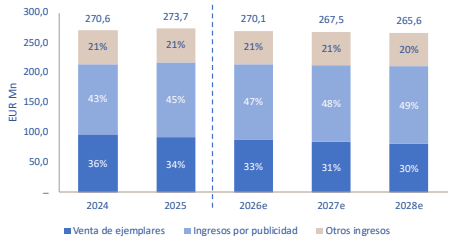
    En paralelo, esperamos un fuerte crecimiento de las suscripciones digitales apoyado en la digitalización de los mercados regionales y el mayor foco comercial. VOC alcanzó 192k suscriptores digitales en el 1S26 (+19% vs 1S25) y aspira a 320k en 2029. El potencial sigue siendo elevado: su cuota de mercado en España en suscripciones digitales (13%) se sitúa muy por debajo de su cuota en circulación impresa (c. 25%). El lanzamiento del nuevo producto digital en ABC y Regionales y el mayor foco comercial deberían

Gráfico 30. Ingresos del área de Prensa.



[8] Los ingresos por "Venta de ejemplares" incluyen tanto los ingresos por venta de rotativos físicos como los ingresos por suscripciones digitales.

Gráfico 31. Ingresos de Prensa.



contribuir a cerrar progresivamente esta brecha. No obstante, el limitado peso de los ingresos por suscripciones digitales (EUR c.10 Mn en 2025, estimación Lighthouse) no permitirá compensar la caída de la circulación impresa.

Bajo estas hipótesis, proyectamos una caída de los ingresos por venta de ejemplares del -5,0% en 2026e, en línea con el 1S26 (-5,3%) y la media anual de los últimos 5 años (-4,6%). Para 2027e y 2028e estimamos una moderación hasta el -4,5% y -4,0%, respectivamente, apoyada en el creciente peso de las suscripciones digitales.

- **Publicidad (c.37%).** Esperamos un crecimiento apoyado en la nueva estrategia de VOC: visión comercial unificada, foco en soluciones publicitarias no convencionales (eventos, verticales, RRSS y branded content) y ser socio estratégico de agencias de medios. El liderazgo de VOC en prensa regional (contenidos de proximidad y estrecha relación con los lectores) es un aspecto diferencial. Como consecuencia, esperamos una recuperación de la cuota de mercado perdida en 2024.

  Estimamos un crecimiento de los ingresos publicitarios del +1,5% en 2026e y del +1,8% anual en 2027e-2028e, aumentando desde los EUR 124,2 Mn en 2025 hasta EUR 130,5 Mn en 2028e.

En conjunto, proyectamos una reducción de los ingresos del área de Prensa del -1,3% en 2026e, -1,0% en 2027e y -0,7% en 2028e. El crecimiento de las suscripciones digitales y de la publicidad digital y no convencional amortiguará el declive del negocio impreso, permitiendo una progresiva ralentización del ritmo de caída.

- **Audiovisual (c.2%):** esperamos un descenso del c. -1% en 2026e y 2027e (en línea con 1S26) y un ajuste significativo en 2028e (-12%), año en el que se espera renegociar el acuerdo con el Grupo COPE. El peso los ingresos de Audiovisual (2% /Ingresos 2025) limitará el impacto de este ajuste sobre los ingresos totales.

- **Diversificación (c.19%).** Esperamos que Diversificación constituya el principal motor de crecimiento de los ingresos en 2026e-2028e, aumente su peso dentro del grupo y contribuya a incrementar el perfil de crecimiento de VOC.

  - **Clasificados (7%).** Crecimiento esperado del +8,0% en 2026e, apoyado en unas perspectivas favorables para el 2S26, el incremento del ingreso medio por cliente (ARPA) y el lanzamiento de nuevos productos en Motor (data, IA, etc.). El crecimiento continuará siendo elevado en 2027e (+7,5%) y 2028e (+6,0%) por el desarrollo de nuevos servicios de valor añadido y la evolución favorable del mercado de vehículos de ocasión.

  - **Gastronomía (5%).** Crecimiento moderado en 2026e (+2,5%), impulsado por una edición récord de Madrid Fusión. A partir de 2027e esperamos una aceleración (+4,0% en 2027e y +10,0% en 2028e), apoyada en la internacionalización del negocio, el crecimiento de la actividad de consultoría y la contribución de Madrid Culinary Campus (MACC).

  - **Agencias (7%).** Tras un 1S26 afectado por la ubicación temporal de una campaña relevante (retrasada al 2S26), proyectamos un crecimiento del +10,0% en 2026e, apoyado en el nuevo negocio captado y la elevada estacionalidad (>30% de ingresos se concentra en el 4T). Para 2027e y 2028e estimamos un crecimiento más moderado (+4,0% y +3,0%, respectivamente), sustentado en el cross-selling y en nuevas colaboraciones estratégicas.

Como resultado, esperamos que los ingresos de Diversificación crezcan un +7,3% en 2026e, un +5,2% en 2027e y un +5,9% en 2028e, evolucionando desde EUR 62,8 Mn en 2025 hasta EUR 75,1 Mn en 2028e (TACC 2025-2028e del +6,1%).

Gráfico 32. Ingresos de los negocios de Diversificación.

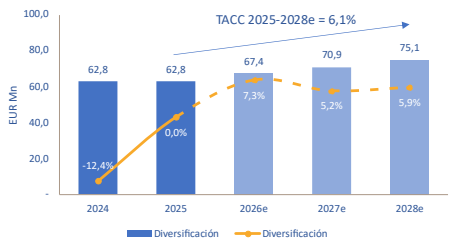
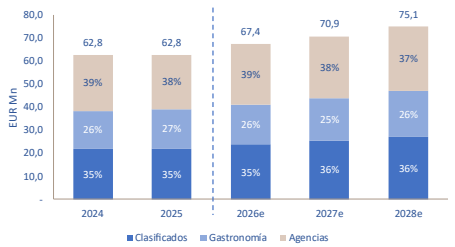
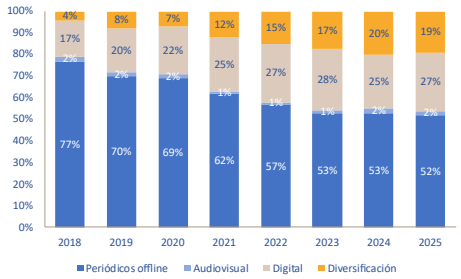


Gráfico 33. Desglose de los ingresos de Diversificación.



Como consecuencia, su peso sobre ingresos aumentará hasta el 22% en 2028e (vs 19% en 2025 y 8% en 2019).

Gráfico 34. Composición de los ingresos (2018-2025).



En conjunto, prevemos que la evolución de los ingresos continúe estando condicionada principalmente por el negocio de Prensa, especialmente por la evolución de la actividad impresa, que todavía representaba c.52% /ingresos 2025. No obstante, esperamos una contribución creciente de los ingresos digitales (suscripciones y publicidad), cuyo peso ha aumentado desde el 20% en 2019 hasta el 27% en 2025, así como de los negocios de Diversificación, que continuarán ganando relevancia durante el periodo proyectado.

Tabla 4. Ingresos por área de negocio.

EUR Mn	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Venta de ejemplares	97,0	92,8	88,1	84,1	80,8
Ingresos por publicidad	117,2	124,2	126,1	128,3	130,5
Otros ingresos	56,4	56,8	55,9	55,1	54,3
Prensa	270,6	273,7	270,1	267,5	265,6
Audiovisual	4,9	5,3	5,2	5,2	4,6
Clasificados	21,9	22,1	23,9	25,7	27,2
Gastronomía	16,3	17,0	17,4	18,1	19,9
Agencias	24,5	23,7	26,1	27,1	27,9
Gastronomía & Agencias	40,9	40,7	43,5	45,2	47,8
Diversificación	62,8	62,8	67,4	70,9	75,1
Ajustes	(7,2)	(7,8)	(7,8)	(7,8)	(7,8)
Ingresos	331,1	334,0	334,9	335,8	337,4

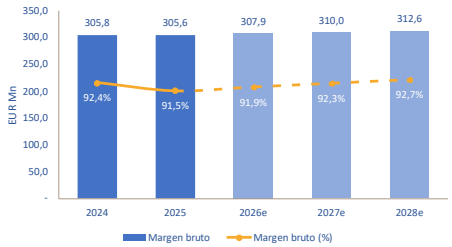
Variaciones (%)	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Venta de ejemplares	-5,1%	-4,4%	-5,0%	-4,5%	-4,0%
Ingresos por publicidad	-9,2%	6,0%	1,5%	1,8%	1,8%
Otros ingresos	-4,8%	0,7%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
Prensa	-6,9%	1,2%	-1,3%	-1,0%	-0,7%
Audiovisual	-4,4%	7,4%	-0,7%	-1,0%	-12,0%
Clasificados	n.a.	0,9%	8,0%	7,5%	6,0%
Gastronomía	14,2%	3,8%	2,5%	4,0%	10,0%
Agencias	-5,3%	-3,3%	10,0%	4,0%	3,0%
Gastronomía & Agencias	1,7%	-0,5%	6,9%	4,0%	5,8%
Diversificación	n.a.	0,0%	7,3%	5,2%	5,9%
Ajustes	n.a.	8,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Ingresos totales	n.a.	0,9%	0,3%	0,3%	0,5%

Pesos (%)	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Venta de ejemplares	29%	28%	26%	25%	24%
Ingresos por publicidad	35%	37%	38%	38%	39%
Otros ingresos	17%	17%	17%	16%	16%
Prensa	82%	82%	81%	80%	79%
Audiovisual	1%	2%	2%	2%	1%
Clasificados	7%	7%	7%	8%	8%
Gastronomía	5%	5%	5%	5%	6%
Agencias	7%	7%	8%	8%	8%
Gastronomía & Agencias	12%	12%	13%	13%	14%
Diversificación	19%	19%	20%	21%	22%
Ajustes	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%
Ingresos	100%	100%	100%	100%	100%

Nota 1. La partida "ajustes" incorpora (i) los gastos de los servicios centrales del grupo y los ingresos por dichos servicios a otras sociedades del mismo que no se distribuyen (EUR -4,4 Mn en 2025 y durante 2026e-2028e); y (ii) los ingresos por activaciones y subvenciones (EUR -3,4 Mn en 2025 y durante 2026e-2028e).

Nota 2. Las cifras de 2024 fueron reexpresadas en las CCAA 2025 teniendo en cuenta los cambios en el perímetro de consolidación (venta de HabitaSoft – negocio de clasificados Pisos.com – y cese de Relevo en 2025). Por tanto, los ingresos de Clasificados de 2024 no son comparables a los de 2023.

Gráfico 35. Margen bruto.



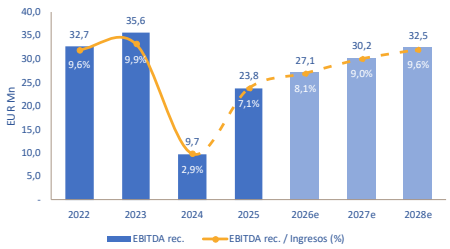
Márgenes: el cambio en la composición de los ingresos y la ejecución de los planes de eficiencia impulsarán el EBITDA recurrente (TACC 2025-2028e del +10,9%).

VOC presenta un margen bruto elevado (91,5% en 2025 y 93,2% en 1S26) debido a la naturaleza de su negocio. La partida de aprovisionamientos está formada, esencialmente, por el consumo de papel (y otras materias primas: tintas, panchas, etc.), relacionado principalmente con (i) la venta de ejemplares físicos y (ii) el coste del papel. En este sentido, proyectamos un incremento del margen bruto hasta el 91,9% en 2026 (+0,5 p.p. vs 2025), 92,3% en 2027e y 92,7% en 2028e

debido a la disminución de la circulación impresa y la creciente contribución de los negocios de Diversificación (con márgenes brutos más elevados).

Más allá del margen bruto, consideramos que la principal métrica a seguir en VOC es la evolución del margen EBITDA recurrente. A diferencia de los ingresos, cuya evolución seguirá condicionada por el declive estructural del negocio impreso, estimamos que la mejora de la rentabilidad vendrá determinada por la transformación del modelo de negocio y por la optimización de la estructura operativa.

Gráfico 36. EBITDA recurrente.



En este sentido, pese a proyectar unos ingresos estables durante el periodo 2025-2028e (TACC del +0,3%), estimamos un crecimiento del EBITDA recurrente del +10,9% anual, apoyado en tres factores principales:

- Cambio en la composición de los ingresos, con un mayor peso de los ingresos digitales (suscripciones y publicidad) y de los negocios de Diversificación.
- Ejecución de los planes de eficiencia y reorganización. Eliminación de silos y duplicidades, simplificación de la estructura organizativa, la centralización de funciones y la captura de sinergias de costes. Los ahorros se concentrarán en el área de Prensa y en la estructura del grupo.
- Cierto apalancamiento operativo en los negocios de Diversificación, especialmente en Clasificados y Agencias. En Gastronomía esperamos que la internacionalización contribuya a incrementar su margen.

Como consecuencia, esperamos una contención de los gastos de personal (excluyendo indemnizaciones) durante el periodo proyectado, desde EUR 143,5 Mn en 2025 hasta EUR 142,5 Mn en 2028e, reduciendo su peso sobre ingresos desde el 43,0% hasta el 42,3%. Asimismo, estimamos una ligera reducción de los otros gastos de explotación, desde los EUR 138,2 Mn en 2025 hasta los EUR 137,4 Mn en 2028e, disminuyendo su peso sobre ingresos desde el 41,4% hasta el 40,7%.

En conjunto, proyectamos que el EBITDA recurrente aumente desde EUR 23,8 Mn en 2025 hasta EUR 27,1 Mn en 2026e, EUR 30,2 Mn en 2027e y EUR 32,5 Mn en 2028e (TACC 2025-2028e del +10,9%). Como resultado, el margen aumentaría desde el 7,1% en 2025 hasta el 8,1% en 2026e, el 9,0% en 2027e y el 9,6% en 2028e.

En definitiva, la evolución del EBITDA rec. no descansa sobre un crecimiento significativo de los ingresos, sino en la capacidad de VOC para transformar unos ingresos prácticamente estables en un EBITDA recurrente superior. Esperamos que (i) el cambio en la composición de los ingresos y (ii) la captura progresiva de eficiencias operativas permitan incrementar la rentabilidad pese al entorno estructuralmente adverso para la prensa impresa.

Tabla 5. EBITDA recurrente.

EUR Mn	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Prensa	15,9	22,4	24,2	25,3	26,0
Audiovisual	2,6	3,0	2,9	2,9	2,3
Clasificados	1,4	5,6	6,2	6,9	7,6
Gastronomía	2,8	3,9	4,0	4,5	5,4
Agencias	1,3	2,1	2,5	2,8	2,9
Gastronomía & Agencias	4,0	6,0	6,5	7,3	8,3
Diversificación	5,5	11,6	12,7	14,2	15,9
Corporativo y otros ajustes	(14,2)	(13,1)	(12,6)	(12,2)	(11,7)
EBITDA recurrente	9,7	23,8	27,1	30,2	32,5

Margen (%)	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Prensa	5,8%	8,3%	8,9%	9,4%	9,8%
Audiovisual	49,0%	56,6%	56,2%	56,2%	50,0%
Clasificados	6,4%	23,5%	25,9%	26,9%	27,9%
Gastronomía	16,2%	22,5%	23,1%	25,1%	27,1%
Agencias	5,4%	7,9%	9,4%	10,2%	10,4%
Gastronomía & Agencias	9,9%	13,7%	14,9%	16,1%	17,4%
Diversificación	8,7%	17,2%	18,8%	20,0%	21,2%
EBITDA recurrente	2,9%	7,1%	8,1%	9,0%	9,6%

Variaciones (p.p.)	2025	2026e	2027e	2028e
Prensa	2,5%	0,7%	0,5%	0,4%
Audiovisual	7,6%	-0,4%	–	-6,2%
Clasificados	17,1%	2,4%	1,0%	1,0%
Gastronomía	6,3%	0,6%	2,0%	2,0%
Agencias	2,5%	1,5%	0,7%	0,3%
Gastronomía & Agencias	3,8%	1,1%	1,2%	1,2%
Diversificación	8,5%	1,6%	1,2%	1,1%
Total	4,2%	1,0%	0,9%	0,6%

Nota 1: la partida "Corporativo y otros ajustes" incorpora (i) los gastos de los servicios centrales del grupo, que no se distribuyen (EUR -9,8 Mn en 2025); y (ii) los ingresos por activaciones y subvenciones (EUR -3,4 Mn en 2025).

Nota 2: el desglose de EBITDA por divisiones se muestra a efectos informativos y parte de una asignación de gastos operativos realizada por la propia VOC (cifras 2024 y 2025 reportadas en presentaciones de resultados), y, por tanto, no parte de una asignación llevada a cabo por Lighthouse. Adicionalmente, según las CCAA, la segmentación responde a las unidades organizativas utilizadas por la dirección para evaluar su desempeño y asignar recursos.

Gráfico 37. Indemnizaciones.

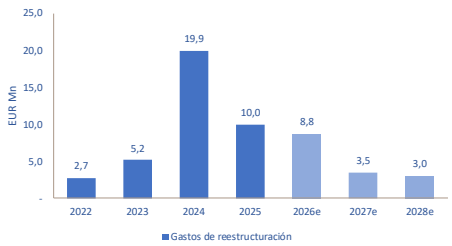
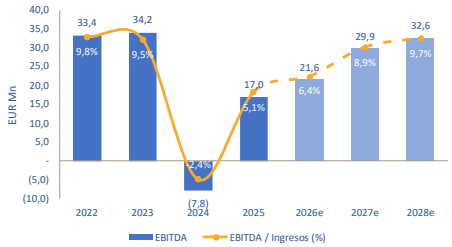


Gráfico 38. EBITDA.



La reducción de las indemnizaciones permitirá la convergencia del EBITDA rec. y el EBITDA total.

La ejecución de los planes de eficiencia y reorganización contemplados en el Plan Estratégico 2025-2029 continuará generando gastos por indemnizaciones durante el periodo proyectado, aunque esperamos una reducción progresiva respecto a los niveles registrados en 2024 y 2025. En concreto, proyectamos un gasto por indemnizaciones de EUR 8,8 Mn en 2026e, EUR 3,5 Mn en 2027e y EUR 3,0 Mn en 2028e, en línea con el plan comunicado por la compañía. Adicionalmente, estimamos unos ingresos recurrentes por subvenciones de c. EUR 3,2 Mn anuales.

Como consecuencia, la diferencia entre el EBITDA recurrente y el EBITDA será significativa en 2026e (diferencia de EUR 5,6 Mn), debido al todavía elevado importe de las indemnizaciones. Las menores indemnizaciones a partir de 2027e permitirán trasladar la mejora del EBITDA recurrente al EBITDA total y reducirán la diferencia entre ambas magnitudes.

Mejora progresiva del EBIT (condicionada por las elevadas amortizaciones) y beneficio antes de impuestos positivo a partir de 2027e.

Dada la naturaleza del negocio de VOC, intensivo en capital, estimamos unas amortizaciones elevadas durante el periodo de proyección. Nuestras proyecciones consideran c. EUR 20-21 Mn anuales, de los cuales c. EUR 14-16 Mn corresponden al inmovilizado material e intangible y c. EUR 5-6 Mn a activos por derecho de uso bajo la NIIF 16.

En consecuencia, esperamos que el EBIT continúe reflejando esta elevada carga de amortizaciones, situándose en EUR 0,7 Mn en 2026e, para posteriormente aumentar hasta EUR 9,5 Mn en 2027e y EUR 12,6 Mn en 2028e, apoyado en la mejora operativa prevista.

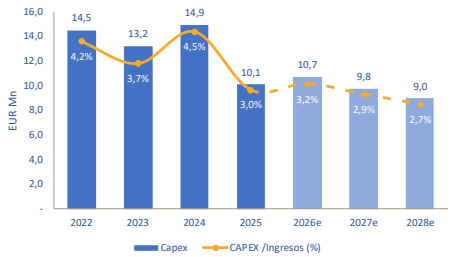
Por debajo del EBIT, nuestras estimaciones consideran como principales partidas un resultado financiero neto de c. EUR -3 Mn en 2026e (vs EUR -2,5 Mn en 2025) y el resultado por puesta en

equivalencia correspondiente a la participación del 25% en UTAMED. En relación con UTAMED, estimamos que el proyecto continúe en fase de inversión durante 2026e, registrando un resultado de EUR -2,8 Mn, que se reduciría hasta EUR -1,4 Mn en 2027e para alcanzar el breakeven en 2028e.

Como consecuencia, proyectamos que el beneficio antes de impuestos permanezca todavía en terreno negativo en 2026e (EUR -5,1 Mn), para posteriormente incrementarse hasta EUR 5,1 Mn en 2027e y EUR 10,2 Mn en 2028e.

Por último, estimamos un resultado atribuible a socios minoritarios de EUR 2-3 Mn anuales, derivado principalmente de los socios minoritarios en Sumauto (50%) y Sociedad Vascongada de Publicaciones (El Diario Vasco; 24%), lo que reducirá el beneficio neto atribuible a la sociedad dominante.

Gráfico 39. CAPEX.

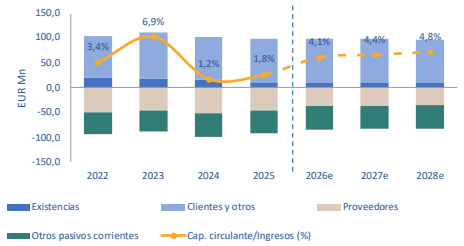


La mejora del EBITDA recurrente y unas menores necesidades de inversión deberían llevar el FCF a terreno positivo en 2027e…

Esperamos que la transformación del modelo de negocio reduzca progresivamente la intensidad de capital, apoyada en un mayor peso de los ingresos digitales y de los negocios de Diversificación. No obstante, consideramos que se tratará de un proceso gradual y que el negocio continuará requiriendo inversiones relevantes en aplicaciones informáticas, plataformas tecnológicas y proyectos de 'data' e IA. Es decir, el negocio de VOC seguirá siendo intensivo en capital, pero en menor magnitud.

En este sentido, proyectamos un CAPEX anual de EUR 10,7 Mn en 2026e, EUR 9,8 Mn en 2027e y EUR 9,0 Mn en 2028e, equivalente a una ratio de CAPEX/Ingresos del 3,2%, 2,9% y 2,7%, respectivamente (vs c.4% de media durante los últimos cinco años). Bajo estas hipótesis, el nivel de CAPEX permanecería por debajo de las amortizaciones durante todo el periodo proyectado, reflejando la transformación paulatina del negocio.

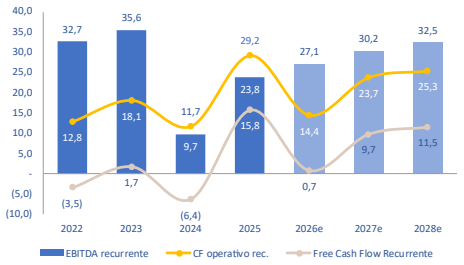
Gráfico 40. Capital circulante operativo.



En cuanto al capital circulante, no esperamos que el crecimiento proyectado de los ingresos (TACC 2025-2028e del +0,3%) requiera inversiones significativas. Proyectamos una ratio de capital circulante operativo /ingresos entre el 4%-5%, con un consumo puntual de caja en 2026e debido principalmente a la reducción de proveedores.

Como consecuencia, estimamos que la combinación de (i) una cifra de ingresos prácticamente estable; (ii) una expansión del margen EBITDA recurrente; (iii) un consumo moderado de circulante; (iv) unas necesidades de CAPEX de EUR 9-10 Mn anuales; y (v) un resultado financiero neto de EUR -2/-3 Mn, permita una generación de FCF de c. EUR 10 Mn a partir de 2027e. Para 2026e, sin embargo, esperamos FC<0 debido principalmente al consumo de circulante, el todavía elevado importe de las indemnizaciones y unas inversiones todavía superiores a las que estimamos a medio plazo.

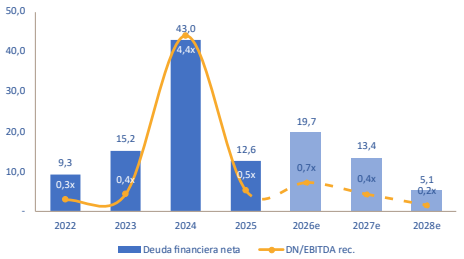
Gráfico 41. Generación de FCF recurrente.



… lo que mantendría la deuda neta en niveles moderados (ratio DN/EBITDA rec. 2027e de 0,4x).

Tras la fuerte reducción de la deuda neta (ex NIIF 16) registrada en 2025 (EUR 12,6 Mn vs EUR 43 Mn en 2024), esperamos un incremento puntual en 2026e hasta EUR 19,7 Mn. No obstante, esperamos que la mejora operativa permita volver a la generación de caja a partir de 2027e, minorando la deuda neta. La ratio DN/EBITDA recurrente evolucionará desde los 0,5x en 2025 hasta 0,7x en 2026e y 0,4x en 2027e, manteniéndose en niveles bajos y reflejando una posición financiera sana. En este sentido, "ajustar y mejorar la posición financiera del grupo" constituye, además, una prioridad en el Plan estratégico 2025-2029.

Gráfico 42. Deuda neta.



Los minoritarios (50% de Sumauto y 24% del El Diario Vasco) condicionan el FCF atribuible a sociedad cotizada. FCF yield del 6,8% en 2028e.

Una particularidad relevante de VOC, especialmente desde el punto de vista de la valoración de la sociedad cotizada, es la existencia de minoritarios en diversas sociedades consolidadas (principalmente por el 50% de Sumauto y el 24% de Sociedad Vascongada de Publicaciones – El Diario Vasco).

La consecuencia es que no todo el beneficio ni toda la caja generados por el grupo corresponden a los accionistas de la sociedad cotizada, Vocento, S.A. Una parte debe atribuirse a los socios minoritarios, lo que tiene reflejo tanto en la cuenta de pérdidas y ganancias (resultado atribuido

a minoritarios), como en el patrimonio neto consolidado y, especialmente, en el estado de flujos de efectivo mediante el reparto de dividendos a dichos socios. En nuestras proyecciones estimamos un dividendo destinado a socios minoritarios de EUR 2-3 Mn anuales, en línea con el beneficio atribuible a estas participaciones. El dividendo de la matriz (y por tanto de la sociedad cotizada) se mantendrá en "cero" en el período 2026e-2028e.

Pero… ¿y si la caída del papel es más intensa y/o los planes de eficiencia tienen un menor impacto del previsto?

Nuestro escenario central contempla unos ingresos prácticamente estables (TACC 2025-2028e del +0,3%), apoyados en el crecimiento de las suscripciones digitales, publicidad y los negocios de Diversificación para compensar la caída del papel. Este cambio en la composición de los ingresos, junto con la ejecución de los planes de eficiencia, permitiría incrementar significativamente la rentabilidad (TACC del EBITDA recurrente 2025-2028e del +10,9%).

En este contexto, analizamos la sensibilidad de nuestras estimaciones ante dos de los principales riesgos de nuestro escenario central: (i) una caída de los ingresos por venta de ejemplares superior a la prevista y (ii) un menor impacto de los planes de eficiencia, que se traduciría en unos gastos operativos superiores a nuestras estimaciones.

Tabla 6. Sensibilidad del EBITDA recurrente, FCF recurrente y deuda neta 2027e a la evolución de la venta de ejemplares y los gastos operativos.

EBITDA recurrente 2027e

Valor resultante (EUR Mn)

		Caída ingresos venta de ejemplares 2027e			
		-4,5%	-6,5%	-8,5%	-10,0%
Ajuste gastos operativos 2027e	0,0%	30,2	29,0	27,8	26,9
	+0,5%	28,8	27,6	26,4	25,5
	+1,0%	27,4	26,2	25,0	24,1
	+1,5%	26,0	24,8	23,6	22,7
	+2,0%	24,6	23,4	22,2	21,3

Variación vs escenario central (%)

	-4,5%	-6,5%	-8,5%	-10,0%
0,0%	–	-4,0%	-8,1%	-11,1%
+0,5%	-4,6%	-8,7%	-12,7%	-15,7%
+1,0%	-9,3%	-13,3%	-17,3%	-20,4%
+1,5%	-13,9%	-17,9%	-22,0%	-25,0%
+2,0%	-18,5%	-22,6%	-26,6%	-29,6%

FCF recurrente 2027e

Valor resultante (EUR Mn)

		Caída ingresos venta de ejemplares 2027e			
		-4,5%	-6,5%	-8,5%	-10,0%
Ajuste gastos operativos 2027e	0,0%	9,7	8,8	8,0	7,3
	+0,5%	8,6	7,7	6,9	6,2
	+1,0%	7,5	6,7	5,7	4,8
	+1,5%	6,4	5,5	4,3	3,4
	+2,0%	5,2	4,0	2,8	1,9

Variación vs escenario central (%)

	-4,5%	-6,5%	-8,5%	-10,0%
0,0%	–	-9,0%	-17,9%	-24,7%
+0,5%	-11,2%	-20,2%	-29,2%	-35,9%
+1,0%	-22,4%	-31,4%	-41,1%	-50,2%
+1,5%	-33,7%	-43,8%	-56,0%	-65,1%
+2,0%	-46,5%	-58,7%	-70,9%	-80,0%

Deuda neta 2027e

Valor resultante (EUR Mn)

		Caída ingresos venta de ejemplares 2027e			
		-4,5%	-6,5%	-8,5%	-10,0%
Ajuste gastos operativos 2027e	0,0%	13,4	14,1	14,9	15,4
	+0,5%	14,3	15,1	15,8	16,4
	+1,0%	15,3	16,0	16,8	17,6
	+1,5%	16,2	17,1	18,1	18,9
	+2,0%	17,3	18,4	19,4	20,2

Variación vs escenario central (%)

	-4,5%	-6,5%	-8,5%	-10,0%
0,0%	–	5,6%	11,1%	15,3%
+0,5%	7,1%	12,6%	18,2%	22,4%
+1,0%	14,1%	19,7%	25,8%	31,7%
+1,5%	21,2%	27,6%	35,5%	41,4%
+2,0%	29,4%	37,3%	45,2%	51,1%

Nota. El ejercicio de sensibilidad asume que los gastos de personal y otros gastos de explotación (EUR 279,8 Mn en 2027e, en agregado) tienen carácter fijo. Por tanto, una caída de los ingresos por venta de ejemplares superior a la estimada no conlleva una reducción de estos gastos.

Una caída del -10% de los ingresos por venta de ejemplares en 2027e (vs -4,5% en nuestro escenario central) reduciría el EBITDA recurrente hasta EUR 26,9 Mn (-11,1% vs escenario central). Por su parte, unos gastos operativos un +2% superiores a nuestras estimaciones reducirían el EBITDA recurrente hasta EUR 24,6 Mn (-18,5% vs escenario central). La combinación de ambas hipótesis situaría el EBITDA recurrente 2027e en EUR 21,3 Mn, c. -30% por debajo de nuestro escenario central.

El impacto relativo (en términos %) es significativamente superior sobre el FCF recurrente, dado su menor punto de partida y el carácter fijo del CAPEX. En el escenario más adverso, el FCF recurrente 2027e se reduciría hasta EUR 1,9 Mn (-80% vs escenario central). Pese a la magnitud del descenso, el ejercicio muestra que VOC mantendría un FCF recurrente >0 incluso bajo las

hipótesis más adversas consideradas. Como consecuencia, la deuda neta 2027e aumentaría hasta EUR 20,2 Mn (+51% vs escenario central), aunque se mantendría en niveles razonables en términos absolutos. Lo que otorga cierta protección frente al riesgo derivado de un incremento del endeudamiento.

En conclusión: VOC enfrenta su Rubicón en 2026e-2028e. Probar que el EBITDA puede crecer por encima del +10%/año en un negocio con ingresos "planos".

El principal atractivo de VOC reside en la combinación de un negocio de Prensa, líder en España y con una elevada capilaridad territorial, junto con un conjunto de negocios de Diversificación (Clasificados, Gastronomía y Agencias) desarrollados alrededor de sus marcas, audiencias y capacidades comerciales. Esta combinación proporciona al grupo una posición competitiva teóricamente diferencial y capacidad para compensar el deterioro estructural (y universal) del negocio de prensa impresa.

En Prensa, la principal oportunidad de crecimiento pasa por acelerar el desarrollo del negocio digital mediante el incremento de las suscripciones y la recuperación de cuota de mercado en publicidad. En paralelo, los negocios de Diversificación ofrecen oportunidades de crecimiento superiores a las del negocio de Prensa.

Lo observado durante 2025 y el 1S26 resulta especialmente relevante porque aporta evidencia sobre dos aspectos. En primer lugar, que el equipo directivo está demostrando capacidad para ejecutar la hoja de ruta (transformación del modelo de negocio) definida en el Plan Estratégico 2025-2029 (cumplimiento de objetivos para 2025 y 1S26). Y, de mayor relevancia, que dicha hoja de ruta ha comenzado a demostrar su eficacia para compensar el deterioro estructural del negocio de prensa impresa.

En este sentido, nuestras estimaciones contemplan la continuidad del proceso de transformación iniciado en 2025. Proyectamos una estabilidad de la cifra de ingresos, apoyada en el crecimiento de los ingresos digitales y de Diversificación, suficiente para compensar la caída estructural del negocio impreso. Sin embargo, el verdadero cambio no estará en los ingresos, sino en la rentabilidad. Esperamos que el cambio en la composición de los ingresos, junto con la ejecución de los planes de eficiencia y simplificación operativa, permita incrementar de forma significativa el EBITDA recurrente, mejorar los márgenes y recuperar una generación recurrente de caja a partir de 2027e, manteniendo la deuda neta en niveles razonables. En este contexto, el principal riesgo reside en que la caída estructural del negocio impreso sea más intensa de lo previsto o que la evolución de los ingresos digitales y de Diversificación resulte insuficiente para compensarla, lo que retrasaría la mejora del EBITDA recurrente y, por tanto, la generación de caja.

Los años 2027e-2028e son decisivos. Lo visto en 2025-2026 apunta a que VOC "ha dado con la tecla". Pero queda probar que no ha sido flor de un día. Y que sus valencias (cuota nacional, liderazgo regional, nuevo equipo/estrategia comercial en publicidad, negocios de Diversificación) son capaces de compensar realmente/estructuralmente (no coyunturalmente) la caída del negocio de prensa impresa. Hoy, nuestro escenario central.

Inputs de valoración

Inputs de valoración por DCF

	2026e	2027e	2028e	Perpetuo [1]
Free Cash Flow "To the Firm"	**(1,8)**	**11,3**	**13,5**	**180,5**

			Inputs favorables	Inputs desfavorables
Market Cap	**109,2**	A la fecha de este informe		
Deuda financiera neta	**23,1**	Deuda bancaria neta de Caja (Rdos. 6m 2026)		
Coste de la deuda	6,5%	Coste de la deuda neta	6,3%	6,8%
Tasa fiscal (T)	20,0%	T (tasa fiscal normalizada y previsible a largo plazo)	=	=
Coste de la deuda neta	**5,2%**	**Kd = Coste de Deuda Neta * (1-T)**	**5,0%**	**5,4%**
Risk free rate (rf)	4,1%	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)	0,9	B (estimación propia)	0,9	1,0
Coste del Equity	**9,5%**	**Ke = Rf + (R * B)**	**8,8%**	**10,6%**
Equity / (Equity + Deuda Neta)	82,5%	E (tomando como valor del equity su Market Cap)	=	=
Deuda Neta / (Equity + Deuda Neta)	17,5%	D	=	=
WACC	**8,7%**	**WACC = Kd * D + Ke * E**	**8,1%**	**9,7%**
G "Razonable"	**1,0%**		**1,8%**	**0,5%**

(1) El valor perpetuo refleja el VAN del FCF a partir del último año estimado con el WACC y G del escenario base.

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
Prisa	PRS.MC	318,1	50,6	69,0%	5,5	4,1%	1,1	3,7%	19,4%	n.a.	n.a.
Cairo Comm.	CAI.MI	282,0	7,0	-1,7%	4,2	-1,3%	0,7	-1,1%	16,8%	n.a.	n.a.
Keskisuomalainen	KSL.HE	98,5	13,0	19,8%	5,5	-3,9%	0,7	1,2%	12,9%	15,2%	-1,7%
TX Group	TXGN.S	1.909,6	16,3	2,0%	8,4	3,0%	2,3	-2,6%	27,8%	7,2%	n.a.
Alma Media	ALMAC.HE	1.094,5	15,5	9,5%	11,1	7,2%	3,5	3,8%	31,8%	7,4%	7,4%
USA Today	TDAY.K	919,8	22,8	29,7%	6,9	7,4%	0,9	-0,1%	12,6%	11,9%	9,4%
New York Times	NYT	8.986,5	21,6	7,6%	14,7	11,6%	3,0	6,5%	20,7%	5,7%	2,8%
Prensa			21,0	19,4%	8,0	4,0%	1,8	1,6%	20,3%	9,5%	4,5%
Vend Marketplaces	VEND.OL	4.060,6	27,9	29,0%	16,8	21,1%	6,5	10,8%	38,7%	5,4%	4,0%
AutoTrader	AUTOA.L	4.159,1	12,2	14,1%	8,7	5,5%	5,8	5,0%	66,5%	9,0%	5,7%
Baltic Classifieds	BCG.L	851,3	15,6	16,3%	12,2	10,1%	9,2	10,9%	75,5%	6,8%	11,8%
Clasificados			18,6	19,8%	12,6	12,2%	7,2	8,9%	60,2%	7,1%	7,2%
GL Events	GLTN.PA	724,8	7,4	8,0%	6,4	3,9%	1,2	7,5%	18,2%	12,0%	10,9%
CTS Eventim	EVDG.DE	5.317,5	16,5	8,7%	6,6	7,5%	1,2	4,7%	18,8%	8,2%	6,4%
Italian Exhibition Group	IEG.MI	481,0	14,1	7,9%	7,3	6,5%	2,0	5,5%	27,6%	3,2%	-57,6%
Fiera Milano	FIMI.MI	511,5	15,1	-3,2%	6,3	0,0%	1,7	-0,1%	27,8%	0,0%	n.a.
Eventos / Gastronomía			13,3	5,3%	6,6	4,5%	1,5	4,4%	23,1%	5,8%	-13,5%
The Mission Group	TMGT.L	28,1	5,4	30,7%	4,2	17,1%	0,7	4,8%	16,4%	5,4%	n.a.
M&C Saatchi	SAA.L	167,5	10,1	15,3%	5,9	7,9%	0,9	2,4%	15,4%	4,0%	58,6%
S4 Capital	SFOR.L	349,0	7,3	12,0%	4,5	8,7%	0,6	2,5%	13,2%	10,2%	18,1%
Agencias			7,6	19,3%	4,9	11,2%	0,7	3,2%	15,0%	6,5%	38,3%
VOC	VOC.MC	109,2	n.a.	61,2%	8,2	23,0%	0,5	0,4%	6,4%	0,4%	n.a.

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	9,9%	33,2	5,3x
Central	9,0%	30,2	5,8x
Min	8,1%	27,2	6,5x

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	2,6%	2,9%	3,2%
33,2	13,7	12,7	11,7
30,2	10,7	9,7	8,7
27,2	7,7	6,7	5,7

Escenario	FCF Rec./Yield 27e		
Max	8,0%	7,4%	6,9%
Central	6,2%	5,7%	5,2%
Min	4,5%	3,9%	3,4%

¿Qué puede salir mal?

Consideramos riesgos aquellos que puedan tener un impacto significativo negativo en nuestras proyecciones, principalmente en la cifra de ingresos, el resultado operativo (EBITDA recurrente y EBITDA) y la generación de FCF.

1. **Caída de la difusión y de la inversión publicitaria en medios impresos.** El negocio de Prensa está expuesto al deterioro estructural de la difusión y de la publicidad impresa, como consecuencia de la migración de lectores y anunciantes hacia canales digitales, redes sociales y plataformas de vídeo, tendencia a la que se suma recientemente la irrupción de la IA. En 2025, la difusión media diaria se redujo hasta 31.634 ejemplares en ABC (-10,2% vs 2024) y 109.893 en Regionales (-8,4%).

   Para mitigar esta tendencia, VOC está impulsando las suscripciones digitales (192k en 1S26 y c. EUR 10 Mn de ingresos en 2025; objetivo de 320k suscriptores en 2029, TACC >+15%), los negocios de Diversificación y una oferta publicitaria con mayor peso de formatos digitales y no convencionales (eventos, branded content, verticales, afiliaciones, e-commerce y RRSS).

   Los ingresos por venta de ejemplares de VOC fueron EUR 92,7 Mn en 2025, suponiendo el c. 27% de los ingresos. Nuestras proyecciones 2026e-2028e consideran una caída de los ingresos por venta de ejemplares del -5% en 2026e, -4,5% en 2027e y -4% en 2028e. Una caída superior a la estimada constituye uno de los principales riesgos para nuestras proyecciones.

   En este sentido, un descenso del -10% en los ingresos por venta de ejemplares en 2027e situaría los ingresos consolidados en EUR 331 Mn (-1,4% vs escenario central) y reduciría el EBITDA rec. hasta los EUR 26,9 Mn (-11,1% vs escenario central; impacto de EUR -3,4 Mn). El FCF recurrente se mantendría en terreno positivo en 2027e (EUR 7,3 Mn; c. -25% vs escenario central). Ver análisis de sensibilidad en la pg. 25 de este informe.

2. **Riesgo demográfico y cambio estructural en los hábitos de consumo.** La adopción y retención de la prensa impresa entre la población de 18-35 años es significativamente inferior a la observada entre los mayores de 35 años. Esta diferencia respondería no solo a un efecto edad, sino también a cambios estructurales en los hábitos de consumo de información, lo que podría acelerar la caída de la difusión impresa a medida que se produzca el relevo generacional.

3. **Ejecución de los planes de eficiencia y reorganización.** Una parte relevante de la mejora del EBITDA recurrente estimada para 2026e-2028e depende de la ejecución de los planes de eficiencia y simplificación operativa. VOC ha reducido su plantilla desde 3.042 empleados en 2023 hasta 2.489 en 1S26 (-18%) y prevemos indemnizaciones y ajustes adicionales durante el periodo proyectado. Retrasos en la ejecución, ahorros inferiores a los previstos o mayores costes de reestructuración podrían limitar la expansión de márgenes. Desde el lanzamiento del Plan Estratégico 2025-2029, VOC ha avanzado en estos planes sin muestras significativas de conflictividad laboral. A 1S26 existían dos demandas por despido por un importe agregado de c. EUR 1 Mn, provisionado al 78%.

4. **Mayor variabilidad en los ingresos del negocio de Agencias (7% /ingresos 2025).** Los ingresos generados por el negocio de Agencias pueden presentar una mayor variabilidad debido a dos factores. (i) Por un lado, una mayor concentración de ingresos en determinados clientes, por lo que la pérdida de alguna cuenta relevante impactaría significativamente. (ii) Por otro, actividades como publicidad de marca, marketing digital, producción y eventos presentan una mayor sensibilidad al ciclo económico y a los presupuestos de marketing de los clientes.

5. **Exposición a fluctuaciones en el coste del papel.** El papel es la principal materia prima para los medios impresos que desarrolla VOC. En el ejercicio 2025, los aprovisionamientos supusieron EUR 28,5 Mn (principalmente papel), lo que representa un 8,5% de los ingresos y un 9,2% del total de gastos de explotación. La progresiva reducción de los ingresos por venta de ejemplares físicos contribuye a mitigar el potencial efecto que un incremento significativo y sostenido del precio del papel podría tener sobre el negocio de VOC.

Un incremento del coste de los aprovisionamientos del +10% supondría, ceteris paribus, una reducción del EBITDA rec. 2026e de EUR -2,7 Mn (-10% vs escenario central), reduciendo el margen EBITDA rec. -0,8 p.p., hasta el 7,3%.

6. **Litigios y reclamaciones derivados del curso habitual del negocio.** VOC se encuentra expuesta a litigios y reclamaciones derivados del desarrollo de sus actividades, especialmente por cuestiones editoriales, cuyo resultado es incierto y podría generar responsabilidades económicas. A 1S26, VOC mantenía un procedimiento civil con una reclamación de EUR 0,55 Mn, sobre el que ha recaído sentencia desestimatoria en primera instancia, actualmente recurrida, y un procedimiento penal con una reclamación de EUR 0,45 Mn.

7. **Dependencia de la publicidad institucional.** En 2025, un 8,8% de los ingresos totales procedieron de publicidad del sector público (3,5% de Comunidades Autónomas) y un 6,1% de publicidad de compañías incluidas en el IBEX 35. Ningún anunciante de forma individual supone el 2% del total de ingresos. El bajo peso de la publicidad institucional hace que su influencia sobre la línea editorial de los distintos medios de VOC sea limitada.

8. **Riesgos reputacionales.** La actividad de VOC depende en parte del valor y credibilidad de sus cabeceras y marcas. Controversias relacionadas con contenidos editoriales, reclamaciones, incumplimientos contractuales u otros acontecimientos con repercusión pública podrían deteriorar su reputación y afectar a su relación con lectores, anunciantes y otros grupos de interés.

9. **Recuperabilidad de activos por impuestos diferidos.** A 1S26, VOC tenía contabilizados activos por impuestos diferidos por EUR 26,1 Mn (EUR 27,2 Mn en 2025), cuya recuperación depende, entre otros factores, de la generación futura de bases imponibles suficientes. Adicionalmente, VOC presentaba en 2025 unas bases imponibles negativas y deducciones de EUR 800,3 Mn cuyo grado de recuperabilidad es igualmente incierto.

10. **Riesgos de control interno y cumplimiento.** VOC ha identificado recientemente determinadas incidencias relacionadas con sus sistemas de control interno. En 2025 detectó operaciones recurrentes realizadas entre 2023 y 2025 con una entidad vinculada de forma no declarada a personal directivo, por EUR 0,4 Mn en 2025, contraviniendo las políticas internas de conflicto de interés. Asimismo, durante 2025 identificó diferencias de inventario por EUR 5,9 Mn correspondientes a 2024, derivadas de actuaciones fraudulentas mediante certificados de depósito falsos. Estas incidencias no comprometieron la viabilidad del grupo y VOC ha adoptado medidas disciplinarias y de refuerzo de sus controles.

11. **Riesgo financiero.** El préstamo sindicado refinanciado en 2026 contempla un margen inicial de 240 p.b., variable en función de la ratio DFN/EBITDA ex NIIF 16. Por tanto, un deterioro del EBITDA ex NIIF16 o un incremento de la deuda podría elevar el coste de financiación.

Accionistas históricos, Consejo con un 50% de dominicales y nuevo CEO (desde octubre 2024).

Tabla 7. Estructura accionarial.

Nombre	Directa	Indirecta	Total
D. Francisco García Paramés		15,09%	15,09%
Mezouna	11,08%		11,08%
Valjarafe	10,14%		10,14%
Onchena	10,68%		10,68%
D. Enrique Ybarra Ybarra	6,57%		6,57%
Acción concertada Familia Aguirre		6,42%	6,42%
D. Jorge Bergareche Busquet	0,07%	6,65%	6,72%
Free float			33,31%
Total			**100,0%**

El Grupo Vocento es un grupo de comunicación, cuya sociedad dominante es Vocento, S.A., con domicilio social en Bilbao (Vizcaya). Las acciones de Vocento S.A. (VOC) están admitidas a cotización en el mercado continuo español desde el 8 de noviembre de 2006. Los aspectos más significativos del Gobierno Corporativo de VOC son los siguientes:

1. **Consejo de Administración con mayoría de consejeros dominicales y nombramiento de nuevo CEO en octubre de 2024.** El Consejo de Administración está compuesto por 12 miembros, de los cuales 6 son dominicales (50%), 5 independientes (41,7%) y 1 ejecutivo (8,3%), Manuel Mirat, nombrado Consejero Delegado en octubre 2024. Tabla 8.

   Manuel Mirat fue CEO del grupo PRISA (2017-2021), presidente de El País y la Cadena SER y director general de DENTSU (principal agencia de medios en España). Tras su llegada, VOC presentó su Plan Estratégico 2025–2029 en mayo 2025. Manuel Mirat sustituyó a Luis Enríquez, quien ejerció como CEO de VOC durante 13 años, hasta marzo de 2024.

   Adicionalmente, en mayo 2026, el Consejo nombró a Ignacio Eyriès nuevo presidente no ejecutivo (anteriormente fue director general de Grupo Caser entre 2002 y 2025, entre otros) en sustitución de Ignacio Ybarra, quien tras 7 años en el cargo continuará como consejero dominical.

Tabla 8. Miembros del Consejo de Administración.

Nombre	Categoría	Cargo	Fecha	Accionista vinculado
D. Ignacio Eyriès García de Vinuesa	Independiente	Presidente	2026	
D. Manuel Mirat Santiago	Ejecutivo	CEO	2024	
D. Enrique Ybarra Ybarra	Dominical	Consejero	2017	
D. Ignacio Ybarra Aznar	Dominical	Consejero	2018	Mezouna
Dª. Soledad Luca de Tena García-Conde	Dominical	Consejero	2022	Valjarafe
D. Álvaro de Ybarra Zubiria	Dominical	Consejero	2017	Onchena
D. Gonzalo Soto Aguirre	Dominical	Consejero	2012	Fam. Aguirre
D. Jorge Bergareche Busquet	Dominical	Consejero	2019	Fam. Bergareche
Dª. Koro Usarraga Unsain	Independiente	Consejero	2019	
Dª. Marta Elorza Trueba	Independiente	Consejero	2024	
Dª. Beatriz Reyero del Río	Independiente	Consejero	2020	
Dª. Isabel Gómez Cagigas	Independiente	Consejero	2019	

2. **Comisiones (i) de Auditoría y Cumplimiento Normativo y (ii) de Nombramientos y Retribuciones presididas por consejeras independientes.** VOC cuenta con una Comisión de Auditoría y Cumplimiento con mayoría, dos tercios, de consejeros independientes. También cuenta con una Comisión de Nombramientos y Retribuciones formada por 4 miembros (50% independientes y 50% dominicales). Ambas comisiones están presididas por consejeras independientes (Tablas 10 y 11).

Tabla 9. Principales indicadores del gobierno corporativo.

KPI	2022	2023	2024	2025	Actual
Número de consejeros	11	11	11	11	12
% de consejeros independientes	36,4%	36,4%	36,4%	36,4%	41,7%
% de consejeros dominicales	54,5%	54,5%	54,5%	54,5%	50,0%
% de consejeros ejecutivos	9,1%	9,1%	9,1%	9,1%	8,3%
% de mujeres en el Consejo de Administración	36,4%	36,4%	45,5%	45,5%	41,7%
% de mujeres en la plantilla	43,7%	44,3%	45,5%	45,3%	
% Remuneración del Consejo /Gastos de personal (%)	0,7%	0,7%	1,6%	0,7%	
Nº casos de corrupción confirmados	-	-	-	-	

Tabla 10. Comisión de Auditoría y Cumplimiento.

Miembro de la Comisión	Categoría	Cargo
Dª. Koro Usarraga Unsain	Independiente	Vocal
Dª. Marta Elorza Trueba	Independiente	Presidente
D. Gonzalo Soto Aguirre	Dominical	Vocal

3. **Sin accionista de control, pero estabilidad en sus principales accionistas: Francisco García Paramés y las familias (i) Ybarra, (ii) Luca de Tena, (iii) Aguirre y (iv) Bergareche.** Los principales accionistas de VOC son Francisco García Paramés (a través de varios fondos de inversión: Cobas, AZ Multi Asset, etc.; entrada en 2017), con un 15,09% del capital, Mezouna (familia Ybarra) con un 11,08%, Valjarafe (familia Luca de Tena) con un 10,14%, Onchena (familia Ybarra Careaga) con un 10,68% y Enrique Ybarra Ybrarra con un 6,57%. Tabla 7.

Tabla 11. Comisión de Nombramientos y Retribuciones.

Miembro de la Comisión	Categoría	Cargo
D. Álvaro de Ybarra Zubiria	Dominical	Vocal
Dª. Koro Usarraga Unsain	Independiente	Vocal
Dª. Isabel Gómez Cagigas	Independiente	Presidente
Dª. Soledad Luca de Tena García-Conde	Dominical	Vocal

4. **Minoritarios significativos (correspondientes principalmente al 50% de Sumauto y el 24% de El Diario Vasco).** El Grupo Vocento está formado por 78 sociedades, todas con domicilio social en España. A cierre del 1S26 el patrimonio neto consolidado de VOC era de EUR 150,7 Mn, de los cuales EUR 89,2 Mn correspondían a la sociedad dominante (Vocento S.A.) y EUR 61,5 Mn a minoritarios. Las participaciones por debajo del 100% corresponden principalmente al subgrupo Sumauto (VOC posee el 50% del capital), al subgrupo de Sociedad Vascongada de Publicaciones (El Diario Vasco; VOC posee el 76%), y al subgrupo Veralia (VOC posee el 82,34%).

5. **Política retributiva:**

   a. **Retribución al Consejo de Administración y al CEO.** En 2025, la remuneración del Consejo de Administración, excluyendo la retribución por funciones de alta dirección, fue de EUR 1,1 Mn (EUR 2,4 Mn en 2024, incluyendo EUR 1,3 Mn de indemnizaciones). Estas retribuciones supusieron un 0,7% del gasto de personal total en 2025 (1,6% en 2024 y 0,7% en 2023, 2022 y 2021).

      La retribución por funciones de alta dirección del CEO ascendió a EUR 0,8 Mn (EUR 0,4 Mn de retribución fija y EUR 0,3 Mn de variable y plan de incentivos a largo plazo) en 2025.

   b. **Retribución a la Alta Dirección.** En 2025, el número de directores generales que componían la Alta Dirección era de 9 personas, excluyendo al CEO. La remuneración devengada por la Alta Dirección fue EUR 3,6 Mn en 2025 (EUR 2,5 Mn en 2024). Este importe incluye indemnizaciones por EUR 1,0 Mn en 2025 y EUR 0,4 Mn en 2024.

   c. **Plan de Incentivos a Largo Plazo** aprobado por el Consejo en julio-2025 para el periodo 2025-2027, dirigido al CEO y a determinados directivos del grupo. El plan contempla una retribución (i) en metálico y (ii) en acciones de VOC, vinculada a la consecución de los siguientes objetivos, además de la permanencia en el grupo:

      i. generación de resultado neto atribuible a la sociedad dominante – objetivo llave;

      ii. EBITDA consolidado – ponderación del 60%;

      iii. suscripciones digitales – ponderación del 20%;

      iv. y EBITDA del área de diversificación – ponderación del 20%),

      El Plan demuestra nítidamente dónde está puesto el foco de VOC. Para el año 2025, VOC registró un gasto de EUR 0,73 Mn dentro de gastos de personal por este concepto.

      El coste total, en caso de cumplimiento del 100% de los objetivos, ascendería a EUR 2,2 Mn (50% en metálico y 50% en acciones, es decir, 1,77 Mn de acciones, 1,4% s/ capital total), pudiendo ascender hasta EUR 3,3 Mn en caso de alcanzar el 125% de los objetivos.

   d. **Contratos y cláusulas aplicables al CEO y la Alta Dirección.** El CEO cuenta con una cláusula que le da derecho a una indemnización de 1 anualidad de retribución fija más la media de la retribución variable anual percibida en los 3 años previos a la terminación del contrato. Adicionalmente, algunos miembros de la Alta Dirección tienen pactadas cláusulas de indemnización por extinción de su contrato de entre EUR 320 mil y EUR 500 mil.

6. **Política de diversidad.** El Consejo de VOC aprobó su política de diversidad en 2021. Plantilla compuesta por un 45% de mujeres y un 55% de hombres en 2025. En el Equipo Directivo[9] (147 personas), el reparto era del 30% y 70%, respectivamente. En el Consejo, la representación femenina se sitúa en el 41,7% (5 sobre 12) a sept-2026, superando la recomendación mínima del 40% del Código de Buen Gobierno de la CNMV en sociedades cotizadas.

7. **Sostenibilidad y política ESG.** VOC publica el Informe de Información No Financiera Consolidado (EINF) según estándares del Global Reporting Initiative (GRI). Asimismo,

[9] Equipo directivo: comprende al Comité de Dirección del grupo (incluido el Consejero Delegado), directivos de VOC, comités de dirección de las sociedades y directores de sociedades.

VOC cuenta con numerosas políticas (Código Ético, Política de Sostenibilidad, Política Operaciones Vinculadas, etc.) con el objetivo de articular su cultura corporativa.

8. **Aprobación de las CCAA consolidadas sin salvedades.** En opinión del auditor (PwC), las CCAA consolidadas de los ejercicios 2022, 2023, 2024 y 2025 expresaron la imagen fiel del patrimonio, la situación financiera, resultados y flujos de efectivo de VOC.

9. **Sin dividendo esperado durante 2026e-2028e.** La sociedad dominante pagó un dividendo de EUR 5,5 Mn en 2024 y no pagó ningún dividendo en 2025[10]. En el corto y medio plazo, esperamos que VOC no pague dividendo durante los próximos años, ya que estará focalizada en ejecutar su Plan Estratégico 2025-2029.

[10] En el Estado de Flujos de Efectivo consolidado de VOC aparece un dividendo pagado de EUR 3,1 Mn en 2025 debido, principalmente, al pago de dividendos a accionistas minoritarios: subgrupo Sumauto y subgrupo Sociedad Vascongada de Publicaciones (El Diario Vasco).

Anexo 1. Proyecciones financieras

Balance (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Inmovilizado inmaterial	72,3	69,2	67,1	61,8	57,1	57,3	57,5	57,8
Inmovilizado material	91,3	89,1	82,8	52,3	40,0	34,5	29,1	23,7
Otros activos no corrientes	68,0	55,6	50,2	42,6	30,2	30,2	30,2	30,2
Inmovilizado financiero	11,2	9,1	8,8	5,9	4,3	1,5	0,1	0,1
Fondo de comercio y otros intangibles	87,4	86,9	91,5	68,7	67,1	67,1	67,1	67,1
Activo circulante	76,0	104,8	112,1	102,2	98,5	98,2	97,9	97,8
Total activo	**406,2**	**414,8**	**412,5**	**333,5**	**297,2**	**288,8**	**281,9**	**276,6**
Patrimonio neto	204,5	210,7	208,5	100,6	107,0	99,7	100,5	104,8
Minoritarios	64,2	57,4	58,3	55,1	57,3	57,3	57,3	57,3
Provisiones y otros pasivos a LP	34,6	23,4	24,1	20,3	12,9	12,9	12,9	12,9
Otros pasivos no corrientes	21,4	20,8	19,0	16,3	14,9	14,9	14,9	14,9
Deuda financiera neta	1,9	9,3	15,2	43,0	12,6	19,7	13,4	5,1
Pasivo circulante	79,8	93,1	87,5	98,3	92,6	84,5	83,0	81,7
Total pasivo	**406,2**	**414,8**	**412,5**	**333,5**	**297,2**	**288,8**	**281,9**	**276,6**

Cuenta de Resultados (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
Total Ingresos	**326,8**	**341,2**	**358,3**	**331,1**	**334,0**	**334,9**	**335,8**	**337,4**	***0,5%***	***0,3%***
Cto.Total Ingresos	*4,0%*	*4,4%*	*5,0%*	*-7,6%*	*0,9%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,5%*		
Coste de ventas	(25,2)	(29,4)	(27,2)	(25,3)	(28,5)	(27,0)	(25,8)	(24,8)		
Margen Bruto	**301,6**	**311,8**	**331,1**	**305,8**	**305,6**	**307,9**	**310,0**	**312,6**	***0,3%***	***0,8%***
Margen Bruto / Ingresos	*92,3%*	*91,4%*	*92,4%*	*92,4%*	*91,5%*	*91,9%*	*92,3%*	*92,7%*		
Gastos de personal	(142,6)	(149,3)	(161,4)	(153,5)	(143,5)	(143,0)	(142,5)	(142,7)		
Otros costes de explotación	(121,4)	(129,8)	(134,1)	(142,5)	(138,2)	(137,7)	(137,2)	(137,4)		
EBITDA recurrente	**37,6**	**32,7**	**35,6**	**9,7**	**23,8**	**27,1**	**30,2**	**32,5**	***-10,8%***	***10,9%***
Cto.EBITDA recurrente	*46,5%*	*-13,1%*	*9,0%*	*-72,6%*	*144,7%*	*13,9%*	*11,4%*	*7,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*11,5%*	*9,6%*	*9,9%*	*2,9%*	*7,1%*	*8,1%*	*9,0%*	*9,6%*		
Gastos de reestructuración y otros no rec.	0,0	0,7	(1,4)	(17,6)	(6,8)	(5,6)	(0,3)	0,2		
EBITDA	**37,6**	**33,4**	**34,2**	**(7,8)**	**17,0**	**21,6**	**29,9**	**32,6**	***-18,0%***	***24,3%***
Depreciación y provisiones	(6,4)	(15,3)	(16,8)	(36,2)	(11,1)	(16,1)	(15,2)	(14,3)		
Gastos capitalizados	0,2	0,2	0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,2		
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(3,1)	(3,9)	(4,1)	(4,2)	(4,5)	(4,9)	(5,4)	(5,9)		
EBIT	**28,3**	**14,3**	**13,6**	**(47,9)**	**1,6**	**0,7**	**9,5**	**12,6**	***-51,3%***	***98,9%***
Cto.EBIT	*321,9%*	*-49,3%*	*-5,1%*	*-451,5%*	*103,3%*	*-53,9%*	*n.a.*	*32,6%*		
EBIT / Ingresos	*8,7%*	*4,2%*	*3,8%*	*n.a.*	*0,5%*	*0,2%*	*2,8%*	*3,7%*		
Impacto fondo de comercio y otros	-	(0,5)	(0,5)	(22,8)	-	-	-	-		
Resultado financiero neto	(5,7)	(0,8)	(1,6)	(2,8)	(2,5)	(3,1)	(3,0)	(2,4)		
Resultados por puesta en equivalencia	(0,3)	(0,7)	0,5	(0,7)	(1,3)	(2,8)	(1,4)	-		
Beneficio ordinario	**22,3**	**12,3**	**12,0**	**(74,1)**	**(2,2)**	**(5,1)**	**5,1**	**10,2**	***-20,4%***	***87,5%***
Cto.Beneficio ordinario	*188,6%*	*-44,8%*	*-2,2%*	*-715,0%*	*97,0%*	*-130,2%*	*199,6%*	*100,2%*		
Extraordinarios	-	-	-	-	-	-	-	-		
Beneficio antes de impuestos	**22,3**	**12,3**	**12,0**	**(74,1)**	**(2,2)**	**(5,1)**	**5,1**	**10,2**	***-20,4%***	***87,5%***
Impuestos	(4,5)	(4,0)	(3,3)	(15,6)	(1,4)	-	(1,2)	(2,4)		
Tasa fiscal efectiva	*20,2%*	*32,1%*	*27,0%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*24,0%*	*24,0%*		
Minoritarios	(7,5)	(4,6)	(4,8)	(3,5)	(5,6)	(2,2)	(3,1)	(3,4)		
Actividades discontinuadas	3,3	9,1	-	(5,7)	15,9	-	-	-		
Beneficio neto	**13,6**	**12,9**	**4,0**	**(98,9)**	**6,7**	**(7,3)**	**0,8**	**4,4**	***-16,4%***	***-13,0%***
Cto.Beneficio neto	*162,6%*	*-5,4%*	*-68,9%*	*n.a.*	*106,7%*	*-210,1%*	*110,8%*	*452,5%*		
Beneficio ordinario neto	**10,3**	**3,5**	**5,0**	**(60,0)**	**(1,0)**	**(1,8)**	**1,1**	**4,3**	***-20,3%***	***84,6%***
Cto. Beneficio ordinario neto	*162,2%*	*-65,8%*	*44,1%*	*n.a.*	*98,3%*	*-76,1%*	*160,0%*	*306,4%*		

Cash Flow (EUR Mn)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 21-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente						**27,1**	**30,2**	**32,5**	***-10,8%***	***10,9%***
Arrendamientos (Impacto NIIF 16)						(4,9)	(5,4)	(5,9)		
Var.capital circulante						(7,8)	(1,2)	(1,2)		
Cash Flow operativo recurrente						**14,4**	**23,7**	**25,3**	***-18,1%***	***14,3%***
CAPEX						(10,7)	(9,8)	(9,0)		
Rdo. Fin. Neto con impacto en Cash Flow						(3,1)	(3,0)	(2,4)		
Impuestos						-	(1,2)	(2,4)		
Free Cash Flow Recurrente						**0,7**	**9,7**	**11,5**	***-35,1%***	***47,9%***
Gastos de reestructuración y otros no rec.						(5,6)	(0,3)	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones						-	-	-		
Extraordinarios con impacto en Cash Flow						-	-	-		
Free Cash Flow						**(4,9)**	**9,4**	**11,7**	***-17,1%***	***-19,1%***
Ampliaciones de capital						-	-	-		
Dividendos						(2,2)	(3,1)	(3,4)		
Variación de Deuda financiera neta						**7,1**	**(6,3)**	**(8,3)**		

Anexo 2. Analítica del Free Cash Flow

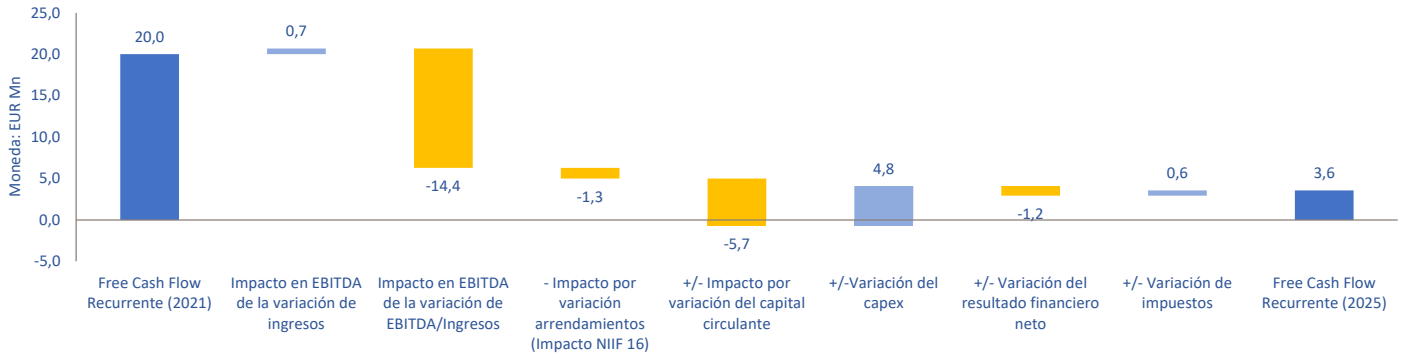
A) Análisis del Free Cash Flow (Eur Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBITDA recurrente	**32,7**	**35,6**	**9,7**	**23,8**	**27,1**	**30,2**	**32,5**	***-10,0%***	***10,9%***
Cto.EBITDA recurrente	*-13,1%*	*9,0%*	*-72,6%*	*144,7%*	*13,9%*	*11,4%*	*7,4%*		
EBITDA rec. / Ingresos	*9,6%*	*9,9%*	*2,9%*	*7,1%*	*8,1%*	*9,0%*	*9,6%*		
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(4,4)	(4,6)	(4,7)	(4,9)	(4,9)	(5,4)	(5,9)		
+/- Var. Capital circulante	(15,4)	(12,9)	20,7	(2,0)	(7,8)	(1,2)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**12,8**	**18,1**	**25,8**	**17,0**	**14,4**	**23,7**	**25,3**	***9,7%***	***14,3%***
Cto. Cash Flow operativo recurrente	*-65,9%*	*40,9%*	*42,4%*	*-34,2%*	*-14,9%*	*64,0%*	*6,9%*		
Cash Flow operativo recurrente / Ingresos	*3,8%*	*5,1%*	*7,8%*	*5,1%*	*4,3%*	*7,1%*	*7,5%*		
- CAPEX	(14,5)	(13,2)	(14,9)	(10,1)	(10,7)	(9,8)	(9,0)		
- Rdo. Financiero neto con impacto en Cash Flow	(0,8)	(2,9)	(3,1)	(2,6)	(3,1)	(3,0)	(2,4)		
- Impuestos	(1,0)	(0,3)	(0,0)	(0,7)	-	(1,2)	(2,4)		
= Free Cash Flow recurrente	**(3,5)**	**1,7**	**7,7**	**3,6**	**0,7**	**9,7**	**11,5**	***44,5%***	***47,9%***
Cto. Free Cash Flow recurrente	*-117,5%*	*148,1%*	*358,3%*	*-53,9%*	*-79,4%*	*n.a.*	*18,7%*		
Free Cash Flow recurrente /Ingresos	*n.a.*	*0,5%*	*2,3%*	*1,1%*	*0,2%*	*2,9%*	*3,4%*		
- Gastos de reestructuración y otros	0,7	(1,4)	(17,6)	(6,8)	(5,6)	(0,3)	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,1)	2,4	5,3	25,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	7,1	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow	**1,2**	**2,6**	**(4,5)**	**22,1**	**(4,9)**	**9,4**	**11,7**	***n.a.***	***-19,1%***
Cto. Free Cash Flow	*-97,4%*	*115,5%*	*-273,2%*	*586,2%*	*-122,0%*	*293,1%*	*24,8%*		
Free Cash Flow recurrente - Yield (s/Mkt Cap)	*n.a.*	*1,2%*	*4,6%*	*2,1%*	*0,4%*	*5,7%*	*6,8%*		
Free Cash Flow - Yield (s/Mkt Cap)	*0,9%*	*1,9%*	*n.a.*	*13,2%*	*n.a.*	*5,5%*	*6,9%*		

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)	**20,0**	**(3,5)**	**1,7**	**7,7**	**3,6**	**0,7**	**9,7**
Impacto en EBITDA de la variación de ingresos	1,7	1,6	(2,7)	0,1	0,1	0,1	0,1
Impacto en EBITDA de la variación de EBITDA/Ingresos	(6,6)	1,3	(23,2)	14,0	3,2	3,0	2,1
= Variación EBITDA recurrente	**(4,9)**	**2,9**	**(25,9)**	**14,1**	**3,3**	**3,1**	**2,2**
- Impacto por variación arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(0,8)	(0,2)	(0,1)	(0,2)	(0,0)	(0,5)	(0,5)
+/- Impacto por variación del capital circulante	(19,1)	2,5	33,6	(22,7)	(5,8)	6,6	(0,1)
= Variación del Cash Flow operativo recurrente	**(24,8)**	**5,3**	**7,7**	**(8,8)**	**(2,5)**	**9,2**	**1,6**
+/-Variación del CAPEX	0,4	1,3	(1,7)	4,8	(0,6)	0,9	0,8
+/- Variación del resultado financiero neto	0,7	(2,0)	(0,3)	0,5	(0,4)	0,1	0,6
+/- Variación de impuestos	0,3	0,7	0,3	(0,6)	0,7	(1,2)	(1,2)
= Variación del Free Cash Flow recurrente	**(23,5)**	**5,2**	**6,0**	**(4,2)**	**(2,8)**	**9,0**	**1,8**
Free Cash Flow Recurrente	**(3,5)**	**1,7**	**7,7**	**3,6**	**0,7**	**9,7**	**11,5**

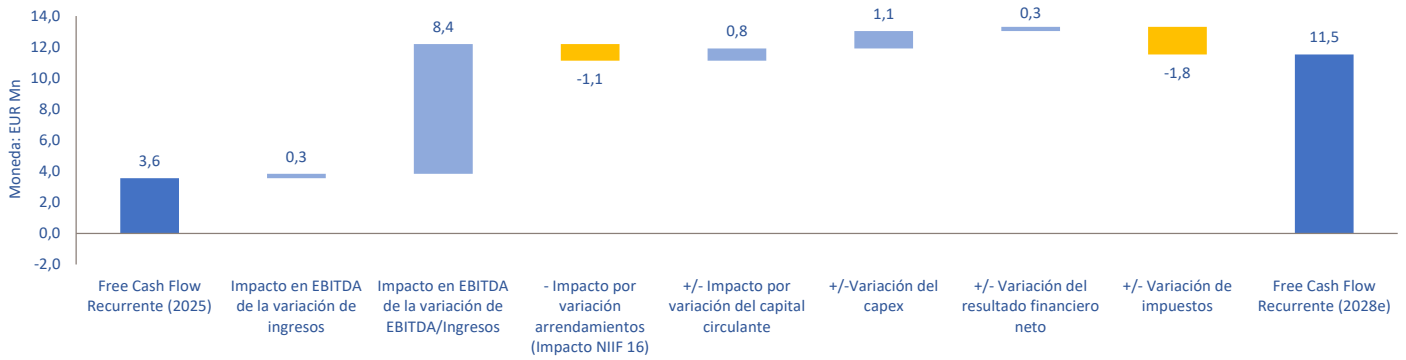
C) Análisis del "FCF to the Firm" (pre servicio de la deuda) (EUR Mn)	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e	TACC 22-25	TACC 25-28e
EBIT	**14,3**	**13,6**	**(47,9)**	**1,6**	**0,7**	**9,5**	**12,6**	***-51,9%***	***98,9%***
** Tasa fiscal teórica*	*30,0%*	*27,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,0%*	*24,0%*	*24,0%*		
= Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(4,3)	(3,7)	-	-	-	(2,3)	(3,0)		
EBITDA recurrente	**32,7**	**35,6**	**9,7**	**23,8**	**27,1**	**30,2**	**32,5**	***-10,0%***	***10,9%***
- Arrendamientos (Impacto NIIF 16)	(4,4)	(4,6)	(4,7)	(4,9)	(4,9)	(5,4)	(5,9)		
+/- Var. Capital circulante	(15,4)	(12,9)	20,7	(2,0)	(7,8)	(1,2)	(1,2)		
= Cash Flow operativo recurrente	**12,8**	**18,1**	**25,8**	**17,0**	**14,4**	**23,7**	**25,3**	***9,7%***	***14,3%***
- CAPEX	(14,5)	(13,2)	(14,9)	(10,1)	(10,7)	(9,8)	(9,0)		
- Impuestos implícitos (pre Resultado financiero neto)	(4,3)	(3,7)	-	-	-	(2,3)	(3,0)		
= Free Cash Flow (To the Firm) recurrente	**(5,9)**	**1,2**	**10,9**	**6,9**	**3,8**	**11,6**	**13,3**	***46,7%***	***24,7%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm) Recurrente	*-134,8%*	*120,2%*	*804,8%*	*-36,8%*	*-44,9%*	*207,1%*	*14,5%*		
Free Cash Flow (To the Firm) recurrente / Ingresos	n.a.	0,3%	3,3%	2,1%	1,1%	3,5%	3,9%		
- Gastos de reestructuración y otros	0,7	(1,4)	(17,6)	(6,8)	(5,6)	(0,3)	0,2		
- Adquisiciones / + Desinversiones	(3,1)	2,4	5,3	25,4	-	-	-		
+/- Extraordinarios con impacto en Cash Flow	7,1	-	-	-	-	-	-		
= Free Cash Flow "To the Firm"	**(1,2)**	**2,1**	**(1,4)**	**25,4**	**(1,8)**	**11,3**	**13,5**	***n.a.***	***-19,0%***
Cto. Free Cash Flow (To the Firm)	*-102,8%*	*275,0%*	*-164,8%*	*n.a.*	*-107,1%*	*728,5%*	*19,4%*		
Free Cash Flow (Recurrente) To the Firm - Yield (s/ EV)	*n.a.*	*0,7%*	*6,2%*	*3,9%*	*2,1%*	*6,6%*	*7,6%*		
Free Cash Flow To the Firm - Yield (s/EV)	*n.a.*	*1,2%*	*n.a.*	*14,4%*	*n.a.*	*6,4%*	*7,6%*		

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

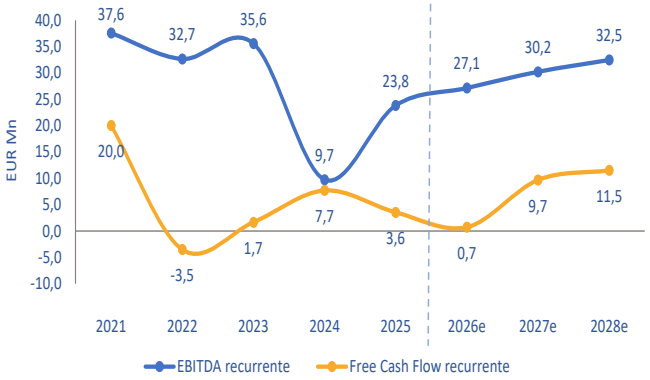
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2021 - 2025)



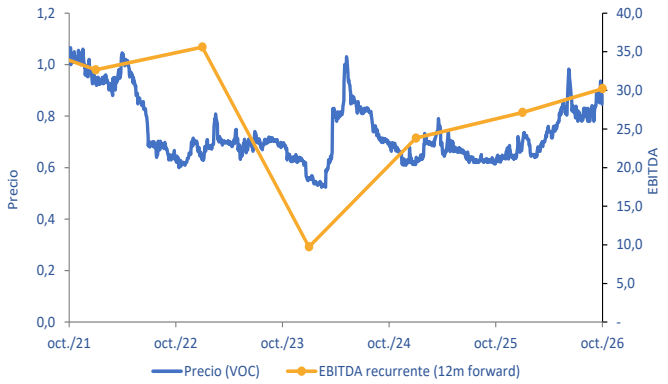
Análisis de la variación acumulada del Free Cash Flow Recurrente (2025 - 2028e)



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	109,2	
+ Minoritarios	61,5	Rdos. 6m 2026
+ Provisiones y otros pasivos a LP	13,4	Rdos. 6m 2026
+ Deuda financiera neta	23,1	Rdos. 6m 2026
- Inmovilizado financiero	4,7	Rdos. 6m 2026
+/- Otros[1]	(26,1)	Rdos. 6m 2026
Enterprise Value (EV)	**176,3**	

(1) Activos por impuesto diferido.

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	**467,2**	**447,9**	**423,0**	**385,0**	**393,6**	**314,3**	**326,8**	**341,2**	**358,3**	**331,1**	**334,0**	**334,9**	**335,8**	**337,4**	***-3,3%***	***0,3%***
Cto. Total ingresos	*-5,6%*	*-4,1%*	*-5,6%*	*-9,0%*	*2,2%*	*-20,1%*	*4,0%*	*4,4%*	*5,0%*	*-7,6%*	*0,9%*	*0,3%*	*0,3%*	*0,5%*		
EBITDA	**47,6**	**42,0**	**39,6**	**41,0**	**42,3**	**15,2**	**37,6**	**33,4**	**34,2**	**(7,8)**	**17,0**	**21,6**	**29,9**	**32,6**	***-9,8%***	***24,3%***
Cto. EBITDA	*26,8%*	*-11,7%*	*-5,8%*	*3,7%*	*3,0%*	*-64,2%*	*148,2%*	*-11,3%*	*2,4%*	*-122,9%*	*316,9%*	*26,8%*	*38,7%*	*9,2%*		
EBITDA/Ingresos	*10,2%*	*9,4%*	*9,4%*	*10,7%*	*10,7%*	*4,8%*	*11,5%*	*9,8%*	*9,5%*	*n.a.*	*5,1%*	*6,4%*	*8,9%*	*9,7%*		
Beneficio neto	**4,1**	**(60,0)**	**(4,8)**	**10,9**	**6,3**	**(21,8)**	**13,6**	**12,9**	**4,0**	**(98,9)**	**6,7**	**(7,3)**	**0,8**	**4,4**	***5,0%***	***-13,0%***
Cto. Beneficio neto	*118,2%*	*n.a.*	*92,0%*	*326,5%*	*-42,4%*	*-447,9%*	*162,6%*	*-5,4%*	*-68,9%*	*n.a.*	*106,7%*	*-210,1%*	*110,8%*	*452,5%*		
Nº Acciones Ajustado (Mn)	121,1	121,1	121,1	121,1	121,0	120,5	120,3	120,3	120,4	120,5	120,4	124,3	124,3	124,3		
BPA (EUR)	0,03	-0,50	-0,04	0,09	0,05	-0,18	0,11	0,11	0,03	-0,82	0,06	-0,06	0,01	0,04	*5,1%*	*-13,9%*
Cto. BPA	*n.a.*	*n.a.*	*92,0%*	*n.a.*	*-42,4%*	*n.a.*	*n.a.*	*-5,4%*	*-68,9%*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*	*n.a.*		
BPA ord. (EUR)	0,03	-0,48	-0,04	0,08	0,11	-0,10	0,09	0,03	0,04	-0,50	-0,01	-0,01	0,01	0,03	*-8,5%*	*83,3%*
Cto. BPA ord.	*n.a.*	*n.a.*	*91,6%*	*n.a.*	*29,6%*	*n.a.*	*n.a.*	*-65,8%*	*44,0%*	*n.a.*	*98,3%*	*-70,6%*	*n.a.*	*n.a.*		
CAPEX	(8,6)	(8,5)	(9,1)	(10,7)	(11,1)	(17,1)	(14,9)	(14,5)	(13,2)	(14,9)	(10,1)	(10,7)	(9,8)	(9,0)		
CAPEX/Vtas %)	*1,8%*	*1,9%*	*2,1%*	*2,8%*	*2,8%*	*5,5%*	*4,6%*	*4,2%*	*3,7%*	*4,5%*	*3,0%*	*3,2%*	*2,9%*	*2,7%*		
Free Cash Flow	**27,7**	**49,2**	**14,1**	**18,9**	**6,5**	**(0,1)**	**46,8**	**1,2**	**2,6**	**(4,5)**	**22,1**	**(4,9)**	**9,4**	**11,7**	***-2,2%***	***-19,1%***
DN/EBITDA (x)[2]	*1,9x*	*1,2x*	*1,1x*	*1,0x*	*1,1x*	*3,0x*	*0,0x*	*0,3x*	*0,4x*	*n.a.*	*0,7x*	*0,9x*	0,4x	0,2x		
PER (x)	*43,9x*	*n.a.*	*n.a.*	*12,3x*	*23,7x*	*n.a.*	*8,3x*	*5,9x*	*16,5x*	*n.a.*	*12,5x*	*n.a.*	n.a.	24,8x		
EV/Vtas (x)	*0,40x*	*0,46x*	*0,56x*	*0,49x*	*0,55x*	*0,55x*	*0,48x*	*0,33x*	*0,31x*	*0,49x*	*0,41x*	*0,53x*	0,53x	0,52x		
EV/EBITDA (x)[2]	*4,0x*	*4,9x*	*5,9x*	*4,6x*	*5,1x*	*11,5x*	*4,1x*	*3,4x*	*3,3x*	*n.a.*	*8,1x*	*8,2x*	5,9x	5,4x		
Comport. Absoluto	*n.a.*	*-16,2%*	*23,4%*	*-28,1%*	*11,4%*	*-24,7%*	*2,0%*	*-32,8%*	*-13,0%*	*11,3%*	*12,7%*	*27,2%*				
Comport. Relativo vs Ibex 35	*n.a.*	*-14,5%*	*14,9%*	*-15,4%*	*-0,4%*	*-11,0%*	*-5,5%*	*-28,8%*	*-29,1%*	*-3,1%*	*-24,5%*	*15,4%*				

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

		Prensa							Clasificados				Eventos / Gastronomía					Agencias				
	EUR Mn	Prisa	Cairo Comm.	Keskisuomalainen	TX Group	Alma Media	USA Today	New York Times	Average	Vend Marketplaces	AutoTrader	Baltic Classifieds	Average	GL Events	Italian Exhibition Group	Fiera Milano	CTS Eventim	Average	The Mission Group	M&C Saatchi	S4 Capital	Average	VOC
Datos Mercado	Ticker (Factset)	PRS.MC	CAI.MI	KSL.HE	TXGN.S	ALMAC.HE	TDAY.K	NYT		VEND.OL	AUTOA.L	BCG.L		GLTN.PA	IEG.MI	FIMI.MI	EVDG.DE		TMGT.L	SAA.L	SFOR.L		VOC.MC
	País	Spain	Italy	Finland	Switzerland	Finland	USA	USA		Norway	UK	Lithuania		France	Italy	Italy	Germany		UK	UK	UK		Spain
	Market cap	318,1	282,0	98,5	1.909,6	1.094,5	919,8	8.986,5		4.060,6	4.159,1	851,3		724,8	481,0	511,5	5.317,5		28,1	167,5	349,0		109,2
	Enterprise value (EV)	1.068,7	750,7	142,5	2.085,1	1.210,6	1.686,8	8.399,2		3.933,8	4.399,2	894,6		2.024,6	594,7	687,6	4.123,2		55,2	206,2	455,5		176,3
Información financiera básica	Total Ingresos	995,7	1.057,9	202,0	896,4	342,8	1.938,8	2.764,4		604,4	763,5	97,3		1.729,1	296,6	396,0	3.313,1		81,1	226,8	761,2		334,9
	Cto.Total Ingresos	*12,7%*	*5,8%*	*-5,1%*	*-4,3%*	*4,8%*	*-5,2%*	*10,1%*	*2,7%*	*3,5%*	*3,9%*	*10,0%*	*5,8%*	*0,7%*	*14,2%*	*4,2%*	*7,6%*	*6,7%*	*n.a.*	*n.a.*	*-14,3%*	*-14,3%*	*0,3%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*3,7%*	*-1,1%*	*1,2%*	*-2,6%*	*3,8%*	*-0,1%*	*6,5%*	*1,6%*	*10,8%*	*5,0%*	*10,9%*	*8,9%*	*7,5%*	*5,5%*	*-0,1%*	*4,7%*	*4,4%*	*4,8%*	*2,4%*	*2,5%*	*3,2%*	*0,4%*
	EBITDA	193,3	178,1	26,0	249,4	108,8	244,6	573,1		234,0	507,6	73,5		314,5	81,8	110,0	621,8		13,3	34,9	100,2		21,6
	Cto. EBITDA	*20,8%*	*1,8%*	*-1,1%*	*40,5%*	*8,4%*	*9,4%*	*17,2%*	*13,9%*	*22,7%*	*4,9%*	*7,1%*	*11,5%*	*3,8%*	*17,4%*	*-10,5%*	*6,6%*	*4,3%*	*25,1%*	*-7,6%*	*-3,1%*	*4,8%*	*26,8%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*4,1%*	*-1,3%*	*-3,9%*	*3,0%*	*7,2%*	*7,4%*	*11,6%*	*4,0%*	*21,1%*	*5,5%*	*10,1%*	*12,2%*	*3,9%*	*6,5%*	*0,0%*	*7,5%*	*4,5%*	*17,1%*	*7,9%*	*8,7%*	*11,2%*	*23,0%*
	EBITDA/Ingresos	*19,4%*	*16,8%*	*12,9%*	*27,8%*	*31,8%*	*12,6%*	*20,7%*	*20,3%*	*38,7%*	*66,5%*	*75,5%*	*60,2%*	*18,2%*	*27,6%*	*27,8%*	*18,8%*	*23,1%*	*16,4%*	*15,4%*	*13,2%*	*15,0%*	*6,4%*
	EBIT	118,3	89,3	10,0	146,8	94,1	116,5	491,0		173,8	488,8	71,4		201,0	58,3	55,5	511,4		9,4	26,4	92,6		0,7
	Cto. EBIT	*30,1%*	*-10,3%*	*-27,0%*	*844,0%*	*14,8%*	*52,5%*	*18,8%*	*131,9%*	*24,1%*	*7,1%*	*18,3%*	*16,5%*	*11,5%*	*18,8%*	*-22,6%*	*6,1%*	*3,5%*	*57,9%*	*-10,8%*	*293,4%*	*113,5%*	*-53,9%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*5,9%*	*-1,4%*	*18,3%*	*5,4%*	*8,4%*	*9,5%*	*12,0%*	*8,3%*	*29,2%*	*5,7%*	*10,6%*	*15,2%*	*4,8%*	*5,3%*	*-3,2%*	*8,7%*	*3,9%*	*22,5%*	*9,9%*	*-7,6%*	*8,2%*	*n.a.*
	EBIT/Ingresos	*11,9%*	*8,4%*	*5,0%*	*16,4%*	*27,4%*	*6,0%*	*17,8%*	*13,3%*	*28,8%*	*64,0%*	*73,4%*	*55,4%*	*11,6%*	*19,7%*	*14,0%*	*15,4%*	*15,2%*	*11,6%*	*11,6%*	*12,2%*	*11,8%*	*0,2%*
	Beneficio Neto	6,3	35,6	n.a.	72,5	70,7	45,7	410,4		99,3	350,5	58,2		101,0	34,2	33,6	331,4		5,3	16,1	48,3		(7,3)
	Cto. Beneficio Neto	*123,8%*	*-42,0%*	*n.a.*	*84,6%*	*26,9%*	*n.a.*	*34,3%*	*45,5%*	*258,1%*	*1,4%*	*14,2%*	*91,2%*	*11,3%*	*12,4%*	*-33,8%*	*8,9%*	*-0,3%*	*127,4%*	*781,9%*	*265,6%*	*391,7%*	*-210,1%*
	2y TACC (2026e - 2028e)	*68,6%*	*-0,8%*	*n.a.*	*12,6%*	*9,6%*	*31,2%*	*2,8%*	*20,7%*	*51,6%*	*5,5%*	*9,4%*	*22,2%*	*6,5%*	*7,8%*	*-3,0%*	*8,6%*	*5,0%*	*33,3%*	*16,6%*	*11,3%*	*20,4%*	*61,2%*
	CAPEX/Ventas	*5,2%*	*5,1%*	*n.a.*	*8,6%*	*2,6%*	*2,3%*	*1,3%*	*4,2%*	*7,2%*	*1,3%*	*0,9%*	*3,1%*	*5,2%*	*16,3%*	*2,0%*	*3,3%*	*6,7%*	*1,8%*	*1,6%*	*1,4%*	*1,6%*	*3,2%*
	Free Cash Flow	n.a.	n.a.	15,0	137,6	81,3	109,1	516,0		220,0	373,4	58,1		86,7	15,3	-	434,7		1,5	6,6	35,5		(4,9)
	Deuda financiera Neta	715,0	119,1	n.a.	(154,5)	94,0	736,2	(657,5)		(116,3)	378,6	163,0		549,9	89,6	168,6	(693,4)		7,5	10,9	93,6		19,7
	DN/EBITDA (x)	3,7	0,7	n.a.	n.a.	0,9	3,0	n.a.	2,1	n.a.	0,7	2,2	1,5	1,7	1,1	1,5	n.a.	1,5	0,6	0,3	0,9	0,6	0,9
	Pay-out	*0,0%*	*63,4%*	*n.a.*	*73,1%*	*59,0%*	*0,0%*	*31,3%*	*37,8%*	*52,8%*	*36,8%*	*38,3%*	*42,6%*	*30,1%*	*23,2%*	*52,8%*	*48,4%*	*38,6%*	*0,0%*	*0,0%*	*44,4%*	*14,8%*	*0,0%*
Múltiplos y Ratios	P/E (x)	50,6	7,0	13,0	16,3	15,5	22,8	21,6	21,0	27,9	12,2	15,6	18,6	7,4	14,1	15,1	16,5	13,3	5,4	10,1	7,3	7,6	n.a.
	P/BV (x)	n.a.	0,4	1,7	0,8	3,9	n.a.	4,6	2,3	2,4	14,2	3,5	6,7	1,4	2,7	2,6	4,1	2,7	n.a.	3,7	0,6	2,2	1,1
	EV/Ingresos (x)	1,1	0,7	0,7	2,3	3,5	0,9	3,0	1,8	6,5	5,8	9,2	7,2	1,2	2,0	1,7	1,2	1,5	0,7	0,9	0,6	0,7	0,5
	EV/EBITDA (x)	5,5	4,2	5,5	8,4	11,1	6,9	14,7	8,0	16,8	8,7	12,2	12,6	6,4	7,3	6,3	6,6	6,6	4,2	5,9	4,5	4,9	8,2
	EV/EBIT (x)	9,0	8,4	14,3	14,2	12,9	14,5	17,1	12,9	22,6	9,0	12,5	14,7	10,1	10,2	12,4	8,1	10,2	5,9	7,8	4,9	6,2	n.a.
	ROE	*0,1*	*n.a.*	*19,9*	*2,5*	*26,2*	*29,9*	*21,9*	*16,8*	*n.a.*	*114,7*	*21,5*	*68,1*	*18,8*	*19,6*	*n.a.*	*26,9*	*21,8*	*n.a.*	*22,2*	*1,8*	*12,0*	*n.a.*
	FCF Yield (%)	*n.a.*	*n.a.*	*15,2*	*7,2*	*7,4*	*11,9*	*5,7*	*9,5*	*5,4*	*9,0*	*6,8*	*7,1*	*12,0*	*3,2*	-	*8,2*	*5,8*	*5,4*	*4,0*	*10,2*	*6,5*	*0,4*
	DPA	*0,00*	*0,18*	*0,75*	*5,09*	*0,51*	*0,00*	*0,79*	*1,05*	*0,24*	*0,15*	*0,05*	*0,15*	*1,04*	*0,26*	*0,25*	*1,67*	*0,80*	*0,00*	*0,00*	*0,03*	*0,01*	*0,00*
	Dvd Yield	*0,0%*	*8,6%*	*8,3%*	*2,8%*	*3,8%*	*0,0%*	*1,4%*	*3,6%*	*1,3%*	*0,0%*	*2,3%*	*1,2%*	*4,3%*	*1,7%*	*3,5%*	*3,0%*	*3,1%*	*0,0%*	*0,0%*	*0,1%*	*0,0%*	*0,0%*

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

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
05-Oct-2026	n.a.	0,88	n.a.	n.a.	Inicio de cobertura	Pablo Victoria Rivera, CESGA